

ÅRSRAPPORT 2014

SKAGEN



ET
UVANLIG
ÅR

VI HOLDER FAST VED FILOSOFIEN I MEDVIND OG MOTVIND

www.skagenfondene.no

Alt er relativt

Når du leser denne Årsrapporten kan du få inntrykk av at 2014 var et dårlig år for andelseierne i SKAGEN Fondene. Det stemmer bare delvis.

Historiebeskrivelser er sjelden helt enkle og entydige. Det er mange måter å beskrive aksjeåret 2014 - det avhenger av hvilket perspektiv du har. Jeg vil beskrive fjoråret som et uvanlig år. Som vanlig opplevde vi noen uforutsette hendelser, som kom til å prege markedene og derigjennom våre fond. Det uvanlige var at flere av disse hendelsene inntraff mer eller mindre samtidig.

Russland og Ukraina-krisen blir behørig gjennomgått i porteføljeforvalternes beretning. La meg kort påpeke at selv om SKAGENS forvaltere er flinke til å ta kalkulert risiko, kom den politiske eskaleringen i Russland overraskende på oss. Da den koreanske bilprodusenten Hyundais ledelse bestemte at de ville betale langt over markedspris for en eiendom i Seoul, kom det også som lyn fra klar himmel. Hyundai er en stor post i våre porteføljer og eiendomshandelen fikk stor effekt. Nå skal det sies at Hyundai tok igjen det tapte etter noen uker.

Følsomme forvaltere og finansfolk verden over kjenner begrepet svarte svaner. Altså det fenomenet som oppstår når noe som er usannsynlig, likevel inntreffer. Om Russland og Hyundai ikke var helt svarte svaner, var de i min bok veldig mørkegrå.

Alt er relativt

Jeg syns at SKAGENS fond leverte tålelig grei avkastning i 2014 hvis du ser på avkastningstallene isolert. Når aksjefondene ga andelseierne en avkastning etter kostnader i størrelsesorden 11 til 36 prosent, og rentefondene våre presterte helt opp i 24 prosent er det til å leve med. Men uvanlig nok, er avkastningen relativt sett dårlig. SKAGEN Fondene har som ambisjon å levere bedre avkastning enn fondenes referanseindekser, altså bedre enn markedene hvor fondene har sine mandater. Det klarte vi ikke i

2014. Det er høyst uvanlig og noe vi naturlig nok ikke er fornøyd med.

Som aktive verdibaserte forvaltere er vår viktigste oppgave å levere langsiktig avkastning i verdensklasse, og det klarte vi ikke i fjor. Hver dag jobber forvalterne for å finne de beste selskapene og beste papirene som kan gi andelseierne den beste avkastningen, også relativt. I praksis betyr det at de leter etter kvalitetsinvesteringer der andre ikke tenker på å lete.

Aktiv og stolt av det

Vi snakker mye om investeringsfilosofien vår. Så fort vi får anledning til det trekker vi frem de tre U'ene våre – Undervurderte, Underanalyserte og Upopulære. I 2014 var det å snakke om aktiv forvaltning, som vi driver med, ikke veldig moderne. Dette var året da såkalt indeksforvaltning virkelig ble populært. Et indeksfond investerer helt likt som en indeks, for eksempel S&P 500. Indeksfond med høy vekt i store amerikanske selskaper hadde trolig et godt år. Her i SKAGEN kaller vi det gjennomsnittsförvaltning.

Det hender vi får spørsmål fra kunder og andre om hvorfor vi ikke lanserer indeksfond. Svaret er ganske enkelt at vi mener vi kan slå markedet. Når alle løper etter gjennomsnittet vil det på sikt resultere i bobler i markedet. Derfor vil det alltid være behov for at noen gjør selvstendige analyser og ikke blindt følger flokken. Fordelen fra vårt ståsted er at når mange følger gjennomsnittet vil det gi muligheter for aktive verdibaserte forvaltere som oss på sikt.

Forandring

Dette året har også vært litt uvanlig for kunder og ansatte i SKAGEN. Én merkbar endring er at teksten du nå leser er skrevet av en helt fersk administrerende direktør, i stedet for av Harald Espedal. På samme

måte vil du se at Knut Gezelius nå er hovedforvalter i SKAGEN Global etter Kristian Falnes. Harald og Kristians innsats for SKAGEN kan neppe overvurderes. Som sentrale medarbeidere har de jobbet utrettelig for å gi andelseiere den beste avkastningen og servicen vi har kunnet over mange år. Vi er svært takknemlige for innsatsen og ønsker begge to lykke til med spennende oppgaver fremover.

Når noen slutter, begynner andre. Slik er det også i SKAGEN, og jeg syns det er ekstra gledelig at tilfanget av nye, flinke medarbeidere er svært høy. Porteføljeforvalter Filip Weittraub er kommet tilbake til SKAGEN. Han forvaltet SKAGEN Global i ni år med stor fremgang. Vi vil lansere et nytt fond i 2015 med Filip som forvalter, vi ønsker ham hjertelig velkommen tilbake. Etter mitt syn har organisasjonen aldri vært sterkere og mer kompetent. Du kan lese mer om SKAGENS overgang til fremtidig eierstruktur i styrets beretning.

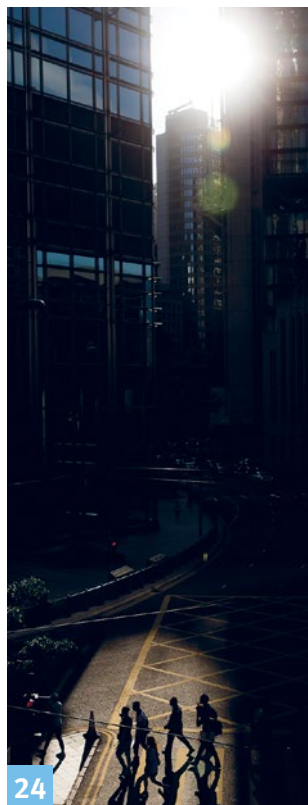
I Årsrapporten i fjor skrev vi at 2014 kom til å få større svingninger. Der traff vi uvanlig godt. Takk for at du er med oss!



– Leif Ola Rød
Administrerende direktør



USAs popularitet. 2014 ble preget av en sterk dollar og imponerende resultater fra USA. Sjefen for den amerikanske sentralbanken Janet Yellen (nr. 2 fra v.) i et selfie-øyeblikk med deltakere på IMF-møtet i oktober 2014.



Absolutt sterkt år. SKAGEN m² leverte 36 prosent avkastning, litt bak sin referanseindeks. På bildet Hong Kong sentrum, hvor fondet har investert i Soho China Ltd.



Bare smil. Satya Nadella og Microsoft hadde et godt år med 27,5 prosent avkastning, den femte største bidragsyteren til SKAGEN Global.

Foto: Bloomberg

LEDER

Alt er relativt › 2
Leif Ola Rød

Motvind for aktiv verdibasert forvaltning i 2014 › 4
Ole Sæberg

OM SKAGEN

Utvikling › 6

Et år med samfunnsnyttige prosjekter › 36

Invitasjon til valgmøte › 38

SKAGEN Fondenenes investeringsfilosofi › 70

Investeringsprosessen › 71

PORTEFØLJE-FORVALTERNES BERETNING

INTRODUKSJON

Hestens år har vært vilt; › 8
Nå ser vi frem til den fredelige sauens år

AKSJEFOND

SKAGEN Vekst › 12
For mye på Oslo Børs

SKAGEN Global › 16
Motvind fra USA

SKAGEN Kon-Tiki › 20
Et år med politiske endringer

SKAGEN m² › 24
Eiendommelig godt 2014

KOMBINASJONSFOND

SKAGEN Balanse 60/40 › 34
Balansert avkastning

RENTEFOND

Rentekommentaren › 11
Eksflasjon

SKAGEN Tellus › 28
Solid avkastning

SKAGEN Avkastning › 29
God avkastning i et lavrenteklima

SKAGEN Credit › 30
Tøff start men lyse utsikter

SKAGEN Høyrente › 32
God avkastning tross lave renter

SKAGEN Høyrente Institusjon › 33
Lav risiko er hovedfokus

REGNSKAP OG STYRETS BERETNING

Eierstruktur › 39

Styrets beretning › 40

Årsregnskap › 44

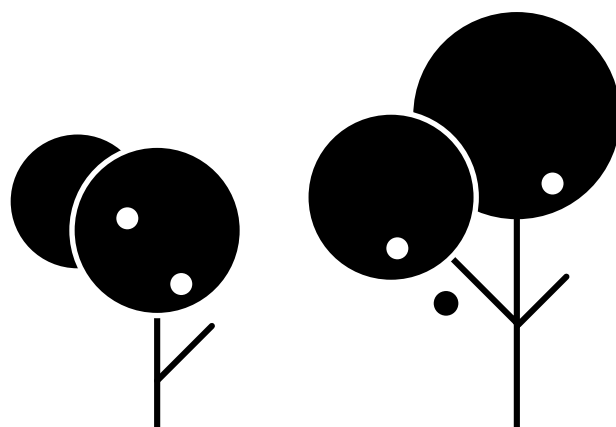
Revisors beretning › 68

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 kundefrådgiver på telefon 04001. Du kan også sende epost til kundeservice@skagenfondene.no.

Motvind for aktiv verdibasert forvaltning i 2014

SKAGEN holder seg til verdibasert forvaltning, til tross for markedets generelle preferanse for høyt verdsatte vekstselskaper.



2014 fremstår som et svært uvanlig år. Aktivt forvaltede fond, deriblant SKAGENS, gjorde det ikke særlig bra i 2014. Det samme gjelder verdiaksjer.

Forrige gang verdibaserte investorer gjorde det verre enn vekstbaserte investorer var i 1999, på høyden av IT-boblen. Denne gangen finnes det ikke én enkelt årsak – som en oppblåst boble – som kan forklare de dårlige resultatene.

En rekke ting er imidlertid verdt å merke seg. Flyten av kapital har i økende grad gått mot passive investeringer, herunder børsnoterte fond og indeksfond. Videre har amerikanske investorer vendt tilbake til Amerika på grunn av bedre økonomiske utsikter i USA, noe som igjen har styrket den amerikanske dollaren. For en USA-basert investor ga S&P 500 en avkastning på 13,7 prosent i 2014 målt i dollar, mens eurobaserte investorer hadde en avkastning på 29,5 prosent.

Resultatene i USA er imponerende med tanke på at MSCI All Country World Index ga en avkastning på 4,9 prosent i dollar og 19,4 prosent i euro i 2014. Kort sagt var den store vinneren i 2014 USA.

Tilsvarende genererte MSCI Value-in-

deksen 3,7 prosent i amerikanske dollar og MSCI Growth-indeksen 5,9 prosent. 2014 var derfor det femte året på rad "Growth" har slått "Value".

Betydelig kapitalflyt inn i indeksfond har gått rett inn i de respektive aksjene i henhold til vektene i de ulike indeksene. Dette har ført til et rally for selskaper med høy børsverdi, slik som Apple, Microsoft og Berkshire Hathaway. Aktive verdibaserte investorer foretrekker å investere i gjemte skatter med sterke utsikter til verdiskaping. Disse selskapene er vanligvis ikke de største indekskomponentene. I tillegg foretrekker verdibaserte investorer å plukke aksjer på regnværsdager, når de fleste investorer gjemmer seg innendørs, selv om de vet at risikoen kan være høy. I tillegg kan vi konstatere at 2014 var et skuffende år for mange av disse skjulte skattene.

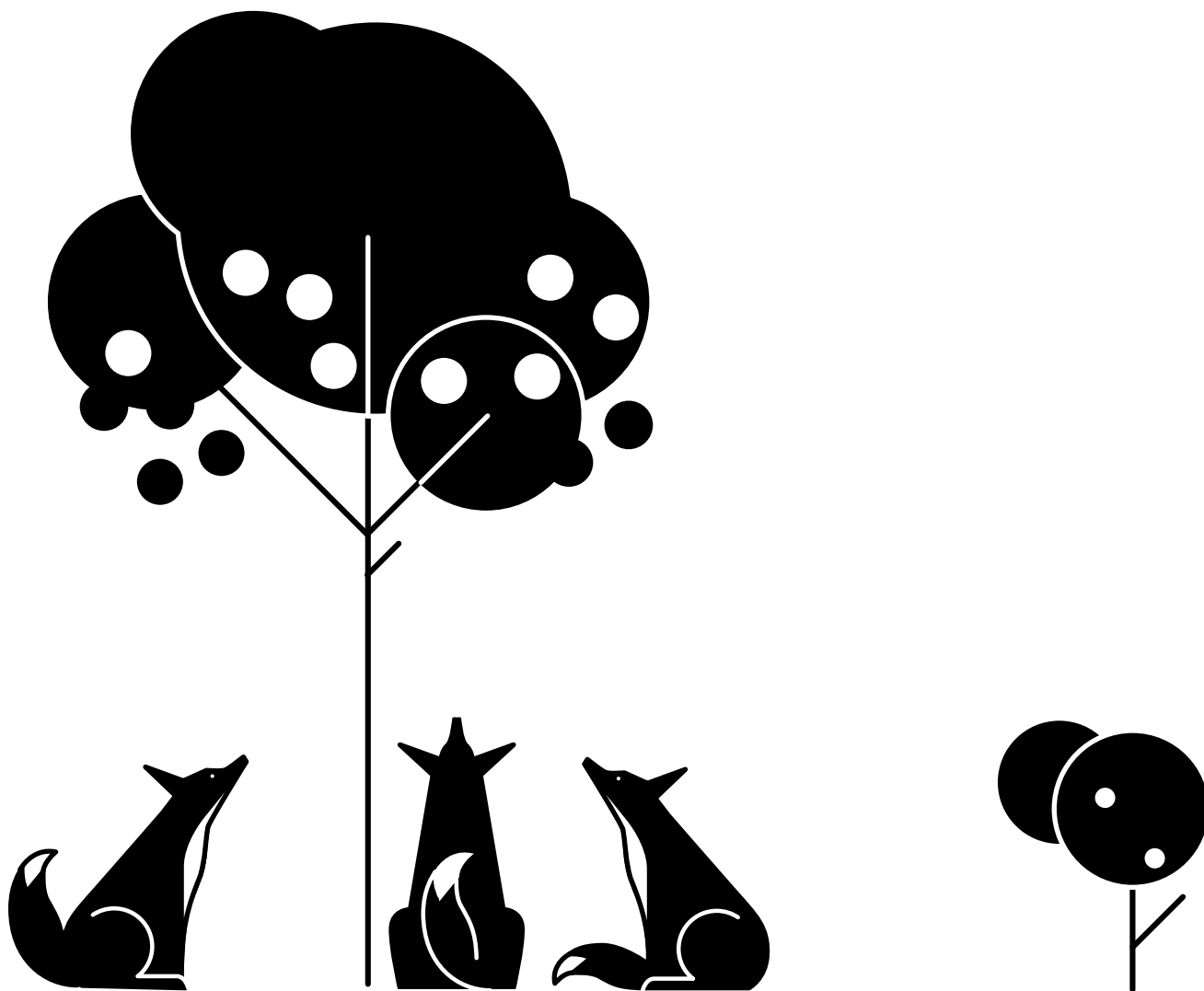
Game over for verdi?

Har den aktive og verdibaserte investeringsstilen blitt slått ned i støvlene av vekstbasert investering og indeksfond? I 2014 har det sett slik ut, siden et stort flertall av de aktive verdifondene har levert svake

resultater. Men det å være aktiv betyr imidlertid at eksponeringen må avvike fra indeksen hvis man skal kunne slå indeksen på lang sikt.

SKAGENS aksjefond har alle en "aktiv" andel på over 90 prosent, sammenlignet med indekser, som har null prosent aktivt forvaltede aksjer. Aktive investorer kan finne gode selskaper selv om disse befinner seg langt under radaren hos andre. Dette illustreres godt av det faktum at de største relative verdiskapene i løpet av de siste ti årene ikke har vært selskapene med størst børsverdi i 2014. I 2004 var de fem største globale aksjene målt etter børsverdi General Electric, Exxon, Microsoft, Citigroup og Wal-Mart. Alle disse er fundamentalt gode selskaper med noe varierende resultater i løpet av de siste ti årene. Selskapet med størst børsverdi i 2014 var Apple, som har vokst fra 15 til 650 milliarder US dollar i løpet av den aktuelle perioden. De største komponentene i 2004 har enten gitt avkastning omtrent på linje med S&P 500 eller dårligere.

Å plukke gode aksjer har vært SKAGENS spesialitet siden 1993. Våre fond eier svært lovende selskaper med lav prising, men



Flokken samler seg: Når passive forvaltere samler seg rundt store, populære selskaper drives prisen opp. Det skaper muligheter for aktive verdibaserte forvaltere å finne godbiter andre steder.

disse har i stor grad blitt oversett av de globale likviditetsstrømmene i 2014.

Den økonomiske tyngdekraftloven

Situasjonen vi har sett i 2014, kan godt fortsette inn i 2015, siden den amerikanske honningkrukken stadig tiltrekker seg investorer. Hvis stadig flere passive penger går inn i indeksfond, vil de automatisk bli allokert til aksjene med høyest markedsverdi, noe som vil ta disse aksjene til stadig nye høyder.

Apple er en aksje som nærmest av seg selv stiger høyere og høyere på grunn av det fortsatte tilslaget av passive penger inn i markedene. SKAGEN eier ikke aksjer i Apple, og vi kommenterer ikke aksjer vi ikke eier. Likevel kan det være fristende å påpeke

hva det var som traff Isaac Newton i hodet da han oppdaget loven om universell tyngdekraft.

Selv om den økonomiske tyngdekraftloven kan bli satt til side en viss stund, kan den ikke overses i det lange løp. En investering med høyere avkastning og solid, sammensatt verdiskaping vil med tiden utkonkurrere en investering med lavere avkastning. Med andre ord vil selskaper med god inntjeningsprofil og en prising som er ute av takt med de fundamentale forholdene, gjøre det best.

Verdiprofiler varierer stort mellom regioner. Globale selskaper i Europa og Asia skiller seg ut som svært attraktive sammenlignet med tilsvarende nordamerikanske selskaper.

Den pågående verdiskapningen vi ser i våre aksje- og rentefond, vil før eller senere bli reflektert i markedsprisene.



– Ole Sæberg
Investeringsdirektør

UTFORDRENDE ÅR FOR AKTIVE VERDIBASERTE FORVALTERE

- Første kvartal 2014 hadde Berkshire Hathaway, som ledes av verdiinvestoren Warren Buffet, underprestert ift S&P 500 siste fem år.
- Rundt 15 prosent av amerikanske large-cap fond leverte meravkastning i forhold til sin referanseindeks i 2014, ifølge Goldman Sachs. Andre studier viser at tallet kan være enda lavere.
- Tilstrømmingen til ETF'er i 2014 var rundt 275 milliarder dollar, tilsvarende hele kapitalen investert i ETF'er for 10 år siden, ifølge Financial Times.
- Den samlede verdiskapningen som har skjedd vil før eller senere reflekteres i aksjekursen.

Utvikling

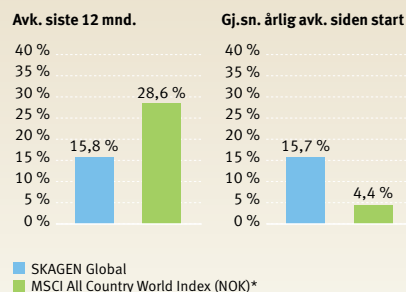
I tabellene vises avkastningen i SKAGENS fond i forhold til de respektive referanseindekser. Med mindre annet er oppgitt er alle avkastningstall i denne markedsrapporten knyttet til klasse A, og oppgis etter fradrag for gebyrer. Fondenes avkastningstall er oppdatert per 31. desember 2014.

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

Aksjefond Rentefond

SKAGEN GLOBAL

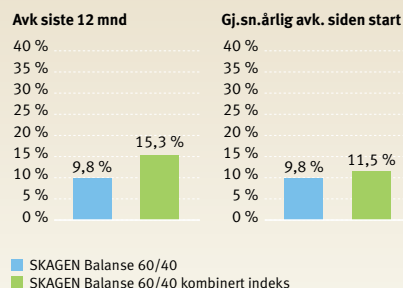
Forvalter: Knut Gezelius
Start: 7. august 1997



* Før 1.1.2010 var indeks MSCI World (NOK)

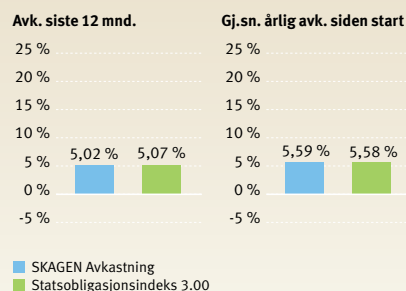
SKAGEN BALANSE 60/40

Forvalter: Beate Bredesen
Start: 29. februar 2012



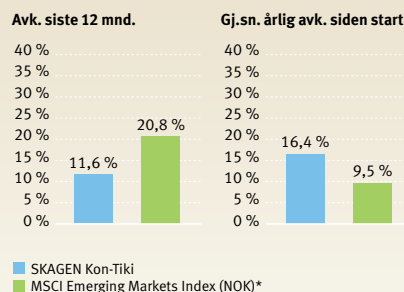
SKAGEN AVKASTNING

Forvalter: Jane Tvedt
Start: 16. september 1994



SKAGEN KON-TIKI

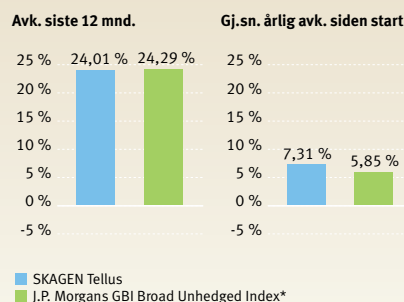
Forvaltere: Kristoffer Stensrud og Knut Harald Nilsson
Start: 5. april 2002



* Før 1.1.2004 var indeks verdensindeksen

SKAGEN TELLUS

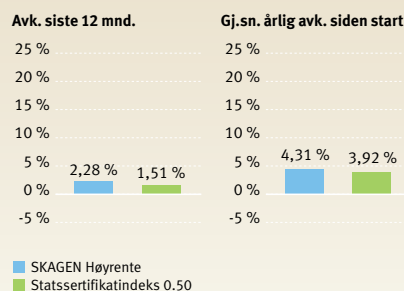
Forvalter: Torgeir Høyen
Start: 29. september 2006



* Før 01.01.2013 var indeks Barclays Capital Global Treasury Index 3-5 years

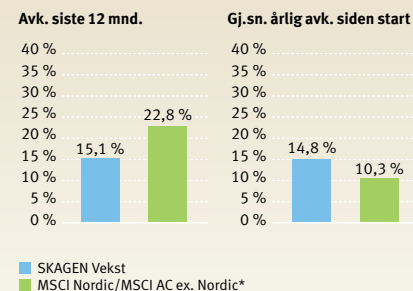
SKAGEN HØYRENTE

Forvalter: Elisabeth Gausel
Start: 18. september 1998



SKAGEN VEKST

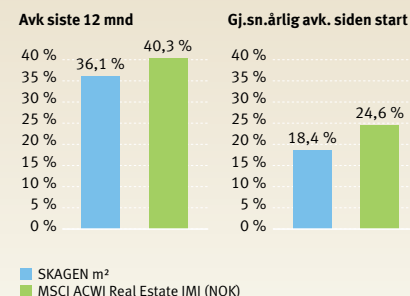
Forvaltere: Ole Sæberg og Geir Tjetland
Start: 1. desember 1993



* Investeringsmandatet endret 1.1.2014. Mer informasjon på side 12.
Før 1.1.2010 var indeks OSEBX

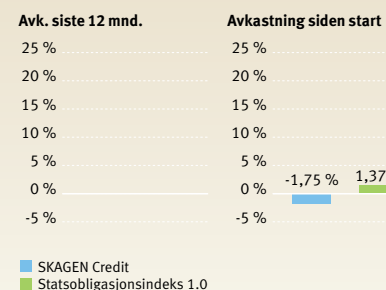
SKAGEN m²

Forvaltere: Michael Gobitschek og Harald Haukås
Start: 31. oktober 2012



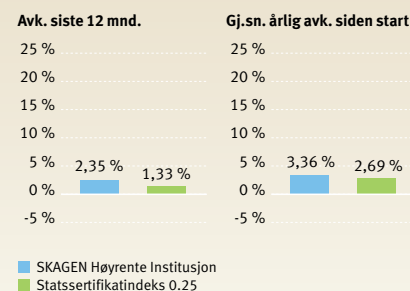
SKAGEN CREDIT NOK

Forvalter: Ola Sjøstrand
Start: 30. mai 2014



SKAGEN HØYRENTE INSTITUSJON

Forvalter: Elisabeth Gausel
Start: 14. mars 2003



Porteføljeforvalternes beretning

Introduksjon

- › 2014 ble et år preget av en sterk dollar og svake oljevalutaer
- › Markedet ble tatt på sengen av fallet i obligasjonsrentene da økonomien i Eurosonen svekket seg
- › Aksjer steg mer eller mindre i takt med inntjeningen i 2014 og vekstaksjer gikk bedre enn verdiaksjer
- › 2015 vil sannsynlig se en global BNP-vekst på 3,5 % støttet av fortsatt lave renter



Foto: Bloomberg

Trøbbel med rubel: et neonskilt viser vekslingskursen til euro og dollar målt i rubler i Moskva. Rubelen sank til rekordlave nivåer og forverret Russlands valutakrise.



Foto: Bloomberg

Ulike utsikter: Den sterke amerikanske økonomien og dollaren er positiv for fremvoksende økonomier med eksponering mot USA. Eurosonen trenger fastere lederskap for å oppnå en bærekraftig økonomisk vekst. I 2015 ventes en global vekst i BNP på 3,5 prosent. I første rekke Janet Yellen sjef for Fed (t.v) og Christine Lagarde, administrerende for IMF (t.h). Bak henne Mario Draghi, sjef for ECB under IMF's årsmøte.

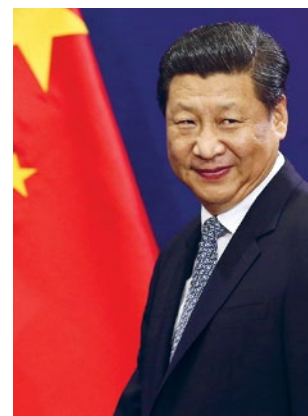


Foto: Bloomberg

Størst i verden: I Kina ble tiltakene til president Xi Jinping applaudert med et sterkt sommerrally. Kina ble verdens største økonomi i 2014, ifølge IMF.



Hestens år har vært vilt;

Nå ser vi frem til den fredelige sauens år

- Ole Sjøberg
Investeringsdirektør

Ifølge kinesisk horoskop var 2014 hestens år – et vakkert dyr med et noe ustyrlig lune, men som kan bære deg langt av gårde dersom du klarer å holde den i tøylene.

I motsetning til hesten, er sauen et fredfullt dyr som bringer ro og beveger seg i flokk. Merkelig nok kan sauen bare gå fremover, ikke bakover eller sidelengs. Så ifølge kinesisk astrologi bør vi se et godt og fredelig år i 2015, der markedene beveger seg synkront fremover. Dette er godt nytt for verdibaserte og kontrære investorer som SKAGEN. Vi tar sikte på å utnytte flokkmentaliteten før flokken snur i vår retning.

Våre spådommer ved inngangen til 2014

Etter sterke resultater i 2012 og 2013, var utsiktene for aksjer og obligasjoner mer på den forsiktige siden i begynnelsen av 2014. Investorene fikk se høyere økono-

misk aktivitet i utviklede markeder og vedvarende aktivitetsvekst i fremvoksende markeder. Dette var ventet å gi bedre inntjening etter oppgangen i 2013. Samtidig var investorene også bekymret for at høyere renter kunne gjøre obligasjoner til et mer attraktivt alternativ i forhold til aksjer. En rekke politiske valg i viktige vekstmarkeder ble også pekt ut som volatilitetsdrivere for 2014.

Når vi ser tilbake på 2014, har det vært et år som har bydd finansmarkedene på en rekke uventede hendelser. En oppgang på 13,7 % i USA var imponerende tatt i betraktning verdensindeksens (MSCI All Country World Index) avkastning på 4,9 % målt i dollar. Tilsvarende tall for en euroinvestor var henholdsvis 29,5 % og 19,4 %. Blant overraskelsene i 2014 kan vi nevne konflikten i Ukraina, store fusjoner og oppkjøp motivert av skattehensyn, bety-

delig lavere obligasjonsrenter, den sterke amerikanske dollaren og oljekrakket på slutten av året. Amerikanske aksjer hadde en sterk utvikling i likhet med dollaren. I India tok det seg pent opp etter at reformisten Narendra Modi ble valgt til president, mens i Kina ble tiltakene til president Xi Jinping applaudert med et sterkt sommerrally. I Russland pekte imidlertid pilene nedover, og også Brasil tapte terreng, etter valget. Alle disse hendelsene har i mer eller mindre grad påvirket atferden til finansmarkedene, og i historiebøkene vil året 2014 sannsynligvis bli husket for:

Sterk amerikansk dollar og svake oljevalutaer

Hvis vi sier at valutaen kan beskrives som egenkapitalen i et bestemt land, så har finansmarkedet i 2014 helt klart vurdert USA for å være et veldrevet selskap, Japan

Utviklingen i valutamarkedet i 2014 var ganske ekstraordinær og bar sterkt preg av en sterkere dollar og svakere oljevalutaer.

som et potensielt restruktureringscase og Russland for å være i behov av en ny styringsmodell. Ser vi til Brasil og Eurosonen, så har begge behov for et fastere lederskap for å oppnå en bærekraftig økonomisk vekst.

Utviklingen i valutamarkedet i 2014 var ganske ekstraordinær og bar sterkt preg av en sterkere dollar og svakere oljevalutaer. Effekten på obligasjons- og aksjemarkedene fra valutabevegelser av denne størrelsesordenen ble sist observert i 1992, 1998 og 2008.

En sterk amerikansk dollar og styrket amerikansk økonomi er positivt for eksportprisene til mange råvareprodusenter trass i de lavere markedsprisene. Det skaper et positivt bakteppe med fordeler for mange fremvoksende økonomier, råvareprodusenter og bedrifter med utstrakt eksponering mot USAs økonomiske ekspansjon.

Sett i et større perspektiv, er fri flyt i valutamarkedene bra for riktig og effektiv allokering av kapital. Det kan imidlertid føre til en viss uro i perioder med raske utslag, som man fikk se i den russiske rubelen mot slutten av 2014. Inntil Russland får en bedre styringsmodell og en mer fremtidsrettet struktur, vil egenkapitalen/valutaen mest sannsynlig fortsette å skranke.

Sterk absolutt avkastning, men svak i relative termer

SKAGENS aksjefond gav en god absolutt avkastning på mellom 11 og 36 prosent i norske kroner i 2014 ledet an av SKAGEN m². Lave renter og en ny klassifisering av eiendomssektoren førte til en oppsving i interessen. Den sterke utviklingen til amerikanske dollar og aksjer slo negativt ut for den relative utviklingen til fondene, som alle har en betydelig undervekt i USA. Rentefondene hadde et godt år og genererte en god risikojustert avkastning i 2014. Øverst på pallen kom SKAGEN Tellus som leverte 24 prosent avkastning i NOK, delvis på grunn av den svake kronekursen. I løpet av 2014 ble vårt tiende fond lansert; SKAGEN Credit gir investorer eksponering mot det globale markedet for selskapsobligasjoner.

Du kan finne en mer detaljert kommentar om utviklingen i de forskjellige fondene i de respektive fondsrapportene.

Videre vekst

I 2015 venter markedet en global BNP-vekst på 3,5 %. Denne vil imidlertid være skjevt fordelt ettersom Kina er ventet å vokse med om lag 7 %, USA 3 %, og Eurosonen og Japan 1 %. I dette klimaet er det ventet at obligasjonsrentene kommer til å holde seg lave, til tross for at ECB nå har lansert kvantitative lettelsers i stor skala i

Europa og en oppjustering av korte renter i USA.

For obligasjons- og aksjemarkedene, vil 2015 bli det syvende året med fremgang etter sprekken i 2008/09. Dette er en av våre lengste oppgangsperioder, og av den enkle grunn, er det flere som nå gir uttrykk for dystre spådommer. En ny mørketid kan godt komme, men den kommer aldri som et produkt av alderdom. Snarere oppstår den av økonomiske nedgangstider eller en kollaps i aktivav verdier etter overdreven økonomisk optimisme eller konflikter, osv. Når det er sagt, så er den rådende forventningen blant investorer at aksjer vil stige i takt med inntjeningen i 2015.

Råvaremarkedenes utvikling i siste del av 2014 tegnet et tydelig bilde: Etterspørselen er for det meste stabil, men på tilbudssiden har produksjonen økt og dette gir utslag i prisene. Olje og gass er den mest toneangivende råvaren, så når amerikanske skifergassprodusenter, Russland og OPEC øker produksjonen utover den gjeldende etterspørselen blir konsekvensen en overraskende 50 % fall i oljeprisen.

Positive drivere

Et år fra nå vil vi kunne gjøre opp status for hvordan selskapene i porteføljene våre har utviklet seg i henhold til vår oppfatning av verden. Fra et nedenfra-og-opp-perspektiv ser vi mange positive drivere. Heriblant Samsung Electronics som potensielt vinner tilbake terreng i det globale smarttelefonmarkedet med en ny bøybar mobilskjerm, gjør det skarpt innen minnebrikker, og skjerper selskapsstyring og kapitaldisiplin. Det siste gjelder også for Hyundai/Kia-grupperingen. Den kraftige amerikanske veksten lyser også opp utsiktene for godtnyttende selskaper i Sør-Korea og Taiwan med sterke forretningsbånd til USA.

Fra et ovenfra-og-ned-perspektiv ser vi mange muligheter i selskaper som har mistet investorenes gunst og som omsettes til stor rabatt relativt til markedet. Ut fra erfaring og gitt at våre antagelser er mer eller mindre korrekte, så bør 2015 vise seg å bli et brukbart år med 8-14 % avkastning i lokal valuta, fordelt på 6-10 % vekst i inntjeningen og 2-4 % i utbyttebidrag. Faktaboksen (t.v) oppsummerer de generelle driverne for global aksjeavkastning i 2015.

OVERORDNEDE NØKKELTALL

	2013	2014	2015
Global GDP (IMF)	3.2%	3.3%	3.5%
Utviklete økonomier	1.3%	1.8%	2.4%
Fremvoksende økonomier	4.7%	4.6%	5.0%
INFLASJON (IMF)			
Utviklete økonomier	1.4%	1.4%	1.7%
Fremvoksende økonomier	5.9%	5.4%	5.3%
SALES GROWTH (BB/MSCI)			
MSCI Developed	-1.0%	2.6%	4.3%
MSCI EM	1.8%	5.5%	6.1%
INNTJENINGSVEKST (BB/MSCI) MSCI)			
MSCI Developed	2.0%	8.3%	11.1%
MSCI EM	5.7%	11.6%	11.9%
P/E			
MSCI Developed	17.1x	15.8x	14.6x
MSCI EM	11.7x	10.5x	9.4x
UTBYTTEAVKASTNING			
MSCI Developed	2.6%	2.5%	2.7%
MSCI EM	2.9%	3.0%	3.2%

Kilde: IMF, MSCI, Bloomberg

PROGNOSE

NEGATIVE OG POSITIVE OVERRASKELSER

Prognoser for fremtiden er beheftet med usikkerhet. Vi lever i en dynamisk verden og uforutsette hendelser kan oppstå som får betydelig innvirkning på finansielle aktiva. Vi ser et vidt utfallsrom for 2015, som på den negative og positive siden omfatter:

Lavere oljepris vil også minke inntektene for energiproduserende land, som må se seg nødt til å kutte i budsjettene. Dette kan føre til politisk uro og/eller finansieringsproblemer. I en verden av smarttelefoner, spres meninger og politiske handlinger raskt. Vi ser på politisk uro som en av de mest fremtredende risikoene i 2015, og håper at større regionale kriger og konflikter vil forbli en frykt snarere enn en realitet.

Forsvarsutgiftene øker, uten at de statlige inntektene nødvendigvis følger etter. Ubalanserte budsjetter øker risikoen for mislighold, mens mer militær opptrapping og politisk apati er en farlig cocktail i en tid hvor handlekraft er avgjørende. Hvis situasjonen oppfattes å forverre seg, bør man ikke la seg overraske over en ubehagelig nedtur på mer enn 20 %. Forbrukerne holder igjen i frykt for hva som skjer, og den økonomiske aktiviteten blir påvirket negativt.

Siste del av 2014 var en fortvilet periode for energirelaterte selskaper, som også slo hardt inn på oljerelevante valutaer. Et nytt ekvilibrium for oljepris og valuta har ennå ikke blitt etablert, så det gjenstår å se hvilke implikasjoner det får for risiko/avkastning-profilen, men vi forventer konsolidering innenfor de berørte bransjene siden aktiva har blitt billigere for de pengesterke aktørene der ute.

Fallet i energiprisene mot slutten av 2014 vil påvirke 2015 positivt, med mindre inntekten din avhenger av oljepriisen. Hvis energiprisene holder seg lave, vil det kunne løfte forbruket med opptil 0,5 % av BNP i de utviklede markedene. I praksis vil det fungere på samme måte som en stor skattereduksjon, noe som ikke synes å være reflektert i dagens aksjekurser. Dermed kan den globale veksten nå 3,5 %, noe som vil merkes godt på selskapenes omsetning og lønnsomhet.

Sterkere inntjeningsvekst kombinert med fortsatt lave renter kan fyre i gang et aksjerally på 25 % eller mer om inntjeningen skyter fart og risikopremien for aksjer krymper fra dagens nivå på 4-5 %. Hvis aksjekursene stiger for fort vil dette naturligvis utgjøre en risiko i seg selv dersom det gir utslag i overdreven atferd som ikke er bærekraftig.

Nord-Korea, Cuba, Iran eller andre land åpner opp for dialog og verden blir oppfattet som mer fredelig. Aksjeinvestorer elsker rolige omstendigheter og man vil kunne se en ytterligere reduksjon av risikopremie.

FOKUS PÅ GODE AKSJER, IKKE GODE TEMA

Makroøkonomiske faktorer påvirker investorenes risikoappetitt på kort sikt, men på lang sikt støtter vi oss til, og investerer i, gode forretningsmodeller og solid ledelse siden det er disse tingene som betyr mest for verdiskapningen. Å investere i gode selskaper i kriserammede tider har historisk sett resultert i overlegen avkastning.

Ledelsen i børsnoterte selskaper arbeider under press for å levere gode resultater

fra kvartal til kvartal, og samtidig tilpasse virksomheten etter endringer i demografi, innovasjon og mer effektive måter å gjøre ting på. Bare tenk på utfordringene for ledelsen hos en bilprodusent; fremveksten av bildelingsordninger endrer den samlede etterspørselen, og elektriske biler har ført med seg nye produksjonsprosesser og underleverandører. For det globale energimarkedet byr endringene i bilindustrien, med mer drivstoffeffektive og elektriske biler, på utfordringer for den fossile kraft-

næringen. Behovet for mer fremtidsrettede produkter, tjenester og kompetanseområder krever nye tilpasninger. Å holde tritt med endringene er en viktig nøkkel til den langsiktige verdiskapningen fremover.

Tap kan ikke unngås, men med sunn fornuft, god historisk innsikt og en grundig forståelse av potensielle risikofaktorer i forhold til forventet avkastning, gjør vi vårt beste for å generere overlegen risikojustert avkastning for våre andelseiere.

Olje er en viktig innsatsfaktor i de fleste rike og fattige land. USA har allerede god vekst; overraskelsen blir høyere vekst enn ventet i Asia og Europa.

Eksflasjon

På tross av økt vekst vil fallende inflasjon og vedvarende nullrentepolitikk holde de lange nominelle rentene i de store økonomiene i sjakk i 2015. Og det er rom for lavere renteforskjeller.

Global økonomi kommer trolig til å vokse raskere i 2015 enn hva de fleste ser for seg. Det markante oljeprisfallet i fjor høst skyldes i alt hovedsak økt tilbud av olje og at OPEC la seg flate for markedet. Lav oljepris kommer til å stimulere veksten – unntatt i OPEC-landene, Russland og Norge. Grunnen er at olje er en viktig innsatsfaktor i de fleste rike og fattige land. USA har allerede god vekst; overraskelsen blir høyere vekst enn ventet i Asia og Europa.

Med høyere global vekst, skal en da forvente høyere renter? Mange antar det, spesielt siden nivået på lange statsrenter i mange land var svært lav ved utgangen av 2014.

Realrenter vil øke

Realrentene, som nå er negative i mange land, vil trolig øke. Realrenten er hva man målt i kjøpekraft må ut med for å skaffe seg kreditt. Siden høyere vekst innebærer at bedriftene investerer mer og at husholdningene sparer en mindre del av sin inntekt, presses de reelle lånekostnadene typisk opp når økonomien går bedre. Alt annet likt trekker dette de lange nominelle rentene opp.

Men høyere realrenter trenger ikke bety økte nominelle renter. For innbakt i nominelle renter ligger en antagelse om forventet inflasjon. Om forventet inflasjon faller samtidig som realrentene stiger, kan de nominelle rentene ligge i ro. De to effektene kansellerer hverandre neppe eksakt, men man står nå sannsynligvis foran en periode med fallende forventet inflasjon i utviklede økonomier. Og dette bidrar til å holde de lange nominelle rentene nede selv om realrentene tikker oppover.

Men hvorfor skal inflasjonsforventningene falle? Er det ikke tvert imot slik at når veksten tiltar, så øker også inflasjonen og dermed også inflasjonsforventningene?

Økt vekst, uten inflasjon

Mange setter likhetstegn mellom økt vekst og høyere inflasjon. Men slik er ikke økonomien skrudd sammen. Husk 70-tallet. Da hadde de fleste utviklede økonomier lav vekst og høy inflasjon - og ordet stagflasjon entret ordboken. Russland opplever det samme nå. I 2015 kommer russisk økonomi etter alle solemerker til å krympe samtidig som inflasjonen blir tosifret.

Historisk finnes det også mange eksempler på det motsatte, dvs. at veksten tiltar og inflasjonen avtar. Før 1. verdenskrig hendte dette titt og ofte. Nå står vi trolig i startgropen på en slik utvikling i mange OECD-land. Vil det bli kalt for «eksflasjon» – ekspansjon uten inflasjon?

Noen land kan trolig komme til å flørte med deflasjon. Sverige gjør det allerede.

Kontra hva som ofte hevdes trenger ikke deflasjon være et problem. Det er en myte at japansk økonomi har blitt slukt i et deflatorisk sort hull. For det første har deflasjonen vært svært mild – ca. 0,3 % per år siden 1998. For det andre har veksten i Japan vært ganske bra i perioden med deflasjon om man korrigerer for at arbeidsstyrken har krympet.

Midlertidige inflasjonseffekt er passé

Inflasjonsforventningene vil dale på en kombinasjon av lav inflasjon, noe som midlertidig forsterkes av oljeprisfallet, og kontinuerlig nullrentepolitikk. Det siste høres paradoksalt ut. Er det ikke nettopp den ekstremt lave styringsrenten som, i kombinasjon med høyere vekst, kan få inflasjonen til å ta av?

Temporært kan et kutt i styringsrenten dra opp inflasjonen, men en nullrentepolitikk som vedvarer over mange år har motsatt effekt, spesielt hvis veksten tiltar. I det lange løp kan ikke sentralbankene styre den reelle prisen på kreditt, like lite som de kan styre reell oljepris.

De store sentralbankene har nå holdt styringsrenten nær null siden 2009, så den midlertidige effekten på inflasjonen er passé. Man er trolig nå i ferd med å entre de langsiktige konsekvensene av nullrentepolitikk. Det som da skjer er at inflasjonsforventningene tilpasser seg slik at økonomien får den realrenten den trenger. Om realrenten skal opp, og styringsrenten ligger på null, må inflasjonsforventningene ned. Det er den eneste måten kreditorene reelt sett kan få betalt mer for å låne ut penger.

Vedvarende nullrentepolitikk et problem

Utviklingen i Storbritannia illustrerer fenomenet. Tidlig i 2014 var det forventninger om at Bank of England nå ville være klar til å sette opp renten. Økonomien hadde vokst med akselererende styrke siden 2012 og ledigheten falt. Men så avtok inflasjonen, og etter hvert også forventet inflasjon. Og nå er neppe noen renteøkning rett rundt hjørnet.

Sentralbankene har skaffet seg et problem med vedvarende nullrentepolitikk. Men det er først og fremst et problem for dem, som typisk er gitt et mål om to prosent årlig inflasjon.

Om jeg har rett, kan vi andre glede oss over at 2015 står i «eksflasjonens» tegn: Økonomien tar av og konsumprisene flater ut. Ikke i alle land, selvfølgelig. Jeg skisserer hva jeg tror man kommer til å erfare i de store avanserte økonomiene – og jeg tar forbehold om Japan, hvor skakkjørte statsfinanser kan lede til høy inflasjon.

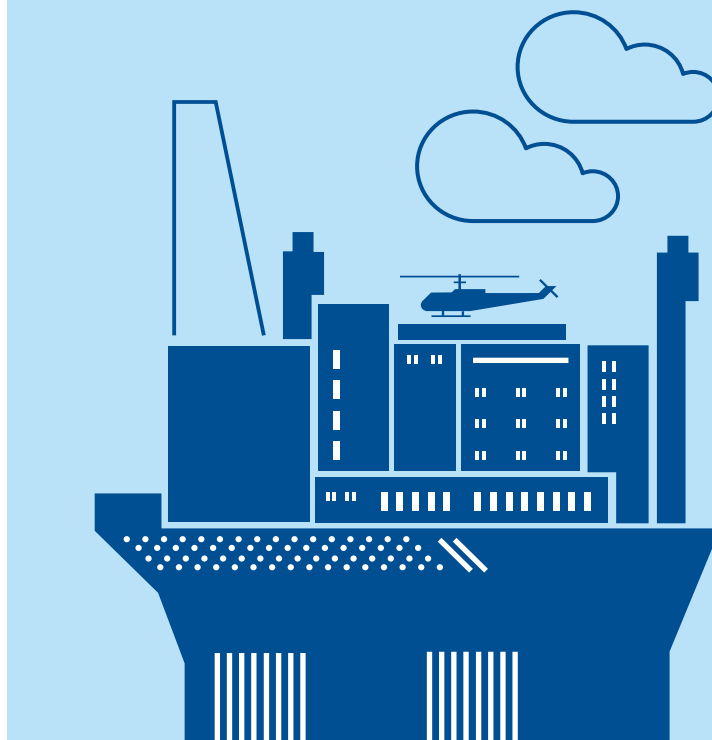


– Torgeir Høien

Porteføljeforvalter SKAGEN Tellus

SKAGEN Vekst

- › Halvert antall norske posisjoner, men fallet i norske kroner rammet hardt
- › Supply- og undervannsteknologi fikk kraftig juling
- › Godt posisjonert for fortsatt lave oljepriser



Porteføljeforvaltere

Geir Tjetland, Ole Sæberg,
Erik Bergöö og Alexander Stensrud*

*junior porteføljeforvalter, et års engasjement

SKAGEN Veksts investeringsmandat ble med virkning fra 1.1.2014 endret fra at fondet investerte minst 50 % av sine midler i Norge til at fondet investerer minst 50 % av sine midler i Norden. Dette betyr at avkastning før endringen ble oppnådd under andre forutsetninger enn i dag.

Fondets referanseindeks før 1.1.2014 var en likt sammensatt referanseindeks av Oslo Børs Hovedindeks (OSEBX) og MSCI All Country World. Referanseindeks før 1.1.2010 var Oslo Børs Hovedindeks (OSEBX).

For mye på Oslo Børs

En høy andel norske aksjer i forhold til ny referanseindeks medførte at SKAGEN Vekst ble relativt hardt rammet av det kraftige fallet for norske kroner.

Men med 15,1 prosent avkastning ble 2014 absolutt sett et godt år for SKAGEN Vekst.

Som kjent endret SKAGEN Vekst sitt mandat ved inngangen til 2014. Tidligere måtte fondet være minst 50 prosent investert i norske aksjer, og øvrige midler godt diversifisert globalt. I det nye mandatet er den norske eksponeringen byttet ut med «minst 50 prosent i nordiske aksjer».

Årsaken til mandatbyttet var å redusere den særnorske risikoen relatert til oljepris og aktiviteter knyttet til olje- og energisektoren. Denne utgjør som kjent en stor andel av selskapene notert på Oslo Børs. Begrenset likviditet i mange norske aksjer var også et sentralt element for mandatbyttet.

Fallende råvarepriser generelt, men først og fremst en halvering av oljeprisen gjennom høsten, viste at mandatskiftet var fornuftig. Med en oppgang på moderate seks prosent endte Oslo Børs som en av verdens svakeste børser i 2014.

HAR HALVERT OSS I NORGE

Gjennom året har beholdningen av norske aksjer blitt redusert fra drøye 50 prosent til 26 prosent. Til sammenligning utgjør norske aksjer bare rundt regnet syv prosent av fondets referanseindeks.

Eksponeringen mot olje- og offshore ble tatt betydelig ned. En av fondets største investeringer, Statoil, solgte vi i sommer til kurser nær «all time high». Vi har beholdt store posisjoner i selskaper som tjener på

oljeprisfallet, med fondets fjerde største investering, Norwegian (5%), i spissen.

Det vi derimot ikke klarte å ta høyde for var den dramatiske svekkelsen av norske kroner. I takt med en oljepris i fritt fall svekket kronen seg med 25 prosent mot amerikanske dollar. Gitt fondets relativt store vekt i norske aksjer, og det faktum at amerikanske aksjer opplevde nok et godt år, endte SKAGEN Vekst syv prosentpoeng bak referanseindeks.



Foto: Bloomberg



Foto: Norsk Hydro



Foto: Bloomberg

LØNNSOM CRUISE

Royal Caribbean Cruise har lenge vært en av fondets største investeringer, og var i 2014 en av de desiderte børsvinnerne. Bidraget til fondet ble på hele 405 millioner kroner. Etter at vi ved begynnelsen av året fikk en bedret forståelse av lønnsomheten for selskapets nye skip, valgte vi å oppjustere kursmålet for RCL fra 60 til 85 dollar.

Da RCL noe senere annonserte sitt «double double program», løftet aksjekursen seg. Selskapets langsiktige mål er å tjene syv dollar aksjen i 2017, mot forventet 3,5 dollar i 2014. Med andre ord en dobling på tre år.

Etter en kortvarig - men kursmessig dramatisk Ebolafrykt - fikk RCL-aksjen et nytt kraftig løft på børsen. Da kursen nærmet seg vårt kursmål, og prisingen ikke lenger kunne forsvare den underliggende risikoen, solgte vi oss helt ut av selskapet og sikret gevinsten.

DEN SOM VENTER PÅ NOE GODT

Etter lang tid med svake bidrag fra våre Norsk Hydro-aksjer, gikk endelig proppen i fjor. Med tidligere nest største aksjonær, brasilianske Vales, ute (kurs 25), og en aluminiumspris som hadde snudd nesen oppover, løftet Hydro-kursen seg og endte året opp 57 prosent.

Selv om global vekst er relativt lav, er sannsynligheten stor for at aluminiumsprisen har bunnet ut for denne gang, og at oppgangen fortsetter. På tilbudssiden er det ikke bygget ny kapasitet siden finanskrisen, og blant bilprodusentene er trenden klar; Stadig flere biler bygges med det lettere metallet aluminium fremfor stål.

Tilbudssiden er som alltid nøkkelen i råvaremarkeder, og er generelt hovedårsaken til at råvarer for tredje år på rad har vært blant de dårligste stedene å være investert. Bloombergs råvareindeks var ned 14 prosent i 2014. Aluminium er ett av få hederlige unntak, med en oppgang på seks prosent.

OVERDREVET FRYKT FOR MS-MEDISIN

Et annet selskap som inntil i fjor har vært en skuffende bidragsyter til fondets resultat er det israelsk-amerikanske legemiddelselskapet Teva. Også her gikk kursproppen i 2014. Frykten for hva som ville skje da selskapets melkeku, MS-medisinen Copaxone, gikk av patent i mai 2014 har vært stor.

Tevas lansering av den «nye» Copaxone har vært en suksess, og fått investorene til å trykke på kjøpsknappen. Medisinen skal inntas tre ganger i uken i stedet for hver dag, og har patent frem til 2030.

Vår investeringstese har lenge vært at Copaxone-frykten har vært overdrevet, og at aksjekursen har reflektert et «worst case» scenario. Da Teva-kursen på slutten av året nærmet seg kursmålet vårt på 60 dollar, ble posisjonen betydelig redusert.

NØKKELTALL FOR DE STØRSTE POSTENE TIL SKAGEN VEKST (PER 31.12.2014)

Selskap	Postens størrelse %	Kurs	P/E 2014e	P/E 2015e	P/B siste	Kursmål
SAMSUNG ELECTRONICS	7,7%	1 039 000	7,8	7,4	0,9	1 500 000
NORSK HYDRO	6,9%	42	32,6	13,1	1,2	58
CONTINENTAL AG	5,4%	176	13,9	12,0	3,9	225
NORWEGIAN AIR SHUTTLE	5,0%	276	N.A	8,9	3,5	340
TELIASONERA AB	4,5%	50	12,6	12,0	2,0	70
CITIGROUP	4,2%	54	15,7	9,1	0,8	75
PHILIPS	3,9%	24	20,1	15,1	2,0	34
DANSKE BANK A/S	3,8%	167	12,7	10,7	1,2	205
ABB	3,5%	166	19,8	13,7	3,0	250
TEVA PHARMACEUTICAL	3,5%	58	11,7	11,3	2,1	60
Vektet topp 10	48,3%		15,4	10,5	1,48	34 %
Vektet topp 35	85,1%		13,2	10,3	1,38	42 %
Referanseindeks			16,9	15,1	2,01	

P/E kan avvike fra andre kilder når de er basert på SKAGENS estimer.

TAR AUTOMATISERINGS- BØLGEN

God underliggende vekst innen infrastruktur og kraftproduksjon, som ofte går hånd i hånd, trigget vårt kjøp av ABB-aksjer. Den globale automatiseringsbølgen som pågår gjør også at ABBs robotdivisjon går stadig lysere tider i møte.

ABB har historisk vært et selskap med et utall produkter, men få ledende posisjoner. Selskapet er nå i ferd med å snevre inn tilbudet av både produkter og tjenester, og setter fokus på hvor de har sine fortrinn fremfor konkurrentene. Bedrede marginer og store besparelser på kostnadssiden bør resultere i økt popularitet for ABB-aksjen blant investorene.

Når det gjelder en annen «stor» og lovende nykommer, Citigroup, så henviser vi til kommentar under SKAGEN Global, som har den amerikanske banken som sin største investering.

10 GANGER INNTJENINGEN

SKAGEN Vekst går inn i 2015 med en portefølje som prises til 1,4 ganger bokførte verdier, og moderate ti ganger forventet fortjeneste fra selskapene. Sistnevnte tilsier med andre ord en avkastning fra inntjeningen til selskapene på 10 prosent (E/P).

Både P/E og P/B ligger betydelig under fondets referanseindeks. Og med fortsatt historisk lave lange statsrenter prises SKAGEN Vekst med en meget attraktiv risikopremie.

BILLIG SVENSK-FINNE

En av fjorårets nykommere, som vi forventer mye av fremover, er det svensk-finske teleselskapet TeliaSonera. Stabil inntjening og en direkteavkastning fra utbyttet på seks prosent er et godt utgangspunkt.

En gryende prosess av konsolidering innen telekommunikasjon tror vi kommer til å forsterke seg i tiden fremover. Det medfører mindre press på prisene, og bedre lønnsomhet bak hver kunde (økt ARPU). TeliaSonera besitter også eierandeler i selskapene Turkcell og Megafon, som ikke er av strategisk betydning. Disse bør kunne selges med solid gevinst.

RUSSISK BANK OG RIGG

Russiske Sberbank ble fondets største negative bidragsyter. Vi undervurderte risikoen knyttet til situasjonen i Russland, og sanksjonene som ble innført. Sberbank var ved utgangen av første halvår priset på linje med bokførte verdier, mens du ved årets slutt fikk kjøpt disse med 40 prosent rabatt.

Sberbanks resultat forrenter egenkapitalen med 17 prosent, og gir en direkteavkastning fra utbyttet på fire prosent. Usikkerhet knyttet til både inntjenings- og tapssituasjonen fremover har imidlertid gjort at vi har redusert posisjonen i den russiske banken noe. Posten utgjorde ved utgangen av året 0,6 prosent av porteføljen, og var fondets eneste russiske selskap.

Mørke skyer i riggmarkedet la sitt tunge lokk over Fred Olsen-tvillingene Bonheur og Ganger Rolf. Selskapene er majoritetseiere i riggselskapet Fred Olsen Energy, som opplevde et kursfall på hele 70 prosent. Til tross for tilsynelatende armageddon for riggselskaper generelt, forsvarer Fred Olsen Energys eksisterende kontraktsdekning alene skrivende stunds børskurs.

Med på kjøpet av Fred Olsen-tvillingene får du selskapenes virksomheter innen fornybar energi, shipping/offshore, cruise og diverse andre mindre aktiviteter.

SUPPLY UNDER VANN

Våre investeringer innen supply og under-vannsteknologi fikk også kraftig bank i andre halvår. Til sammen utgjorde de negative bidragene fra aksjepostene i Solstad, DOF, Siem og Eidesvik 223 millioner kroner. Solstad og DOF stod for brorparten.

Ved utgangen av året representerer disse selskapene 3,5 prosent av porteføljen. Flere supply-selskaper har nå valgt å legge skip i opplag. Med den lave oljeprisen og dårlig riggmarked er det korte bildet ganske så svart.

Solstad og DOF har en relativ god kontraktsdekning for 2015. Det store spørsmålet er hva som skjer i 2016-2017. Aksjemarkedet har allerede priset inn et negativt scenario.

KONSENTRERT INN I 2015

SKAGEN Vekst går inn i 2015 med en meget konsentrert portefølje. De 10 største investeringene utgjør drøye 48 prosent, mens de 35 største representerer hele 86 prosent av porteføljen.

Etter salget av RCL er Samsung Electronics rykket opp igjen som fondets største investering. Vi har stor tro på at Samsungs svakere resultater fra mobildivisjonen (se tekst SKAGEN Global) i stadig større grad kompenseres av stigende marginer innen minnebrikker, på fagspråket omtalt som DRAM og NAND.

Samsung Electronics nye DRAM-brikker er dobbelt så raske og 40 prosent mer energieffektive enn forløperen. At flere konkurrenter har måttet kaste inn håndkleet, og kapitalkostnaden ved å sette opp nye moderne fabrikker er formidabel, gjør at fremtiden ser lys ut for Samsungs minnebrikker.

I året som kommer forventer vi også gode bidrag fra gamle større travere i porteføljen, som Continental, Norwegian og Danske Bank. Alle har langt igjen til våre kursmål.

TO LØNNSOMME RUNDREISER MED HURTIGRUTEN

Da et engelsk oppkjøpsfond på høstparten bød syv kroner aksjen i Hurtigruten, nesten 40 prosent over gjeldende børskurs, solgte vi oss ut av selskapet. Hurtigruten har, i forskjellige former, vært med i porteføljen til SKAGEN Vekst siden oppstarten av fondet i 1993.

Det må innrømmes at det var litt vemodig da vi på lille julaften vinket farvel til de siste aksjene i selskapet, som i denne 21 års perioden har vært en hyggelig reise for andelseierne. Men underveis har det til tider stormet, og Hurtigruten var for fem år siden nær ved å forlise.

6 ganger pengene

Ved oppstarten av SKAGEN Vekst i desember 1993 kjøpte fondet aksjer i Troms Fylkes D/S (TFDS). TFDS eide og opererte fem hurtigruteskip, mens Ofoten og Vesterålen D/S (OVDS) eide og opererte seks skip. Fire år senere kjøpte vi oss også inn i OVDS.

På sen vinteren 2002 ønsket nevnte selskaper å fusjonere til det som er dagens Hurtigruten. I fusjonsprosessen solgte SKAGEN Vekst aksjene i TFDS, og andelseierne kunne glede seg over å få utbetalt nesten seks ganger prisen som ble betalt ni år tidligere.

Nesten forlis

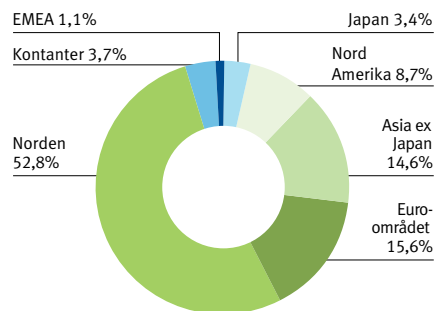
I etterkant av fusjonen fulgte en lang periode med brottsjø for Hurtigruten. Manglende kostnadskontroll, elendig drift, salg av diverse aktiva til elendige priser og kontrahering av nye store skip, var en drepende cocktail. Kursen på våre aksjer i OVDS var i fritt fall.

I 2009 var Hurtigruten i ferd med å forlise, og måtte kaste ut livbøyer i aksjemarkedet. Selskapet fikk tilført tilstrekkelig nødkapital til å holde seg flytende. Profesjonelle eiere tok over roret, og startet prosessen med å få selskapet ut på dypere og tryggere farvann.

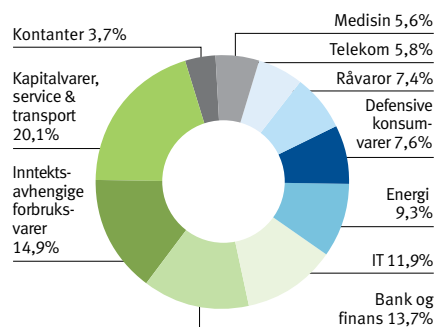
SKAGEN Vekst var en av dem som bidro med mest kapital under redningsaksjonen, og ble sittende med syv prosent av Hurtigruten. Emisjonskursen var en krone.

Med en utgang på syv kroner aksjen, og totalt en dobling av investert kapital, kom vi oss ut med begge bena på land - også etter den siste turbulente men lønnsomme Hurtigrutereisen.

GEOGRAFISK FORDELING



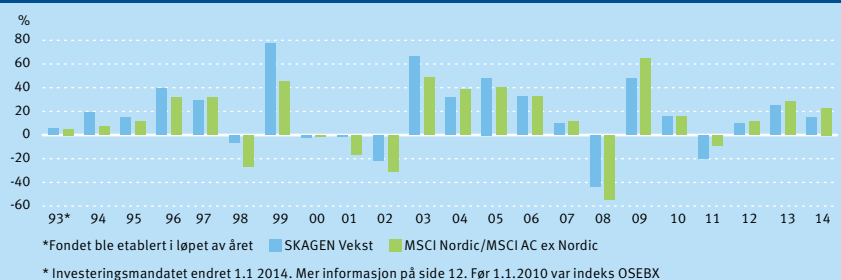
BRANSJEFORDELING



Fondets startdato	1. desember 1993
Avkastning siden oppstart	1 747,8 %
Gjennomsnittlig avkastning per år	14,8 %
Forvaltningskapital	8 639 mill NOK
Antall andelseiere	73 282*

* Inkluderer ikke kunder gjennom 3. parts distributører

AVKASTNING PER ÅR (NOK)



HISTORISK KURSUTVIKLING SKAGEN VEKST



SKAGEN VEKST 2014 (MILL. NOK)

5 STØRSTE POSITIVE BIDRAGSYTERE

Royal Caribbean Cruises Ltd	406
Norsk Hydro ASA	226
Teva Pharmaceutical-Sp ADR	223
Norwegian Air Shuttle ASA	132
Samsung Electronics Co Ltd Pref	129

5 STØRSTE NEGATIVE BIDRAGSYTERE

Sberbank of Russia Pref	-129
DOF ASA	-97
Solstad Offshore ASA	-71
Ganger Rolf ASA	-59
Bonheur ASA	-58

5 STØRSTE KJØP

TeliaSonera AB	367
Citigroup Inc	318
Koninklijke Philips NV	305
Casino Guichard Perrachon SA	226
Volvo AB	210

5 STØRSTE SALG

Royal Caribbean Cruises Ltd	-971
Statoil ASA	-360
Kongsberg Gruppen ASA	-255
Teva Pharmaceutical-Sp ADR	-243
Orange	-181

SKAGEN Global

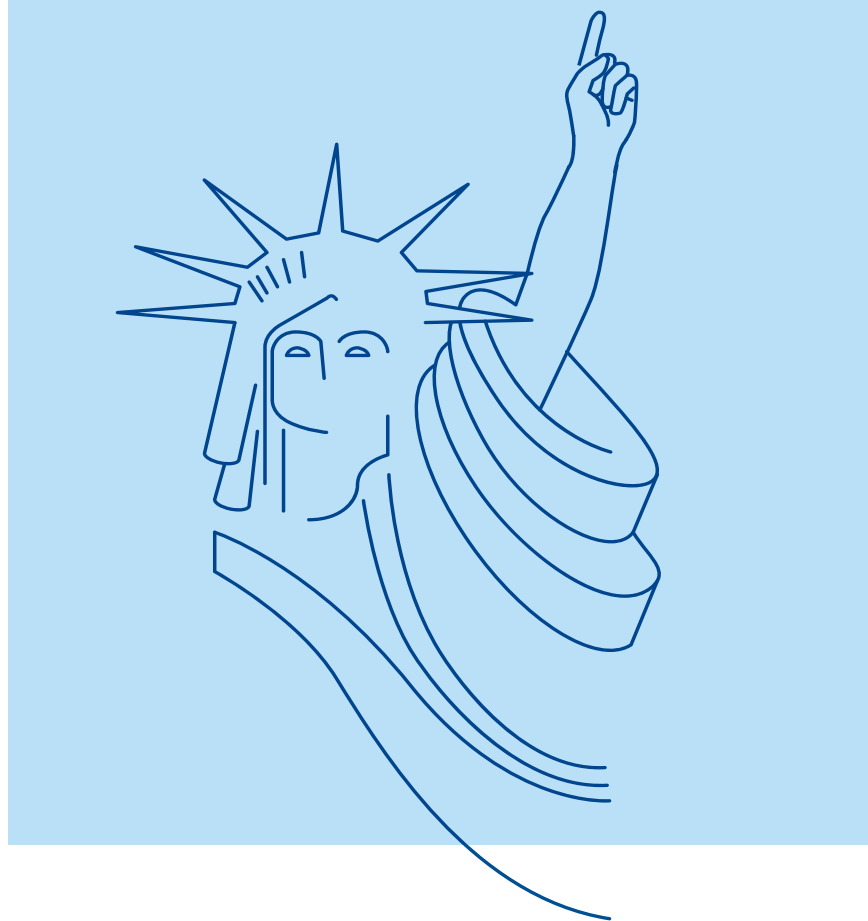
- › Et vanskelig år for verdi-
forvaltere med globalt mandat
- › Økt konsentrasjon og færre
selskaper vil gi bedre forhold
mellom risiko og avkastning
- › Porteføljen prises med
stor rabatt i forhold til
verdensindeksen



Porteføljeforvaltere

Knut Gezelius, Søren Milo Christensen
og Chris-Tommy Simonsen.

Kristian Falnes og Johan Swahn
sluttet i begynnelsen av 2015



Motvind fra USA

Til tross for god verdiutvikling ble 2014 et relativt svakt år for SKAGEN Global. Undervekt i amerikanske aksjer og dollar, samt overvekt i russiske aksjer og rubler bidro til det.

Målt i en svekket norsk krone var SKAGEN Global opp 15,8 prosent, mot verdensindeksen 28,6 prosent. Rundt regnet 80 prosent av det negative avviket kan forklares med undervekten i amerikanske aksjer og dollar.

De mest populære selskapene, og etter vår mening dyreste, befinner seg i USA. Her fortsatte børsfesten i 2014, med stadig nye «all time high» noteringer.

Ved inngangen til 2015 utgjorde fondets USA-andel drøye 30 prosent, mens amerikanske aksjers andel av verdensindeksen, MSCI All Country World Index, var 56 prosent.

Økt konsentrasjon av porteføljen er sammen med betydelige rabatter et godt utgangspunkt for et godt 2015.

UPOPULÆRE RUSSERE

At vi ved inngangen til 2014 satt med syv prosent av midlene i russiske selskaper – på papiret verdens billigste – gjorde også sine innhugg på avkastningsfronten. Kombinasjonen Ukraina-krise, vestlige sanksjoner og en oljepris i fritt fall, førte til masseflukt fra russiske rubler.

Vi kan i etterpåklokskapens lys beklage at vi ikke solgte oss betydelig ned i Russland «før det var for sent». Våre forventninger til at Putin virkelig ønsket å gjøre det russiske aksje- og kapitalmarkedet

til et bedre sted å være for internasjonale investorer ble gjort til skamme. At oljeprisen i løpet av kort tid halverte seg var imidlertid en stor overraskelse, eller sort svane, i det globale kapitalmarkedet.

Kombinasjonen verdifall og nedsalg på slutten av året førte til at andelen russiske aksjer ble redusert til 2,6 prosent, bestående to selskaper, Gazprom (1,8%) og Vimpelcom (0,8%). Denne eksponeringen er vi komfortable med, og forventer skal gi en god risikojustert avkastning fremover.



MER AKSJONÆRVENNLIIG SAMSUNG

Fondets største investering, Samsung Electronics (7,1%), var i motsetning til 2013 en dårlig bidragsyter til resultatet. Som følge av en betydelig svekket lønnsomhet for mobildivisjonen og fallende markedsandeler, vendte investorene tommelen ned. Lavprisprodusenter i Kina og etter hvert India, spiser stadig større andeler av det globale markedet for smarttelefoner.

Vi tror imidlertid ikke at Samsungs mobildivisjon lider samme skjebne som de tidligere storhetene Motorola, Sony Ericsson, BlackBerry og Nokia. Først og fremst fordi Samsung, i motsetning til nevnte aktører, har et åpent operativsystem. Samsung er også ledende på teknologi til smarttelefoner og nettbrett. Satsingen på en mer konsentrert og fokusert portefølje av mobiltelefoner fremover bør også bære frukter.

Den sterkt bedre inntjeningen til Samsungs minnedivisjon demmer opp stadig mer av resultatfallet fra mobiltelefonene. Denne utviklingen kommer til å forsterke seg i årene som kommer (se beretningen til SKAGEN Vekst). En mer aksjonærvennlig ledelse, som har lovet både tilbakekjøp av egne aksjer og økte utbytter, bør også føre til at investorene setter høyere pris på Samsung Electronics.

Våre preferanseaksjer prises til attraktive 7,7 ganger forventet inntjening i 2015.

NØKKELTALL FOR DE STØRSTE POSTENE TIL SKAGEN GLOBAL (PER 31.12.2014)

Selskap	Postens størrelse %	Kurs	P/E 2014e	P/E 2015e	P/B siste	Kursmål
SAMSUNG ELECTRONICS	7,1%	1 039 000	7,2	7,7	1,0	1 300 000
CITIGROUP	7,0%	54,1	11,6	10,0	0,8	75
AIG	4,2%	56	11,8	11,2	0,7	80
AKZO NOBEL	2,8%	57,7	18,5	15,6	2,6	65
NORDEA	2,8%	90,9	11,4	10,5	1,3	105
RENAULT	2,8%	60,5	9,3	6,7	0,8	80
ROCHE	2,6%	270	18,2	16,9	13,2	380
LG CORP	2,6%	61 200	10,6	9,3	0,9	100 000
DSM	2,5%	50,6	18,4	15,7	1,5	65
STATE BANK OF INDIA	2,5%	311,9	12,8	10,4	1,6	430
Vektet topp 10	36,8%		11,0	10,0	1,0	33 %
Vektet topp 35	78,1%		11,4	10,0	1,1	32 %
Referanseindeks			16,9	15,1	2,0	

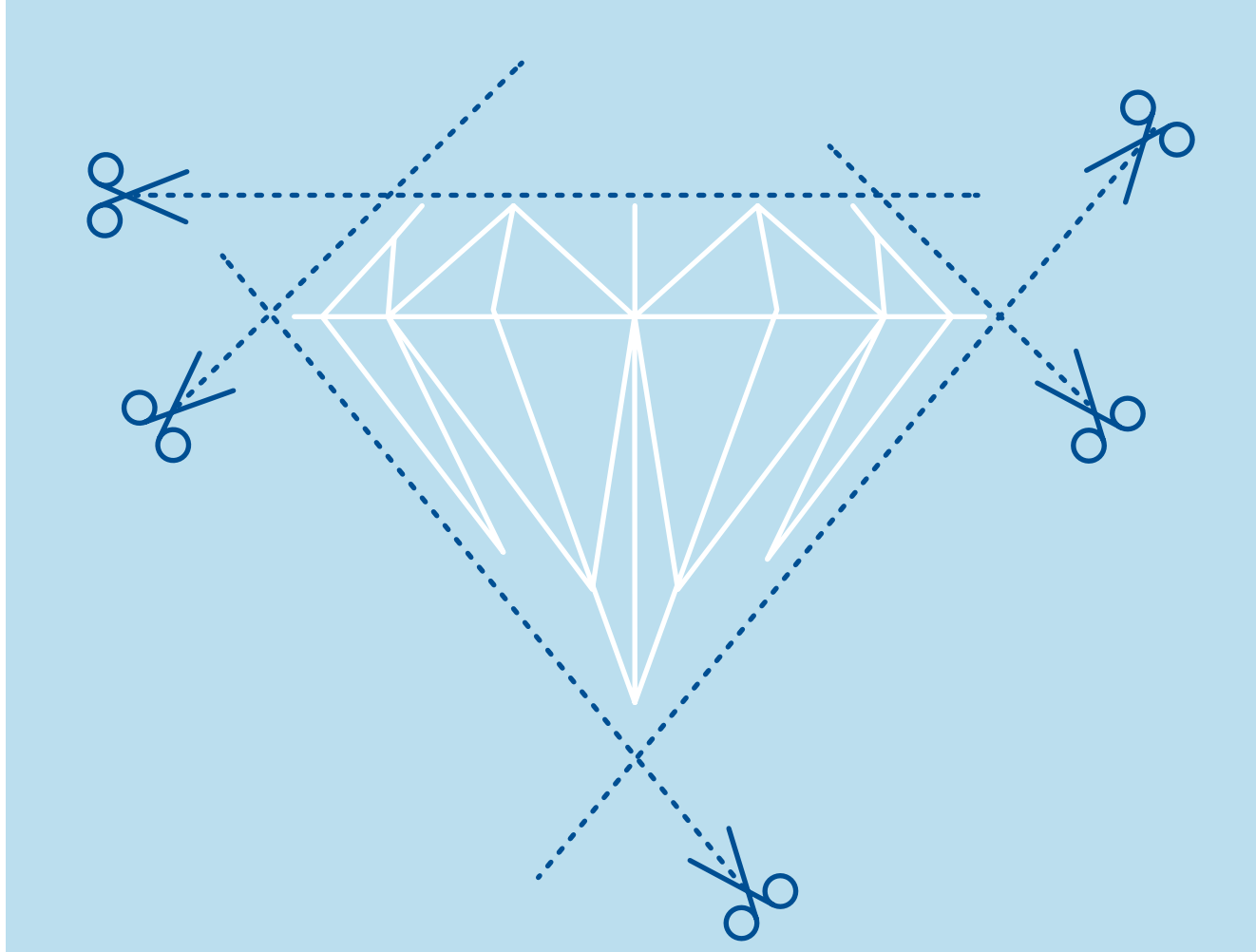
P/E kan avvike fra andre kilder når de er basert på SKAGENS estimer.



MIDLERTIDIG UTSETTELSE FOR CITIGROUP

Kursutviklingen for vår nest største investering, Citigroup (7,0%), var ti prosentpoeng svakere enn det generelle amerikanske aksjemarkedet. Årsaken er først og fremst at regulerende myndigheter i USA satte ned foten for selskapets ønske om å betale utbytte og starte et program for tilbakekjøp av egne aksjer. Men prosessen er bare satt på hold. Balansen til Citigroup blir stadig bedre. Likeledes inntjeningen, som får god drahjelp av oppgangen for amerikansk økonomi.

Microsoft, en amerikansk tungvekt som har vært med oss lenge, fortsetter å overraske med bedre resultater enn forventet. En mer diversifisert virksomhet gjør også at risikoen reduseres. Vi har derfor løftet kursmålet for selskapet opptil flere ganger. Etter fjorårets kursoppgang på 27,5 prosent, målt i lokal valuta, til 46,5 dollar, nærmer aksjen seg vårt nyeste kursmål på 50 dollar.



KUTTET ULØNNSOM HALE

I løpet av andre halvår ble fondets portefølje redusert fra 103 til 66 selskaper, og konsentrasjonsgraden økte. Ved årsskiftet utgjorde de ti største investeringene en tredjedel av fondets verdi. Målsettingen er at 10 på topp skal ligge i intervallet 35-45 prosent av porteføljen.

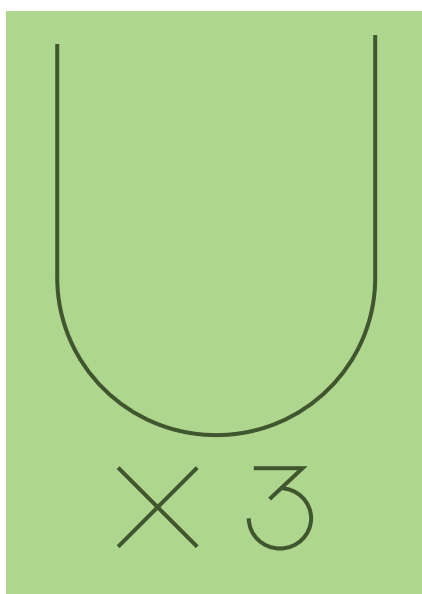
Historien har vist at de mindre posisjonene, den såkalte halen, har gitt det dårligste bidraget til fondets resultat. Mens de 35 største investeringene har bidratt positivt.

Den enkelte porteføljeforvalter har begrenset med ressurser, og må fokusere på selskapene som betyr mest for avkastningen

til fondet. Hver forvalter klarer ikke å følge mer enn maks 15-20 selskaper. Samtidig som de skal komme opp med nye kandidater til porteføljen, og inneha et bibliotek som krever oppfølging.

Vi skal ha flere poster i porteføljen som utgjør 3-5 prosent av fondet, og som tidligere har utgjort 1-2 prosent. Med andre ord skal vi bruke mer tid og øke fokuset på selskaper vi vurderer til å ha det beste forholdet mellom forventet avkastning og risiko.

Det er også viktig å påpeke at ethvert selskap vi tar inn i porteføljen kjøper vi - som alltid i SKAGEN-sammenheng – oss gradvis inn i. Hvis kartet ser ut til å stemme med terrenget, øker vi oss suksessivt opp i selskapet.



FILOSOFIEN BESTÅR

Investeringsfilosofien er imidlertid som den alltid har vært. Å besitte en verdibasert portefølje som til enhver tid prises med en betryggende rabatt. Og hvor de tre Uene, Undervurdert, Upopulær og Underanalyisert er veiviseren. Overordnet mål er å gi våre andelseiere best mulig risikojustert avkastning.

De siste årene har såkalte vekstselskaper, og spesielt de tunge amerikanske, vært populære blant investorene. Passiv forvaltning har fått stadig nye tilhengere, som har ført til en selvforsterkende pris-spiral videre opp for vekstaksjer.

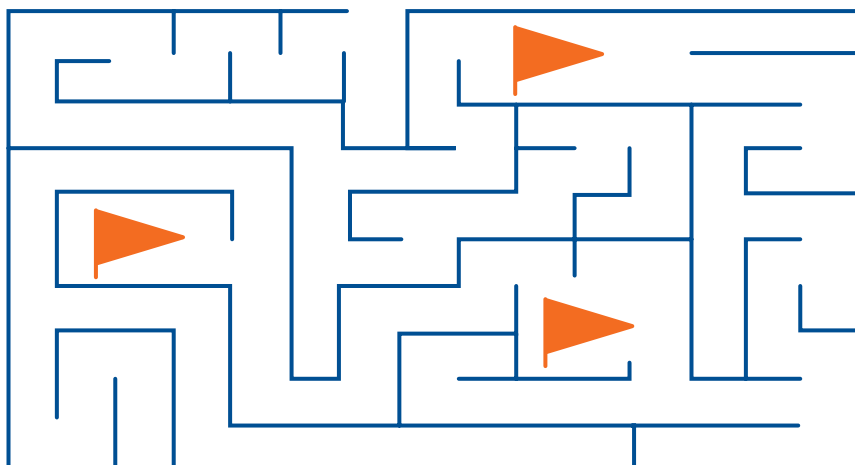
Tusen kroner spørsmålet er når siste års trend - å være investert i selskaper med stabil inntjening og relativt høy utbytte-

betaling - snur. Og verdiaksjer kommer på moten igjen.

Det som er sikkert er at verdiene vinner alltid, til slutt.

Sagt med andre ord; SKAGEN's kontrære verdibaserte investeringsfilosofi har vist seg å være suksessfull i det lange løp. Selv om vi nå opplever litt motvind, vil vinden på ett eller annet tidspunkt snu. På kort sikt gjelder det å ha nok is i magen.

Vi går inn i 2015 med en konsentrert portefølje priset til ti ganger forventet inntjening, og 1,1 ganger selskapenes bokførte egenkapital. Porteføljerabatten i forhold til verdensindeksen er på betryggende 34 og 45 prosent.



ØKT FOKUS PÅ POLITISK RISIKO

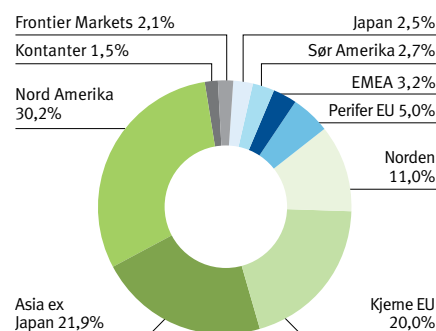
En fellesnevner for selskaper som har rammet oss hardest de siste årene er politisk risiko.

At politisk risiko er et viktig risikoelement ved vurderingen av hvor billige eller dyre aksjer er, var 2014 et godt eksempel på. Det russiske aksjemarkedet viste med fulle at det fortjente å ligge på toppen av listen over land med høyest risikopremie. Noe vi, dessverre, fikk smertelig erfare.

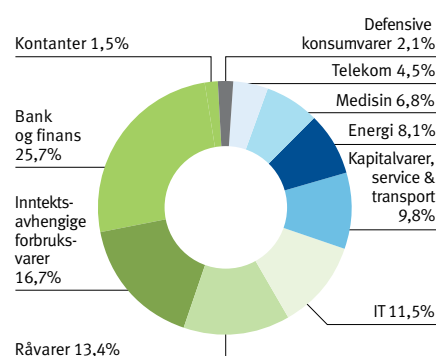
Vi skal selvsagt ikke være redde for å ta risiko fremover, men vi må ta den riktige risikoen. SKAGEN Global har styrket satsingen på risikostyring internt, og vi porteføljeforvaltere har en tett dialog med avdelingen som har dette som sin hovedoppgave.

Sentralt ved vår aksjeplukking er det at triggere som kan utløse kursoppgang og økt popularitet blant investorene er langt flere og tyngre enn risikofaktorene som kan dra kursen motsatt vei.

GEOGRAFISK FORDELING



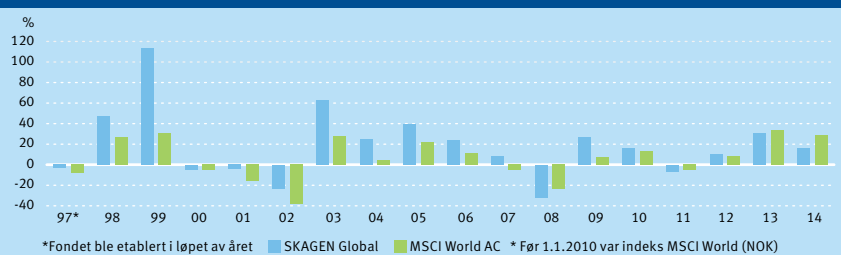
BRANSJEFORDELING



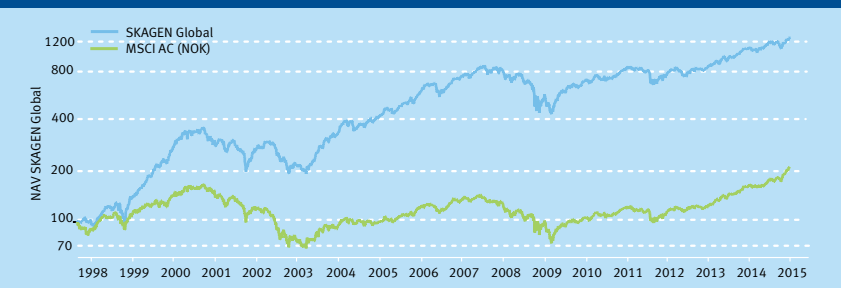
Fondets startdato	7. august 1997
Avkastning siden oppstart	1 168,8 %
Gjennomsnittlig avkastning per år	15,7 %
Forvaltningskapital	39 378 mill NOK
Antall andelseiere	86 507*

* Inkluderer ikke kunder gjennom 3. parts distributører

AVKASTNING PER ÅR (NOK)



HISTORISK KURSUTVIKLING SKAGEN GLOBAL



SKAGEN GLOBAL 2014 (MILL. NOK)

5 STØRSTE POSITIVE BIDRAGSYTERE

Citigroup Inc	729
Samsung Electronics Co Ltd Pref	576
American International Group Inc	554
Teva Pharmaceutical-Sp ADR	500
Microsoft Corp	467

5 STØRSTE NEGATIVE BIDRAGSYTERE

Vimpelcom Ltd-Spon ADR	-512
Sistema Jsfc	-308
Afren Plc	-297
Gazprom Oao ADR	-293
OCI Co Ltd	-235

5 STØRSTE KJØP

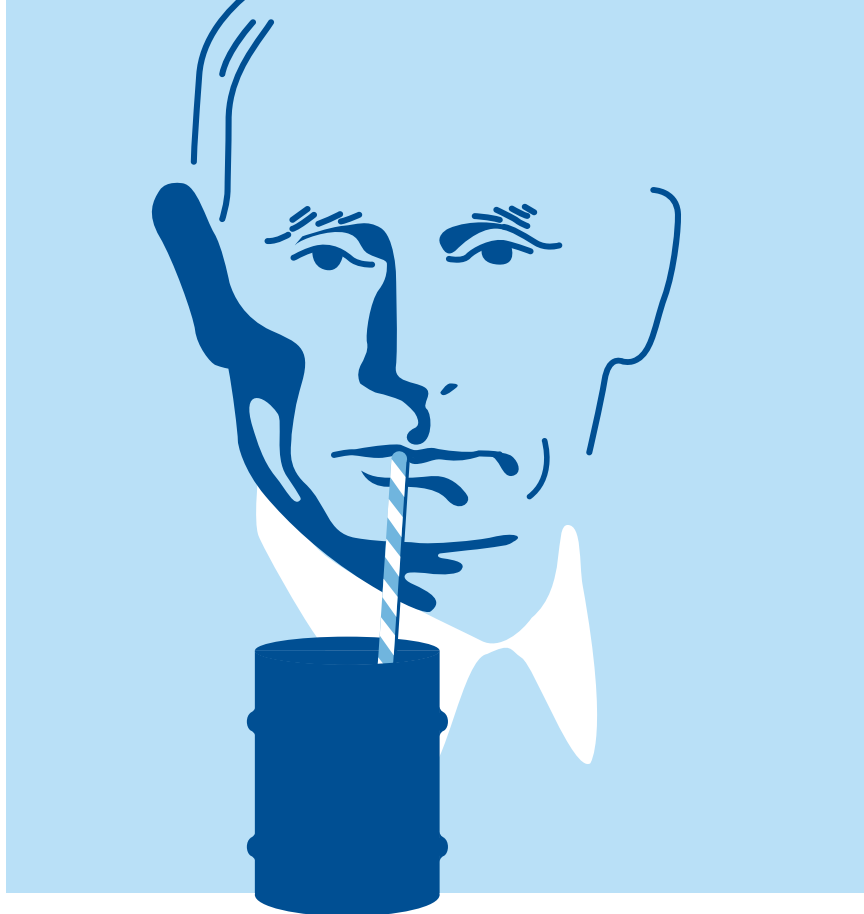
Koninklijke DSM NV	883
Gap Inc/The	632
Sanofi	618
Volvo AB	584
NN Group NV	495

5 STØRSTE SALG

Samsung Electronics Co Ltd Pref	-1 308
Tyco International Plc	-817
Teva Pharmaceutical-Sp ADR	-744
Bunge Ltd	-728
Oracle Corp	-691

SKAGEN Kon-Tiki

- › Våre selskaper i Russland, Vest-Europa og solteknologi trakk ned avkastningen i fjor.
- › India var det største lyspunktet, og State Bank of India var den største bidragsyteren til den absolutte avkastningen.
- › Begrepet vekstmarkeder er i ferd med å bli lite meningsfylt. Det er store forskjeller noe som gir gode muligheter for en aktiv, verdiorientert selskapsplukker som oss.



Et år med politiske endringer

Den politiske utviklingen sto i sentrum i vekstmarkedene i 2014, på både godt og vondt. Vår Russiske eksponering påførte oss de største tapene i fjor, mens India var et klart lyspunkt.



Porteføljeforvaltere

Kristoffer Stensrud, Knut Harald Nilsson, Cathrine Gether, Erik Landgraff og Hilde Jenssen

HVA HENDTE I 2014?

Etter sterk absolutt og relativ avkastning i 2013 havnet SKAGEN Kon-Tiki bak referanseindeksen i 2014. Det er tre hovedgrunner til dette.

I Russland opplevde vår posisjon i Sistema en betydelig nedgang etter at myndighetene konfiskerte selskapets oljeaktiva. Sistema kjøpte disse i 2005 og 2009 i et åpent bud finansiert av statskontrollerte banker, men det ser ut til at selgeren fikk tak i disse aktivaene på en kontroversiell måte som kan ha involvert korrupsjon. Vi har bare et beskjedent håp om at søksmålet som er reist mot de tidligere eierne, vil falle positivt ut.

Våre børsnoterte selskaper i det vestlige Europa, primært med høy eksponering mot vekstmarkedene, utviklet seg svakt. Med en svakere euro forventer vi at inntjeningen

vil øke blant europeiske selskaper og finner verdsettelsen av disse selskapene, som representerer 17 % av fondets portefølje, svært attraktiv i og med at vekstmarkedene som en driver blir oversett.

Også solteknologiselskapene våre, som leverte sterke resultater i 2013, viste svake resultater. Selv om en viss overkapasitet har en negativ innvirkning på prisene, påvirket også reduksjonen av oljeprisen denne sektoren. Vi tror dette er irrasjonelt. Veksten i solenergi drives hovedsakelig av et ønske om å redusere avhengigheten av fossilt brensel og å redusere forurensningen. Kina leder an og arbeider for å øke installasjonen med nesten 50 % til 14 GW i fjor, eller 30 % av den globale installasjonen. Fondets direkte eksponering mot sektoren var 1,75 % ved årets slutt.



Foto: Bloomberg

INDIA, EKSEMPEL PÅ ET MARKED SOM HAR FUNGERT

India var et lyspunkt i 2014. Vi hadde en betydelig eksponering overfor dette markedet, og de fleste av våre selskaper gjorde det bedre enn en sterk lokal indeks. Statsminister Modi dannet den første flertallsregjeringen siden 1984, og seieren hans skapte optimisme med tanke på reformer. En skarp nedgang i matråvare- og oljeprisen har bidratt til mer enn en halvering av inflasjonen, til under 5 %. Rentekutt, sammen med en sterk og reformvillig regjering og en svært respektert sentralbanksjef, danner et rammeverk for akselererende vekst. Sterk oppgang økte imidlertid verdsettelsene, og vi reduserte vår eksponering noe mot slutten av året. India står likevel stadig for 15 % av porteføljen, og vi føler oss meget trygge på våre viktigste posisjoner, der en av dem, State Bank of India, blir utdypet i teksten under.

Vi ser sjelden makroøkonomi som en viktig driver for avkastning og baserer aldri beslutninger kun på dette. Likevel kan makrotall gi meningsfull medvind for investeringstester.

Tidlig i 2014 hadde vi en betydelig økning av eksponeringen i State Bank of India (SBI), landets ledende statskontrollerte utlånsaktør. Banken var, og er stadig, temmelig upopulær blant investorer.

Et markedsvennlig utfall i valget og stabilisering av låne kvaliteten resulterte i 79 % oppgang for aksjen i 2014, og tilsvarte 4,0 % av fondsverdien ved utgangen av året. Denne sterke avkastningen har naturligvis ført til en viss omvurdering. Gjør dette oss til selgere? Slett ikke, i og med at utgangspunktet var så lavt, handles banken stadig på en P/BV på 1.5x sammenlignet med 3.9x i gjennomsnitt for private banker i India.

Lav vekst, høye renter og svak likviditet blant private bedrifter resulterte i tap på

lån på 144 basispunkter på lån for SBI i regnskapsåret 2014, opp fra 56 punkter i regnskapsåret 2009 og nesten to ganger 10 års gjennomsnitt. Lavere rentesatser vil støtte den økonomiske veksten og kredittkvaliteten. Høyere verdsettelse på aktiva øker sikkerheten og gjør det lettere å refinansiere. Den nye administrasjonen har implementert nye lover som gjør det enklere å ta aktiva, noe det tidligere har tatt årevis å få til i rettssalene. Normalisering av tap på lån til historisk gjennomsnitt vil forbedre egenkapitalavkastningen fra 10 % til 15 %. Det er rimelig å si at SBI, som den største statsbanken, tidligere har vært nødt til å ta sin del av tvilsomme lån, men med økte aktivapriser kan dette føre til en brattere forbedring i opphenting.

SBI har også en innebygget, naturlig effektivitetsgevinst. Om lag 5 % av arbeidsstyrken pensjonerer seg hvert år og erstattes av rimeligere og mer produktive ansatte. Beviset på effekten ligger i at personalkostnadene falt med 4 % år-over-år samtidig som aktiva økte med 12 % i forrige kvartal.

Møter med bankens private konkurrenter har avslørt at SBI har en beundringsver-

dig effektiv innskuddsoperasjon. Dette kan bli et enda sterkere konkurransefortrinn framover med regjeringens fokus på finansiell inklusjon og strengere kontroll med mikrobanks tjenester.

Modi-administrasjonen setter i verk tiltak for å forbedre selskapsstyring og opptre som en ansvarlig aksjonær i statseide banker. Planen er å styrke ledelsen og styrene, samt å danne en mer profesjonell enhet for å overvåke sektoreksponeringen sin.

Vi forventer at SBI vil klare å generere en langsiktig egenkapitalavkastning på 15 %, samtidig som kredittveksten bør være sterkere for de fleste framvoksende økonomiene på grunn av underinvesteringer i anleggsmidler og en voksende arbeidsstyrke med en medianalder på bare 27 år. Arbeidsstyrken i India øker med om lag 5 millioner personer hver måned. Samtidig som det er en utfordring å skape nye jobber, vil Modis "Made in India"-kampanje forhåpentligvis tiltrekke seg utenlandske direkte investeringer. Nye lønsmottakere trenger en bankkonto og kreditt.

Basert på vår tese om vekst og utsikter for en kapitalavkastning "tilbake til middel-tallet", ser vi stadig en sterk oppside i SBI.

NØKKELTALL FOR DE STØRSTE POSTENE TIL SKAGEN KON-TIKI (PER 31.12.2014)

Selskap	Postens størrelse %	Kurs	P/E 2014e	P/E 2015e	P/B siste	Kursmål
Hyundai Motor	7,9%	126 500	4,0	3,7	0,6	250 000
Samsung Electronics	7,5%	1 039 000	6,9	6,9	1,0	1500000
Great Wall Motor	4,9%	44,1	12,1	10,3	3,4	50
State Bank of India	4,0%	312	12,5	9,5	1,5	420
Bharti Airtel	3,3%	353	22,0	17,6	2,3	450
Mahindra & Mahindra	3,2%	1 234	13,7	13,0	3,1	1500
Sabanci Holding	2,9%	10,2	9,2	8,5	1,1	14
ABB	2,6%	166	18,4	13,8	3,0	205
AP Moller-Maersk	2,5%	12 370	8,2	8,5	1,1	16 500
HEINEKEN	2,3%	59,0	17,9	16,8	2,9	66
Naspers	1,9%	1 515	43,3	30,3	8,0	1 800
LENOVO	1,9%	10,2	15,7	11,3	4,5	14
Vektet topp 12	44,9%		8,6	7,8	1,3	41 %
Vektet topp 35	73,2%		9,4	8,2	1,2	46 %
Referanseindeks			12,3	11,4	1,4	

P/E kan avvike fra andre kilder når de er basert på SKAGENs estimater.



HVA KJENNETEGNET DE FRAMVOKSENDE MARKEDENE I 2014??

Vekstmarkedene la bak seg nok et svakt år, sammenlignet med de utviklede markedene. Det var også store sprik i avkastningen i nøkkemarkedene. Situasjonen i Ukraina, fallende oljepriser og sanksjoner bidro til 34 prosentpoengs nedgang i russiske aksjer målt i euro, der rubelfallet bidro med 32 prosentpoeng. I den andre enden av spekteret bidro valgseieren til Narendra Modi som ny statsminister i India i mai til en stigning på 47 % for indiske aksjer, målt i euro.

Råvaresektoren var den sektoren som gav de svakeste resultatene i EM. Fallet i oljeprisen drives hovedsakelig av økende tilbud. Vi solgte oss ut av Gazprom i løpet av 2014 fordi katalysatorene for omvurdering ikke lenger var til stede. I den aktuelle geopolitiske situasjonen i Russland ser vi en ytterligere risiko for tiltak, noe som ikke er til fordel for minoritetsaksjonærer. Vi fokuserer heller på private bedrifter som er mindre utsatt for inngrep fra myndighetenes side, slik som å initiere posten i Moskva-børsen og øke i dagligvarehandelsaktøren X5 Retail Group, der vi ser en internt drevet marginutvidelse. Russland utgjorde 2,1 % av fondets portefølje ved utgangen av året.

2014 var det tredje året av fire der avkastningen fra vekstmarksaksjer var svakere enn de utviklede markedene. For andre år på rad så vi en betydelig innløsning i vekstmarkedsfond. Svake valutaer i vekstmarkedene må ta noe av skylden for dette. Men det meste av det dårlige resultatet ble igjen tilskrevet svak inntjening og kapitalavkastning i vekstmarkedene, hvor sistnevnte nå er redusert til nivået i de utviklede markedene på 12 %.

BILINDUSTRIEN OG GWM-EKSEMPEL

Vår betydelige eksponering mot bilindustrien, som står for 17 % av porteføljen, bygger på selskapsanalyser og reflekterer ikke på noen måte en sterk sektorpreferanse. Våre investeringer er geografisk diversifisert, noe som reduserer risikoen.

Et eksempel fra denne sektoren er kinesiske Great Wall Motor. Da vi første gang investerte i selskapet i 2008, bygde vår tese på det faktum at netto kontantbeholdning oversteg markedsverdien, mens selskapet hadde rapportert bærekraftig lønnsomhet. Mer enn tjue ganger avkastningen på vår opprinnelige investering har selvsagt endret dette, men gjennom denne perioden har vi også funnet ut at selskapet var langt sunnere enn det vi opprinnelig trodde.

Siden vi investerte, har enhetssalget økt fra 108.000 til 731.000, og Great Wall Motor er udiskutabelt det ledende SUV-merket i Kina med en markedsandel på nesten 13 %.

Etter en svak første halvår tok aksjen seg opp igjen, takket være kapasitetsutvidelse og salgsvekst drevet av nye modeller. Vi

mener at mange investorer stadig ikke får med seg poengene i investeringstesen.

Etterspørselen etter SUV-er i Kina har økt med en takt på 2-3x den totale etterspørselen etter biler i de siste årene og står nå for 20 % av bilsalget. Dette er likevel godt under SUV-andelen av bilsalget i USA, der den er 33 %. I kompakt-SUV-markedet, som er det viktigste fokussegmentet for Great Wall, er andelen bare 15 %.

Vi liker at ledelsen har ambisiøse, langsiktige mål om å bli den viktigste SUV-produzenten i verden. De kan trolig nå dette målet i 2016. På grunn av begrenset kapasitet står eksportsalget for bare 7 % av bilsalget. Ledelsen planlegger imidlertid å øke montering og produksjon til 24 anlegg, fra 10 utenlandske anlegg i dag.

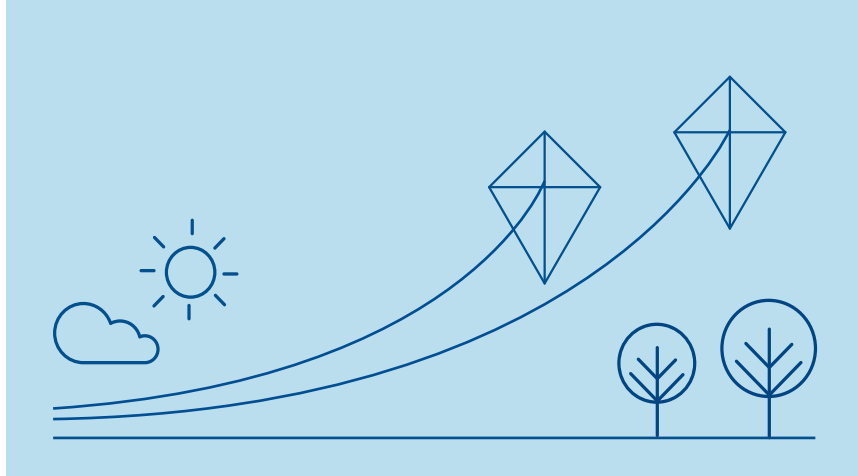
Vi forventer ny vekst drevet av økt kapasitet, og nye SUV-er blir en viktig driver for sterk inntjening i 2015 etter et svakt 2014. Denne investeringen har utviklet seg fra dyp verdi til en veksthistorie med attraktiv verdsettelse på 9x fortjeneste.



CORPORATE GOVERNANCE OG DE MULIGHETENE DETTE GIR

Vi initierte noen nye investeringer i Japan i 2014. Abe-administrasjonen vil implementere en ny selskapsstyringskodeks for børsnoterte selskaper, noe som vil øke transparens og ansvarsforholdene. Kostnadsreduksjon og utbyttebetaling er mål som nå nevnes stadig oftere, for første gang på flere tiår. Vår reise til Japan nylig overrasket oss positivt med tanke på de forbedringene vi så innen selskapsstyring. Mange bedrifter har mye å ta igjen sammenlignet med lønnsomheten i tilsvarende selskaper globalt; ikke på grunn av lave produktmarginer, men på grunn av mangel på kostnadseffektivitet. Våre to største beholdninger, Hitachi og Shiseido, er gode eksempler på dette.

Dårlig selskapsstyring er også vurdert som hovedgrunnen til den vedvarende rabatten på koreanske aksjer. Våre viktigste beholdninger, Hyundai Motor og Samsung Electronics, er blitt kapitalbyggere med ensifrede utbytteandeler i mange år, noe som fører til en verdsettelsesrabatt sammenlignet med tilsvarende selskaper globalt. Når vi nå går inn i 2015, er vi glade for å se at sterkt press fra myndighetene og store aksjonærer omsider fører til endringer, i og med at begge selskapene har bekreftet en merkbar økning i utbytte for 2014 og satt i gang tilbakekjøp av aksjer.



HER STÅR VI VED INNGANGEN TIL 2015

Slik vår investeringsdirektør skrev i sin innledning, har verdiaksjer vært upopulære i flere år, noe som har skapt motvind for vår verdibaserte investeringsfilosofi. Likevel står vi fast på filosofien vår, som har gitt sterk avkastning på investeringene over tid. Med vår aksjeplukningsfilosofi, som gir oss en aktiv andel på 96 %, er vi ikke spesielt bekymret for inntjeningsveksten i markedet.

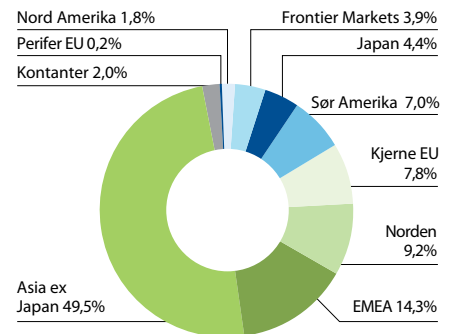
Når vi nå går inn i 2015, er vekstmarkedenes verdsettelsesrabatt basert på historisk fortjeneste og P/BV rekordlave sammenliknet med de utviklede markedene. Med vår verditilnærming er SKAGEN Kon-Tiki verdsatt til en fornuftig rabatt mot EM generelt. Dette til tross for det faktum at vi er betydelig undervektet i "billige" sektorer og land som Kina og Russland, mens vi er overvektet i "dyre sektorer."

Vi forventer at noen av faktorene som bidro til svake resultater i 2014, kan gi medvind inn i 2015. Svakere valutaer i vekstmarkedene gir medvind for eksportører, som vår kjøttprodusent i Brasil, Marfrig, vårt IT-serviceselskap i India, TechMahindra, og det brasilianske gruveselskapet Vale, som også drar fordel av et fall i transportkostnadene.

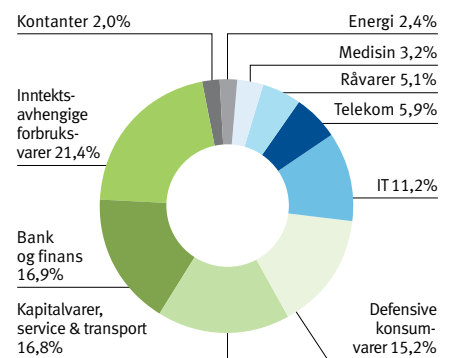
I perioden 2010-2012 ble vi kritisert for å levere avkastning nær referanseindeksen. Det er riktig nok, men den aktive andelen var kontinuerlig høy i denne perioden. 2013 og 2014 har vært år der resultatet har avveket betydelig fra referanseindeksen, i begge retninger, men i sum med meravkastning.

Det skal dog sies at vekstmarkeder som begrep er i ferd med å bli lite meningsfylt. Det er store forskjeller i både demografi, levestandard, gjeldsgrad, og økonomisk utviklingen i de landene som inngår i betegnelsen. I tillegg blir selskaper mere globale og i mindre grad knyttet til der de har hovedkontor. I SKAGEN Kon-Tiki analyserer og plukker vi enkeltelskaper. Det at markedet holder på et begrep som er i ferd med å gå ut på dato gir dermed gode muligheter for en aktiv, verdiorientert selskapsplukker som oss.

GEOGRAFISK FORDELING



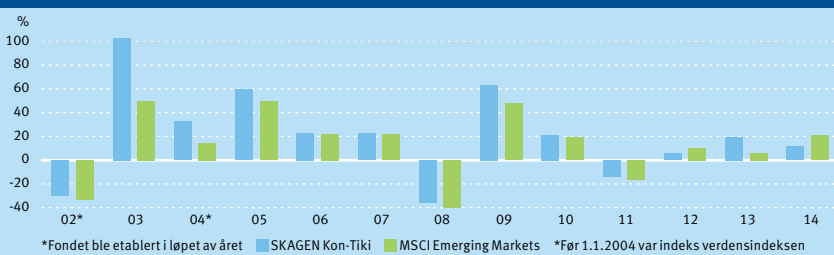
BRANSJEFORDELING



Fondets startdato	5. april 2002
Avkastning siden oppstart	593,3 %
Gjennomsnittlig avkastning per år	16,4 %
Forvaltningskapital	51 726 mill NOK
Antall andelseiere	71 284*

* Inkluderer ikke kunder gjennom 3. parts distributører

AVKASTNING PER ÅR (NOK)



HISTORISK KURSUTVIKLING SKAGEN KON-TIKI



SKAGEN KON-TIKI 2014 (MILL. NOK)

5 STØRSTE POSITIVE BIDRAGSYTERE

State Bank of India	1 283
Hyundai Motor Co Pref	844
Samsung Electronics Co Ltd Pref	744
Mahindra & Mahindra Ltd	660
Great Wall Motor Co Ltd	554

5 STØRSTE NEGATIVE BIDRAGSYTERE

Sistema Jsfsc	-1 355
Vale SA-Pref A	-390
Raiffeisen Bank International AG	-337
Tullow Oil Plc	-306
Cosan Ltd	-292

5 STØRSTE KJØP

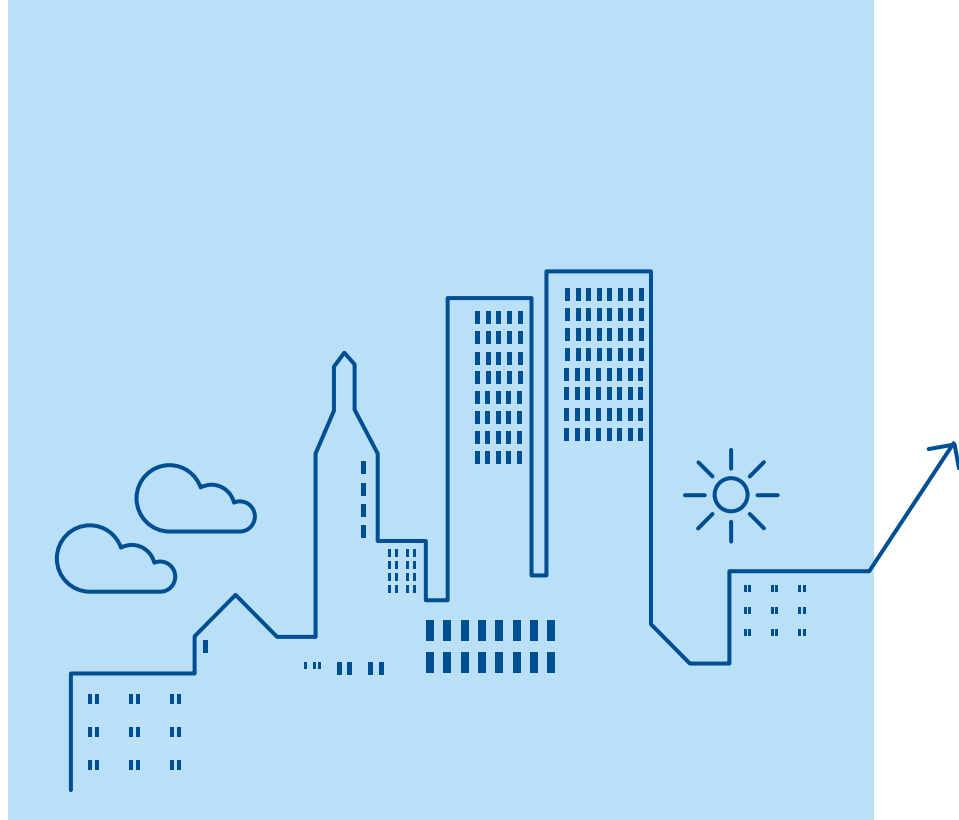
Casino Guichard Perrachon SA	968
SBI Holdings Inc	604
Hitachi Ltd	591
Moscow Exchange MICEX-RTS OAO	578
Raiffeisen Bank International AG	469

5 STØRSTE SALG

Royal Caribbean Cruises Ltd	-1 278
Hyundai Motor Co Pref	-1 110
Haitong Securities Co Ltd	-957
Samsung Electronics Co Ltd Pref	-913
Gazprom Oao ADR	-834

SKAGEN m²

- › 2014 var preget av rentenedgang i de industrialiserte landene, og en veldig sterk utvikling for amerikanske eiendomsaksjer.
- › I Tyskland opplevde eiendomsselskaper som investerer i leiligheter gode tider og Deutsche Wohnen ga solide bidrag til avkastningen
- › Økende fokus på eiendom som selvstendig investeringsklasse kan sammen med selskapsplukking føre til nok et godt år for SKAGEN m².



Eiendommelig godt 2014

Investorenes appetitt på aksjer med høy løpende avkastning fra utbyttet, samt stadig lavere renter i den vestlige verden, gjorde 2014 til et godt år for SKAGEN m².

Avkastningen ble hele 36 % i norsk regning i 2014. Dette var likevel 4.2 prosentpoeng bak vår referanseindeks. Årsaken til dette er sammensatt. Det er lett å peke på vår kraf- tige undervekt i USA, men samtidig tjente vi mye på vår undervekt i Japan.



Porteføljeforvaltere

Michael Gobitschek og Harald Haukås

HVA PREGET 2014?

Året ble preget av rentenedgang i de industrialiserte landene, og en veldig sterk utvikling for amerikanske eiendomsaksjer. Den amerikanske eiendomsaksjeindeksen ga en avkastning på 29 % mot 14 % for den globale eiendomsaksjeindeksen, målt i USD. Dette betyr at det øvrige eiendomsmarkedet hadde en flat utvikling målt i en sterk amerikansk dollar. Mye av den amerikanske oppgangen i et globalt perspektiv skyldes dollaroppgangen, mens det i et amerikansk perspektiv kan pekes på den svake utviklingen for amerikanske eiendomsaksjer i 2013 i forhold til den amerikanske aksjeindeksen S&P 500 som er en indeks over de 500 største selskapene i USA.

FORSKJELLEN MELLOM 2013 OG 2014

I løpet av bare noen få uker på vårparten 2013 steg 10-årige statsrenter over 1 prosentpoeng. Dette medførte en korleksjon i amerikanske eiendomsaksjer høsten 2013 som vi benyttet til å øke USA-andelen fra 15 til 30 prosent. Det kan dog være en utfordring for en absolutt forvalter å være sterkt relativt undervektet når en har tro på amerikanske aksjer. Vi anså nemlig at konsensussynet på den amerikanske renteutviklingen i begynnelsen av 2014 var feil. Det fikk vi bra betalt for i løpet av året. Utfordringen for oss som har som mål å levere god langsiktig absolutt avkastning var å ikke øke andelen amerikanske aksjer enda mer (USAs indeksvekt er over 50 prosent).



Foto: Shutterstock



Foto: Bloomberg

Mer Soho: Vi økte vår beholdning i Soho China Ltd, ledet av administrerende direktør Zhang Xin. Selskapet er i en omstillingsfase fra eiendomsutvikler til eiendomseier hovedsakelig av kontorbygg i Beijing og Shanghai.

E-HANDEL PÅ VEI INN I KJØPESENTRENE

I tillegg til renten var det også andre trender som overrasket i 2014. Med mye fokus på e-handel og døden for kjøpesentre, var ikke prisingen av dette segmentet avskrekkende ved inngangen til året. Spådommene om at handelskjedene skal flytte ut av kjøpesentre og inn i nettet er en halv sannhet. En ser også bevegelse andre veien, der rene netthandlere ser nødvendigheten av å ha utstillingsvinduer og logistikk som kjøpesentrekjedene tilbyr. Dermed opplever kjøpsentereierne som kan tilby dette i de mest sentrale områdene i større byer økt etterspørsel etter areal. Fondets beste absolutte bidragsyter, General Growth Property, ga en avkastning på 12 millioner i fondet. Selskapet, som eier kjøpesentre i de mest sentrale områdene i de største byene i USA, har vært i stand til å fornye utgående kontrakter med oppgang i leie med tosfrede prosent. Selskapet var ved inngangen av 2014 priset til kontantstrøm multiplisert på 16. Dette er billig når det er høykvalitetsselskaper hvor en forventer økning i verdien på underliggende eiendommer som kommer i tillegg til kontantstrømmen.

GODE BIDRAG FRA HOTELLER OG LEILIGHETER

De to neste selskapene på listen over beste absolutte og relative bidragsytere er også amerikanske, Apartment Investment Trust (Aimco) og Ashford Hospitality Trust (AHT).

At tilbudet av nye leiligheter ikke ble så stort som forventet, eller fryktet, bidro til god verdiutvikling for leilighetsporteføljen til Aimco. Riset bak speilet var at vår høyrisikoinvestering i husbyggeren Hovnanian fikk et svakt år.

Ashford Hospitality Trust hadde en sterk utvikling som følge av fortsatt dyr finansiering ved bygging av nye hoteller og økende etterspørsel etter hotellrom.

Det var ikke bare i USA at eiendomsselskaper som investerer i leiligheter opplevde gode tider. Det samme var i høyeste grad tilfelle i Tyskland. Vår investering i Deutsche Wohnen ga solide bidrag, både til fondets absolutte og relative avkastning.

Tyskland kan nå stå foran en langsiktig oppgang for boligprisene. Forholdet mellom prisen på bolig og vanlige lønnsinntekter, på en til to, er på linje med hva tilfellet var i Norge tidlig på 1990-tallet. I tillegg er rentenivået nå mye lavere enn den gang. Dette betyr at til tross for sterk utvikling i selskapene som investerer i leiligheter skal en ikke selge disse for raskt selv om den første, og sterkeste, oppgangen nok er bak oss.

Den thailandske boligbyggeren, Ananda Development, slo i 2014 tilbake etter et meget svakt 2013 med en oppgang på 73 % målt i lokal valuta, og er dermed årets beste relative bidragsyter. Det samme var tilfellet for de indonesiske eiendomsutviklerne, Bekasi Fajar og Summarecon Agung som var opp 64 og 95 %. Dette viser at investeringene vi beholdt i Indonesia og Thailand ga solide bidrag til absolutt og relativ avkastning i 2014.

Større absolutte tapere var det få av i 2014. I tillegg til nevnte Hovnanian ble også bidraget fra Franshion Properties China svakt. I en periode hvor det blåste frisk motvind i det kinesiske eiendomsmarkedet, skilte selskapet ut hoteldivisjonen. Prisen de fikk lå godt under hva vi forventet. Vi solgte posten og økte i Soho China som utvikler og eier hovedsakelig kontoreiendommer i Beijing og Shanghai. Selskapet er i en overgangsfase fra utvikler til eiendomsbesitter. Generelt søker vi å eie eiendomseiere fremfor eiendomsutviklere.

Selv om fondets absolutte tapere var få, vil det alltid være en del relative tapere i et år hvor indeksen stiger 40 %. En av våre store relative tapere ble Global Logistic



Foto: Bloomberg

Properties, GLP, ironisk nok en av de forventede vinnerne av e-handelsutviklingen. GLP er notert på Singapore eiendomsaksjemarked som var svakt i 2014. Et annet moment som virket negativt på kursen er at en av gründerne døde. Selskapet har en dominerende posisjon innen logistikk i Japan, Kina og Brazil. Selskapet skaffet i løpet av året også fotfeste i USA. Vi økte posisjonen i løpet av høsten.

At eiendomsaksjer har blitt dyrere gjennom 2014 hersker det ingen tvil om. Inn i 2015 har analytikerne fortsatt troen på at veksten i amerikansk økonomi resulterer i renteoppgang. Nok en gang kan de ta feil.

Teorien om at rentenedgang medfører økt inflasjon, og omvendt, er en sannhet som begynner å bli problematisk å bevise empirisk. Japan har, gjennom stadig lavere renter og kvantitative lettelser, i flere tiår prøvd å få opp inflasjonen. Uten å lykkes.

Hvis en virkelig vil ha opp inflasjonen, bør en kanskje prøve å sette rentene opp i stedet for ned. Stikk i strid med etablerte økonomiske teorier!

Den japanske regjeringen har nå satt seg selv på en avgjørende prøve i forsøket på å få opp inflasjonen. Mange forvaltere frykter tiltakene i den forstand at en ikke tør å være utenfor markedet, fordi disse tiltakene kan føre til betydelige bevegelser i eiendomsaksjer og andre aktiva.

Vi har to investeringer i Japan, Nomura Real Estate Office Fund, NOF, og Mitsui Fudosan. Disse er basert på troen om at selskapene vil skape god langsiktig avkastning, uansett politisk klima. NOF var beste bidragsyter i desember, og har siden vi kjøpte oss inn i selskapet utviklet seg betydelig bedre enn andre japanske eiendomsselskaper.

Mitsui Fudosan Co.'s MCo.'s Muromachi Furukawa Mitsui Building (nederst t.v) og Muromachi Chibagin Mitsui Building (øverst til høyre) sett fra bakkenivå i sentrale Tokyo i januar. Mitsui er en av to investeringer i Japan og ventes å være en langsiktig verdiskaper.

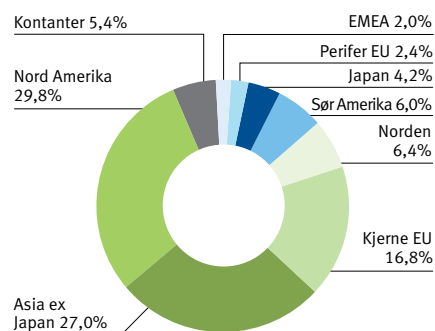


EIENDOM SOM NY SEKTOR

Det er ingen tvil om at siden finanskrisen har eiendom gått fra å være hatet til elsket. Dette bekreftes av at eiendom vil bli den ellefte sektoren i MSCIs indekssystem fra 2016. Tidligere var eiendom en undersektor under finans.

Eiendomsaksjer har gjennom 50 års historie i USA vist seg å være like lukrativ som selvstendig investeringsaktiva som det øvrige aksjemarkedet. Dette vil føre til økt fokus på eiendomsaksjer og også et fokus på eiendom som et selvstendig investeringsalternativ i aksjemarkedet. Dette kan sammen med Skagen selkapsplukking føre til nok et godt år for SKAGEN m².

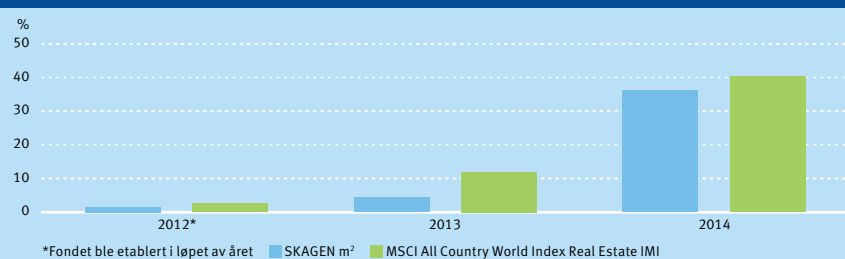
GEOGRAFISK FORDELING



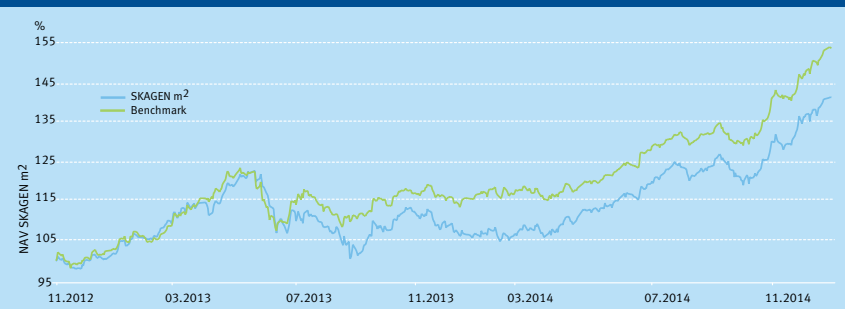
Fondets startdato	31. oktober 2012
Avkastning siden oppstart	44,3 %
Gjennomsnittlig avkastning per år	18,4 %
Forvaltningskapital	837 mill NOK
Antall andelseiere	6 429*

* Inkluderer ikke kunder gjennom 3. parts distributører

AVKASTNING PER ÅR (NOK)



HISTORISK KURSUTVIKLING SKAGEN m²



SKAGEN m² 2014 (MILL. NOK)

5 STØRSTE POSITIVE BIDRAGSYTERE

General Growth Properties Inc	12
Apartment Investment & Management Co	10
Ashford Hospitality Trust	10
Brandywine Realty Trust	9
Deutsche Wohnen AG	9

5 STØRSTE NEGATIVE BIDRAGSYTERE

Etalon Group Ltd GDR	-3
Franshion Properties China Ltd	-3
DLF Ltd	-1
BR Properties SA	-1
Yuexiu Property Co Ltd	-1

5 STØRSTE KJØP

Columbia Property Trust Inc	25
General Growth Properties Inc	20
Melia Hotels International	16
Mitsui Fudosan Co Ltd	15
Dic Asset AG	15

5 STØRSTE SALG

Capitamalls Asia Ltd	-18
Lippo Malls Indonesia Retail Trust	-14
Segro Plc	-11
Franshion Properties China Ltd	-10
Indiabulls Real Estate Ltd	-10

SKAGEN Tellus

- › 2014 var et meget godt år for andelseierne
- › Vil ikke ha investeringer i Japan
- › Tror fortsatt på reduserte renteforskjeller i eurosonen



Porteføljeforvaltere

Torgeir Høyen og Jane Tvedt

Fondets startdato	29. september 2006
Avkastning siden oppstart	79,07 %
Gjennomsnittlig avkastning per år	7,31 %
Forvaltningskapital	1 145 mill NOK
Antall andelseiere	2 519*

* Inkluderer ikke kunder gjennom 3. parts distributører

Solid avkastning

Våre antagelser om at de såkalte «sikre» lange rentene ikke ville stikke av gårde og at forskjellene på rentene i eurosonen ville krympe, viste seg å være riktige. 2014 ble derfor et meget godt år for andelseierne i SKAGEN Tellus. Målt i euro var avkastningen 14,4 prosent.

Nordmenn fikk en ekstra gevinst på 9,7 prosentpoeng. Fondet var ikke investert i kroner i fjor, og vi fikk dermed full uttelling for den svekkede kronen.

Også langtidshistorikken er solid. Andelseierne i det globale statsobligasjonsfondet SKAGEN Tellus anbefales en investeringshorisont på 3 år. De siste årene har verdipapirfondet i gjennomsnitt levert en avkastning på 7,1 prosent målt i euro, 5,5 prosentpoeng mer enn hva indeksen oppnådde. (Indeksen måler hva en passiv forvaltet statsobligasjonsportefølje gir av avkastning.) Siden fondets oppstart i 2006 har årlig avkastning målt i euro vært 6,2 prosent. Det er 1,4 prosentpoeng mer enn indeksen, og nesten på målet om å slå indeksen med 1,5 prosentpoeng per år over tid.

Fondets beste investeringer var i Eurosonens såkalte periferi, med de beste bidragene fra Slovenia, Portugal og Italia. Men vi hadde også positiv avkastning på de fleste av våre andre investeringer, som er spredd rundt i verden fra Kina til USA. I USA kunne vi tjent enda mer penger om vi hadde valgt å holde obligasjoner med lang løpetid. Men vi fikk en pen valutagevinst på at dollaren styrket seg.

Japan – nei takk

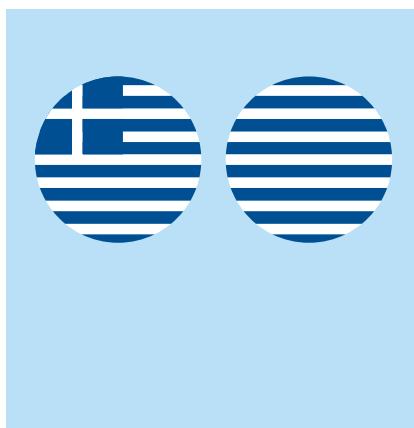
Det største avviket fra indeksen er at fondet ikke er investert i japanske obligasjoner. I 2014, hvor kursen på en yen startet og sluttet omtrent på samme kurs relativt

til euroen, gikk vi dermed glipp av et ytterligere fall i de lange rentene.

Men, vi er komfortable med å holde oss borte fra Japan, som er en tikkende bombe. Risikoen er at det en dag går opp for investorer at japanske myndigheter ikke klarer å håndtere det fjellet av gjeld de har bygget seg opp. Når det skjer, stuper yenen, rentene går til værs og inflasjonen tar av. Det blir omtrent som når det, etter oljeprisfallet, gikk opp for folk at den russiske stat ikke var i stand til å genere nok overskudd i overskuelig fremtid til å stå ved sine forpliktelser til gjeldende prisnivå. Vi ønsker ikke å være i Japan når det skjer, vel vitende om at det er umulig å tidfeste nedsmeltingen.

Når det gjelder det kommende året tror vi det fortsatt er mye å tjene på reduserte renteforskjeller i eurosonen. Signalene fra den europeiske sentralbanken er nå blitt tydelige: Man kommer til å kjøpe statsobligasjoner i stor skala. hensikten med dette er å få opp inflasjonen og å spre virkningen av lavere renter til alle de 19 landene som nå er med i eurosonen.

Vi betviler at slike kjøp vil ha noen merkbar effekt på inflasjonen, men vi tror det virkningen på renteforskjellene blir betydelig. Siden vi, som forklart i generell rentekommentar, ikke forventer noen markant økning i de lange tyske rentene, betyr dette at vi venter et lavere nivå på de andre statsrentene. Ergo er det utsikter til kapitalgevinster.

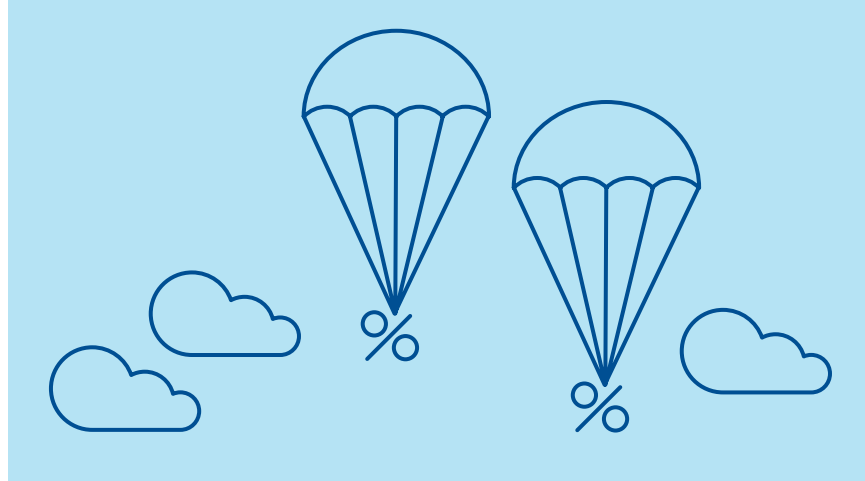


FØLGER HELLAS MED ARGUS-ØYNE

Vi følger utviklingen i Hellas nøye. Vi solgte oss ut i høst før rentene tok av etter at regjeringen ikke fikk valgt sin presidentkandidat. Vi tror ikke på grekerne trer ut av eurosonen, men det blir en turbulent periode inntil en ny regjering får forhandlet ferdig med den europeiske sentralbanken, den europeiske unionen og det internasjonale pengefondet IMF. På ett eller annet tidspunkt i 2015 blir trolig greske obligasjoner igjen attraktive, som de tidligere har vært.

SKAGEN Avkastning

- › Godt bidrag fra utenlandsk andel i fondet
- › Høy eksponering mot tidligere kriseland i euroområdet
- › Rentene i de perifere euro-land kan fall enda mer



God avkastning i et lavrenteklima

SKAGEN Avkastning hadde et svært godt 2014. Avkastningen ble hele 5 prosent – et solid nivå i dagens lavrenteklima. Fondet hadde i gjennomsnitt en effektiv rente på 2,4 prosent. Forskjellen mellom avkastning og effektiv rente er kursgevinster på obligasjonene i porteføljen.



Porteføljeforvalter

Jane Tvedt og Torgeir Høyen

Fondets startdato	16. september 1994
Avkastning siden oppstart	201,73 %
Gjennomsnittlig avkastning per år	5,59 %
Forvaltningskapital	1 743 mill NOK
Antall andelseiere	11 156*

* Inkluderer ikke kunder gjennom 3. parts distributører

SKAGEN Avkastning er i hovedsak investert i Norge (omkring 80 prosent av fondet), men kan plassere en del av porteføljen i utenlandske statsobligasjoner. Den norske delen av porteføljen plasseres i bankpapiere og bankinnskudd med særlig gunstige vilkår. Denne delen har lav renterisiko og gir en sikker og stabil avkastning.

Den norske delen av porteføljen leverte et godt resultat, tatt rentenivået i betraktning. Kredittpremiene på de norske bankpapirene i porteføljen har falt i løpet av året, noe som har gitt avkastning utover den effektive renten.

De utenlandske obligasjonene i fondet har høyere renterisiko enn de norske investeringene, og det er her det er muligheter for å få ekstra avkastning. Når rentene på obligasjonene faller, øker obligasjonskursene og gir gevinster for fondet. De utenlandske investeringene er valutasikret, slik at endringer i kronekursen ikke har noen påvirkning på avkastningen til fondet.

Av avkastningen i 2014, bidro den utenlandske delen av fondet med 3,2 prosentpoeng. Den norske delen leverte følgelig en avkastning på 1,9 prosentpoeng.

Perifere deler av euroområdet

Porteføljen har i 2014 vært basert på vårt syn om at de lange sikre rentene ville holde seg lave samt at kredittpremiene ville falle i enkelte land, spesielt i de perifere deler av euroområdet. Vi har derfor hatt høy eksponering mot de tidligere kriselandene

i euroområdet. Dette har vært en svært lønnsom strategi.

De største bidragsyterne til avkastningen i 2014 var Portugal og Slovenia. Renten på vår portugisiske obligasjon falt med 350 basis punkter, noe som ga en kursgevinst på 29 prosent. Rentefallet på obligasjonen vi eier i Slovenia var 275 basispunkter og kursgevinsten utgjorde 27 prosent. Fondet har også hatt solid avkastning på investeringene i Litauen og Mexico, mens vi fikk et lite kurstap på investeringen i Hellas. Vi solgte oss helt ut av Hellas i begynnelsen av desember.

Vi har fortsatt tro på at strukturelle reformer og intern devaluering vil bedre veksten og styrke statsfinansene til de perifere eurolandene. Dette vil lede til lavere kredittpremier. I tillegg har svakere økonomiske utsikter og fallende inflasjonsforventninger ført til at den europeiske sentralbanken (ESB) har satt ned renten og tatt i bruk mer ukonvensjonelle virkemidler.

ESB vil starte kjøp av statsobligasjoner fra medlemslandene («QE») i mars. Vi tror at disse massive obligasjonskjøpene vil bidra til at rentene i de perifere landene faller enda mer og at renteforskjellen mellom de perifere landene og Tyskland blir enda lavere.

SKAGEN Credit

- › Risikoaversjonen i rentemarkedet slo kraftig mot flere av innehavene
- › Den fritt fallende oljepriisen og uroen i Ukraina/Russland påvirket også avkastningen negativt
- › Porteføljens sammensetning ser mer lovende ut i 2015



Porteføljeforvaltere

Ola Sjöstrand og Tomas Nordbø Middelthon

Fondets startdato	30. mai 2014
Avkastning siden oppstart	-1,75 %
Forvaltningskapital	89 mill NOK
Antall andelseiere	276*

* Inkluderer ikke kunder gjennom 3. parts distributører

Tøff start men lyse utsikter

I fondets syv første levmåneder viste vår diversifiserte portefølje seg å være mindre diversifisert enn vi hadde regnet med. Dessuten slo risikoaversjonen i rentemarkedet kraftig ut på flere av våre investeringer.

SKAGEN Credit startet 30. mai 2014 og fondets avkastning etter de første syv månedene er svært utilfredsstillende. Etter årets slutt ser man at fondets starttidspunkt sammenfalt med årets laveste nivåer av kredittpåslag. Etter starten fulgte en tid med gradvis økende kredittpåslag, som medførte at verdien på investeringene falt. Fondets investeringer gir likevel en løpende renteavkastning og i de første månedene matchet de hverandre. Som en følge av dette sto avkastningen i denne perioden stille.

Dårlig i Russland og Brasil

Oljeprisen falt kraftig i løpet av høsten og flere energieksporterende land fikk seg en smell. Det påvirket blant annet våre obligasjoner utstedt av det brasilianske oljeselskapet Petrobras og oljeservice-selskapet Seadrill. Situasjonen i Ukraina/Russland ble ikke bedre og Russland hadde havnet i en situasjon hvor både oljeprisen og sanksjonene slo til mot landets økonomi. Dette førte i sin tur til at rubelen falt og usikkerheten om landets økonomi ble enda mer markant, noe som slo negativt ut mot eksempelvis vår investering i Gazprom.

Sent på høsten ble selskapsobligasjoner utstedt i vekstmarkeder – eller der hvor selskapene har virksomhet i disse landene – veldig upopulære. Investorene solgte derfor alt, uansett kredittkvalitet.

I usikre tider foretrekker investorer

som regel sitt hjemmemarked og derfor ble mange dollar og euro flyttet fra vekstmarkedene.

En kombinasjon av disse faktorene gjorde at avkastningen ble negativ i 2014. Det var først og fremst våre investeringer med Russlands- og Brasileksponering som gjorde det dårlig.

I de obligasjoner fondet har investert i har vi identifisert trolige triggere som kan få verdien til å stige. Det er enten selskaps-spesifikke hendelser eller muligheter, og i noen tilfeller er det en relativ pris som skal korrigeres sammenliknet med konkurrenters obligasjoner.

Mer lovende 2015

I begynnelsen av året har vi en portefølje der risk-reward ser betydelig mer lovende ut enn for syv måneder siden. Det gjennomsnittlige kredittpåslaget på fondets investeringer har gått fra 250 til om lag 375 rentepunkter ved årsskiftet. Dette påslaget og endringer i dem er det som avgjør fondets avkastning. Alle investeringer er valutasikret og avkastningen påvirkes derfor ikke når valutakursene endrer seg. Fondet har også en kort rentedurasjon (cirka ett år) og dermed påvirkes avkastningen høyst marginalt ved renteendringer. Renten på investeringene i porteføljen ved starten på 2015, uten endringer i kredittpåslag, indikerer en avkastning i 2015 på 3,9 prosent, rundt tre prosentenheter over referanseindeksen.



Betongkropp: Et tilbygg på Université Diderot i Paris campus, bygget med betong fra Lafarge. Selskapet er ledende innen sement, granulat og betong og selskapets materiale brukes over hele verden.

Foto: Emmanuel Gabily, copyright Lafarge

LØNSSOM SAMMENSLÅING

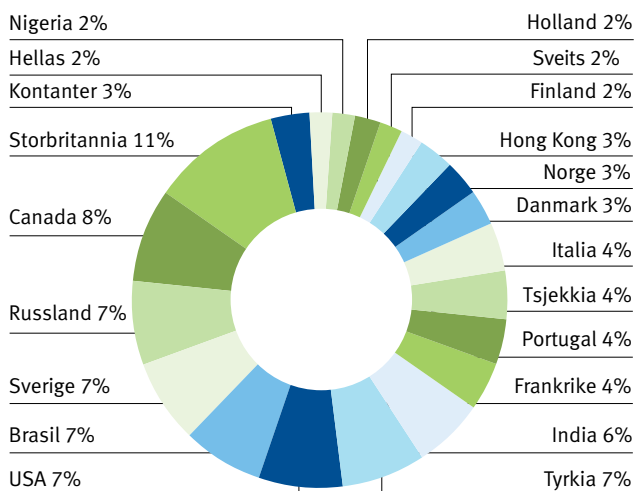
Et av fondets større investeringer er det franske selskapet Lafarge, som produserer bygningsmaterialer. Lafarge er verdensledende innen blant annet sement og har en stabil og ganske uspenkende virksomhet. Ratingbyråene rater det BB+. Det spennende er at selskapet gjennomgår en sammenslåing med Holcim, som er et selskap innen samme bransje.

Triggeren i dette tilfellet ligger nettopp her; Holcim har en bedre kredittrating, BBB, som også innebærer en klassifisering som investment grade. Når sammenslåingen er gjennomført vil vår obligasjon også få investment grade og vil handles til et vesentlig lavere kredittpåslag.

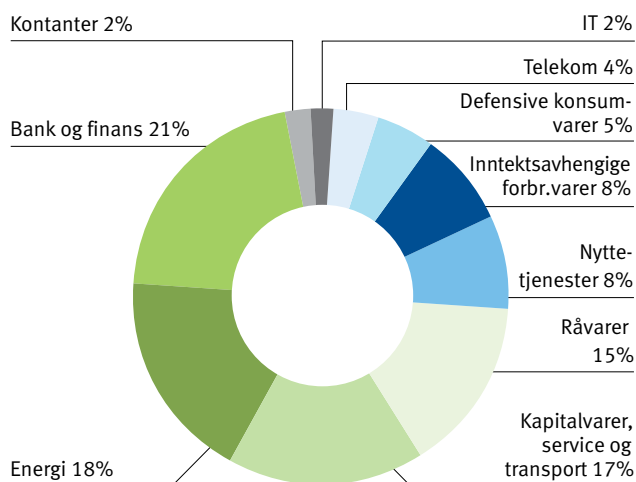
Et annet eksempel er bilprodusenten Fiat, eller mer korrekt Fiat-Chrysler, siden selskapet består av flere bilmerker. Selskapet har en rating på B/BB og er en av verdens største bilprodusenter med god diversifisering både geografisk og produktmessig.

Deres obligasjoner handles betydelig høyere enn konkurran-tenes med likeverdig kredittkvalitet, og de har et uttalt mål om å oppnå investment grade-rating, det vil si BBB, senest 2017. Prisen på deres obligasjoner er altfor lav og før andre forstår dette, får fondet en bra rente som ikke tilsvarer risikoen.

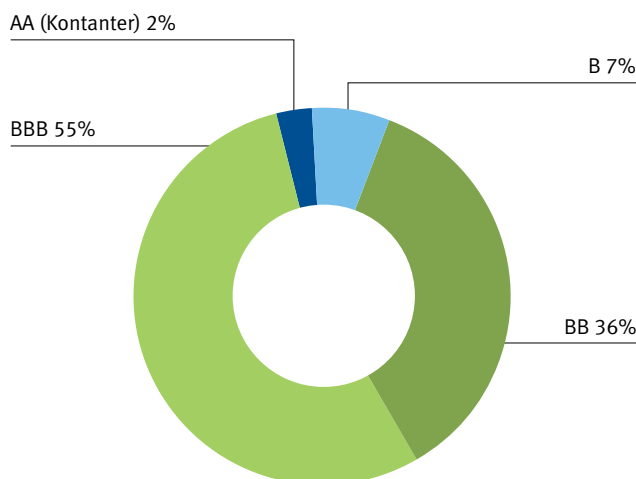
LANDRISIKO



SEKTORFORDELING



RATINGFORDELING



SKAGEN Høyrente

God avkastning tross lave renter

SKAGEN Høyrente ble et enda bedre alternativ til høyrentekonto i bank



Porteføljeforvaltere

Elisabeth Gausel og Ola Sjöstrand

Fondets startdato	18. september 1998
Avkastning siden oppstart	98,69 %
Gjennomsnittlig avkastning per år	4,31 %
Forvaltningskapital	3 337 mill NOK
Antall andelseiere	6 963*

* Inkluderer ikke kunder gjennom 3. parts distributører

Lavere innskuddsrenter hos bankene betyr at SKAGEN Høyrente blir et enda bedre alternativ for de som ønsker å ha lav risiko. Lave renter betyr lavere rentemarginer i bankene sine regnskaper, og dermed økt fokus på denne. Dette har ført til at de fleste banker har redusert sine innskuddsbetingelser, og samtidig har de signalisert at de vil sette rentene sine ytterligere ned fremover. Alt annet likt er dette gode nyheter for oss, siden SKAGEN Høyrente er vårt alternativ til bankkonto. Vår avkastning følger det generelle rentenivået og kredittspredene i markedet tett. Bankenes innskuddsrenter kan til tider være mer påvirket av konkurransesituasjonen bankene i mellom og hvilke nøkkeltall de fokuserer på i regnskapene sine.

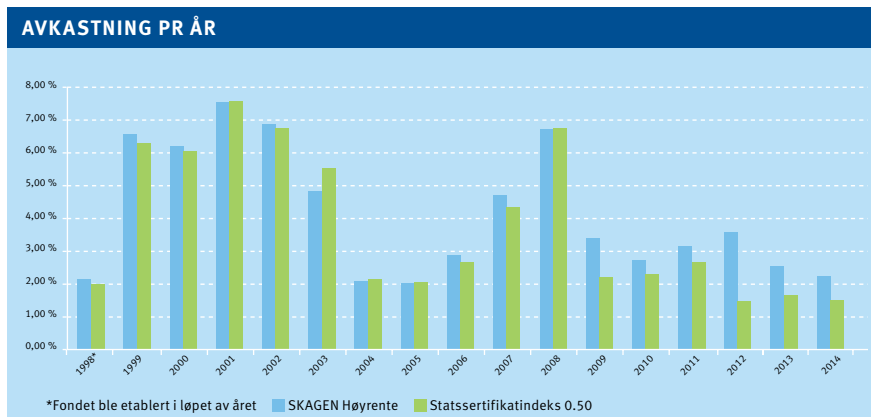
SKAGEN Høyrente hadde en avkastning på 2,28 % i 2014. Til sammenligning var indeksens avkastning 1,51 %.

Kutt i styringsrenten

Rentene er lave både internasjonalt og i Norge. I Norge lå styringsrenten i ro på 1,50 % i nesten tre år. Norges Bank signaliserte så sent som i oktober at dette var bunnen og at renten ikke skulle settes ytterligere ned. Likevel kuttet sentralbanken renten til 1,25 % i desember, og signaliserte en sannsynlighet for ytterligere ett kutt til. Rentene skal forbli lave lenge; sentralbanken indikerer ingen renteøkning før i

begynnelsen av 2017. Hovedårsaken til det overraskende kuttet var fallet i oljeprisen og at utsiktene for veksten i norsk økonomi var svekket. Rentekuttet overrasket markedet, og sendte de norske interbankrentene ned. 3 måneders NIBOR falt med 12 punkter til 1,47 % etter annonseringen, og holdt seg rundt dette nivået ut året. Vi så et fall i tilnærmet samme størrelse for de andre norske markedsrentene. Så på mange måter kan man si at halve rentekuttet var priset inn i markedet, selv om Norges Bank selv ikke hadde dette i sine prognoser før desembermøtet.

I tillegg til lave renter har også kredittspredene vært lave. Dette gjelder for både bank- og industripapirer som SKAGEN Høyrente har mulighet til å investere i. På grunn av lave kredittspreader har vi valgt å holde en lav gjennomsnittlig løpetid gjennom året. Vi vil ikke øke løpetiden og kjøpe lange papirer i dagens marked. Dermed kredittspredene begynner å øke, vil verdifallet på obligasjonen bli større jo lenger løpetiden er. Vi har heller valgt å holde fokus på lav og stabil risiko. Korte papirer i porteføljen kombinert med nesten 30 % av fondet plassert på ulike bankkontoer ved årets slutt betyr at vi er godt posisjonert for en eventuell økning i kredittspredene. Da har vi tilgjengelig kapital til å kjøpe papirer på attraktive nivåer, og på den måten øke avkastning i fondet.



SKAGEN Høyrente Institusjon

Lav risiko er hovedfokus

Det rådende renteklimaet ga lav avkastning, men lav risiko er vårt hovedfokus



Porteføljeforvaltere

Elisabeth Gausel og Ola Sjöstrand

Fondets startdato

14. mars 2009

Avkastning siden oppstart

47,72 %

Gjennomsnittlig avkastning per år

3,36 %

Forvaltningskapital

832 mill NOK

Antall andelseiere

53*

* Inkluderer ikke kunder gjennom 3. parts distributører

Vi har hatt stabilt lave og noe fallende kredittspreader i det norske pengemarkedet gjennom 2014. Det var en svak oppgang mot slutten av året, men totalt er nivået lavere nå enn ved årets begynnelse. De største norske sparebankene betaler omtrent førti basispunkter over 3 måneders NIBOR for et tre års lån. Gitt at vi ikke vil ta på oss mer risiko, blir avkastningen lav i dagens renteklima. Men dette er altså et resultat av tilstanden i markedet. Vi vil ikke øke avkastningen i fondet på bekostning av risikoen. Vårt hovedfokus er at risikoen i fondet skal være lav.

SKAGEN Høyrente Institusjon oppnådde en avkastning på 2,35 % i 2014. Dette nivået er vi godt fornøyd med gitt både lave renter og lave kredittspreader. Indeksens avkastning i samme periode var 1,33 % mens gjennomsnittlig 3 måneders NIBOR var 1,70 %.

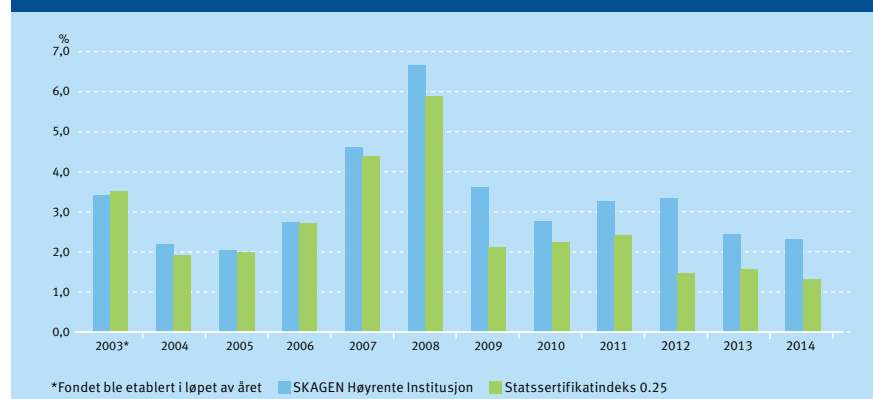
Fremdeles har vi en høy andel bankinnskudd. Årsaken til dette er det lave tilbudet av korte bankpapirer med forfall under ett år i markedet. I tillegg har vi forhandlet oss frem til gode betingelser på bankkontoene, slik at vi får bedre betalt ved å ha pengene plassert på konto enn å investere i de helt korte bankpapirene. Hoveddelen av innskuddene våre er uten bindingstid, det vil

si at vi kan få pengene ut på dagen. Dette er viktig for oss, siden vi også har et sterkt fokus på å ha en god likviditet i fondet.

SKAGEN Høyrente Institusjon hører til i kategorien «Pengemarkedsfond med lav risiko», og dette betyr at maks 25 % av papirene i fondet kan ha en løpetid som er lenger enn ett år. Vi ligger på det jevne tett opp mot dette maksimumsnivået. Dette er fordi man får bedre betalt for å kjøpe papirer med noe lenger løpetid. Papirene i denne delen av fondet kan ikke være lenger enn 3 år, så risikoen er fremdeles lav.

Vi gjør egne grundige analyser av alle bankene vi investerer i. Dette gjelder både for banker hvor vi kjøper obligasjoner og for dem hvor vi kun har innskudd. Det er viktig at bankene har en solid balanse og en fornuftig drift. Hos noen banker har vi bevisst valgt å kun ha innskudd. Dette er fordi de har få papirer ute i markedet, og dermed er likviditeten i annenhåndsmarkedet for disse lav. Banken kan likevel være solid og god slik at innskudd uten bindingstid er attraktivt for oss. Vi vurderer jevnlig forholdet mellom innskudd og investeringer, for på den måten å kunne oppnå best mulig avkastning gitt den lave risikoen.

AVKASTNING PR ÅR



SKAGEN Balanse 60/40

- › De tre underliggende aksjefondene førte til mindreavkastning
- › Rebalanseringen fikk mindre betydning
- › Kombinasjonsfond er et godt alternativ for de som vil ha en balansert portefølje



Porteføljeforvalter
Beate Bredesen

Balansert avkastning

Mindreavkastning i aksjefondene ga underprestasjon for SKAGEN Balanse 60/40.

Avkastningen i SKAGEN Balanse 60/40 for 2014 ble 9,8%. Referanseindeks fikk tilsvarende 15,3% i avkastning. Fondet underprestasjon i forhold til referanseindeks henger i all hovedsak sammen med de tre aksjefondenes relative mindreavkastning gjennom året.

Dette er SKAGEN Balanse 60/40

Kombinasjonsfondet SKAGEN Balanse plasserer 60 prosent av midlene i aksjemarkedet og 40 prosent i rentemarkedet gjennom underliggende fond. Det er et fond-i-fond som investerer i tre aksjefond, SKAGEN Vekst, SKAGEN Global og SKAGEN Kon-Tiki, to pengemarkedsfond, SKAGEN Høyrente, SKAGEN Høyrente Institusjon og ett obligasjonsfond, SKAGEN Avkastning.

Fondets referanseindeks er en sammensatt indeks bestående av 60% aksjeindeks (5/8 MSCI All Country World Index ex Nordic Countries, 1/8 MSCI Nordic Countries, 1/4 MSCI Emerging Markets Index) og 40% renteindeks (Oslo Børs Statsobligasjonsindeks 1.00 ST3X). Fondet har en sammensetning av aksjefond som reflekterer referanseindeksen, hvilket i praksis betyr at fondet investerer 15% av fondets midler i h.h.v. SKAGEN Vekst og SKAGEN Kon-Tiki samt 30% i SKAGEN Global. I tillegg investeres 15% av fondets midler i h.h.v. SKAGEN Høyrente og SKAGEN Høyrente Institusjon og 10% i SKAGEN Avkastning.

Fondets prestasjon, både absolutt og relativt, bestemmes i hovedsak av underfondenes resultater, men påvirkes også av skatt i rentefondene og rebalanseringsgevinster.

Aksjeandelen i fondet lar vi drive til henholdsvis 58 prosent på nedsiden og 62 prosent på oppsiden før en foretar rebalansering. Dette innebærer i praksis at aksjer må utvikle seg 8 prosent bedre eller dårligere enn renter før det rebalanseres. Dette gir fondet mulighet til å tjene noen ekstra basispunkter på rebalanseringene som blir gjort. I 2014 bidro dette med 26 basispunkter til fondets avkastning.

Andelseierne i SKAGEN Balanse 60/40 må betale skatt av renteinntekter to ganger. Dette skyldes at renteinntekter beskattes i fondet, og kursutvikling som følge av renteinntekter igjen beskattes når privatpersoner selger andeler i fondet.

I 2014 utgjorde skatt av avkastningen på rentedelen av fondet ca 32 basispunkter. Dette blir delvis kompensert av skjermingsfradraget på 0,9% som utgjør ca 10 basispunkter.

Andelseierne i SKAGEN Balanse 60/40 belastes ikke forvaltningshonorar utover de honorarene som beregnes i henhold til de underliggende fondene.

SKAGEN Balanse 60/40 er et enkelt fond som passer for de som ønsker en balansert portefølje på lang sikt. Fordelen er i tillegg at fondet overvåkes konstant og skatt på oppnådd avkastning utsettes til andelene realiseres.

Avkastning- og risikomåling

Avkastning*

per 31.12.2014	1 år	Siste år	Siste 2 år	Siste 3 år	Siste 5 år	Siste 7 år	Siste 10 år	Siden start
SKAGEN Vekst A ¹⁾	15,1%	15,1%	19,9%	16,4%	7,8%	2,8%	10,1%	14,8%
MSCI Nordic/MSCI AC ex. Nordic	22,8%	22,8%	25,7%	20,9%	13,3%	5,1%	11,4%	10,3%
SKAGEN Global A ²⁾	15,8%	15,8%	23,2%	18,7%	12,7%	6,7%	11,4%	15,7%
MSCI World AC	28,6%	28,6%	31,2%	23,1%	14,9%	7,4%	7,8%	4,4%
SKAGEN Kon-Tiki A ³⁾	11,6%	11,6%	15,5%	12,1%	8,0%	6,3%	13,9%	16,4%
MSCI Emerging Markets	20,8%	20,8%	13,2%	12,2%	7,2%	3,3%	10,7%	9,5%
SKAGEN m ² A	36,1%	36,1%	19,2%	-	-	-	-	18,4%
MSCI All Country World Index Real Estate IMI	40,3%	40,3%	25,3%	-	-	-	-	24,6%
SKAGEN Balanse 60/40	9,8%	9,8%	13,1%	-	-	-	-	9,8%
SKAGEN Balanse 60/40 kombinert indeks	15,3%	15,3%	13,5%	-	-	-	-	11,5%
SKAGEN Avkastning	5,0%	5,0%	3,8%	4,9%	4,0%	3,6%	4,0%	5,6%
Statsobligasjonsind. 3.00	5,1%	5,1%	3,0%	2,7%	3,7%	4,5%	3,9%	5,6%
SKAGEN Tellus A ⁴⁾	24,0%	24,0%	16,4%	12,8%	9,3%	8,5%	-	7,3%
J.P. Morgan GBI Broad Index Unhedged in EUR	24,3%	24,3%	14,0%	6,7%	6,7%	7,8%	-	5,8%
SKAGEN Credit NOK	-1,8%	-	-	-	-	-	-	-1,8%
Statsobligasjonsindeks 1.0	1,4%	-	-	-	-	-	-	1,4%
SKAGEN Høyrente	2,3%	2,3%	2,4%	2,8%	2,9%	3,5%	3,4%	4,3%
Statsobligasjonsind. 0.50	1,5%	1,5%	1,6%	1,6%	1,9%	2,7%	2,8%	3,9%
SKAGEN Høyrente Institusjon	2,3%	2,3%	2,4%	2,7%	2,8%	3,5%	3,4%	3,4%
Statsobligasjonsind. 0.25	1,3%	1,3%	1,5%	1,5%	1,8%	2,4%	2,6%	2,7%

Risiko og prestasjonsmåling

per 31.12.2014	SKAGEN Vekst A	SKAGEN Global A	SKAGEN Kon-Tiki A	SKAGEN Tellus A (NOK)	SKAGEN Avkastning	SKAGEN Høyrente	SKAGEN Høyrente Institusjon
TRADISJONELLE RISIKO- OG PRESTASJONSMÅL SISTE 5 ÅR							
Standardavvik, fond	12,6%	10,6%	12,7%	7,5%	1,3%	0,2%	0,2%
Standardavvik, referanseindeks	11,0%	8,9%	12,3%	10,4%	2,2%	0,3%	0,2%
Sharpe-ratio, fond	0,45	0,96	0,47	0,95	1,64	5,20	6,09
Sharpe-ratio, referanseindeks	0,98	1,36	0,41	0,45	0,83	0,43	0,00
Tracking Error/Relative volatilitet	5,5%	5,0%	4,8%	5,8%	2,7%	0,3%	0,2%
Informationsratio	-0,90	-0,39	0,17	0,41	0,11	2,74	4,88
Korrelasjon	0,90	0,88	0,93	0,84	-0,07	-0,07	0,22
alfa	-5,4%	-2,7%	1,1%	5,0%	4,1%	2,9%	2,4%
beta	1,03	1,05	0,96	0,60	-0,04	-0,05	0,22
R2	81%	78%	86%	70%	-1%	-1%	3%

GEVINST OG TAPSANALYSE SISTE 5 ÅR

Relativ gevinst	93%	107%	108%	90%	79%	119%	-
Relativt tap	125%	134%	105%	63%	45%	40%	-
Relativ gevinst/tap-ratio	0,74	0,79	1,03	1,43	1,76	3,0	-
Positive indekssavvik	5,5	6,0	6,8	8,9	3,9	3,3	1,0
Negative indekssavvik	10,5	8,0	6,0	6,5	3,6	1,2	0,0
Indeksavvik-ratio	0,53	0,76	1,14	1,36	1,09	2,7	64,0
Mengde positive avvik	35%	43%	53%	58%	52%	73%	98%
Mengde positive avvik, oppgang	36%	52%	51%	25%	18%	56%	-
Mengde positive avvik, nedgang	32%	26%	55%	91%	95%	100%	-
Konsistens	40%	47%	52%	58%	57%	85%	95%
Konsistens, oppgang	38%	51%	52%	36%	26%	74%	100%
Konsistens, nedgang	43%	37%	52%	85%	96%	100%	94%

VALUE AT RISK 5 ÅR

Value at risk: ex-post, historical, NAV	-6,0%	-2,8%	-6,7%	-3,1%	-0,4%	0,2%	0,2%
Value at risk: ex-post, historical, referanseindeks	-5,6%	-2,8%	-5,5%	-4,8%	-0,8%	0,1%	0,1%
Relativ Value at Risk, ex-post, historical	-2,8%	-3,3%	-2,5%	-3,4%	-1,4%	-0,1%	0,0%

SIDEN START

Relativ gevinst	96%	150%	119%	73%	101%	118%	-
Relativt tap	79%	104%	99%	71%	98%	45%	-
Relativ gevinst/tap-ratio	1,2	1,4	1,2	1,0	1,0	2,6	-
Positive indekssavvik	13,9	18,4	12,1	10,9	4,3	1,3	0,7
Negative indekssavvik	9,9	8,6	6,0	12,2	4,2	0,6	0,1
Indeksavvik-ratio	1,4	2,2	2,0	0,9	1,0	2,2	8,6

* Alle avkastningstall utover 12 måneder er annualisert

** Negativ korrelasjon mellom indeks og fond gjør at tallene ikke gir mening

¹⁾ Investeringsmandatet endret 1.1.2014. Mer informasjon på side 12. Før 1.1.2010 var indeks OSEBX

²⁾ Før 1.1.2010 var indeks MSCI World (NOK)

³⁾ Referanseindeksen for SKAGEN Kon-Tiki var verdensindeksen fram til 31.12.2003 og vekstmarkedsindeksen etter denne dato. Avkastningstallene for referanseindeksen er derfor en kombinasjon av disse indeksene. For fullstendig oversikt over våre fond se www.skagenfondene.no

⁴⁾ Før 01.01.2013 var indeks Barclays Capital Global Treasury Index 3-5 years

ANGRERETT

Når du tegner andeler i fond har du ikke angrerett fordi andelens kurs – det vil si den pris du betaler for andelen – avhenger av svingninger på finansmarkedet jf. angrerettsloven § 22b. Som kunde har du likevel krav på informasjon om SKAGEN og våre fond i henhold til angrerettsloven § 9a. Denne informasjonen sendes i velkomstbrev etter at du har blitt kunde. Ved tegning i fond i VPS' investorklient («Min Konto»), gis informasjonen når du velger hvilket fond du vil tegne andeler i. Informasjonen gis også i SKAGENS årsrapport som sendes til alle kunder. Du kan også finne oppdatert informasjon om SKAGEN Krona på www.skagenfonder.se.

ORDFORKLARING

Alle beregninger av mål er basert på månedlige observasjoner.

Standardavviket er et mål på variasjonen i den årlige avkastningen. Tilnærmet er det 65 prosent sannsynlighet for at årlig avkastning er 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.

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 med et fonds standardavvik kan disse målene forklare hvorfor standardavviket er høyere eller lavere enn indeks.

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.

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.

Sharpe-indeksen er et indirekte mål på sannsynligheten for at fondet skal gi høyere avkastning enn risikofri rente. Jo høyere score, jo høyere er denne sannsynligheten. Jo høyere sannsynlighet, jo sikrere er muligheten 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.

Informasjons ratio 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. Information ratio brukes også som et mål på risikojustert meravkastning der risiko tolkes som faren for ujevn meravkastning. Information ratio måler dermed forvalters evne til å skape sikker meravkastning, mens relativ volatilitet måler evnen til jevn meravkastning.

Relativ gevinst/Relativt 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 sammenlignet 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.

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 information ratio som tolker risikoen som ujevn meravkastning (og ikke nødvendigvis negativ meravkastning).



Et år med samfunns- nyttige prosjekter

Tekst: Christian Sigersted Larsen, kommunikasjons- og markedsjef i Danmark

SKAGEN Fondene har en lang tradisjon for å involvere seg i samfunnsnyttige prosjekter lokalt og globalt. Slik var det også i 2014, hvor fokus har vært rettet mot langsiktige og bærekraftige samfunnsinvesteringer.

Siden 2006 har SKAGEN støttet Leger Uten Grenser, SOS Barnebyer og Kolibri – Children at Risk Foundation med mer enn 70 millioner kroner. Midlene er gått fra forvaltningsselskapet SKAGENS inntjening og ikke fra SKAGENS investorer.

Helt siden oppstarten har SKAGEN navigert etter et sett med sterke verdier. Det gjelder alt fra selskapets unike investeringsfilosofi til den daglige driften av kontorene, ulike steder i Europa. Bærekraftighet og en langsiktig tankegang gjennomsyrrer hele virksomheten. Det kommer også til uttrykk i vårt engasjement i en rekke samfunnsnyttige prosjekter, som alle er nøye utvalgt for å matche verdiene i selskapet.

- I en kulturdrevet organisasjon som vår, er menneskelig kapital vårt viktigste aktivum. Sponsorsamarbeid er viktig for å skape engasjement og fellesskap på tvers av land, språk og kulturer. Våre sponsorater og støtte til samfunnsnyttige prosjekter er tett forbundet med verdiene vi til daglig etterlever i organisasjonen. De bidrar til å kommunisere hva vi står for og hvem vi er, forklarer Lisen Dybdahl, sjef for global kommunikasjon i SKAGEN.

Les mer om SKAGEN Fondenes samfunnsansvar på www.skagenfondene.no/csr



I 2014 har SKAGEN-ansatte, familier og venner strikket baby-luer som ble tatt med til Leger Uten Grensers fødselsmottak i Nairobi. Rundt 700 nyfødte barn fikk en varmende lue i løpet av de tre første vintermånedene.



Før de fire SKAGEN-kollegaene reiste til Kenya samlet de ansatte inn penger til en lekeplass nær et sykehus i Nairobi. Sykehuspersonalet ønsket seg nemlig et klatrestativ til lekeplassen, hvor mange barn venter lenge for å besøke lege.

LANGSIKTIGE SAMFUNNS-INVESTERINGER

De siste ni årene har SKAGEN hatt et tett samarbeid med de tre hjelpeorganisasjonene Leger Uten Grenser, SOS Barnebyer og Kolibri – Children at risk foundation. Tre organisasjoner som på mange måter deler SKAGENS verdigrunnlag. Felles for dem er at de tenker langsiktig og at de opererer i områder det ofte ikke er så mye oppmerksomhet rundt.

- Det er mange paralleller til måten vi investerer på og vår støtte til samfunnsnyttige prosjekter. Vi tenker globalt og støtter de som hjelper til i kriser som ikke nødvendigvis har så mye fokus i resten av verden. Vår ansvarsfølelse kommer også til uttrykk i de etiske retningslinjene som ligger til grunn for våre investeringer, forteller Trygve Meyer. Han jobber som kommunikasjonsansvarlig for porteføljeavdelingen i SKAGEN.

FELTSTUDIE TIL KENYA

I november 2014 fikk fire medarbeidere mulighet til å oppleve med egne øyne den store forskjellen hjelpearbeidet virkelig utgjør da de ble med Leger Uten Grenser til Nairobi, Kenya. Nairobi har nær fire millioner innbyggere, hvorav halvparten bor i slumområder under svært vanskelige forhold. I løpet av en opplevelsrik uke fikk de fire kollegaene oppleve hvordan Nairobis mest utsatte innbyggere blir hjulpet av Leger Uten Grenser i slumrådene Mathare og Kibera. Bydeler med stor fattigdom, hvor behandlingen av blant annet tuberkulose, fødselshjelp og vaksinasjonsprogram, hiv/aids-prosjekter og helseopplysning utgjør en stor forskjell. Her besøkte de blant annet Kibera South Clinic, et stort og mer moderne sykehus, som tilbyr gratis helsehjelp til befolkningen. På sikt er planen at myndighetene skal overta driften av sykehuset.

Dagene i Nairobis slum med Leger Uten Grenser ga et godt innblikk i det store og viktige arbeidet som de utfører. Behovet er enormt, hver dag redder og forbedrer de livet til mennesker som lever i ekstrem fattigdom. Her ble inntrykket av at de utgjør en nødvendig forskjell forsterket.

ENGASJEMENT SMITTER

Reisen skapte stort engasjement blant ansatte, både hos de som deltok på reisen og andre. De opplevde stor interesse blant sine venner og nettverk da de delte sine opplevelser i sosiale medier. Budskapet ble dermed spredt langt utenfor SKAGENS kontorer. Som Leger Uten Grenser sier; færre dør når flere vet. #sammenreddertiliv.

STØTTE I FREMTIDEN

Samarbeidet med Leger Uten Grenser, SOS Barnebyer og Kolibri – Children at Risk Foundation fortsetter inn i 2015. Fokus vil fortsatt være på prosjekter som retter seg mot barn og unge, både lokalt og globalt, samt innen områdene kunnskap, forskning, utdanning og humanitært arbeid. Frem mot 2016 vil SKAGEN styrke samarbeidet med SOS Barnebyer. Det gjør vi for å kunne involvere oss enda mer i spesifikke bærekraftige prosjekter med et langsiktig formål.



Innkalling til valgmøte for SKAGEN AS

Vi ønsker andelseiere i SKAGEN Fondene velkommen til valgmøte i Stavanger Konserthus onsdag 4. mars kl. 19.

Agenda for valgmøtet:

1. Valg av møteleder og to andelseiere til å signere protokollen
2. Styrets årsberetning
3. Revisors beretning
4. Valg av ett styremedlem til styret i SKAGEN AS
 - Valgkomiteen innstiller at nåværende styremedlem Martin Petersson gjenvelges som andelseiervalgt styremedlem med varighet til 2017
5. Valg til valgkomiteen
 - Styret innstiller at Terje Vareberg velges med varighet frem til 2018
6. Innsendte spørsmål fra andelseierne

Forhåndsstemme på Min side

Andelseiere kan enkelt avgi stemme på Min side (logg inn fra www.skagenfondene.no). Alternativt kan man sende inn stemme til legal@skagenfondene.no eller til SKAGEN, postboks 160, 4001 Stavanger. Forhåndsstemmer må være SKAGEN i hende senest 27. februar. Beholdning pr. 27. februar vil være avgjørende for antall stemmer. Har du avgitt forhåndsstemme er det ikke nødvendig å registrere seg ved ankomst.

I valget justeres stemmeretten slik at andelseiere som eier lik verdi, får likt antall stemmer. Andelseiere kan stemme ved fullmektig. Godkjent fullmaktsskjema er tilgjengelig på www.skagenfondene.no eller ved å ta kontakt med Kundeservice på telefon 04001. Husk å ta med legitimasjon og eventuell firmaattest.

Nærmere informasjon og påmeldingsskjema for møtet finner du på www.skagenfondene.no eller ta kontakt med Kundeservice på telefon 04001. Påmeldingsfrist er 27. 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

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

Etter at den formelle delen av valgmøtet er over vil administrerende direktør Leif Ola Rød gi oss siste nytt fra SKAGEN, deretter forteller investeringsdirektør Ole Sæberg om utsiktene fremover. Det blir fondssamtale med flere av porteføljeforvalterne og investeringsdirektøren. Det er mulig å stille spørsmål både via sms eller direkte fra salen.



EIERSTRUKTUR

SKAGEN AS eies av:

T.D Veen AS	25,69%
Solbakken AS	18,40%
MCM Westbø AS	9,84%
Harald Espedal AS	8,31%
Kristian Falnes AS	8,31%
Månebakken AS	7,29%
Westbø Finans AS	7,29%
Øvrige	14,88%

STYRETS ANDELER I FONDENE

Navn	Antall andeler	Funksjon
Martin Gjelsvik	16 766	Styreleder, aksjonærvalgt
Åge K. Westbø	986 350	Aksjonærvalgt styremedlem
Simen Vier Simensen	0	Aksjonærvalgt styremedlem
Anne Sophie K. Stensrud	197 950	Aksjonærvalgt varamedlem
Jesper Rangvid	224	Aksjonærvalgt varamedlem
Per Gustav Blom	41 701	Andelseiervalgt styremedlem
Martin Petersson	3 530	Andelseiervalgt styremedlem
Aina Haug	157	Andelseiervalgt varamedlem

VALGKOMITÉEN

Valgkomitéen består av
Sigve Erland (leder), Barbro Johansson
og Per Olof Höglund.

Valgkomitéens oppgave er å foreslå
kandidater til andelseiervalgte
medlemmer i styret i SKAGEN AS.

Store begivenheter – liten uttelling

2014 var preget av dramatiske hendelser og markedsbevegelser. Politisk risiko og USAs økte attraktivitet ga dårlig uttelling for SKAGENS aksjefond.

De store valutakursbevegelsene i løpet av året har ført til at kundene i de landene SKAGEN tilbyr sine fond har fått svært ulik absolutt avkastning i 2014, fra god avkastning målt i norske kroner til negativ avkastning målt i britiske pund. Uavhengig av absolutt avkastningen har alle aksjefondene blitt slått av sine referanseindekser. Dette er ikke et resultat vi er fornøyd med. Årsaken er en blanding av fondenes geografiske eksponering og hendelser i enkeltelskaper. Amerikanske selskaper har generelt vært for dyre til å nå opp i SKAGENS verdibaserte analyse. Amerikanske selskaper utgjør en stor andel av referanseindeksene, og når disse går bra trekker det indeksen opp, en oppgang fondene ikke har tatt del i. I tillegg ble flere av fondenes russiske investeringer hardt rammet.

Forventninger for 2015

Det forventes at den geopolitiske uroen fortsetter inn i 2015. Samtidig starter vi året med en lav oljepris som reduserer kostnadsnivået og bidrar til økt lønnsomhet i en rekke virksomheter. Et fortsatt lavrenteregime kan trekke flere investorer til aksjemarkedene og gi muligheter for reprising. SKAGENS ambisjon er å skape meravkastning for kundene gjennom grundige analyser og selskapsplukking basert på selskapets investeringsfilosofi.

Forvaltningsselskapet SKAGEN AS staker ut en kurs for fremtiden

SKAGENS investeringsfilosofi er langsiktig og verdibasert. Det samme gjelder strategien for SKAGENS virksomhet. Organisasjonen har blitt bygget stein på stein siden etableringen i 1993, og i 2014 tok man de

første stegene mot et generasjonsskifte på eiersiden. Styrets prioritet er å finne en langsiktig eierstruktur som ivaretar best mulig risikojustert avkastning og service til kundene, og som kan tiltrekke og beholde de beste talentene i organisasjonen. Dette sammenfaller med gründernes mål om å sikre eierskap innen selskapet, effektive beslutningsprosesser og at selskapet forblir uavhengig.

Antall ansatte i selskapet har vokst årlig som en følge av økt aktivitet og et ønske om å bygge kompetanse i dybden og dyrke talenter. Denne strategien har lyktes. Når administrerende direktør og investeringsdirektør, Harald Espedal, og forvalter for SKAGEN Global, Kristian Falnes, forlater SKAGEN etter henholdsvis 13 og 17 år i selskapet, er det svært kompetente interne etterfølgere som tar over.

Styret takker Espedal for innsatsen og de gode resultatene som er skapt under hans ledelse, og ønsker Leif Ola Rød velkommen som ny administrerende direktør.

Tillitserklæring

Det å overlate sine penger til andre er en tillitserklæring, og kundene er opptatt av hvilke forvaltere som driver fondene de er investert i. Både selskapet og styret forventet derfor at en del kunder ville trekke midler ut av fondene på grunn av forvalterskiftet.

SKAGEN har en diversifisert kundemasse med både private sparere og institusjonelle kunder fordelt på en rekke land. De forskjellige kundetyperne håndterer endringer ulikt; endring av porteføljeforvalter kan utløse en lengre evalueringsprosess hos en institusjonell kunde mens privatpersoner kan reagere raskt på

SKAGEN FONDENE

Forvaltningsselskap:	SKAGEN AS
Hovedkontor:	Stavanger
Filialer/kontorer:	Bergen, Ålesund, Trondheim, Tønsberg, Oslo, Stockholm, Göteborg, København, Amsterdam og London
Markedsføringstillatelse:	Norge, Sverige, Danmark, Luxembourg, Finland, Island, Storbritannia, Nederland, Sveits, Belgia, Irland og Tyskland.
Tilsynsmyndighet:	Finanstilsynet
Depotmottaker:	Handelsbanken
Forvaltningskapital:	121 mrd. NOK

informasjon fra SKAGEN og i media. I sum bidrar kundediversifiseringen til en mer stabil forvaltningskapital, som igjen lar porteføljeforvalterne konsentrere seg om å skape langsiktige resultater. Så langt er reaksjonene og nivået på innløsninger ikke ekstraordinært store og i tråd med styrets og SKAGENS forventninger. Innløsningene har ikke skapt utfordringer for fondene.

Styret vil takke kundene for tilliten de har vist gjennom et turbulent år.

Investeringsfilosofi

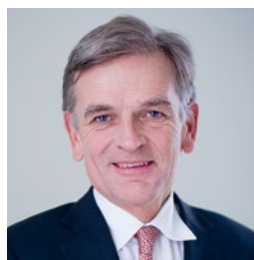
Kjernen i SKAGENS forretningside er å levere best mulig risikojustert avkastning, service og kommunikasjon til kundene. Aktiv og verdibasert forvaltning har vært i motvind i 2014. Det forandrer ikke troen på investeringsfilosofien. SKAGEN er en aktiv forvalter der fondene har brede, glo-



Martin Gjelsvik
Styreleder, aksjonærvalgt



Åge K. Westbø
Aksjonærvalgt styremedlem



Simen Vier Simensen
Aksjonærvalgt styremedlem



Per Gustav Blom
Andelseiervalgt styremedlem

bale mandater og en langsiktig horisont. Forvalterne søker stadig etter lavt prisede papirer der det finnes katalysatorer for reprising.

På aksjesiden leter forvalterne primært etter upopulære og underanalyserte aksjer. Det er som oftest her de undervurderte selskapene gemmer seg. I likhet med aksjefondene bygger obligasjonsfondene på egne analyser og søker å finne undervurderte obligasjoner. Meravkastningen i pengemarkedsfondene skapes ved effektiv forvaltning av fondets midler. SKAGEN fastholder at denne aktive tilnærmingen over tid skaper de beste resultatene for kundene.

God kundeopplevelse

I tillegg til å være lønnsomt skal det også være en god opplevelse å være investert i SKAGEN. Gjestfrihet står sentralt, og selskapet ønsker å la verdiene skinne gjennom i relasjonen med kunden. SKAGEN tilbyr rådgivning til alle fondskunder i Norge, Sverige og Danmark, uavhengig av hvor mye de har investert.

Åpningstiden på telefon og chat i Norge er utvidet, og selskapet ser frem til å lansere nye nettsider i 2015. Norsk sparekalkulator og pensjonskalkulator er allerede på plass, og det er flott å se at kundene søker informasjon om sparing for fremtiden. Dette er en trend vi håper skal fortsette etter hvert som befolkningen for alvor ser hvor stort gap det er mellom den lønnen man får i arbeidslivet og det man skal leve av når man blir pensjonist.

Kundene kan også nå SKAGEN gjennom eksterne distributører. Selskapet har en bevisst strategi for å velge samarbeidspartnere som deler SKAGENS syn på god kundeservice. Særlig utenfor Norge er det eksterne distribusjonsnettverket viktig for å gi kunden adgang til SKAGENS fond gjennom lokal infrastruktur. 2014 er det første driftsåret for såkalte netto andel-

sklasser tilpasset utenlandske distributører, og dette oppleves som en effektiv måte å håndtere distribusjon.

Fondet SKAGEN Credit ble stiftet i 2014. Fondet investerer i obligasjoner utstedt av selskaper i ulike bransjer over hele verden. Andelseierne får tilgang til fondet gjennom tilføringsfond denominert og sikret i lokal valuta.

Fornøyde medarbeidere

Dyktige og troverdige medarbeidere er avgjørende for å vinne og beholde kundenes tillit, og sikre SKAGENS suksess.

Kjernen i SKAGENS arbeid for å tiltrekke seg og beholde de beste medarbeiderne er selskapets kultur og verdier. SKAGEN skal være en munter arbeidsplass der de ansatte er stolte av jobben de gjør. Både kundene og de ansatte skal oppleve SKAGEN som troverdig og annerledes, og føle seg inkludert i virksomheten. Verdiene brukes aktivt i rekrutteringsprosessen og forsterkes gjennom SKAGENS tradisjoner og feiringer.

Et av de mer håndfaste utslagene av verdiene er SKAGENS modell for variabel avlønning. Modellen er annerledes enn det



Muntre

Vi tror muntrasjon er viktig for samarbeidet og kommunikasjonen mellom mennesker. Dermed har vi større sjanse for å lykkes.



Inkluderende

Vi er inkluderende fordi det lønner seg å dra i samme retning.



Stolte

Vi setter vår ære i å gjøre en god jobb og skape resultater vi kan være stolte av.



Troverdige

Vi mener at troverdighet og tillit er noe man må gjøre seg fortjent til over tid.



Annerledes

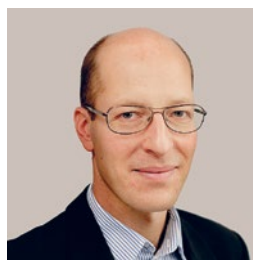
Vi har mot til å gjøre ting på en annen og bedre måte enn det som er vanlig praksis når det er til det beste for våre kunder og ansatte.



Martin Petersson
Andelseiervalgt styremedlem



Anne Sophie K. Stensrud
Aksjonærvalgt varamedlem



Jesper Rangvid
Aksjonærvalgt varamedlem



Aina Haug
Andelseiervalgt varamedlem

man ofte forbinder med finansbransjen. For det første er alle fast ansatte inkludert, ikke bare porteføljeforvaltere og toppledelse. Ved at man deler overskuddet skapes et interessefellesskap mellom de ansatte, og mellom de ansatte og kundene. Videre er kriteriene for å oppnå variabel lønn sammensatt slik at de fremmer samarbeid og kunnskapsdeling på tvers av bedriften. Bruken av variabel lønn tilater også et lavere fastlønnsnivå. SKAGENS inntjening svinger kraftig fra år til år avhengig av markedene og fondenes prestasjoner. Ved å ha en lav kostnadsbase kan SKAGEN beholde avgjørende kompetanse også i urolige tider. For de ansatte bidrar dette til økt trygghet og tilhørighet. For selskapet betyr det at man beholder nøkkelkompetanse og står sterkere rustet til å ta posisjoner når forholdene snur. Dette tjener også kundene på.

Avkastning 2014

Fond	Avkastning
SKAGEN Avkastning	5,02 %
SKAGEN Balanse 60/40	9,85 %
SKAGEN Credit*	15,50 %
SKAGEN Credit NOK*	-1,75 %
SKAGEN Credit SEK*	-2,52 %
SKAGEN Credit EUR A*	-2,44 %
SKAGEN Credit EUR B*	-2,25 %
SKAGEN Credit GBP A*	-2,85 %
SKAGEN Credit GBP B*	-2,65 %
SKAGEN Global A	15,84 %
SKAGEN Global B**	15,61 %
SKAGEN Høyrente	2,28 %
SKAGEN Høyrente Institusjon	2,35 %
SKAGEN Kon-Tiki A	11,56 %
SKAGEN Kon-Tiki B**	11,84 %
SKAGEN Kona (SEK)	1,25 %
SKAGEN m ² A	36,13 %
SKAGEN m ² B*	36,16 %
SKAGEN Tellus A	24,01 %
SKAGEN Tellus B*	18,34 %
SKAGEN Vekst A	15,11 %
SKAGEN Vekst B**	15,27 %

* Avkastning fra oppstart 30.05.2014

** Avkastning fra oppstart 01.01.2014

Basert på gjennomførte arbeidsmiljøundersøkelser, den lave utskiftingen og det lave sykefraværet på 3,0 %, konkluderer styret at SKAGEN har lyktes med å skape et godt arbeidsmiljø.

Kompetente medarbeidere

Når man ønsker å tiltrekke seg de beste i bransjen holder det ikke at det er hyggelig å gå på jobb. Det skal også være krevende og utviklende. SKAGEN er en utpreget kompetansebedrift der rammevilkår og reguleringer er i stadig utvikling, markedene endrer seg og SKAGENS virksomhet blir mer internasjonal. I dette terrenget er det særdeles viktig at de ansattes kunnskaper er oppdatert. I tillegg til spesialkompetanse på sitt fagfelt, vektlegger SKAGEN at alle ansatte skal ha en forståelse for fondsforvaltning og de ulike deler av virksomheten.

Sammen med HR har den enkelte avdelingsleder ansvar for å kartlegge den ansattes kompetanse, lage en utviklingsplan og jevnlig avstemme med den ansatte at planen følges. På noen områder er det også regulatoriske krav til kompetanseutvikling.

På SKAGENS årlige strategisamling går alle ansatte gjennom SKAGENS strategi og målsettinger for det kommende året. Ved å gi alle medarbeiderne eierskap til strategien fremmes helhetsforståelsen for virksomheten og evnen til å se sitt eget arbeid i et bredere perspektiv. En slik helhetskompetanse bidrar til mer interesse og forståelse for andre avdelingers virksomhet, og bedre samarbeid på tvers av bedriften.

Risiko

For å skape avkastning må man ta risiko. Hvert av SKAGENS fond har en risikoprofil som er godkjent av styret og som følges opp på hvert styremøte gjennom risikoreporter utarbeidet av selskapets uavhen-

gige risiko- og compliancefunksjon.

Markedsrisiko

Fondenes investeringer i aksje- og renteinstrumenter endrer verdi på grunn av bransje- og selskapsspesifikke forhold, valutakursutvikling, rentenivåer og generelle konjunkturer. Dette kalles markedsrisiko.

Vi forventet økt volatilitet (svingninger i markedene) i 2014 grunnet ulike syn på utviklingen i verdsettelsesbrøker fra lave nivåer. Starten på 2014 var derimot preget av lav volatilitet siden mange avsto fra å handle i påvente av kursnedgang. Samtidig økte korrelasjonen (aksjene endret verdi i samme retning) grunnet store forflytninger ut av og tilbake til asiatiske og fremvoksende markeder. For øvrig var markedene preget av politisk risiko. I andre halvdel av 2014 ga spenningene mellom Russland og Ukraina økt risikopremie på russiske aksjer og alle aksjer med direkte eller indirekte eksponering mot disse landene. Valg i Brasil, India og Indonesia førte også til økt volatilitet.

I 2015 forventes fortsatt volatilitet fra geopolitisk uro og kapitalstrømmer mellom aktivaklasser og regioner. Rentetsettingen i Europa og USA og forvent-

ANSATTE



35,7%



64,3%

185 ansatte totalt

ningsstyringen rundt denne vil bli viktig, og abenomics-politikken i Japan kan fortsatt ha betydelig påvirkning på asiatiske markeder i 2015.

Markedsrisikoen reduseres ved spredning av investeringene mellom land, bransjer og papirer denominert i ulike valutaer. SKAGEN Credit bruker renteswapavtaler for å redusere fondets renterisiko. Både lovpålagte krav og interne retningslinjer har vært oppfylt i 2014.

Kredittrisiko

Rentefondenes investeringer baseres på vurderinger av enkeltutsteders kredittverdighet og de økonomiske, makropolitiske og institusjonelle forhold i landet obligasjonen utstedes i. Kredittrisiko reduseres med krav til høy kredittverdighet og type utsteder. For å kontrollere motpartsrisiko ved oppgjør overvåkes meglermotpartens kreditt rating og/eller markeds kreditt premie, samt regnskaper.

Likviditetsrisiko

Alle SKAGENS fond er åpne for innløsning hver dag og fondene skal ha likviditet til å utbetale innløsningssummen til kundene innenfor lovens frister. Likviditetsrisiko overvåkes ved å sammenligne de største observerte og forventede innløsninger over ulike tidsperioder med et scenario der likviditeten i aksjemarkedet svekkes kraftig. Et spesielt fokus rettes mot de ti minst likvide og de ti største selskapene i hver portefølje.

Operasjonell risiko

Operasjonell risiko oppstår som følge av virksomheten til SKAGEN AS. Selskapet har utarbeidet interne rutiner for å redusere risikoen for operasjonelle feil. SKAGEN arbeider for å ha en robust risikokultur i virksomheten der ansvar for risikovurdering og risikoreduserende tiltak ligger hos de ansatte som utfører de aktuelle arbeidsoppgavene. Etterlevelse overvåkes av selskapets uavhengige compliance-

funksjon gjennom kvartalsvise kontroller.

To ganger i året gjennomføres en internkontrollprosess der alle ledere evaluerer selskapets risiko på sine relevante områder. Risikoene aggregeres på selskapsnivå, evalueres av compliance-funksjonen, selskapets øverste ledelse og internrevisor, og rapporteres til styret med forslag til tiltak. Årlig gjennomføres flere internkontrollprosjekter etter godkjenning av styret der målet er å effektivisere driften og iverksette målrettede tiltak for å redusere operasjonell risiko. Eksternrevisor foretar årlig finansiell kontroll og avgir en uavhengig bekreftelse i henhold til ISAE3402 standarden.

Styret vil takke alle ansatte for stor innsats i et turbulent år. For øvrig bekrefter styret at forutsetningen for fortsatt drift for forvaltningsselskapet og fondene er til stede.

Forslag til fordeling av fondenes overskudd:

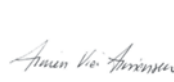
RESULTATREGNSKAP 2014 I HELE 1000 NOK	SKAGEN VEKST 2014	SKAGEN GLOBAL 2014	SKAGEN KON-TIKI 2014	SKAGEN m ² * 2014	SKAGEN BALANSE 60/40 2014	SKAGEN TELLUS 2014	SKAGEN AVKASTNING 2014	SKAGEN KRONA (1000 SEK) 2014
ÅRSRESULTAT	1 172 823	6 174 916	5 353 876	184 529	25 108	180 969	67 991	9 382
Som disponeres								
Overført til/fra opptjent egenkapital	1 172 823	6 174 916	5 353 876	184 529	25 108	154 554	55 280	-4 435
Avsatt til utdeling til andelseierne - ordinær andelsklasse	-	-	-	-	-	-	12 711	-
Avsatt til utdeling til andelseierne - klasse A	-	-	-	-	-	26 002	-	-
Avsatt til utdeling til andelseierne - klasse B	-	-	-	-	-	413	-	-
Netto utdelt til andelseierne i løpet av året - ordinær andelsklasse	-	-	-	-	-	-	-	13 817
SUM	1 172 823	6 174 916	5 353 876	184 529	25 108	180 969	67 991	9 382

RESULTATREGNSKAP 2014 I HELE 1000 NOK	SKAGEN HØYRENTE 2014	SKAGEN HØYRENTE INSTITUSJON 2014	SKAGEN CREDIT 30.05.2014 - 31.12.14	SKAGEN CREDIT NOK 30.05.2014 - 31.12.14	SKAGEN CREDIT SEK (1000 SEK) 30.05.2014 - 31.12.14	SKAGEN CREDIT EUR (1000 EUR) 30.05.2014 - 31.12.14	SKAGEN CREDIT GBP (1000 GBP) 30.05.2014 - 31.12.14
ÅRSRESULTAT	76 214	24 904	22 306	-2 007	-767	-74,1	-13,7
Som disponeres							
Overført til/fra opptjent egenkapital	-5 199	4 006	14 902	-2 007	-767	-74,1	-30,6
Avsatt til utdeling til andelseierne - ordinær andelsklasse	81 414	20 898	7 404	-	-	-	-
Avsatt til utdeling til andelseierne - klasse A	-	-	-	-	-	-	8,4
Avsatt til utdeling til andelseierne - klasse B	-	-	-	-	-	-	8,5
Netto utdelt til andelseierne i løpet av året - ordinær andelsklasse	-	-	-	-	-	-	-
SUM	76 214	24 904	22 306	-2 007	-767	-74,1	-13,7

Styret for SKAGEN AS, Stavanger 29. januar 2015


Martin Gjelsvik


Åge K. Westbø


Simen Vier Simensen


Per Gustav Blom


Martin Petersson


Anne S.K. Stensrud


Jesper Rangvid


Aina Haug

Årsregnskap 2014

RESULTATREGNSKAP									
(angitt i hele tusen kroner)									
	Noter	SKAGEN Vekst		SKAGEN Global		SKAGEN Kon-Tiki		SKAGEN m²	
		2014	2013	2014	2013	2014	2013	2014	2013
Porteføljeinntekter og -kostnader									
Renteinntekter/-kostnader		3 412	678	4 688	7 066	-11 631	7 947	939	-29
Akseutbytte		178 274	185 561	1 046 550	1 002 452	1 009 933	974 735	19 261	20 490
Gevinst/tap ved realisasjon		1 591 972	45 664	4 466 021	2 100 568	3 530 101	560 193	-18 383	12 861
Endring urealiserte kursgevinster/tap	7	-514 656	1 632 804	658 868	8 353 608	1 090 280	8 451 539	194 870	-47 481
Garantiprovisjon		-	195	1 101	370	-	536	-	-
Kurtasje		-7 576	-5 438	-52 862	-33 751	-47 563	-54 579	-1 020	-2 167
Valutagevinst/tap		88 509	23 759	682 795	159 551	426 444	68 446	2 826	1 318
PORTEFØLJERESULTAT		1 339 935	1 883 224	6 807 161	11 589 864	5 997 562	10 008 817	198 493	-15 008
Forvaltningsinntekter og -kostnader									
Provisjonsinntekter fra salg og innløsning av andeler		-	-	-	-1	-	-	-	-
Forvaltningshonorar fast	8	-84 323	-74 800	-450 245	-412 391	-1 008 148	-955 657	-8 442	-8 307
Forvaltningshonorar variabelt	8	-76 246	-136 194	-	-	463 770	-633 789	2 193	4 126
FORVALTNINGSRESULTAT		-160 570	-210 994	-450 245	-412 392	-544 378	-1 589 447	-6 249	-4 181
RESULTAT FØR SKATTEKOSTNAD		1 179 366	1 672 229	6 356 916	11 177 472	5 453 184	8 419 371	192 244	-19 189
Skattekostnad	10	-6 543	-12 173	-182 000	-121 683	-99 307	-91 468	-7 715	-1 210
ÅRSRESULTAT		1 172 823	1 660 057	6 174 916	11 055 789	5 353 876	8 327 903	184 529	-20 399
Som disponeres									
Overført til/fra opptjent egenkapital	9	1 172 823	1 660 057	6 174 916	11 055 789	5 353 876	8 327 903	184 529	-20 399
Avsatt til utdeling til andelseierne - ordinær andelsklasse	9	-	-	-	-	-	-	-	-
Avsatt til utdeling til andelseierne - andelsklasse A	9	-	-	-	-	-	-	-	-
Avsatt til utdeling til andelseierne - andelsklasse B	9	-	-	-	-	-	-	-	-
Netto utdelt til andelseierne i løpet av året - ordinær andelsklasse	9	-	-	-	-	-	-	-	-
SUM		1 172 823	1 660 057	6 174 916	11 055 789	5 353 876	8 327 903	184 529	-20 399
BALANSE									
		31.12.2014	31.12.2013	31.12.2014	31.12.2013	31.12.2014	31.12.2013	31.12.2014	31.12.2013
Eiendeler									
Norske verdipapirer til kostpris	3,7	1 777 193	2 558 016	652 468	1 479 170	1 397 187	1 307 106	25 535	11 330
Utenlandske verdipapirer til kostpris	3,7	5 025 309	3 283 566	26 716 927	32 526 759	35 107 835	34 803 657	609 305	520 320
Urealiserte kursgevinster/tap	7	1 514 202	2 028 704	11 416 598	10 756 595	14 191 065	13 100 771	150 971	-43 897
Opptjente renter verdipapir	7	-	-	216	-	-	-	108	88
SUM VERDIPAPIRPORTEFØLJE		8 316 704	7 870 285	38 786 209	44 762 524	50 696 087	49 211 534	785 918	487 841
Tilgodehavende aksjeutbytte		18 510	17 589	81 277	108 153	183 062	166 010	1 754	499
Opptjente renter bank		-	-	-	-	-	-	-	-
SUM OPPTJENTE, IKKE MOTTATTE INNTEKTER		18 510	17 589	81 277	108 153	183 062	166 010	1 754	499
Utsatt skattefordel	10	-	-	-	-	-	-	-	1 865
Tilgode fra meglere		16 446	-	45 555	86 544	53 598	166 170	-	2 654
Tilgode fra forvaltningsselskapet		4	4	17	18	211 632	26	4	1 954
Tilgodehavende skatt på aksjeutbytte		2 280	6 441	38 213	43 429	4 530	5 248	653	848
Andre fordringer		-	-	-	-	-	-	294	202
SUM ANDRE FORDRINGER		18 730	6 445	83 785	129 991	269 761	171 445	951	7 522
Bankinnskudd	11	386 083	306 670	659 001	1 841 208	613 624	1 478 438	77 592	13 569
SUM EIENDELER		8 740 027	8 200 989	39 610 272	46 841 877	51 762 534	51 027 427	866 216	509 430
Egenkapital									
Andelskapital til pålydende	9	467 604	500 868	3 103 280	4 262 254	7 458 488	8 056 199	580 240	478 320
Overkurs	9	-2 872 259	-2 330 671	6 161 410	18 482 830	17 067 125	20 158 787	89 640	45 874
INNSKUTT EGENKAPITAL		-2 404 655	-1 829 803	9 264 689	22 745 084	24 525 613	28 214 987	669 879	524 194
Opptjent egenkapital	9	11 044 233	9 871 410	30 113 170	23 938 254	27 200 418	21 846 541	167 246	-17 283
Avsatt til andelseierne for reinvestering i nye andeler	9	-	-	-	-	-	-	-	-
SUM EGENKAPITAL		8 639 578	8 041 607	39 377 859	46 683 338	51 726 031	50 061 528	837 125	506 911
Gjeld									
Utsatt skatt	10	-	-	1 134	-	-	-	1 840	-
Skyldig til meglere		-	-	9 786	3 688	4 462	53 916	23 968	71
Skyldig til forvaltningsselskapet		97 242	156 162	107 551	114 983	-	882 652	400	-
Annen gjeld	10	3 208	3 220	113 941	39 868	32 041	29 331	2 882	2 448
SUM ANNEN GJELD		100 450	159 382	232 412	158 539	36 503	965 899	29 091	2 519
SUM GJELD OG EGENKAPITAL		8 740 027	8 200 989	39 610 272	46 841 877	51 762 534	51 027 427	866 216	509 430

Stavanger 29. januar 2015
Styret for SKAGEN AS


Martin Gjelsvik


Åge K. Westbø


Simen Vier Simensen


Per Gustav Blom


Martin Petersson


Anne S.K. Stensrud


Jesper Rangvid


Aina Haug

RESULTATREGNSKAP		SKAGEN Balanse60/40		SKAGEN Tellus		SKAGEN Avkastning		SKAGEN Krona*	
(angitt i hele tusen kroner)	Noter	2014	2013	2014	2013	2014	2013	2014	2013
Porteføljeinntekter og -kostnader									
Renteinntekter/-kostnader		1998	1216	27 338	14 910	47 175	37 181	12 951	21 672
Aksjeutbytte		-	-	-	-	-	-	-	-
Gevinst/tap ved realisasjon		11 042	2 664	-2 335	47 765	-3 662	18 656	-	-
Endring urealiserte kursgevinster/tap	7	12 848	14 318	161 416	-20 438	61 478	-7 989	-2 075	246
Garanti provisjon		-	-	-	-	-	-	-	-
Kurtasje		-	-	-34	-26	-17	-10	-14	-33
Valutagevinst/tap		-	-	751	4 587	-29 535	-10 696	-	-
PORTEFØLJERESULTAT		25 888	18 198	187 137	46 798	75 439	37 141	10 861	21 885
Forvaltningsinntekter og -kostnader									
Provisjonsinntekter fra salg og innløsning av andeler		-	-	-	-	-	-	-	-
Forvaltningshonorar fast	8	-	-	-5 717	-4 033	-7 447	-6 138	-1 479	-1 757
Forvaltningshonorar variabelt	8	-	-	-	-	-	-	-	-
FORVALTNINGSRESULTAT		-	-	-5 717	-4 033	-7 447	-6 138	-1 479	-1 757
RESULTAT FØR SKATTEKOSTNAD		25 888	18 198	181 420	42 765	67 991	31 003	9 382	20 129
Skattekostnad	10	-780	-314	-450	-	-	-	-	-
ÅRSRESULTAT		25 108	17 884	180 969	42 765	67 991	31 003	9 382	20 129
Som disponeres									
Overført til/fra opptjent egenkapital	9	25 108	17 884	154 554	-11 769	55 280	-6 176	-4 435	945
Avsatt til utdeling til andelseierne - ordinær andelsklasse	9	-	-	-	-	12 711	37 179	-	-
Avsatt til utdeling til andelseierne - andelsklasse A	9	-	-	26 002	54 535	-	-	-	-
Avsatt til utdeling til andelseierne - andelsklasse B	9	-	-	413	-	-	-	-	-
Netto utdelt til andelseierne i løpet av året - ordinær andelsklasse	9	-	-	-	-	-	-	13 817	19 184
SUM		25 108	17 884	180 969	42 765	67 991	31 003	9 382	20 129
BALANSE									
		31.12.2014	31.12.2013	31.12.2014	31.12.2013	31.12.2014	31.12.2013	31.12.2014	31.12.2013
Eiendeler									
Norske verdipapirer til kostpris	3,7	269 501	175 097	-	34 253	969 570	789 381	-	-
Utenlandske verdipapirer til kostpris	3,7	-	-	938 585	458 920	265 604	139 365	620 961	837 349
Urealiserte kursgevinster/tap	7	28 095	15 247	155 696	-5 720	66 657	5 179	-271	1 804
Opptjente renter verdipapir	7	-	-	18 674	8 146	11 084	5 383	1 204	2 653
SUM VERDIPAPIRPORTEFØLJE		297 596	190 344	1 112 954	495 599	1 312 915	939 308	621 895	841 806
Tilgodehavende aksjeutbytte		-	-	-	-	-	-	-	-
Opptjente renter bank		-	-	-	-	-	-	-	-
SUM OPPTJENTE, IKKE MOTTATTE INNTEKTER		-	-	-	-	-	-	-	-
Utsatt skattefordel	10	-	18	-	-	-	-	-	-
Til gode fra meglere		-	-	-	-	-	-	-	-
Til gode fra forvaltningsselskapet		-	-	4	5	2	2	-	2
Tilgodehavende skatt på aksjeutbytte		-	-	-	955	-	-	-	-
Andre fordringer		-	-	-	-	-	-	-	-
SUM ANDRE FORDRINGER		-	18	4	960	2	2	-	2
Bankinnskudd	11	3 555	2 561	34 871	11 094	434 828	260 080	12 916	23 075
SUM EIEDELER		301 151	192 923	1 147 830	507 653	1 747 745	1 199 390	634 811	864 882
Egenkapital									
Andelskapital til pålydende	9	230 571	162 382	851 683	416 855	1 219 380	852 668	633 263	848 159
Overkurs	9	25 488	10 993	115 624	45 046	444 577	302 771	4 554	6 382
INNSKUTT EGENKAPITAL		256 059	173 375	967 307	461 900	1 663 956	1 155 438	637 817	854 541
Opptjent egenkapital	9	44 275	19 167	150 850	-10 184	66 713	5 594	-4 339	1 918
Avsatt til andelseierne for reinvestering i nye andeler	9	-	-	26 355	54 494	12 103	36 578	-	-
SUM EGENKAPITAL		300 334	192 542	1 144 512	506 210	1 742 772	1 197 611	633 478	856 459
Gjeld									
Utsatt skatt	10	202	-	-	-	-	-	-	-
Skyldig til meglere		-	-	-	-	-	-	-	-
Skyldig til forvaltningsselskapet		-	-	1 983	1 036	2 155	1 566	349	473
Annen gjeld	10	615	381	1 334	407	2 818	214	984	7 951
SUM ANNEN GJELD		817	381	3 317	1 443	4 973	1 780	1 333	8 424
SUM GJELD OG EGENKAPITAL		301 151	192 923	1 147 830	507 653	1 747 745	1 199 390	634 811	864 882

* Angitt i hele tusen svenske kroner

Stavanger 29. januar 2015
Styret for SKAGEN AS


Martin Gjelsvik


Åge K. Westbø


Simen Vier Simensen


Per Gustav Blom


Martin Petersson


Anne S.K. Stensrud


Jesper Rangvid


Aina Haug

REGNSKAP

RESULTATREGNSKAP		SKAGEN Høyrente		SKAGEN Høyrente Institusjon		SKAGEN Credit	SKAGEN Credit NOK	SKAGEN Credit SEK*	SKAGEN Credit EUR**	SKAGEN Credit GBP***
(angitt i hele tusen kroner)		Noter	2014	2013	2014	2013	30.05.2014-31.12.2014	30.05.2014-31.12.2014	30.05.2014-31.12.2014	30.05.2014-31.12.2014
Porteføljeinntekter og -kostnader										
Renteinntekter/-kostnader			91 795	102 957	27 689	32 259	4 956	5 997	1 286	23,7
Aksjeutbytte			-	-	-	-	-	-	-	-
Gevinst/tap ved realisasjon			139	-2 226	711	199	2 441	3 144	157	-0,6
Endring urealiserte kursgevinster/tap	7		-7 228	-743	-1 900	-1 852	13 752	6 065	415	-28,1
Garantiprosvisjon			-	-	-	-	-	-	-	-
Kurtasje			-3	-5	-3	-3	-26	-11	-12	-0,1
Valutagevinst/tap			-	-	-	-	1 184	-16 709	-2 498	-6,8
PORTEFØLJERESULTAT			84 703	99 984	26 498	30 603	22 306	-1 515	-652	-11,9
Forvaltningsinntekter og -kostnader										
Provisjonsinntekter fra salg og innløsning av andeler			-	-	-	-	-	-	-	-
Forvaltningshonorar fast	8		-8 489	-9 036	-1 594	-1 783	-	-493	-115	-1,8
Forvaltningshonorar variabelt	8		-	-	-	-	-	-	-	-
FORVALTNINGSRESULTAT			-8 489	-9 036	-1 594	-1 783	-	-493	-115	-1,8
RESULTAT FØR SKATTEKOSTNAD			76 214	90 947	24 904	28 820	22 306	-2 007	-767	-13,7
Skattekostnad	10		-	-	-	-	-	-	-	-
ÅRSRESULTAT			76 214	90 947	24 904	28 820	22 306	-2 007	-767	-13,7
Som disponeres										
Overført til/fra opptjent egenkapital	9		-5 199	4 777	4 006	-3 454	14 902	-2 007	-767	-30,6
Avsatt til utdeling til andelseiere - ordinær andelsklasse	9		81 414	86 170	20 898	32 273	7 404	-	-	-
Avsatt til utdeling til andelseiere - andelsklasse A	9		-	-	-	-	-	-	-	8,4
Avsatt til utdeling til andelseiere - andelsklasse B	9		-	-	-	-	-	-	-	8,5
Netto utdelt til andelseiere i løpet av året - ordinær andelsklasse	9		-	-	-	-	-	-	-	-
SUM			76 214	90 947	24 904	28 820	22 306	-2 007	-767	-13,7
BALANSE										
			31.12.2014	31.12.2013	31.12.2014	31.12.2013	31.12.2014	31.12.2014	31.12.2014	31.12.2014
Eiendeler										
Norske verdipapirer til kostpris	3,7		2 362 404	2 378 339	354 978	714 565	5 089	83 030	26 634	3 049,1
Utenlandske verdipapirer til kostpris	3,7		-	-	-	-	121 506	-	-	-
Urealiserte kursgevinster/tap	7		2 680	9 908	-272	1 628	13 752	6 065	415	-35,4
Opptjente renter verdipapir	7		8 198	7 011	1 138	2 335	2 676	-	-	-
SUM VERDIPAPIRPORTEFØLJE			2 373 282	2 395 258	355 845	718 528	143 022	89 094	27 050	3 013,7
Tilgodehavende aksjeutbytte			-	-	-	-	-	-	-	-
Opptjente renter bank			-	-	-	-	-	-	-	-
SUM OPPTJENTE, IKKE MOTTATTE INNTEKTER			-	-	-	-	-	-	-	-
Utsatt skattefordel	10		-	-	-	-	-	-	-	-
Til gode fra meglere			-	-	66 953	-	-	191	-	-
Til gode fra forvaltningsselskapet			-	7	-	5	-	-	-	0,1
Tilgodehavende skatt på aksjeutbytte			-	-	-	-	-	-	-	-
Andre fordringer			-	-	-	-	-	-	-	-
SUM ANDRE FORDRINGER			-	7	66 953	5	-	191	-	0,1
Bankinnskudd	11		966 763	1 044 806	409 271	547 768	4 676	314	196	15,9
SUM EIENDELER			3 340 045	3 440 071	832 069	1 266 301	147 698	89 600	27 245	3 029,6
Egenkapital										
Andelskapital til pålydende	9		3 224 938	3 309 524	813 619	1 235 057	127 866	90 978	27 479	3 098,4
Overkurs	9		28 445	29 180	-2 247	-2 995	-1 553	417	59	-1,5
INNSKUTT EGENKAPITAL			3 253 382	3 338 705	811 373	1 232 062	126 313	91 395	27 537	3 097,0
Opptjent egenkapital	9		2 701	10 025	-768	1 260	13 980	-2 002	-750	-73,0
Avsatt til andelseiere for reinvestering i nye andeler	9		81 213	85 983	21 136	32 512	7 404	-	-	-
SUM EGENKAPITAL			3 337 296	3 434 713	831 742	1 265 834	147 698	89 393	26 788	3 023,9
Gjeld										
Utsatt skatt	10		-	-	-	-	-	-	-	-
Skyldig til meglere			-	-	-	-	-	-	401	-
Skyldig til forvaltningsselskapet			2 163	2 227	327	467	-	206	57	5,6
Annen gjeld	10		586	3 130	-	-	-	-	-	-
SUM ANNEN GJELD			2 749	5 358	327	467	-	206	458	5,6
SUM GJELD OG EGENKAPITAL			3 340 045	3 440 071	832 069	1 266 301	147 698	89 600	27 245	3 029,6

* Angitt i hele tusen svenske kroner

** Angitt i tusen euro

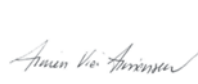
*** Angitt i tusen britiske pund

Stavanger 29. januar 2015

Styret for SKAGEN AS


Martin Gjelsvik


Åge K. Westbø


Simen Vier Simensen


Per Gustav Blom


Martin Petersson


Anne S.K. Stensrud


Jesper Rangvid


Aina Haug

Generelle noter 2014

NOTE 1: REGNSKAPSPRINSIPPER

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

Regnskapet for 2014 er satt opp i samsvar med regnskapslov og forskrift om årsregnskap m.m for verdipapirfond.

Finansielle instrumenter:

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

Fastsettelse av virkelig verdi:

Verdipapirer er vurdert til markedskurser 31.12.2014.

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

Unoterte aksjer er verdsatt etter siste omsetningskurs, verddivurderinger foretatt av meglerforbindelser og/eller interne verddivurderinger.

Valutakurser:

Verdipapirer og bankinnskudd/-trekk i utenlandsk valuta er vurdert til gjeldende valutakurs ved tidspunkt for kursfastsettelse 31.12.2014.

Behandling av transaksjonskostnader:

Transaksjonskostnader i form av kurtasje til meglere kostnadsføres på transaksjonstidspunkt.

Avsatt til utdeling til andelseierne:

For rentefondene er skattemessig resultat, bestående av renteinntekter, realisert gevinst/tap samt andre inntekter med fradrag for forvaltningskostnader og transaksjonsdrevne depotomkostninger, utdelt til andelseierne i form av nye andeler pr 31.12.2014. I SKAGEN Krona er utdelingen gjennomført med tildeling av nye andeler pr 17.12.2014.

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

NOTE 2: FINANSIELLE DERIVATER

SKAGEN Credit benytter rentederivater. Dette beskrives nærmere i de spesifikke noter for SKAGEN Credit. Ingen av de andre fondene har benyttet finansielle derivater gjennom 2014.

NOTE 3: FINANSIELL MARKEDSRISIKO

Aksjefondene er gjennom investering i norske og utenlandske virksomheter eksponert for aksjekurs-, valutakurs- og likviditetsrisiko. Rentefondene er eksponert for rente-, kreditt- og likviditetsrisiko. I tillegg er rentefondene eksponert for en valutarisiko i de tilfeller hvor fondene investerer i annen valuta enn fondets funksjonelle valuta.

Oversikt over fond som har funksjonell valuta forskjellig fra NOK:

	Funksjonell valuta
SKAGEN Krona	SEK
SKAGEN Credit SEK	SEK
SKAGEN Credit GBP	GBP
SKAGEN Credit EUR	EUR

Foruten lover, forskrifter og vedtekter som regulerer fondenes risiko, styres fondenes risiko ut fra en bevisst holdning til selskapsspesifikk risiko knyttet til selskaper som inngår i fondenes porteføljer.

NOTE 4: DEPOTOMKOSTNINGER

Fondene blir kun belastet med transaksjonsdrevne depotkostnader.

NOTE 5: OMLØPSHASTIGHET

Omløpshastighet er et mål på gjennomsnittlig varighet på fondets investeringer.

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. Formelen er en tilnærming for beregning av fondets omløpshastighet.

Omløpshastighet for 2014:

SKAGEN Vekst	39 %
SKAGEN Global	22 %
SKAGEN Kon Tiki	20 %
SKAGEN m²	39 %
SKAGEN Balanse 60/40	26 %
SKAGEN Avkastning	10 %
SKAGEN Høyrente	40 %
SKAGEN Høyrente Institusjon	40 %
SKAGEN Tellus	135 %
SKAGEN Krona	135 %
SKAGEN Credit	13 %

For feederfondene:

SKAGEN Credit NOK
SKAGEN Credit SEK
SKAGEN Credit EUR
SKAGEN Credit GBP

For samtlige feederfond vil det være omløpshastigheten i masterfondet SKAGEN Credit som er relevant

NOTE 6: TEGNINGSPROVISJON

Fondene har ikke tegnings- eller innløsningsprovisjoner.

NOTE 7: SE SIDENE 53 – 67

SKAGEN Vekst Note 8, 9, 10 og 11

NOTE 8. FORVALTNINGSHONORAR

Fast forvaltningshonorar utgjør 1,0 prosent p.a. av den daglige forvaltningskapitalen i andelsklasse A og 0,8 prosent p.a. i andelsklasse B. I tillegg belastes variabelt forvaltningshonorar med 1/10 av avkastning utover 6 prosent p.a målt i norske kroner i begge andelsklasser. Fra og med 01.01.2014 belastes variabelt forvaltningshonorar kun dersom andelsverdien 31.12 er høyere enn andelsverdien ved forrige belastning/avregning av variabelt forvaltningshonorar (høyvannsmærk).

Kostnadsført forvaltningshonorar fordelt på de respektive andelsklasser:

	Klasse A	Klasse B	Totalt
Forvaltningshonorar fast	84 288	36	84 323
Forvaltningshonorar variabelt	76 196	50	76 246
Sum forvaltningshonorar	160 484	86	160 570

Andelsklasse B ble etablert 01.01.2014.

NOTE 9. EGENKAPITAL

	Klasse	EGENKAPITAL PR 01.01.2014	Uttstedelse av andeler	Innløsning av andeler	Årsresultat	EGENKAPITAL PR 31.12.2014
Andelskapital klasse	A	500 868	65 429	-99 173	-	467 124
Overkurs klasse	A	-2 330 671	1 042 609	-1 591 913	-	-2 879 975
Sum innskutt klasse	A	-1 829 803	1 108 038	-1 691 086	-	-2 412 851
Andelskapital klasse	B	-	610	-130	-	480
Overkurs klasse	B	-	9 847	-2 132	-	7 716
Sum innskutt klasse	B	-	10 458	-2 262	-	8 196
Opptjent egenkapital		9 871 410	-	-	1 172 823	11 044 233
Sum		8 041 607	1 118 495	-1 693 348	1 172 823	8 639 578

	Klasse	31.12.14	31.12.13	31.12.12
Antall andeler	A	4 671 239	5 008 679	5 591 123
Antall andeler	B	4 801	-	-
Basiskurs prandel (angitt i kroner)*	A	1 847,7680	1 605,2264	1 284,4768
Basiskurs prandel (angitt i kroner)*	B	1 882,5363	-	-

* Basiskurs er satt ved dagsslutt siste virkedag i året og basert på beste estimat på dette tidspunkt. I regnskap er endelige tall pr 31.12 lagt til grunn. Mindre periodiseringsavvik kan dermed forekomme.

Den eneste forskjell mellom andelsklasse A og andelsklasse B er ulikt forvaltningshonorar, ref note 8.

NOTE 10. SKATTENOTE

Aksjefond er i all hovedsak fritatt for skatteplikt på gevinster og har ikke fradragrett for tap ved realisasjon av aksjer. Videre er utbytter mottatt fra selskaper innenfor EU/EØS i utgangspunktet skattefrie. 3 prosent av disse utbytterne behandles imidlertid som skattepliktige.

Utbytter mottatt fra aksjeselskaper utenfor EU/EØS er skattepliktige. Fondene kan i tillegg belastes kildeskatt på utbytte mottatt fra alle utenlandske selskaper.

Faktisk skattekostnad i SKAGEN Vekst for årene 2014 og 2013 knytter seg til kildeskatt på utenlandsk utbytte.

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 8, 9 og 10

NOTE 8. FORVALTNINGSHONORAR

Fast forvaltningshonorar utgjør 1,0 prosent p.a. av den daglige forvaltningskapitalen i andelsklasse A og 0,8 prosent p.a. i andelsklasse B. I tillegg belastes variabelt forvaltningshonorar med 1/10 av bedre verdiutvikling i andelsverdien enn referanseindeksen MSCI All Country World Daily Total return Net \$ målt i norske kroner i begge andelsklasser.

Kostnadsført forvaltningshonorar fordelt på de respektive andelsklasser:

	2014	
	Klasse A	Klasse B
Forvaltningshonorar fast	436 634	13 611
Forvaltningshonorar variabelt	-	-
Sum forvaltningshonorar	436 634	13 611
Andelsklasse B ble etablert 01.01.2014.		
	450 245	450 245

NOTE 9. EGENKAPITAL

	Klasse	EGENKAPITAL PR 01.01.2014	Uttedelse av andeler	Innløsning av andeler	Årsresultat	EGENKAPITAL PR 31.12.2014
Andelskapital klasse	A	4 262 254	565 103	-1 892 808	-	2 934 549
Overkurs klasse	A	18 482 830	5 801 649	-19 800 914	-	4 483 564
Sum innskutt klasse	A	22 745 084	6 366 751	-21 693 722	-	7 418 113
Andelskapital klasse	B	-	288 053	-119 323	-	168 730
Overkurs klasse	B	-	2 948 805	-1 270 959	-	1 677 846
Sum innskutt klasse	B	-	3 236 858	-1 390 282	-	1 846 576
Opptjent egenkapital		23 938 258			6 174 916	30 113 170
Sum		46 683 338	9 603 610	-23 084 004	6 174 916	39 377 859

	Klasse	31.12.14	31.12.13	31.12.12
Antall andeler	A	29 345 494	42 622 543	41 032 500
Antall andeler	B	1 687 304	-	-
Basiskurs prandel (angitt i kroner)*	A	1 268,7961	1 095,2810	835,3336
Basiskurs prandel (angitt i kroner)*	B	1 266,2486	-	-

* Basiskurs er satt ved dagsslutt siste virkedag i året og basert på beste estimat på dette tidspunkt. I regnskap er endelige tall pr 31.12 lagte til grunn. Mindre periodiseringsavvik kan dermed forekomme.

Den eneste forskjell mellom andelsklasse A og andelsklasse B er ulikt forvaltningshonorar, ref note 8.

NOTE 10. SKATTENOTE

Aksjefond er i all hovedsak fritatt for skatteplikt på gevinster og har ikke fradragsrett for tap ved realisasjon av aksjer. Videre er utbytter mottatt fra selskaper innenfor EU/EØS i utgangspunktet skattefrie. 3 prosent av disse utbytterne behandles imidlertid som skattepliktige.

Utbytter mottatt fra selskaper utenfor EU/EØS er skattepliktige. Fondet kan i tillegg belastes kildeskatt på utbytte mottatt fra alle utenlandske selskaper.

Beregningsgrunnlag betalbar skatt	2014	2013
Renteinntekt og garantiprovisjon	5 790	7 436
Skattepliktig aksjeutbytte	700 470	693 614
3 % av skattefritt aksjeutbytte	10 382	9 265
Skattepliktig gevinst/tap utenfor fritaksmetoden	3 723	119
Valutagevinst/tap	682 795	159 551
Sum skattepliktige inntekter	1 403 161	869 985

Fast forvaltningshonorar	-450 245	-412 391
Variabelt forvaltningshonorar	-	-
Kildeskatt på utbytter innenfor EØS*	-	-30 216
Sum fradragsberettigede kostnader	-450 245	-442 607

Netto skattepliktig inntekt	952 915	427 377
-----------------------------	---------	---------

Underskudd til fremføring fra tidligere år	-	-122 203
--	---	----------

Beregningsgrunnlag betalbar skatt (A)	952 915	305 173
---------------------------------------	---------	---------

Betalbar skatt i resultatregnskapet		
Betalbar skatt (A x 27 %)	257 287	85 448
Formye/lite avsatt betalbar skatt tidligere år	-	-
Anvendelse av fremført kreditfradrag fra tidligere år	-99 409	-1 275
Kreditfradrag for betalt kildeskatt inneværende år	-80 945	-84 174
Betalbar skatt	76 933	-

Grunnlag utsatt skatt/ utsatt skattefordel i balansen		
Urealisert gevinst/tap utenfor fritaksmetoden	4 200	-3 347
Kreditfradrag til fremføring*	-	-114 873
Sum grunnlag utsatt skatt/ utsatt skattefordel (B)	4 200	-118 221

Netto utsatt skatt i balansen (B x 27 %)	1 134	-
--	-------	---

Netto utsatt skattefordel er ikke balanseført

Skattekostnad i resultatregnskapet		
Betalbar skatt	76 933	-
Kildeskatt utbytte	103 934	121 683
Endring i utsatt skatt	1 134	-
Sum skattekostnad	182 000	121 683

Skyldig betalbar skatt inngår i annengjeld.

* Kildeskatt på utbytter innenfor EU/EØS ble i 2012 og 2013 ført til fradrag i henhold til avsaft dom i Asker og Bærum Tingrett den 19.11.2012. Høyesterett har i ettertid slått fast at det ikke foreligger fradragsrett for denne kildeskatt. Kildeskatt til fremføring fra tidligere år har dermed blitt endret fra UB 2013 til IB 2014.

SKAGEN Kon-Tiki Note 8, 9, 10 og 11

NOTE 8. FORVALTNINGSHONORAR

Fast forvaltningshonorar utgjør 2 prosent p.a. av den daglige forvaltningskapitalen i andelsklasse A og 1,5 prosent p.a. i andelsklasse B. I tillegg belastes variabelt forvaltningshonorar med 1/10 av bedre verdiutvikling i andelsverdien enn referanseindeksen, MSCI Emerging Markets Index Daily Traded Net Total Return \$ målt i norske kroner i begge andelsklasser. Ved dårligere verdiutvikling i andelsverdien enn referanseindeksen, trekkes 10 prosent av underutviklingen fra det faste forvaltningshonoraret. Sum forvaltningshonorar er dog begrenset oppad og nedad slik at samlet honorar ikke kan overstige 4 prosent p.a. og ikke bli lavere enn 1 prosent p.a. av gjennomsnittlig forvaltningskapital i andelsklasse A. I andelsklasse B er tilsvarende øvre grense 3,5 prosent p.a. og nedre grense 0,5 prosent p.a.

Kostnadsført forvaltningshonorar fordelt på de respektive andelsklasser:

	2014	
	Klasse A	Klasse B
Forvaltningshonorar fast	934 974	73 175
Forvaltningshonorar variabelt	-415 086	-48 684
Sum forvaltningshonorar	519 888	24 491
Andelsklasse B ble etablert 01.01.2014.		
	544 378	544 378

NOTE 9. EGENKAPITAL

	Klasse	EGENKAPITAL PR 01.01.2014	Uttedelse av andeler	Innløsning av andeler	Årsresultat	EGENKAPITAL PR 31.12.2014
Andelskapital klasse	A	8 056 199	1 196 984	-2 835 350	-	6 417 833
Overkurs klasse	A	20 158 787	6 356 618	-15 051 801	-	11 463 604
Sum innskutt klasse	A	28 214 987	7 553 601	-17 887 152	-	17 881 436
Andelskapital klasse	B	-	1 448 692	-408 036	-	1 040 655
Overkurs klasse	B	-	7 834 439	-2 230 917	-	5 603 522
Sum innskutt klasse	B	-	9 283 130	-2 638 953	-	6 644 177
Opptjent egenkapital		21 846 541			5 353 876	27 200 418
Sum		50 061 528	16 836 731	-20 526 105	5 353 876	51 726 031

	Klasse	31.12.14	31.12.13	31.12.12
Antall andeler	A	64 178 326	80 561 992	88 896 486
Antall andeler	B	10 406 552	-	-
Basiskurs prandel (angitt i kroner)*	A	693,2737	621,4137	519,6300
Basiskurs prandel (angitt i kroner)*	B	694,9191	-	-

* Basiskurs er satt ved dagsslutt siste virkedag i året og basert på beste estimat på dette tidspunkt. I regnskap er endelige tall pr 31.12 lagte til grunn. Mindre periodiseringsavvik kan dermed forekomme.

Den eneste forskjell mellom andelsklasse A og andelsklasse B er ulikt forvaltningshonorar, ref note 8.

NOTE 10. SKATTENOTE

Aksjefond er i all hovedsak fritatt for skatteplikt på gevinster og har ikke fradragsrett for tap ved realisasjon av aksjer. Videre er utbytter mottatt fra selskaper innenfor EU/EØS i utgangspunktet skattefrie. 3 prosent av disse utbytterne behandles imidlertid som skattepliktige.

Utbytter mottatt fra aksjeselskaper utenfor EU/EØS er skattepliktige. Fondene kan i tillegg belastes kildeskatt på utbytte mottatt fra alle utenlandske selskaper.

Faktisk skattekostnad i SKAGEN Kon-Tiki for årene 2014 og 2013 knytter seg til kildeskatt på utenlandsk utbytte.

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

Fastsatt Risk-beløp pr 1. januar:

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

SKAGEN m² Note 8, 9 og 10

NOTE 8. FORVALTNINGSHONORAR

Fast forvaltningshonorar utgjør 1,5 prosent p.a. av den daglige forvaltningskapitalen i andelsklasse A og 1,2 prosent p.a. i andelsklasse B. I tillegg belastes variabelt forvaltningshonorar med 1/10 av bedre verdiutvikling i andelsverdien enn referanseindeksen, MSCI ACWI Real Estate IMI Net total return index USD målt i norske kroner i begge andelsklasser. Ved dårligere verdiutvikling i andelsverdien enn referanseindeksen, trekkes 10 prosent av underutviklingen fra det faste forvaltningshonoraret. Sum forvaltningshonorar er dog begrenset oppad og nedad slik at samlet honorar ikke kan overstige 3 prosent p.a. og ikke bli lavere enn 0,75 prosent p.a. av gjennomsnittlig forvaltningskapital i andelsklasse A. I andelsklasse B er tilsvarende øvre grense 2,7 prosent p.a. og nedre grense 0,45 prosent p.a.

Kostnadsført forvaltningshonorar fordelt på de respektive andelsklasser:

	Klasse A	2014 Klasse B	Totalt
Forvaltningshonorar fast	8 433	9	8 442
Forvaltningshonorar variabelt	-2 188	-5	-2 193
Sum forvaltningshonorar	6 245	4	6 249

Andelsklasse B ble etablert 30.05.2014.

NOTE 9. EGENKAPITAL

	Klasse	EGENKAPITAL PR 01.01.2014	Ustedelse av andeler	Innløsning av andeler	Årsresultat	EGENKAPITAL PR 31.12.2014
Andelskapital klasse	A	4 783 320	387 181	-286 325		5 791 176
Overkurs klasse	A	45 874	99 881	-56 288		89 467
Sum innskutt klasse	A	5 241 194	487 062	-342 613		668 643
Andelskapital klasse	B	-	1 063	-		1 063
Overkurs klasse	B	-	173	-		173
Sum innskutt klasse	B	-	1 237	-		1 237
Opptjent egenkapital		-17 283			184 529	167 246
Sum		506 911	488 298	-342 613	184 529	837 125
	Klasse	31.12.14	31.12.13	31.12.12		
Antall andeler	A	5 791 763	4 783 203	2 108 687		
Antall andeler	B	10 634	-	-		
Basiskursprandel (angitt i kroner)*	A	144,2631	105,9746	101,4865		
Basiskursprandel (angitt i kroner)*	B	144,1397	-	-		

* Basiskurs er satt ved dagslutt siste virkedag i året og basert på beste estimat på dette tidspunkt. I regnskap er endelige tall pr 31.12 lagt til grunn. Mindre periodiseringsavvik kan dermed forekomme.

Den eneste forskjell mellom andelsklasse A og andelsklasse B er ulikt forvaltningshonorar, ref note 8.

NOTE 10. SKATTENOTE

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

Videre er utbytter mottatt fra selskaper innenfor EU/EØS i utgangspunktet skattefrie. 3 prosent av disse utbytterne behandles imidlertid som skattepliktige.

Utbytter mottatt fra aksjeselskaper utenfor EU/EØS er skattepliktige. Fondene kan i tillegg belastes kildeskatt på utbytte mottatt fra alle utenlandske selskaper.

Beregningsgrunnlag betalbar skatt	2014	2013
Renteinntekt/-kostnad	947	-29
Skattepliktig aksjeutbytte	15 669	13 325
3 % av skattefritt aksjeutbytte	108	215
Skattepliktig gevinst/tap utenfor fritaksmetoden	-4 056	-2040
Valutagevinst/tap	2 826	1 318
Sum skattepliktige inntekter	15 495	12 789
Fast forvaltningshonorar	-8 442	-8 307
Variabelt forvaltningshonorar	2 193	4 126
Kildeskatt på utbytter innenfor EØS*	-	-927
Sum fradragsberettigede kostnader	-6 249	-5 108
Netto skattepliktig inntekt	9 246	7 681
Beregningsgrunnlag betalbar skatt (A)	9 246	7 681

Betalbar skatt i resultatregnskapet		
Betalbar skatt (Ax 27 %)	2 496	2 151
Formye/lite avsatt betalbar skatt tidligere år	25	-
Avsatt betalbar skatt endring ligning 2012/2013*	259	-
Kreditfradrag betalt kildeskatt utenfor EØS	-1 037	-734
Anvendelse av fremført kreditfradrag	-	-3
Betalbar skatt	1 744	1 413

Grunnlag utsatt skatt/-skattefordel i balansen		
Urealisert gevinst/tap utenfor fritaksmetoden	6 813	-6 906
Underskudd til fremføring	-	-
Sum grunnlag utsatt skatt/-skattefordel (B)	6 813	-6 906
Netto utsatt skatt/-skattefordel i balansen (B x 27 %)	1 840	-1 865

Skattekostnad i resultatregnskapet		
Betalbar skatt	1 744	1 413
Endring i utsatt skatt/-skattefordel	3 704	-1 877
Kildeskatt utbytte	2 267	1 673
Sum skattekostnad	7 715	1 210

Skyldig betalbar skatt inngår i annengjeld.

* Kildeskatt på utbytter innenfor EU/EØS ble i 2012 og 2013 ført til fradrag i henhold til avsgatt dom i Asker og Bærum Tingrett den 19.11.2012. Høyesterett har i ettertid slått fast at det ikke foreligger fradragsrett for denne kildeskatt.

SKAGEN Balanse 60/40 Note 8, 9 og 10

NOTE 8. FORVALTNINGSHONORAR

Det belastes ikke forvaltningshonorar i SKAGEN Balanse 60/40, men de underliggende fond belastes forvaltningsgodtgjørelse i henhold til hvert fonds prospekt.

Satsene for forvaltningsgodtgjørelse i potensielle underliggende fond er som følger:

	Fast honorar i prosent p.a. av den daglige forvaltningskapital	Variabelt forvaltningshonorar
SKAGEN Avkastning	0,5%	-
SKAGEN Tellus, andelsklasse A	0,8%	-
SKAGEN Høyrente	0,25%	-
SKAGEN Høyrente Institusjon	0,15%	-
SKAGEN Vekst, andelsklasse A	1,0%	1/10 av avkastning utover 6 prosent p.a.
SKAGEN Global, andelsklasse A	1,0%	*
SKAGEN Kon-Tiki, andelsklasse A	2,0%	**

* 1/10 av bedre verdiutvikling i andelsverdien enn referanseindeksen MSCI All Country World Daily Total return Net \$ målt i norske kroner.

** 1/10 av bedre verdiutvikling i andelsverdien enn referanseindeksen, MSCI Emerging Markets Index Daily Traded Net Total Return \$ målt i norske kroner. Ved dårligere verdiutvikling i andelsverdien enn referanseindeksen, trekkes 10 prosent av underutviklingen fra det faste forvaltningshonoraret. Sum forvaltningshonorar er dog begrenset oppad og nedad slik at samlet honorar ikke kan overstige 4 prosent p.a. og ikke bli lavere enn 1 prosent p.a. gjennomsnittlig forvaltningskapital.

NOTE 9. EGENKAPITAL

	Andelskapital	Overkurs	Opptjent egenkapital	Sum
EGENKAPITAL PR 1.1.2014	162 382	10 993	19 167	192 542
Ustedelse av andeler	192 751	41 351		234 103
Innløsning av andeler	-124 563	-26 856		-151 419
Årsresultat			25 108	25 108
EGENKAPITAL PR 31.12.2014	230 571	25 488	44 275	300 334
	31.12.14	31.12.13	31.12.12	
Antall andeler	2 305 707	1 623 820	681 158	
Basiskurs prandel (angitt i hele kroner)*	130,2580	118,5793	101,8231	

* Basiskurs er satt ved dagslutt siste virkedag i året og basert på beste estimat på dette tidspunkt. I regnskap er endelige tall pr 31/12 lagt til grunn. Mindre periodiseringsavvik kan dermed forekomme.

NOTE 10. SKATTENOTE

SKAGEN Balanse 60/40 er fritatt for skatteplikt på gevinster og har ikke fradragsrett for tap ved realisasjon av aksjefondsandeler innenfor EU/EØS. Fondet er skattepliktig for gevinst og har fradragsrett for tap ved realisasjon av rentefondsandeler. Opptjente periodiserte renteinntekter inngår også i skattegrunnlaget.

Beregningsgrunnlag betalbar skatt	2014	2013
Netto renteinntekt	1 999	1 217
Gevinst/tap ved realisasjon av rentefondsandeler	75	70
Sum skattepliktige inntekter	2 074	1 287
Fradragsberettigede kostnader	-	-
Netto skattepliktig inntekt	2 074	1 287
Beregningsgrunnlag betalbar skatt (A)	2 074	1 287

Betalbar skatt i resultatregnskapet		
Betalbar skatt (Ax 27 %)	560	360
For lite avsatt betalbar skatt tidligere år	-	-
Skyldig betalbar skatt	560	360

Grunnlag utsatt skatt/-skattefordel i balansen		
Urealisert gevinst/tap rentefondsandeler (B)	749	-65
Utsatt skatt/-skattefordel i balansen (B x 27 %)	202	-18

Skattekostnad i resultatregnskapet		
Betalbar skatt	560	360
Endring i utsatt skatt/-skattefordel	220	-47
Sum skattekostnad	780	314

Skyldig betalbar skatt inngår i annengjeld.

REGNSKAP

SKAGEN Høyrente Note 8, 9 og 10

NOTE 8. FORVALTNINGSHONORAR

Forvaltningshonoraret utgjør 0,25 prosent p.a. av den daglige forvaltningskapitalen.

NOTE 9. EGENKAPITAL

	Andelskapital	Overkurs	Opptjent egenkapital	Avsatt til andelseierne for reinvestering i nye andeler	Sum
EGENKAPITAL PR 1.1.2014				85 983	3 434 713
Uttstedelse av andeler	3 309 524	29 180	45 901		3 358 027
Innløsning av andeler	-3 360 230	-37 219	-48 026		-3 445 474
Reinvestert for andelseierne				-86 184	-86 184
Avsatt til reinvestering for andelseierne				81 414	81 414
Årsresultat etter utdeling til andelseierne			-5 199		-5 199
EGENKAPITAL PR 31.12.2014	3 224 938	28 445	2 701	81 213	3 337 296

	31.12.14	31.12.13	31.12.12
Antall andeler	32 249 376	33 095 242	36 931 648
Basiskurs prandel (angitt i hele kroner)*	103,4846	103,7847	104,4340

* Basiskurs er satt ved dagsslutt siste virkedag i året og basert på beste estimat på dette tidspunkt. I regnskap er endelige tall pr 31.12 lagt til grunn. Mindre periodiseringsavvik kan dermed forekomme.

NOTE 10. SKATTENOTE

Rentefond er skattepliktig med 27 prosent av netto realiserte kursgevinster på rentebærende verdipapirer, opptjente periodiserte renteinntekter, valutagevinst/tap, minus fradragsberettigede kostnader hvilket blant annet omfatter forvaltningshonoraret. Skattepliktig resultat utdeles i praksis til andelseierne slik at fondet ikke kommer i skatteposisjon.

SKAGEN Høyrente Institusjon Note 8, 9 og 10

NOTE 8. FORVALTNINGSHONORAR

Forvaltningshonoraret utgjør 0,15 prosent p.a. av den daglige forvaltningskapitalen.

NOTE 9. EGENKAPITAL

	Andelskapital	Overkurs	Opptjent egenkapital	Avsatt til andelseierne for reinvestering i nye andeler	Sum
EGENKAPITAL PR 1.1.2014	1 235 057	-2 995	1 260	32 512	1 265 834
Uttstedelse av andeler	563 814	-1 107	6 418		569 124
Innløsning av andeler	-985 251	1 855	-12 451		-995 847
Reinvestert for andelseierne				-32 273	-32 273
Avsatt til reinvestering for andelseierne				20 898	20 898
Årsresultat etter utdeling til andelseierne			4 006		4 006
EGENKAPITAL PR 31.12.2014	813 619	-2 247	-768	21 136	831 742

	31.12.14	31.12.13	31.12.12
Antall andeler	8 136 195	12 350 572	12 562 857
Basiskurs prandel (angitt i kroner)*	102,2277	102,4937	103,1008

* Basiskurs er satt ved dagsslutt siste virkedag i året og basert på beste estimat på dette tidspunkt. I regnskap er endelige tall pr 31.12 lagt til grunn. Mindre periodiseringsavvik kan dermed forekomme.

NOTE 10. SKATTENOTE

Rentefond er skattepliktig med 27 prosent av netto realiserte kursgevinster på rentebærende verdipapirer, opptjente periodiserte renteinntekter, valutagevinst/tap, minus fradragsberettigede kostnader hvilket blant annet omfatter forvaltningshonoraret. Skattepliktig resultat utdeles i praksis til andelseierne slik at fondet ikke kommer i skatteposisjon.

SKAGEN Avkastning Note 8, 9, 10 og 11

NOTE 8. FORVALTNINGSHONORAR

Forvaltningshonoraret utgjør 0,5 prosent p.a. av den daglige forvaltningskapitalen.

NOTE 9. EGENKAPITAL

	Andelskapital	Overkurs	Opptjent egenkapital	Avsatt til andelseierne for reinvest i nye andeler	Sum
EGENKAPITAL PR 1.1.2014				36 578	1 197 611
Uttstedelse av andeler	908 206	351 785	15 547		1 275 538
Innløsning av andeler	-541 494	-209 979	-9 708		-761 182
Reinvestert for andelseierne				-37 186	-37 186
Avsatt til reinvestering for andelseierne				12 711	12 711
Årsresultat etter utbetaling til andelseierne			55 280		55 280
EGENKAPITAL PR 31.12.2014	1 219 380	444 577	66 713	12 103	1 742 772

	31.12.14	31.12.13	31.12.12
Antall andeler	12 193 797	8 526 677	7 881 492
Basiskurs prandel (angitt i kroner)*	142,9234	140,4571	141,457

* Basiskurs er satt ved dagsslutt siste virkedag i året og basert på beste estimat på dette tidspunkt. I regnskap er endelige tall pr 31.12 lagt til grunn. Mindre periodiseringsavvik kan dermed forekomme.

NOTE 10. SKATTENOTE

Rentefond er skattepliktig med 27 prosent av netto realiserte kursgevinster på rentebærende verdipapirer, opptjente periodiserte renteinntekter, valutagevinst/tap, minus fradragsberettigede kostnader hvilket blant annet omfatter forvaltningshonoraret. Skattepliktig resultat utdeles i praksis til andelseierne slik at fondet ikke kommer i skatteposisjon.

NOTE 11. VALUTARISIKO

SKAGEN Avkastning benytter ikke valutasikringsinstrumenter mot norske kroner, men har pr 31.12.2014 trekk på EUR og MXN bankkonti for å redusere valutaeksponeringen på investeringene i Lithuanian Government, Portugese Government, Slovenia Government og Mexican Government.

SKAGEN Krona Note 8, 9 og 10 (alle tall i hele tusen SEK)

NOTE 8. FORVALTNINGSHONORAR

Forvaltningshonoraret utgjør 0,2 prosent p.a. av den daglige forvaltningskapitalen.

NOTE 9. EGENKAPITAL

	Andelskapital	Overkurs	Opptjent egenkapital	Sum
EGENKAPITAL PR 1.1.2014	848 159	6 382	1 918	856 459
Uttstedelse av andeler	417 830	3 623	3 206	424 659
Innløsning av andeler	-646 541	-5 453	-5 027	-657 022
Reinvestert for andelseierne	13 815	2	-13 817	-
Årsresultat			9 382	9 382
EGENKAPITAL PR 31.12.2014	633 263	4 554	-4 339	633 478

	31.12.14	31.12.13	31.12.12
Antall andeler	6 332 632	8 481 594	8 185 390
Basiskurs prandel (angitt i kroner)*	100,0338	100,9781	100,9874

* Basiskurs er satt ved dagsslutt siste virkedag i året og basert på beste estimat på dette tidspunkt. I regnskap er endelige tall pr 31.12 lagt til grunn. Mindre periodiseringsavvik kan dermed forekomme.

NOTE 10. SKATTENOTE

Rentefond er skattepliktig med 27 prosent av netto realiserte kursgevinster på rentebærende verdipapirer, opptjente periodiserte renteinntekter, valutagevinst/tap, minus fradragsberettigede kostnader hvilket blant annet omfatter forvaltningshonoraret. Skattepliktig resultat utdeles i praksis til andelseierne slik at fondet ikke kommer i skatteposisjon.

SKAGEN Tellus Note 8, 9 og 10

NOTE 8. FORVALTNINGSHONORAR

Forvaltningshonoraret utgjør 0,8 prosent p.a. av den daglige forvaltningskapitalen i andelsklasse A og 0,45 prosent p.a i andelsklasse B.

Kostnadsført forvaltningshonorar fordelt på de respektive andelsklasser:

Forvaltningshonorarfast	2014		Totalt
	Klasse A	Klasse B	
	5 677	39	
Sum forvaltningshonorar	5 677	39	5 717

Andelsklasse B ble etablert 30.05.2014.

NOTE 9. EGENKAPITAL

		EGEN- KAPITAL PR Klasse	Utstedelse av andeler	Innløsning av andeler	Reinvestert for andels- eierne	Avsatt til reinve- stering for andels- eierne	Årsresultat etter utdeling til andels- eierne	EGEN- KAPITAL PR 31.12.2014
Andelskapital klasse	A	416 855	756 518	-352 065	-	-	-	821 308
Overkurs klasse	A	45 046	128 137	-64 323	-	-	-	108 860
Sum innskutt klasse	A	461 900	884 656	-416 388	-	-	-	930 168
Andelskapital klasse	B	-	30 611	-236	-	-	-	30 375
Overkurs klasse	B	-	6 825	-61	-	-	-	6 764
Sum innskutt klasse	B	-	37 436	-297	-	-	-	37 139
Opptjent egenkapital		-10 184	13 407	-6 927	-	-	154 554	150 850
Avsatt til andelseierne for reinvestering i nye andeler klasse	A	54 494	-	-	-54 554	26 002	-	25 942
Avsatt til andelseierne for reinvestering i nye andeler klasse	B	-	-	-	-	413	-	413
Sum opptjent		44 310	13 407	-6 927	-54 554	26 415	154 554	177 205
Sum		506 210	935 498	-423 611	-54 554	26 415	154 554	1 144 512
	Klasse	31.12.14	31.12.13	31.12.12				
Antall andeler	A	8 213 082	4 168 548	4 230 420				
Antall andeler	B	303 749						
Basiskurs prandel (angitt i kroner)*	A	134,3725	121,4385	111,2406				
Basiskurs prandel (angitt i kroner)*	B	134,6566						

* Basiskurs er satt ved dagsslutt siste virkedag i året og basert på beste estimat på dette tidspunkt. I regnskap er endelige tall pr 31.12 lagt til grunn. Mindre periodiseringsavvik kan dermed forekomme.

Den eneste forskjell mellom andelsklasse A og andelsklasse B er ulikt forvaltningshonorar, ref note 8.

NOTE 10. SKATTENOTE

Rentefond er skattepliktig med 27 prosent av netto realiserte kursgevinster på rentebærende verdipapirer, opptjente periodiserte renteinntekter, valutagevinst/tap, minus fradragberettigede kostnader hvilket blant annet omfatter forvaltningshonoraret. Skattepliktig resultat utdeles i praksis til andelseierne slik at fondet ikke kommer i skatteposisjon.

I 2014 er det belastet en skattekostnad i Tellus. Denne knytter seg til kildeskatt betalt i Sveits.

SKAGEN Credit Note Note 8, 9, 10, 11 og 12

NOTE 8. FORVALTNINGSHONORAR

SKAGEN Credit er en del av en "mottaker - tilføringsfond" struktur (master-feeder) hvor SKAGEN Credit er mottakerfondet. Det belastes ikke forvaltningshonorar i SKAGEN Credit. Forvaltningshonorar belastes direkte i de respektive tilføringsfond, SKAGEN Credit NOK, SKAGEN Credit SEK, SKAGEN Credit EUR og SKAGEN Credit GBP.

NOTE 9. EGENKAPITAL

	Andelskapital	Overkurs	Opptjent egen- kapital	Avsatt til andelseierne for reinvest- ering i nye andeler	Sum
EGENKAPITAL PR 30.05.2014	-	-	-	-	-
Utstedelse av andeler	209 251	2 401	1 365	-	213 018
Innløsning av andeler	-81 385	-3 954	-2 287	-	-87 626
Reinvestert for andelseierne	-	-	-	-	-
Avsatt til reinvestering for andelseierne	-	-	-	7 404	7 404
Årsresultat etter utbetaling til andelseierne	-	-	14 902	-	14 902
EGENKAPITAL PR 31.12.2014	127 866	-1 553	13 980	7 404	147 698

SKAGEN Credit ble etablert 30.05.2014.

	31.12.14
Antall andeler	1 278 662
Basiskurs prandel (angitt i kroner)*	115,5046

* Basiskurs er satt ved dagsslutt siste virkedag i året og basert på beste estimat på dette tidspunkt. I regnskap er endelige tall pr 31.12 lagt til grunn. Mindre periodiseringsavvik kan dermed forekomme.

NOTE 10. SKATTENOTE

Rentefond er skattepliktig med 27 prosent av netto realiserte kursgevinster på rentebærende verdipapirer og finansielle kontrakter, opptjente periodiserte renteinntekter, valutagevinst/tap, minus fradragberettigede kostnader hvilket blant annet omfatter påløpte rentekostnader. Skattepliktig resultat utdeles i praksis til andelseierne slik at fondet ikke kommer i skatteposisjon.

NOTE 11. VALUTARISIKO

SKAGEN Credit benytter ikke noen form for valutasikring.

NOTE 12. RENTERISIKO

SKAGEN Credit benytter renteswapper for å redusere renterisikoen i fondet. Risikoen reduseres i form av redusert durasjon. Fondet inngår kontrakter hvor fast rente byttes mot flytende rente. Hovedstol på kontaktene skal ikke gjøres opp og bokføres derfor ikke i balansen til fondet. Det er kun netto fordring/forpliktelse som tas inn i regnskapet. I note 7 er gitt en oversikt over de renteswapper fondet har inngått ved årets slutt. Disse kontrakter er representative for de kontrakter fondet har hatt gjennom året.

SKAGEN Credit EUR Note 8, 9, 10 og 11 (alle tall i tusen EUR)

NOTE 8. FORVALTNINGSHONORAR

SKAGEN Credit EUR er en del av en "mottaker - tilføringsfond" struktur (master-feeder) hvor SKAGEN Credit EUR er et tilføringsfond. Mottakerfondet er SKAGEN Credit. Forvaltningshonoraret i SKAGEN Credit EUR utgjør 0,8 prosent p.a. av den daglige forvaltningskapitalen i andelsklasse A og 0,45 prosent p.a. i andelsklasse B.

Kostnadsført forvaltningshonorar fordelt på de respektive andelsklasser:

Forvaltningshonorarfast	2014		Totalt
	Klasse A	Klasse B	
	10,5	1,6	
Sum forvaltningshonorar	10,5	1,6	12,1

NOTE 9. EGENKAPITAL

		EGEN- KAPITAL PR Klasse	Utstedelse av andeler	Innløsning av andeler	Reinvestert for andels- eierne	Avsatt til reinve- stering for andels- eierne	Årsresultat etter utdeling til andels- eierne	EGEN- KAPITAL PR 31.12.2014
Andelskapital klasse	A	-	2 640,3	-157,2				2 483,0
Overkurs klasse	A	-	-3,1	1,6				-1,5
Sum innskutt klasse	A	-	2 637,2	-155,6				2 481,5
Andelskapital klasse	B	-	665,4	-50,0				615,4
Overkurs klasse	B	-	0,1	-0,1				0,0
Sum innskutt klasse	B	-	665,5	-50,1				615,4
Opptjent egenkapital		-	1,1	-	-	-	-78,4	-77,2
Avsatt til andelseierne for reinvestering i nye andeler klasse	A	-	-	-	-	-	-	-
Avsatt til andelseierne for reinvestering i nye andeler klasse	B	-	-	-	-	-	-	-
Sum opptjent		-	1,1	-	-	-	-78,4	-77,2
Sum		-	3 303,8	-205,8	-	-	-78,4	3 019,7

SKAGEN Credit EUR ble etablert 30.05.2014.

	Klasse	31.12.14
Antall andeler	A	248 305
Antall andeler	B	61 540
Basiskurs prandel (angitt i euro)*	A	9,7557
Basiskurs prandel (angitt i euro)*	B	9,7755

* Basiskurs er satt ved dagsslutt siste virkedag i året og basert på beste estimat på dette tidspunkt. I regnskap er endelige tall pr 31.12 lagt til grunn. Mindre periodiseringsavvik kan dermed forekomme.

Den eneste forskjell mellom andelsklasse A og andelsklasse B er ulikt forvaltningshonorar, ref note 8.

NOTE 10. SKATTENOTE

Rentefond er skattepliktig med 27 prosent av netto realiserte kursgevinster på rentebærende verdipapirer, opptjente periodiserte renteinntekter, valutagevinst/tap, minus fradragberettigede kostnader hvilket blant annet omfatter forvaltningshonoraret. Skattepliktig resultat utdeles i praksis til andelseierne slik at fondet ikke kommer i skatteposisjon.

NOTE 11. VALUTARISIKO

SKAGEN Credit EUR benytter ikke valutasikringsinstrumenter mot euro, men har pr 31.12.2014 trekk på USD, GBP og NOK bankkonti for å minimere valutaeksponeringen på sin andel av de underliggende dollar, britiske pund og norske kroner investeringene som ligger i masterfondet SKAGEN Credit.

SKAGEN Credit GBP Note 8, 9, 10 og 11 (alle tall i tusen GBP)

NOTE 8. FORVALTNINGSHONORAR

SKAGEN Credit GBP er en del av en "mottaker - tilførfonds" struktur (master-feeder) hvor SKAGEN Credit GBP er et tilførfonds. Mottakerfondet er SKAGEN Credit. Forvaltningshonoraret i SKAGEN Credit GBP utgjør 0,8 prosent p.a. av den daglige forvaltningskapitalen i andelsklasse A og 0,45 prosent p.a. i andelsklasse B.

Kostnadsført forvaltningshonorar fordelt på de respektive andelsklasser:

	2014	
	Klasse A	Klasse B
Forvaltningshonorarfast	1,2	0,7
Sum forvaltningshonorar	1,2	0,7
		1,8

NOTE 9. EGENKAPITAL

	EGEN- KAPITAL PR Klasse	30.05.2014	Utstedelse av andeler	Innløsning av andeler	Reinvestert for andels- eierne	Avsatt til reinvestering for andels- eierne	Årsresultat etter utdeling til andels- eierne	EGEN- KAPITAL PR 31.12.2014
Andelskapital klasse	A	-	249,6	-	-	-	-	249,6
Overkurs klasse	A	-	-	-	-	-	-	-
Sum innskutt klasse	A	-	249,6	-	-	-	-	249,6
Andelskapital klasse	B	-	249,6	-	-	-	-	249,6
Overkurs klasse	B	-	-	-	-	-	-	-
Sum innskutt klasse	B	-	249,6	-	-	-	-	249,6
Opptjent egenkapital		-	-	-	-	-	-30,6	-30,6
Avsatt til andelseierne for reinvestering i nye andeler klasse	A	-	-	-	-	8,4	-	8,4
Avsatt til andelseierne for reinvestering i nye andeler klasse	B	-	-	-	-	8,5	-	8,5
Sum opptjent		-	-	-	-	16,9	-30,6	-13,7
Sum		-	499,3	-	-	16,9	-30,6	485,5

SKAGEN Credit GBP ble etablert 30.05.2014

	Klasse	31.12.14
Antall andeler	A	24 963
Antall andeler	B	24 963
Basiskurs prandel (angitt i britiske pund)*	A	9,7154
Basiskurs prandel (angitt i britiske pund)*	B	9,7354

* Basiskurs er satt ved dagsslutt siste virkedag i året og basert på beste estimat på dette tidspunkt. I regnskap er endelige tall pr 31.12 lagt til grunn. Mindre periodiseringsavvik kan dermed forekomme.

Den eneste forskjell mellom andelsklasse A og andelsklasse B er ulikt forvaltningshonorar, ref note 8.

NOTE 10. SKATTENOTE

Rentefond er skattepliktig med 27 prosent av netto realiserde kursgevinster på rentebærende verdipapirer, opptjente periodiserte renteinntekter, valutagevinst/tap, minus fradragberettigede kostnader hvilket blant annet omfatter forvaltningshonoraret. Skattepliktig resultat utdeles i praksis til andelseierne slik at fondet ikke kommer i skatteposisjon.

NOTE 11. VALUTARISIKO

SKAGEN Credit GBP benytter ikke valutasikringsinstrumenter mot britiske pund, men har pr 31.12.2014 trekk på USD, EUR og NOK bankkonti for å minimere valutaeksponeringen på sin andel av de underliggende dollar, euro og norske kroner investeringene som ligger i masterfondet SKAGEN Credit.

SKAGEN Credit NOK Note 8, 9, 10 og 11

NOTE 8. FORVALTNINGSHONORAR

SKAGEN Credit NOK er en del av en "mottaker - tilførfonds" struktur (master-feeder) hvor SKAGEN Credit NOK er et tilførfonds. Mottakerfondet er SKAGEN Credit. Forvaltningshonoraret i SKAGEN Credit NOK utgjør 0,8 prosent p.a. av den daglige forvaltningskapitalen.

NOTE 9. EGENKAPITAL

	Andelskapital	Overkurs	Opptjent egen- kapital	Avsatt til andelseierne for reinvest i nye andeler	Sum
EGENKAPITAL PR 30.05.2014	-	-	-	-	-
Utstedelse av andeler	162 450	-16	6	-	162 440
Innløsning av andeler	-71 472	433	-1	-	-71 039
Reinvestert for andelseierne	-	-	-	-	-
Avsatt til reinvestering for andelseierne	-	-	-	-	-
Årsresultat etter utbetaling til andelseierne	-	-	-2 007	-	-2 007
EGENKAPITAL PR 31.12.2014	90 978	417	-2 002	-	89 393

SKAGEN Credit NOK ble etablert 30.05.2014

	31.12.14
Antall andeler	909 784
Basiskurs prandel (angitt i kroner)*	98,2463

* Basiskurs er satt ved dagsslutt siste virkedag i året og basert på beste estimat på dette tidspunkt. I regnskap er endelige tall pr 31.12 lagt til grunn. Mindre periodiseringsavvik kan dermed forekomme.

NOTE 10. SKATTENOTE

Rentefond er skattepliktig med 27 prosent av netto realiserde kursgevinster på rentebærende verdipapirer, opptjente periodiserte renteinntekter, valutagevinst/tap, minus fradragberettigede kostnader hvilket blant annet omfatter forvaltningshonoraret. Skattepliktig resultat utdeles i praksis til andelseierne slik at fondet ikke kommer i skatteposisjon.

NOTE 11. VALUTARISIKO

SKAGEN Credit NOK benytter ikke valutasikringsinstrumenter mot norske kroner, men har pr 31.12.2014 trekk på USD, EUR og GBP bankkonti for å minimere valutaeksponeringen på sin andel av de underliggende dollar, euro og britiske pund investeringene som ligger i masterfondet SKAGEN Credit.

SKAGEN Credit SEK Note 8, 9, 10 og 11 (alle tall i hele tusen SEK)

NOTE 8. FORVALTNINGSHONORAR

SKAGEN Credit SEK er en del av en "mottaker - tilførfonds" struktur (master-feeder) hvor SKAGEN Credit SEK er et tilførfonds. Mottakerfondet er SKAGEN Credit. Forvaltningshonoraret i SKAGEN Credit SEK utgjør 0,8 prosent p.a. av den daglige forvaltningskapitalen.

NOTE 9. EGENKAPITAL

	Andelskapital	Overkurs	Opptjent egen- kapital	Avsatt til andelseierne for reinvest i nye andeler	Sum
EGENKAPITAL PR 30.05.2014	-	-	-	-	-
Utstedelse av andeler	34 215	-26	17	-	34 207
Innløsning av andeler	-6 737	85	-	-	-6 652
Reinvestert for andelseierne	-	-	-	-	-
Avsatt til reinvestering for andelseierne	-	-	-	-	-
Årsresultat etter utbetaling til andelseierne	-	-	-767	-	-767
EGENKAPITAL PR 31.12.2014	27 479	59	-750	-	26 788

SKAGEN Credit SEK ble etablert 30.05.2014

	31.12.14
Antall andeler	274 786
Basiskurs prandel (angitt i kroner)*	97,4753

* Basiskurs er satt ved dagsslutt siste virkedag i året og basert på beste estimat på dette tidspunkt. I regnskap er endelige tall pr 31.12 lagt til grunn. Mindre periodiseringsavvik kan dermed forekomme.

NOTE 10. SKATTENOTE

Rentefond er skattepliktig med 27 prosent av netto realiserde kursgevinster på rentebærende verdipapirer, opptjente periodiserte renteinntekter, valutagevinst/tap, minus fradragberettigede kostnader hvilket blant annet omfatter forvaltningshonoraret. Skattepliktig resultat utdeles i praksis til andelseierne slik at fondet ikke kommer i skatteposisjon.

NOTE 11. VALUTARISIKO

SKAGEN Credit SEK benytter ikke valutasikringsinstrumenter mot svenske kroner, men har pr 31.12.2014 trekk på USD, EUR, GBP og NOK bankkonti for å minimere valutaeksponeringen på sin andel av de underliggende dollar, euro, britiske pund og norske kroner investeringene som ligger i masterfondet SKAGEN Credit.

SKAGEN m²

Note 7. Verdipapirportefølje pr 31.12.2014 (angitt i hele kroner)

Verdipapir	Antall	Kjøpsverdi NOK	Markedskurs	Valuta	Markedsverdi NOK	Urealisert gevinst/tap	Andel av fondet	Eierandel selskap/ aksjeklasse	Børs
Eiendomsselskaper inkl REITs ¹⁾									
Brandywine Realty Trust	265 000	23 686 836	15,98	USD	31 732 484	8 045 648	3,82 %	0,15 %	New York
General Growth Properties Inc	150 000	20 256 119	28,13	USD	31 618 584	11 362 465	3,81 %	0,02 %	New York
Global Logistic Properties Ltd	2 057 000	27 076 824	2,48	SGD	28 855 588	1 778 764	3,47 %	0,04 %	Singapore
Columbia Property Trust Inc	150 000	25 214 490	25,35	USD	28 493 818	3 279 327	3,43 %	0,12 %	New York
HCP Inc	77 100	17 878 855	44,03	USD	25 438 089	7 559 234	3,06 %	0,02 %	New York
Ashford Hospitality Trust	310 000	15 025 290	10,48	USD	24 344 698	9 319 409	2,93 %	0,35 %	New York
PS Business Parks Inc	40 500	18 731 283	79,54	USD	24 139 153	5 407 871	2,91 %	0,15 %	New York
Apartment Investmest & Management Co	86 000	15 905 577	37,15	USD	23 940 802	8 035 225	2,88 %	0,06 %	New York
Soho China Ltd	4 458 500	21 774 301	5,48	HKD	23 582 326	1 808 026	2,84 %	0,09 %	Hong Kong
Deutsche Wohnen AG	125 000	11 316 968	19,58	EUR	22 195 643	10 878 675	2,67 %	0,04 %	Frankfurt
Mercialys SA	123 000	15 576 665	18,43	EUR	20 563 323	4 986 657	2,47 %	0,13 %	Paris
SL Green Realty Corp	23 000	12 922 247	119,02	USD	20 513 001	7 590 755	2,47 %	0,02 %	New York
British Land Co Plc	215 000	11 694 406	7,77	GBP	19 515 198	7 820 792	2,35 %	0,02 %	London
Olav Thon Eiendomsselskap ASA	153 081	15 279 174	125,50	NOK	19 211 665	3 932 491	2,31 %	0,14 %	Oslo Børs
Nomura Real Estate Office Fund Inc	495	13 848 403	595 000	JPY	18 411 200	4 562 797	2,22 %	0,13 %	Tokyo
CBL & Associates Properties Inc	120 000	13 651 897	19,42	USD	17 462 720	3 810 823	2,10 %	0,07 %	New York
CA Immobilien Anlagen AG	120 000	13 881 183	15,50	EUR	16 867 782	2 986 599	2,03 %	0,12 %	Wien
Mitsui Fudosan Co Ltd	82 000	15 018 255	3 255	JPY	16 684 944	1 666 689	2,01 %	0,01 %	Tokyo
Mapletree Logistics Trust	2 452 593	14 421 396	1,18	SGD	16 439 469	2 018 073	1,98 %	0,10 %	Singapore
SM Prime Holdings Inc	5 700 000	14 352 932	17,04	PHP	16 273 796	1 920 865	1,96 %	0,02 %	Philippines
Melia Hotels International	202 106	15 868 795	8,86	EUR	16 238 951	370 156	1,95 %	0,11 %	Madrid
Dic Asset AG	237 384	14 943 671	7,41	EUR	15 943 372	999 702	1,92 %	0,35 %	Xetra
Unibail-Rodamco SE	7 975	12 716 962	212,85	EUR	15 393 926	2 676 964	1,85 %	0,01 %	Amsterdam
Citycon Oyj	610 000	11 651 212	2,58	EUR	14 272 320	2 621 108	1,72 %	0,10 %	Helsinki
Ticon Industrial Connection Pcl-Nvdr	3 200 020	11 099 998	18,10	THB	13 188 466	2 088 468	1,59 %	0,29 %	Bangkok
BR Malls Participacoes SA	278 200	15 200 062	16,43	BRL	12 903 442	-2 296 620	1,55 %	0,06 %	Sao Paulo
Affine SA	92 000	9 711 899	15,17	EUR	12 656 640	2 944 741	1,52 %	1,02 %	Paris
Phoenix Mills Ltd	282 177	7 859 212	373,55	INR	12 503 006	4 643 794	1,50 %	0,19 %	National India
Entra ASA	153 575	10 255 654	76,50	NOK	11 748 487	1 492 834	1,41 %	0,08 %	Oslo Børs
BR Properties SA	400 000	17 805 920	10,25	BRL	11 574 300	-6 231 620	1,39 %	0,13 %	Sao Paulo
Westgrund AG	300 000	8 636 679	4,10	EUR	11 154 501	2 517 822	1,34 %	0,41 %	Xetra
Bekasi Fajar Industrial Estate Tbk PT	24 475 400	5 824 207	730,00	IDR	10 800 627	4 976 420	1,30 %	0,25 %	Indonesia
Emlak Konut Gayrimenkul Yatirim Ortakligi AS	1 210 000	8 787 640	2,77	TRY	10 755 210	1 967 571	1,29 %	0,03 %	Istanbul
China South City Holdings Ltd	3 042 000	10 151 786	3,54	HKD	10 393 930	242 144	1,25 %	0,04 %	Hong Kong
Lexington Realty Trust	120 000	8 335 242	10,98	USD	9 873 361	1 538 119	1,19 %	0,05 %	New York
Obero Realty Ltd	288 152	7 095 061	280,20	INR	9 577 096	2 482 036	1,15 %	0,09 %	National India
First Real Estate Investment Trust	1 346 397	7 458 553	1,25	SGD	9 557 863	2 099 310	1,15 %	0,18 %	Singapore
Gecina SA	9 500	7 397 636	103,50	EUR	8 916 799	1 519 163	1,07 %	0,02 %	Paris
Vista Land & Lifescapes Inc	7 139 700	5 790 559	7,20	PHP	8 613 048	2 822 489	1,04 %	0,08 %	Philippines
Irsa SA ADR	74 300	5 359 705	15,37	USD	8 557 445	3 197 740	1,03 %	0,13 %	New York
Shimao Property Holdings Ltd	504 500	6 640 630	17,34	HKD	8 443 599	1 802 968	1,02 %	0,01 %	Hong Kong
Bumi Serpong Damai PT	7 186 500	6 508 886	1 805	IDR	7 841 352	1 332 466	0,94 %	0,04 %	Indonesia
Keppel Land Ltd	400 000	7 012 787	3,42	SGD	7 738 024	725 237	0,93 %	0,03 %	Singapore
Atrium Ljungberg AB	70 280	6 377 741	114,70	SEK	7 711 667	1 333 926	0,93 %	0,05 %	Stockholm
Ananda Development PCL-Nvdr	10 265 800	4 816 131	3,28	THB	7 667 074	2 850 943	0,92 %	0,31 %	Bangkok
Ascendas India Trust	1 625 000	6 090 306	0,82	SGD	7 537 220	1 446 913	0,91 %	0,18 %	Singapore
Capita Land Ltd	400 000	6 017 269	3,31	SGD	7 489 140	1 471 870	0,90 %	0,01 %	Singapore
Summarecon Agung Tbk PT	8 019 400	5 501 906	1 520	IDR	7 368 545	1 866 640	0,89 %	0,06 %	Indonesia
General Shopping Finance (finansobligasjon)	1 000 000	5 429 495	89,12	USD	6 786 770	1 249 035	0,82 %	0,40 %	Euroclear
Rockwell Land Corp	20 000 000	8 186 790	1,74	PHP	5 830 740	-2 356 050	0,70 %	0,33 %	Philippines
Etalon Group Ltd GDR	386 388	8 640 506	2,00	USD	5 790 753	-2 849 753	0,70 %	0,13 %	London Int.
Hovnanian Enterprises Inc	185 000	5 468 294	4,13	USD	5 725 365	257 071	0,69 %	0,14 %	New York
General Shopping Brasil SA	246 900	7 466 054	7,28	BRL	5 074 151	-2 391 904	0,61 %	0,49 %	Sao Paulo
Parque Arauco SA	349 321	3 976 533	1 162	CLP	5 010 616	1 034 083	0,60 %	0,04 %	Santiago
Ashford Inc	6 400	3 207 939	94,00	USD	4 508 055	1 300 117	0,54 %	0,32 %	New York
CSI Properties Ltd	15 000 000	4 034 630	0,31	HKD	4 488 180	453 550	0,54 %	0,14 %	Hong Kong
Sum Eiendom		634 839 451			785 918 324	150 970 638	94,59 %		
SUM VERDIPAPIRPORTEFØLJE ¹⁾									
		634 839 451			785 918 324	150 970 638	94,59 %		

¹⁾ For verdi av likviditet i porteføljen pr 31.12.2014 henvises til balansen.

²⁾ REITs (Real Estate Investment Trusts) er børsnoterte, juridiske strukturer som er underlagt gunstige skatteregler i sine hjemland. Vilkaene for å oppnå gunstig beskatning er blant annet at selskapet oppfyller minimumskrav til eiendomseksponering og at en minimumsandel av overskuddet deles ut til eierne.

Tilordning av anskaffelseskost:

For SKAGEN m² benyttes FIFO-prinsippet ved beregning av realisert kursgevinst/-tap ved salg.

SKAGEN Vekst

Note 7. Verdipapirportefølje pr 31.12.2014 (angitt i hele kroner)

Verdipapir	Antall	Kjøpsverdi NOK	Markedskurs	Valuta	Markedsverdi NOK	Urealisert gevinst/tap	Andel av fondet	Eierandel selskap/ aksjeklasse	Børs
Energi									
Lundin Petroleum AB	1 800 000	175 580 247	112,40	SEK	193 549 428	17 969 181	2,24%	0,58%	Stockholm
Solstad Offshore ASA	1 982 746	99 497 880	79,00	NOK	156 636 934	57 139 054	1,81%	5,13%	Oslo Børs
Bonheur ASA	1 192 594	88 117 205	73,25	NOK	87 357 510	-759 695	1,01%	2,92%	Oslo Børs
Ganger Rolf ASA	1 213 817	124 262 346	71,50	NOK	86 787 915	-37 474 430	1,00%	3,59%	Oslo Børs
DOF ASA	5 762 213	110 021 666	14,95	NOK	86 145 084	-23 876 582	1,00%	5,19%	Oslo Børs
GCL-Poly Energy Holdings Ltd	30 000 000	59 320 136	1,80	HKD	52 120 800	-7 199 336	0,60%	0,19%	Hong Kong
Rec Silicon ASA	29 162 486	42 189 645	1,78	NOK	52 025 875	9 836 230	0,60%	1,26%	Oslo Børs
Siem Offshore Inc	8 036 317	68 364 907	4,04	NOK	32 466 721	-35 898 186	0,38%	2,06%	Oslo Børs
Eidesvik Offshore ASA	1 010 641	37 561 988	24,50	NOK	24 760 704	-12 801 283	0,29%	3,35%	Oslo Børs
Electromagnetic Geoservices AS	5 029 207	68 319 497	4,02	NOK	20 217 412	-48 102 085	0,23%	2,52%	Oslo Børs
Sevan Drilling ASA	13 252 171	83 460 363	1,07	NOK	14 179 823	-69 280 540	0,16%	2,23%	Oslo Børs
Sum Energi		956 695 880			806 248 208	-150 447 672	9,33%		
Råvarer									
Norsk Hydro ASA	14 042 679	355 935 581	42,44	NOK	595 971 297	240 035 716	6,90%	0,68%	Oslo Børs
OCI Co Ltd	39 000	33 002 671	78 600	KRW	21 035 081	-11 967 590	0,24%	0,16%	Seoul
Nordic Mining ASA	18 786 048	21 192 974	0,90	NOK	16 907 443	-4 285 531	0,20%	6,09%	Oslo Axess
Agrinos AS	817 242	23 068 088	2,30	NOK	1 879 657	-21 188 431	0,02%	1,26%	Unotert
Sum Råvarer		433 199 314			635 793 478	202 594 164	7,36%		
Kapitalvarer, service og transport									
Norwegian Air Shuttle ASA	1 551 707	110 582 944	276,20	NOK	428 581 473	317 998 530	4,96%	4,41%	Oslo Børs
Koninklijke Philips NV	1 518 075	304 812 045	24,15	EUR	332 472 247	27 660 203	3,85%	0,16%	Amsterdam
ABB Ltd	1 900 000	271 039 266	165,90	SEK	301 545 646	30 506 380	3,49%	0,08%	Stockholm
With. Wilhelmsen Holding ASA	875 275	62 508 454	170,00	NOK	148 796 750	86 288 296	1,72%	2,53%	Oslo Børs
AirAsia Bhd	24 244 100	125 235 413	2,72	MYR	141 113 463	15 878 050	1,63%	0,87%	Kuala Lumpur
Kongsberg Gruppen ASA	1 056 509	43 882 279	123,00	NOK	129 950 607	86 068 328	1,50%	0,88%	Oslo Børs
Stolt-Nielsen Ltd	541 341	67 130 012	125,00	NOK	67 667 625	537 613	0,78%	0,84%	Oslo Børs
FLSmidth & Co A/S	170 000	54 248 773	272,30	DKK	56 356 978	2 108 205	0,65%	0,33%	København
Golar LNG Ltd	130 000	44 203 728	36,47	USD	35 527 164	-8 676 564	0,41%	0,14%	NASDAQ
Odifjell SE-A	1 217 307	54 496 151	28,80	NOK	35 058 442	-19 437 710	0,41%	1,85%	Oslo Børs
Goodtech ASA	2 116 842	48 134 917	12,00	NOK	25 402 104	-22 732 813	0,29%	6,51%	Oslo Børs
TTS Group ASA	3 055 946	30 511 719	4,75	NOK	14 515 743	-15 995 976	0,17%	3,53%	Oslo Børs
YIT Oyj	315 125	20 139 443	4,27	EUR	12 202 695	-7 936 747	0,14%	0,25%	Helsinki
I.M. Skaugen SE	1 728 652	21 005 353	4,50	NOK	7 778 934	-13 226 419	0,09%	6,38%	Oslo Børs
Viti Invest AS	931 782	5 643 663	0,47	NOK	437 938	-5 205 725	0,01%	5,95%	Unotert
Sum Kapitalvarer, service og transport		1 263 574 160			1 737 407 810	473 833 650	20,11%		
Inntektsavhengige forbruksvarer									
Continental AG	293 500	147 369 335	175,55	EUR	467 255 019	319 885 684	5,41%	0,15%	Frankfurt
Kia Motors Corporation	800 000	240 727 112	52 300	KRW	287 110 264	46 383 152	3,32%	0,20%	Seoul
Volvo AB	2 500 000	209 578 429	84,70	SEK	202 570 637	-7 007 792	2,34%	0,15%	Stockholm
Toshiba Corp	5 000 000	132 114 376	512,40	JPY	160 154 463	28 040 087	1,85%	0,12%	Tokyo
Nokian Renkaat OYJ	375 000	84 234 298	20,29	EUR	69 001 471	-15 232 827	0,80%	0,28%	Helsinki
Toto Ltd	550 000	43 403 162	1 408	JPY	48 408 906	5 005 743	0,56%	0,16%	Tokyo
Nippon Seiki Co Ltd	273 000	28 147 666	2 735	JPY	46 674 524	18 526 858	0,54%	0,45%	Tokyo
Fjord Line AS	3 622 985	33 137 910	2,50	NOK	9 057 462	-24 080 447	0,10%	4,54%	Unotert
Sum Inntektsavhengige forbruksvarer		918 712 289			1 290 232 746	371 520 457	14,93%		

Note 7. Verdipapirportefølje pr 31.12.2014 (angitt i hele kroner)

Verdipapir	Antall	Kjøpsverdi NOK	Markedskurs	Valuta	Markedsverdi NOK	Urealisert gevinst/tap	Andel av fondet	Eierandel selskap/ aksjeklasse	Børs
Defensive konsumvarer									
Casino Guichard Perrachon SA	330 000	225 750 798	76,46	EUR	228 819 625	3 068 827	2,65%	0,29%	Paris
Carlsberg AS-B	270 746	162 563 599	478,80	DKK	157 821 921	-4 741 678	1,83%	0,23%	København
Royal Unibrew A/S	95 000	29 418 857	1 087	DKK	125 719 974	96 301 118	1,46%	0,86%	København
Oriflame Cosmetics SA-SDR	536 829	76 416 034	108,50	SEK	55 720 985	-20 695 049	0,64%	0,99%	Stockholm
Sodastream International Ltd	315 000	75 696 247	20,12	USD	47 491 945	-28 204 303	0,55%	1,52%	NASDAQ
Yazici Holding AS	689 169	23 544 261	19,55	TRY	43 234 085	19 689 824	0,50%	0,43%	Istanbul
Genomar AS	483 807	11 591 091	0,29	NOK	140 304	-11 450 787	0,00%	6,59%	Unotert
Sum Defensive konsumvarer		604 980 887			658 948 838	53 967 951	7,63%		
Medisin									
Teva Pharmaceutical-Sp ADR	700 000	185 158 760	57,51	USD	301 663 544	116 504 784	3,49%	0,08%	NASDAQ
Novo Nordisk A/S-B	290 250	62 217 876	260,30	DKK	91 980 874	29 762 998	1,06%	0,01%	København
Medi-Stim ASA	1 465 625	18 313 038	27,50	NOK	40 304 687	21 991 650	0,47%	7,99%	Oslo Børs
Getinge AB - B shs	200 000	32 797 665	177,80	SEK	34 018 474	1 220 809	0,39%	0,09%	Stockholm
Photocure ASA	626 466	25 234 986	27,50	NOK	17 227 815	-8 007 171	0,20%	2,93%	Oslo Børs
Sum Medisin		323 722 325			485 195 395	161 473 070	5,62%		
Bankog finans									
Citigroup Inc	900 000	317 958 202	54,11	USD	364 923 192	46 964 990	4,22%	0,03%	New York
Danske Bank A/S	1 600 000	174 334 648	167,40	DKK	326 081 808	151 747 160	3,77%	0,16%	København
Tribona AB	2 803 335	92 588 897	38,60	SEK	103 517 883	10 928 986	1,20%	5,76%	Stockholm
Korean Reinsurance Co	1 250 000	42 640 374	10 800	KRW	92 638 350	49 997 976	1,07%	1,04%	Seoul
Sparebanken Øst	1 124 204	19 925 326	51,00	NOK	57 334 404	37 409 078	0,66%	5,42%	Oslo Børs
Hitevision AS	793 668	7 193 426	69,00	NOK	54 763 092	47 569 666	0,63%	4,18%	Unotert
Sberbank of Russia Pref	11 120 000	160 943 926	37,70	RUB	53 136 642	-107 807 284	0,62%	1,11%	Moscow
Norwegian Finans Holding ASA	2 500 000	4 901 846	20,00	NOK	50 000 000	45 098 154	0,58%	1,45%	Unotert
SBI Holdings Inc	500 000	41 625 416	1 326	JPY	41 445 124	-180 292	0,48%	0,22%	Tokyo
Raiffeisen Bank International AG	306 524	69 052 483	12,53	EUR	34 844 470	-34 208 014	0,40%	0,10%	Wien
Zoncolan ASA	730 000	4 045 513	0,56	NOK	408 800	-3 636 713	0,00%	4,90%	Oslo Axxess
Sum Bankog finans		935 210 057			1 179 093 765	243 883 708	13,65%		
Informasjonsteknologi									
Samsung Electronics Co Ltd Pref	93 660	554 401 443	1 039 000	KRW	667 769 753	113 368 310	7,73%	0,41%	Seoul
SAP SE	545 000	230 275 074	58,26	EUR	287 946 642	57 671 567	3,33%	0,04%	Frankfurt
PSI Group ASA	3 796 612	43 430 508	7,25	NOK	27 525 437	-15 905 071	0,32%	8,56%	Oslo Børs
Q-Free ASA	2 603 177	36 551 764	10,00	NOK	26 031 770	-10 519 994	0,30%	3,78%	Oslo Børs
Bang & Olufsen A/S	325 000	24 594 307	36,10	DKK	14 283 732	-10 310 575	0,17%	0,75%	København
Oter Invest AS	2 566 891	6 979 932	0,50	NOK	1 283 445	-5 696 487	0,01%	8,41%	Unotert
Sum Informasjonsteknologi		896 233 028			1 024 840 780	128 607 751	11,86%		
Telekom									
Telia Sonera AB	8 000 000	366 645 271	50,40	SEK	385 721 280	19 076 009	4,46%	0,18%	Stockholm
Kinnevik Investment AB-B	463 583	103 529 237	255,30	SEK	113 222 149	9 692 911	1,31%	0,20%	Stockholm
Sum Telekom		470 174 509			498 943 429	28 768 920	5,78%		
SUM VERDIPAPIRPORTEFØLJE 1)		6 802 502 448			8 316 704 447	1 514 201 999	96,26 %		

¹⁾ For verdi av likviditet i porteføljen pr 31.12.2014 henvises til balansen.

Tilordning av anskaffelseskost:

For SKAGEN Vekst er gjennomsnittlig anskaffelsesverdi benyttet for å finne realisererte kursgevinster/-tap ved salg av aksjer.

SKAGEN Global

Note 7. Verdipapirportefølje pr 31.12.2014 (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	1 651 517	430 513 030	56,07	USD	693 897 027	263 383 996	1,76%	0,38%	New York
Gazprom OaoADR	19 768 118	1 278 439 979	4,65	USD	688 810 406	-589 629 573	1,75%	0,17%	London Int.
Technip SA	1 088 394	600 960 756	49,41	EUR	487 741 797	-113 218 959	1,24%	0,96%	Paris
Kazmunaigas Exploration GDR	2 989 139	368 286 596	14,50	USD	324 784 680	-43 501 916	0,83%	0,71%	London Int.
Weatherford Intl Ltd	2 474 556	203 022 576	11,45	USD	212 316 719	9 294 143	0,54%	0,32%	New York
BP Plc	4 331 863	216 163 706	4,11	GBP	207 984 044	-8 179 662	0,53%	0,02%	London
Petroleo Brasileiro PrefADR	3 550 248	439 163 092	7,58	USD	201 655 151	-237 507 942	0,51%	0,13%	New York
BP Plc ADR	606 673	177 094 585	38,12	USD	173 296 177	-3 798 408	0,44%	0,00%	New York
Afren Plc	28 366 070	303 193 926	0,47	GBP	156 671 544	-146 522 382	0,40%	2,56%	London
Renewable Energy Corp ASA 09/18 6,5%	8 099 882	48 909 416	87,50	USD	53 325 183	4 199 588	0,14%		Unotert
Sum Energi		4 065 747 663			3 200 482 727	-865 481 115	8,13%		
Råvarer									
Akzo Nobel NV	2 134 491	691 824 422	57,65	EUR	1 115 934 425	424 110 003	2,83%	0,87%	Amsterdam
Koninklijke DSM NV	2 123 303	882 660 713	50,64	EUR	975 103 479	92 442 765	2,48%	1,17%	Amsterdam
Norsk Hydro ASA	17 701 455	478 451 926	42,44	NOK	751 249 750	272 797 825	1,91%	0,86%	Oslo Børs
Heidelbergcement AG	1 253 485	414 798 724	58,81	EUR	668 521 465	253 722 741	1,70%	0,67%	Frankfurt
Lundin Mining Corp	10 469 031	295 063 094	5,72	CAD	387 648 683	92 585 589	0,98%	1,46%	Toronto
Ternium SA ADR	2 503 889	374 217 240	17,64	USD	330 974 912	-43 242 328	0,84%	1,28%	New York
UPM-Kymmene Oyj	2 433 683	178 308 183	13,62	EUR	300 598 045	122 289 862	0,76%	0,46%	Helsinki
Mayr-Melnhof Karton AG	358 326	165 979 342	86,00	EUR	279 461 386	113 482 043	0,71%	1,79%	Wien
OCI Co Ltd	438 528	416 479 844	78 600	KRW	236 524 927	-179 954 917	0,60%	1,84%	Seoul
Lundin Mining Corp SDR	5 862 946	154 553 366	37,45	SEK	210 049 084	55 495 718	0,53%	0,82%	Stockholm
Sum Råvarer		4 052 336 854			5 256 066 154	1 203 729 300	13,35%		
Kapitalvarer, service og transport									
LG Corp	2 391 893	669 940 233	61 200	KRW	1 004 500 628	334 560 395	2,55%	1,39%	Seoul
Tyco International Plc	2 724 661	293 567 156	43,86	USD	895 493 679	601 926 523	2,27%	0,65%	New York
Koninklijke Philips NV	2 951 400	541 329 736	24,15	EUR	646 383 473	105 053 737	1,64%	0,32%	Amsterdam
Valmet Corp	3 202 627	219 542 329	10,22	EUR	296 826 241	77 283 912	0,75%	2,14%	Helsinki
Prosegur Cia de Seguridad Sa	6 360 714	206 436 114	4,72	EUR	272 265 681	65 829 568	0,69%	1,03%	Madrid
China Communications Services Corp Ltd	74 754 294	269 563 912	3,64	HKD	262 636 354	-6 927 558	0,67%	3,13%	Hong Kong
Autoliv Inc	276 314	94 600 067	106,12	USD	219 726 052	125 125 985	0,56%	0,31%	New York
Mosaic Co/The	377 307	114 761 272	45,65	USD	129 067 550	14 306 278	0,33%	0,11%	New York
Autoliv Inc SDR	141 095	48 971 686	837,50	SEK	113 044 520	64 072 835	0,29%	0,16%	Stockholm
Sum Kapitalvarer, service og transport		2 458 712 504			3 839 944 179	1 381 231 675	9,76%		
Inntektsavhengige forbruksvarer									
Renault SA	2 003 179	559 628 778	60,53	EUR	1 099 601 866	539 973 088	2,79%	0,68%	Paris
General Motors Co	3 450 380	492 686 674	34,91	USD	902 605 963	409 919 289	2,29%	0,21%	New York
Gap Inc/The	2 576 997	632 224 685	42,11	USD	813 168 555	180 943 870	2,07%	0,61%	New York
Toyota Industries Corp	1 745 077	311 462 843	6 210	JPY	677 432 635	365 969 792	1,72%	0,54%	Tokyo
Comcast Corp	1 530 793	185 773 851	57,56	USD	660 322 960	474 549 109	1,68%	0,37%	NASDAQ
Volvo AB	7 530 159	583 951 938	84,70	SEK	610 155 644	26 203 705	1,55%	0,47%	Stockholm
Hyundai Motor Co Pref (2pb)	518 537	146 240 482	134 000	KRW	476 805 868	330 565 386	1,21%	1,38%	Seoul
Kingfisher Plc	9 876 304	315 511 939	3,40	GBP	392 848 455	77 336 516	1,00%	0,42%	London
Tata Motors Ltd-A- DVR	8 041 456	108 530 555	335,70	INR	320 206 485	211 675 929	0,81%	1,67%	Bombay
Yamaha Motor Co Ltd	2 055 851	173 754 925	2 442	JPY	313 831 993	140 077 068	0,80%	0,59%	Tokyo
Global Mediacom Tbk PT	247 094 045	230 826 145	1 425	IDR	212 849 899	-17 976 246	0,54%	1,74%	Jakarta
Hyundai Motor Co Pref (1p)	100 435	34 943 091	126 500	KRW	87 183 169	52 240 078	0,22%	0,40%	Seoul
Sum Inntektsavhengige forbruksvarer		3 775 535 906			6 567 013 493	2 791 477 587	16,68%		

Note 7. Verdipapirportefølje pr 31.12.2014 (angitt i hele kroner)

Verdipapir	Antall	Kjøpsverdi NOK	Markedskurs	Valuta	Markedsverdi NOK	Urealisert gevinst/tap	Andel av fondet	Eierandel selskap/ aksjeklasse	Børs
Defensive konsumvarer									
Unilever NV-Cva	1 740 674	364 639 549	32,64	EUR	515 243 626	150 604 077	1,31%	0,10%	Amsterdam
Yazicilar Holding AS	3852 265	93 301 824	19,55	TRY	241 666 632	148 364 807	0,61%	2,41%	Istanbul
United Intl Enterprises	68 992	12 394 635	959,00	DKK	80 550 544	68 155 909	0,20%	1,94%	København
Sum Defensive konsumvarer		470 336 008			837 460 801	367 124 793	2,13%		
Medisin									
Roche Holding AG - Genusschein	507 608	498 365 082	269,90	CHF	1 033 320 738	534 955 656	2,63%	0,07%	Zürich
Sanofi	992 732	618 471 425	75,66	EUR	681 150 992	62 679 568	1,73%	0,07%	Paris
Teva Pharmaceutical - Sp ADR	1 119 331	246 785 828	57,51	USD	482 373 367	235 587 539	1,23%	0,13%	NASDAQ
Varian Medical Systems Inc	725 582	370 970 224	86,51	USD	470 364 172	99 393 949	1,19%	0,72%	New York
Sum Medisin		1 734 592 558			2 667 209 270	932 616 712	6,78%		
Bank og finans									
Citigroup Inc	6 753 367	1 546 438 724	54,11	USD	2 738 289 160	1 191 850 436	6,96%	0,22%	New York
American International Group Inc	3 982 321	969 281 286	56,01	USD	1 671 411 009	702 129 723	4,25%	0,28%	New York
Nordea Bank AB	12 756 133	896 126 469	90,90	SEK	1 109 266 756	213 140 288	2,82%	0,31%	Stockholm
Goldman Sachs Group Inc	530 136	471 979 212	193,83	USD	769 998 208	298 018 996	1,96%	0,12%	New York
State Bank of India	19 860 330	483 504 276	311,85	INR	734 642 2925	251 138 649	1,87%	0,27%	National India
NN Group NV	2 795 661	494 945 042	24,84	EUR	629 895 556	134 950 515	1,60%	0,80%	Amsterdam
Cheung Kong Holdings Ltd	4 476 098	358 395 916	130,30	HKD	562 938 972	204 543 056	1,43%	0,19%	Hong Kong
Storebrand ASA	13 799 450	478 370 596	29,20	NOK	402 943 940	-75 426 656	1,02%	3,07%	Oslo Børs
Banco Do Estado Rio Grande Do Sul SA Pref	7 443 113	174 662 409	14,50	BRL	304 672 666	130 010 256	0,77%	1,82%	Sao Paulo
Raiffeisen Bank International AG	2 457 057	390 676 559	12,53	EUR	279 308 791	-111 367 767	0,71%	0,84%	Wien
EFG - Hermes Holding SAE	16 691 224	206 618 222	15,41	EGP	269 390 739	62 772 516	0,68%	2,91%	Cairo
Talanx AG	991 833	156 373 761	25,27	EUR	227 294 450	70 920 689	0,58%	0,39%	Frankfurt
State Bank Of India GDR	593 476	108 798 291	49,35	USD	219 468 270	110 669 978	0,56%	0,08%	National India
Irsa Sa ADR	1 819 371	151 247 564	15,37	USD	209 544 640	58 297 076	0,53%	3,14%	New York
Sum Bank og finans		6 887 418 327			10 129 066 082	3 241 647 756	25,73%		
Informasjonsteknologi									
Samsung Electronics Co Ltd Pref	357 352	865 540 247	1 039 000	KRW	2 547 820 380	1 682 280 133	6,47%	1,57%	Seoul
Microsoft Corp	2 466 146	392 164 496	46,45	USD	858 392 519	466 228 023	2,18%	0,03%	NASDAQ
Lenovo Group Ltd	49 790 000	374 238 892	10,20	HKD	490 184 542	115 945 650	1,25%	0,45%	Hong Kong
Samsung Electronics Co Ltd Pref GDR	65 631	66 326 284	469,90	USD	231 097 841	164 771 557	0,59%	0,14%	London Int.
Google Inc CLASS C	50 875	88 964 837	526,40	USD	200 678 906	111 714 069	0,51%	0,01%	NASDAQ
Google Inc CLASS A	45 315	79 242 095	530,66	USD	180 193 765	100 951 670	0,46%	0,02%	NASDAQ
Sum Informasjonsteknologi		1 866 476 851			4 508 367 953	2 641 891 102	11,45%		
Telekom									
China Unicom Hong Kong Ltd	52 793 796	461 481 299	10,40	HKD	529 948 348	68 467 049	1,35%	0,22%	Hong Kong
First Pacific Co Ltd	44 528 923	281 363 823	7,69	HKD	330 510 944	49 147 120	0,84%	1,04%	Hong Kong
Vimpelcom Ltd-Spon ADR	10 271 594	752 761 524	4,17	USD	321 348 108	-431 413 416	0,82%	0,58%	New York
China Unicom Hong Kong Ltd ADR	2 029 203	187 115 396	13,45	USD	204 516 900	17 401 504	0,52%	0,08%	New York
Indosat Tbk PT	65 422 055	226 137 562	4 050	IDR	160 167 911	-65 969 651	0,41%	1,20%	Indonesia
Global Telecom Holding	38 328 039	100 420 322	3,97	EGP	159 367 200	58 946 878	0,40%	0,73%	Cairo
Global Telecom Holding GDR	3 499 613	48 958 233	2,85	USD	74 738 831	25 780 598	0,19%	0,33%	London Int.
Sum Telekom		2 058 238 159			1 780 598 242	-277 639 917	4,52%		
SUM VERDIPAPIRPORTEFØLJE ¹⁾		27 369 394 829			38 786 208 900	11 416 597 893	98,53%		

¹⁾ For verdi av likviditet i porteføljen pr 31.12.2014 henvises til balansen.

Tilordning av anskaffelseskost:

For SKAGEN Global er gjennomsnittlig anskaffelsesverdi benyttet for å finne realiserte kursgevinster/-tap ved salg av aksjer.

SKAGEN Kon-Tiki

Note 7. Verdipapirportefølje pr 31.12.2014 (angitt i hele kroner)

Verdipapir	Antall	Kjøpsverdi NOK	Markedskurs	Valuta	Markedsverdi NOK	Urealisert gevinst/tap	Andel av fondet	Eierandel selskap/ aksjeklasse	Børs
Energi									
Tullow Oil Plc	8 461 624	793 316 634	4,14	GBP	409 131 232	-384 185 402	0,79%	0,93%	London
GCL-PolyEnergy Holdings Ltd	224 088 000	368 096 213	1,80	HKD	389 321 528	21 225 314	0,75%	1,45%	Hong Kong
Rec Silicon ASA	83 201 594	133 426 462	1,78	NOK	148 431 644	15 005 182	0,29%	3,60%	Oslo Børs
Archer Ltd	25 327 048	405 547 179	4,04	NOK	102 321 274	-303 225 905	0,20%	4,37%	Oslo Børs
Deep Sea Supply Plc	17 250 931	170 959 211	5,29	NOK	91 257 425	-79 701 786	0,18%	6,60%	Oslo Børs
Afren Plc	13 923 928	172 410 936	0,47	GBP	76 904 671	-95 506 265	0,15%	1,26%	London
Siem Offshore Inc	10 977 629	94 336 405	4,04	NOK	44 349 621	-49 986 784	0,09%	2,82%	Oslo Børs
Sum Energi		2 138 093 041			1 261 717 395	-876 375 646	2,44%		
Råvarer									
Vale Sa Spons pref ADR	13 322 805	1 305 068 975	7,26	USD	724 792 539	-580 276 436	1,40%	0,66%	New York
Hindalco Industries Ltd	27 731 830	462 262 844	157,55	INR	518 252 050	55 989 206	1,00%	1,34%	National India
UPL Ltd	10 294 488	191 091 002	346,55	INR	423 169 878	232 078 876	0,82%	2,40%	National India
OCI Co Ltd	600 000	455 623 270	78 600	KRW	323 616 636	-132 006 634	0,63%	2,52%	Seoul
LG Chem Ltd Pref	259 179	178 914 878	141 000	KRW	250 770 222	71 855 344	0,48%	3,40%	Seoul
Asia Cement China Holdings	48 551 500	178 471 440	4,53	HKD	212 284 442	33 813 003	0,41%	3,10%	Hong Kong
Exaro Resources Ltd	1 190 609	152 088 408	103,50	ZAR	79 870 249	-72 218 159	0,15%	0,33%	Johannesburg
Vale SA - Pref A	1 231 900	210 807 094	19,23	BRL	66 875 281	-143 931 813	0,13%	0,06%	Sao Paulo
Drdgold Ltd ADR	3 724 701	206 449 868	1,54	USD	42 982 687	-163 467 181	0,08%	9,66%	NASDAQ
Sum Råvarer		3 340 777 777			2 642 613 983	-698 163 794	5,11%		
Kapitalvarer, service og transport									
ABB Ltd	8 530 512	808 037 174	165,90	SEK	1 353 862 503	545 825 329	2,62%	0,37%	Stockholm
AP Moeller - Maersk A/S	85 000	684 517 721	12 370	DKK	1 280 087 803	595 570 082	2,48%	0,77%	København
Hitachi Ltd	12 195 000	591 389 122	900,70	JPY	686 628 598	95 239 475	1,33%	0,25%	Tokyo
AirAsia Bhd	108 497 800	414 918 483	2,72	MYR	631 514 483	216 596 000	1,22%	3,90%	Kuala Lumpur
CNH Industrial NV	9 338 348	567 834 249	8,06	USD	564 009 628	-3 824 621	1,09%	0,69%	New York
Bidvest Group Ltd	2 800 000	326 109 945	303,88	ZAR	551 487 502	225 377 557	1,07%	0,83%	Johannesburg
Frontline 2012 Ltd	12 706 335	342 811 850	40,00	NOK	508 253 400	165 441 550	0,98%	5,10%	Unotert
OCI NV	1 825 927	455 606 325	28,89	EUR	478 383 275	22 776 951	0,93%	0,89%	Amsterdam
Golar LNG Ltd	1 290 000	469 487 359	36,47	USD	352 538 779	-116 948 580	0,68%	1,38%	NASDAQ
Enka Insaat Ve Sanayi AS	20 782 815	217 527 820	5,28	TRY	352 121 113	134 593 294	0,68%	0,58%	Istanbul
Harbin Electric Company Ltd	65 244 000	589 466 555	4,85	HKD	305 421 518	-284 045 038	0,59%	4,74%	Hong Kong
Empresas ICA S.A.B	32 729 853	448 728 916	18,01	MXN	299 821 801	-148 907 114	0,58%	5,39%	Mexico
Norwegian Air Shuttle ASA	1 048 248	98 310 917	276,20	NOK	289 526 098	191 215 180	0,56%	2,98%	Oslo Børs
Aveng Ltd	21 017 094	617 358 060	17,40	ZAR	237 026 793	-380 331 268	0,46%	5,04%	Johannesburg
LG Corp Pref	808 430	118 266 161	41 200	KRW	228 558 133	110 291 972	0,44%	24,39%	Seoul
Kerry Logistics Network Ltd	16 905 000	170 209 837	12,30	HKD	200 695 484	30 485 647	0,39%	1,00%	Hong Kong
Yingli Green Energy Holding Co Ltd ADR	7 987 390	176 558 029	2,35	USD	140 654 676	-35 903 353	0,27%	4,39%	New York
Golden Ocean Group Ltd	22 086 808	96 408 028	4,74	NOK	104 691 470	8 283 442	0,20%	4,94%	Oslo Børs
Euronav SA	810 247	73 259 695	10,37	EUR	76 197 588	2 937 893	0,15%	0,67%	Brussel
Knightsbridge Shipping Ltd	699 512	25 959 197	4,53	USD	23 745 143	-2 214 053	0,05%	0,87%	NASDAQ
Kuribayashi Steamship Co Ltd	288 000	5 769 611	318,00	JPY	5 725 053	-44 558	0,01%	2,26%	Tokyo
Sum Kapitalvarer, service og transport		7 298 535 053			8 670 950 840	1 372 415 786	16,77%		
Inntektsavhengige forbruksvarer									
Great Wall Motor Co Ltd	60 000 000	108 837 095	44,10	HKD	2 553 919 200	2 445 082 105	4,94%	2,19%	Hong Kong
Hyundai Motor Co Pref (2pb)	2 351 443	375 433 804	134 000	KRW	2 162 202 159	1 786 768 356	4,18%	6,25%	Seoul
Hyundai Motor Co Pref (1p)	2 234 715	358 957 639	126 500	KRW	1 939 856 982	1 580 899 343	3,75%	8,90%	Seoul
Mahindra & Mahindra Ltd GDR	8 172 262	190 397 984	19,65	USD	1 203 334 195	1 012 936 211	2,33%	1,32%	London Int.
Naspers Ltd	1 000 919	292 956 091	1 515	ZAR	982 927 509	689 971 418	1,90%	0,24%	Johannesburg
LG Electronics Inc Pref	3 050 000	823 954 276	26 950	KRW	564 047 465	-259 906 812	1,09%	1,86%	Seoul
Mahindra & Mahindra Ltd	3 103 503	250 705 735	1 234	INR	454 432 899	203 727 165	0,88%	0,50%	National India
Apollo Tyres Ltd	13 981 313	108 625 299	223,20	INR	370 157 233	261 531 934	0,72%	2,75%	National India
DRB-Hicom Bhd	88 408 800	365 449 189	1,75	MYR	331 075 484	-34 373 705	0,64%	4,57%	Kuala Lumpur
Hengdeli Holdings Ltd	162 184 800	256 019 436	1,45	HKD	226 984 115	-29 035 321	0,44%	3,38%	Hong Kong
MRV Engenharia	8 095 400	172 460 675	7,50	BRL	171 399 856	-1 060 819	0,33%	1,80%	Sao Paulo
Rocket Internet AG	185 000	63 982 273	51,39	EUR	86 217 491	22 235 218	0,17%	0,12%	Frankfurt
Sum Inntektsavhengige forbruksvarer		3 367 779 497			11 046 554 589	7 678 775 092	21,36%		
Defensive konsumvarer									
Heineken NV	2 175 257	724 066 218	58,95	EUR	1 162 892 099	438 825 881	2,25%	0,38%	Amsterdam
Distribuidora Internacional de Alimentacion SA	17 835 135	665 038 017	5,63	EUR	910 119 357	245 081 341	1,76%	2,74%	Madrid
Casino Guichard Perrachon SA	1 223 074	967 747 904	76,46	EUR	848 070 708	-119 677 196	1,64%	1,08%	Paris
Cosan Ltd	12 991 033	786 886 457	7,75	USD	754 443 655	-32 442 802	1,46%	7,45%	New York
Marfrig Global Foods SA	33 457 200	525 978 738	6,10	BRL	576 143 021	50 164 283	1,11%	6,42%	Sao Paulo
Yazicilar Holding AS	8 837 139	222 039 654	19,55	TRY	554 385 956	332 346 303	1,07%	5,52%	Istanbul
Familymart Co Ltd	1 776 500	491 160 934	4 550	JPY	505 285 143	14 124 209	0,98%	1,82%	Tokyo
X5 Retail Group NV GDR	4 990 306	506 265 525	12,20	USD	456 213 812	-50 051 713	0,88%	1,84%	London Int.
Shiseido Co Ltd	4 166 700	448 243 597	1 693	JPY	440 970 067	-7 273 529	0,85%	1,04%	Tokyo
Massmart Holdings Ltd	4 189 594	319 448 699	142,80	ZAR	387 771 308	68 322 609	0,75%	1,93%	Johannesburg
Kulim Malaysia BHD	50 827 600	160 451 024	3,00	MYR	326 297 944	165 846 920	0,63%	3,83%	Kuala Lumpur
PZ Cussons Plc	7 625 746	127 930 872	3,06	GBP	272 594 599	144 663 727	0,53%	1,78%	London
Cia Cervecerias Unidas SAADR	1 538 270	280 090 167	18,55	USD	213 824 717	-66 265 450	0,41%	0,83%	New York
East African Breweries Ltd	5 774 866	88 566 475	310,00	KES	148 139 750	59 573 275	0,29%	0,73%	Nairobi
Podravka Prehrambena Ind DD	406 584	111 935 175	293,47	HRK	141 341 159	29 405 984	0,27%	7,50%	Zagreb
Pivovarna Lasko	499 286	138 711 783	23,50	EUR	106 405 061	-32 306 721	0,21%	5,71%	Ljubljana
United Intl Enterprises	39 581	7 476 358	959,00	DKK	46 212 185	38 735 827	0,09%	1,11%	København
Kulim Malaysia BHD Warrants	8 437 550	-	0,70	MYR	12 638 859	12 638 859	0,02%	5,40%	Kuala Lumpur
Sum Defensive konsumvarer		6 572 037 596			7 863 749 401	1 291 711 805	15,21%		

Note 7. Verdipapirportefølje pr 31.12.2014 (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	8936 510	970 296 171	3 535	HUF	905 480 303	-64 815 868	1,75%	4,79%	Budapest
China Shineway Pharmaceutical	36934 000	280 297 726	11,78	HKD	419 941 648	139 643 922	0,81%	4,47%	Hong Kong
Eis Eczacibasi Ilac Ve Sanayi	19 410 554	133 038 236	2,32	TRY	144 503 940	11 465 704	0,28%	3,54%	Istanbul
Supermax Corp BHD	30 573 600	117 547 743	1,68	MYR	109 913 070	-7 634 672	0,21%	4,52%	Kuala Lumpur
Eczacibasi Yatirim Holding	3 362 732	39 931 421	6,36	TRY	68 628 285	28 696 863	0,13%	4,80%	Istanbul
Sum Medisin		1 541 111 298			1 648 467 246	107 355 948	3,19%		
Bank og finans									
State Bank of India	55 690 910	1 265 479 187	311,85	INR	2 060 032 890	794 553 704	3,98%	0,75%	National India
Haci Omer Sabanci Holding AS	45 791 436	927 447 130	10,15	TRY	1 491 434 131	563 987 001	2,88%	2,24%	Istanbul
Banco Do Estado Rio Grande Do Sul SA Pref	20 354 500	482 469 437	14,50	BRL	833 180 926	350 711 489	1,61%	4,98%	Sao Paulo
SBI Holdings Inc	7 759 600	603 587 207	1 326	JPY	643 195 176	39 607 969	1,24%	3,46%	Tokyo
Raiffeisen Bank International AG	4 062 472	797 112 935	12,53	EUR	461 806 195	-335 306 740	0,89%	1,39%	Wien
JSE Ltd	5 864 519	226 705 132	121,00	ZAR	459 931 647	233 226 515	0,89%	6,75%	Johannesburg
Moscow Exchange MICEX-RTS OAO	54 263 060	578 348 220	59,06	RUB	406 205 399	-172 142 821	0,79%	2,38%	Moscow
Korean Reinsurance Co	4 860 366	182 224 831	10 800	KRW	360 205 029	177 980 198	0,70%	4,04%	Seoul
Kiatnakin Bank Plc	37 429 463	334 353 001	39,50	THB	336 646 205	2 293 204	0,65%	4,44%	Bangkok
Kiwoom Securities Co Ltd	1 043 205	190 647 588	46 100	KRW	330 010 401	139 362 813	0,64%	4,72%	Seoul
EFG-Hermes Holding SAE	17 939 257	353 506 506	15,41	EGP	289 533 571	-63 972 934	0,56%	3,13%	Cairo
Ghana Commercial Bank Ltd	18 001 604	88 821 180	5,30	GHS	221 957 662	133 136 482	0,43%	6,79%	Ghana
Dragon Capital - Vietnam Enterprise Investments Ltd	9 000 000	111 228 888	2,74	USD	184 788 310	73 559 422	0,36%	5,18%	Dublin
Value Partners Group Ltd	28 597 000	109 612 508	6,52	HKD	179 963 895	70 351 387	0,35%	1,56%	Hong Kong
Diamond Bank Plc	71 897 194	153 448 758	5,58	NGN	164 486 401	11 037 643	0,32%	4,97%	Lagos
Nordnet AB	5 007 907	69 538 630	28,20	SEK	135 100 961	65 562 331	0,26%	2,86%	Stockholm
VinaCapital Vietnam Opportunity Fund Ltd	4 062 000	44 474 421	2,50	USD	76 095 916	31 621 496	0,15%	1,79%	London
Norfinance AS	341 141	34 114 100	111,30	NOK	37 968 993	3 854 893	0,07%	9,89%	Unotert
Trimegah Securities Tbk PT	700 000 000	67 131 002	68,00	IDR	28 774 200	-38 356 802	0,06%	9,85%	Jakarta
Norfinance AS konvertibel obligasjon	21 272 400	21 272 400	111,30	NOK	23 676 181	2 403 781	0,05%		Unotert
EFG-Hermes Holding GDR	202 863	8 188 185	4,00	USD	6 080 570	-2 107 616	0,01%	0,07%	London Int.
Sum Bank og finans		6 649 711 247			8 731 074 660	2 081 363 413	16,88%		
Informasjonsteknologi									
Samsung Electronics Co Ltd Pref	354 632	876 146 203	1 039 000	KRW	2 528 427 537	1 652 281 333	4,89%	1,55%	Seoul
Samsung Electronics Co Ltd Pref GDR	388 277	382 056 196	469,90	USD	1 367 188 927	985 132 731	2,64%	0,85%	London Int.
Lenovo Group Ltd	98 150 000	563 091 969	10,20	HKD	966 290 676	403 198 707	1,87%	0,88%	Hong Kong
Tech Mahindra Ltd	2 529 440	408 241 341	2 594	INR	778 149 600	369 908 259	1,50%	1,07%	National India
Skyworth Digital Holdings Ltd	32 870 181	95 989 642	4,22	HKD	133 884 981	37 895 339	0,26%	1,16%	Hong Kong
Sum Informasjonsteknologi		2 325 525 351			5 773 941 720	3 448 416 369	11,17%		
Telekom									
Bharti Airtel Ltd	40 609 668	1 548 255 180	352,70	INR	1 698 943 711	150 688 531	3,29%	1,02%	National India
Kinnevik Investment AB-B	2 624 324	458 112 107	255,30	SEK	640 945 854	182 833 748	1,24%	1,11%	Stockholm
Indosat Tbk PT	206 683 750	557 400 537	4 050	IDR	506 008 324	-51 392 213	0,98%	3,80%	Indonesia
Sistema Jscf GDR	2 757 256	220 118 140	5,21	USD	107 645 588	-112 472 552	0,21%	0,57%	London Int.
Sistema Jscf	71 610 460	487 565 204	11,40	RUB	103 473 534	-384 091 670	0,20%	0,74%	Moscow
Sum Telekom		3 271 451 168			3 057 017 012	-214 434 156	5,91%		
SUM VERDIPAPIRPORTEFØLJE ¹⁾		36 505 022 028			50 696 086 847	14 191 064 818	98,04%		

¹⁾ For verdi av likviditet i porteføljen pr 31.12.2014 henvises til balansen.

Tilordning av anskaffelseskost:

For SKAGEN Kon-Tiki er gjennomsnittlig anskaffelsesverdi benyttet for å finne realiserste kursgevinster/-tap ved salg av aksjer.

SKAGEN Balanse 60/40

Note 7. Verdipapirportefølje pr 31.12.2014 (angitt i hele kroner)

Verdipapir	Antall	Kjøpsverdi NOK	Markedskurs	Valuta	Markedsverdi NOK	Urealisert gevinst/tap	Andel av fondet
Aksjefond							
SKAGEN Global	71 083	75 524 626	1 268,80	NOK	90 189 933	14 665 307	30,09%
SKAGEN Kon-Tiki	65 477	39 418 772	693,27	NOK	45 393 532	5 974 761	15,15%
SKAGEN Vekst	24 150	37 917 583	1 847,77	NOK	44 623 991	6 706 408	14,89%
Sum aksjefond		152 860 981			180 207 456	27 346 476	60,13%
Rentefond							
SKAGEN Høyrente Institusjon	442 303	44 171 894	99,66	NOK	44 079 526	-92 368	14,71 %
SKAGEN Høyrente	435 577	44 067 096	100,96	NOK	43 975 946	-91 150	14,67 %
Sum rentefond		88 238 990			88 055 472	-183 518	29,38 %
Obligasjonsfond							
SKAGEN Avkastning	206 747	28 400 979	141,88	NOK	29 333 508	932 528	9,79 %
Sum obligasjonsfond		28 400 979			29 333 508	932 528	9,79 %
SUM VERDIPAPIRPORTEFØLJE ¹⁾		269 500 950			297 596 435	28 095 486	99,30 %

¹⁾ For verdi av likviditet i porteføljen pr 31.12.2014 henvises til balansen.
Underliggende fond prises alle norske bankdager av forvaltningselskapet SKAGEN AS. Kurser er tilgjengelige på hjemmesiden www.skagenfondene.no og publiseres i relevante aviser.

Tilordning av anskaffelseskost:
For SKAGEN Balanse 60/40 benyttes FIFO-prinsippet ved beregning av realisert kursgevinst/-tap ved salg.

SKAGEN Tellus

Note 7. Verdipapirportefølje pr 31.12.2014 (angitt i hele kroner)

Verdipapir	Forfallsdato	Kupong	Valuta	Pålydende NOK	Kostpris NOK	Effektiv rente ³⁾	Durasjon ²⁾	Markeds-kurs	Påløpt rente NOK	Markeds-verdi NOK	Markedsverdi inkl påløpt rente NOK	Urealisert gevinst/tap NOK	Andel av fondet	Risiko-klasse ⁴⁾
RENTEPAPIRER MED FAST RENTE														
Obligasjon utstedt av overnasjonal organisasjon														
European Bank Recon & Dev	28.05.2015	5,00	INR	445 000 000	46 285 308	7,48	0,38	11,79	1 569 065	52 462 236	54 031 301	6 176 928	4,73%	1
European Bank Recon & Dev	17.06.2015	0,50	CNY	43 000 000	41 462 381	1,27	0,45	119,79	140 027	51 509 317	51 649 344	10 046 936	4,52%	1
European Bank Recon & Dev	03.03.2016	6,00	INR	170 000 000	19 002 462	5,44	1,08	11,89	394 456	20 215 170	20 609 626	1 212 708	1,80%	1
Utenlandske statsobligasjoner														
US Government	31.08.2016	0,50	USD	22 650 000	146 168 671	0,55	1,65	748,96	281 340	169 640 300	169 921 640	23 471 629	14,86%	3
US Government	01.06.2015	0,25	USD	21 800 000	140 993 920	-0,07	0,42	749,90	34 781	163 478 304	163 513 085	22 484 384	14,30%	3
Italian Government	02.02.2037	4,00	EUR	8 865 000	76 369 194	3,75	14,27	1 048,66	1 328 249	92 963 631	94 291 881	16 594 438	8,25%	2
Portuguese Government	15.04.2021	3,85	EUR	8 750 000	70 906 608	2,92	5,42	1 008,05	2 176 177	88 204 727	90 380 904	17 298 119	7,90%	2
Slovenia Government	30.03.2026	5,12	EUR	7 200 000	59 705 264	2,32	8,67	1 154,90	2 530 391	83 152 724	85 683 115	23 447 460	7,49%	2
Turkish Government	08.03.2023	7,10	TRY	22 250 000	58 316 033	9,52	5,53	303,95	1 456 354	67 627 834	69 084 188	9 311 800	6,04%	3
Lithuanian Government	01.02.2022	6,62	USD	5 500 000	42 570 423	3,35	5,59	908,98	1 137 676	49 993 743	51 131 419	7 423 320	4,47%	2
Brazilian Government	10.01.2028	10,25	BRL	16 400 000	46 094 862	9,56	6,68	288,79	2 254 095	47 362 036	49 616 131	1 267 174	4,34%	3
Peruvian Government	12.08.2037	6,90	PEN	18 000 000	41 062 696	6,73	10,90	262,94	1 194 018	47 329 856	48 523 874	6 267 160	4,24%	3
Croatia Government International Bond	26.01.2024	6,00	USD	5 750 000	40 953 433	4,86	6,73	810,04	1 113 089	46 577 370	47 690 458	5 623 937	4,17%	2
Chilean Government	05.08.2020	5,50	CLP	3 410 000 000	41 787 401	4,88	4,58	1,31	938 757	44 598 767	45 537 524	2 811 367	3,98%	3
Colombian Government	14.04.2021	7,75	COP	11 800 000 000	42 537 792	5,21	4,79	0,34	2063 150	40 469 784	42 532 934	-2 068 008	3,72%	3
Mexican Government	20.11.2036	10,00	MXN	40 000 000	24 368 325	6,57	10,35	71,74	62 166	28 694 896	28 757 062	4 326 571	2,51%	3
SUM VERDIPAPIRPORTEFØLJE ¹⁾					938 584 773			18 673 790	1 094 280 694	1 112 954 485	155 695 922	97,33%		

Nøkkeltall portefølje		
Effektivrente	Klasse A 3,49 %	Klasse B 3,49 %
Effektivrente til kunder ¹⁾	2,69 %	3,04 %
Durasjon ²⁾	4,86	4,86

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.

Alle rentepapirene er omsatt i et telefonbasert internasjonalt marked.

Andelskurs pr 31.12.2014 andelsklasse A 134,3725
Andelskurs pr 31.12.2014 andelsklasse B 134,6566

Kr 26.001.797,- er besluttet utdelt til andelseierne i andelsklasse A og kr 413.312,- er besluttet utdelt til andelseierne i andelsklasse B.
Dette vil medføre en reduksjon i andelskurs tilsvarende utbetalt pr andel på utbetalingstidspunktet.

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

⁵⁾ For verdi av likviditet i porteføljen pr 31.12.14 henvises til balansen.

Tilordning av anskaffelseskost:
For SKAGEN Tellus benyttes FIFO-prinsippet ved beregning av realisert kursgevinst/-tap ved salg.

SKAGEN Avkastning

Note 7. Verdpapirportefølje pr 31.12.2014 (angitt i hele kroner)

Verdpapir	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															
Bank 1 Oslo Akershus AS	15.02.2016	2,40	NOK	16.02.2015	50 000 000	50 149 500	1,86	0,13	100,55	146 667	50 274 805	50 421 472	125 305	2,89%	
Kredittforeningen for Sparebanker	29.09.2017	2,01	NOK	02.01.2015	50 000 000	49 910 300	2,60	-0,01	99,71	254 042	49 854 715	50 108 757	-55 584	2,86%	5
Sparebanken Sør	16.09.2015	2,49	NOK	18.03.2015	49 000 000	48 497 106	1,58	0,21	100,57	47 448	49 279 686	49 327 134	782 580	2,83%	5
Sparebank 1 Buskerud-Vestfold	25.09.2015	2,75	NOK	25.03.2015	47 000 000	47 508 750	1,53	0,23	100,78	7 181	47 367 067	47 374 248	-141 683	2,72%	5
Sparebank 1 Nord-Norge	25.01.2016	2,75	NOK	26.01.2015	46 000 000	46 611 800	1,97	0,07	100,96	228 403	46 439 542	46 667 945	-172 258	2,68%	5
Helgeland Sparebank	25.08.2016	3,05	NOK	25.02.2015	40 000 000	40 900 600	1,91	0,16	101,86	122 000	40 742 623	40 864 623	-157 977	2,35%	5
Totens Sparebank	23.11.2015	2,92	NOK	23.02.2015	40 000 000	40 116 450	1,81	0,15	100,91	120 044	40 363 772	40 483 816	247 322	2,32%	5
Kredittforeningen for Sparebanker	08.03.2016	2,50	NOK	09.03.2015	40 000 000	40 200 500	1,83	0,18	100,72	63 889	40 289 868	40 353 757	89 368	2,32%	5
BN Bank ASA	07.03.2016	2,40	NOK	09.03.2015	40 000 000	40 015 600	1,83	0,18	100,60	61 333	40 241 877	40 303 211	226 277	2,31%	5
Sparebank 1 Nord-Norge	17.08.2016	2,99	NOK	17.02.2015	35 000 000	35 623 000	1,96	0,14	101,67	127 906	35 585 859	35 713 765	-37 141	2,05%	5
Totens Sparebank	08.06.2015	2,87	NOK	09.03.2015	35 000 000	35 418 500	1,69	0,18	100,46	64 176	35 162 096	35 226 273	-256 404	2,02%	5
Sparebank 1 SMN	23.03.2015	2,40	NOK	23.03.2015	34 000 000	34 201 150	1,48	0,22	100,17	18 133	34 057 014	34 075 148	-144 136	1,96%	5
Helgeland Sparebank	15.03.2017	3,17	NOK	16.03.2015	33 000 000	34 119 150	1,90	0,23	103,02	46 493	33 996 706	34 043 200	-122 444	1,95%	5
Sparebank 1 Buskerud-Vestfold	11.03.2016	2,30	NOK	11.03.2015	30 000 000	30 057 000	1,73	0,19	100,58	38 333	30 174 818	30 213 151	117 818	1,73%	5
Sparebank 1 Østfold Akershus	27.06.2016	2,14	NOK	27.03.2015	30 000 000	29 997 000	1,80	0,23	100,48	3 567	30 143 904	30 147 471	146 904	1,73%	5
Skandiabanken	16.01.2015	2,13	NOK	16.01.2015	30 000 000	29 995 500	1,82	0,04	100,01	134 900	30 004 110	30 139 010	8 610	1,73%	5
Fana Sparebank	09.05.2017	2,01	NOK	09.02.2015	30 000 000	30 093 000	2,30	0,10	99,90	85 425	29 970 059	30 055 484	-122 941	1,72%	5
Sparebank 1 Telemark	09.09.2016	3,01	NOK	09.03.2015	27 000 000	27 688 500	1,84	0,19	102,00	49 665	27 540 381	27 590 046	-148 119	1,58%	5
Sparebank 1 Søre Sunnmøre	15.09.2015	2,57	NOK	16.03.2015	24 500 000	24 759 300	1,64	0,20	100,60	27 984	24 645 825	24 673 810	-113 475	1,42%	5
Sparebank 1 SMN	15.03.2017	3,39	NOK	18.03.2015	20 000 000	20 787 000	1,89	0,23	103,46	26 367	20 692 990	20 719 357	-94 010	1,19%	5
Bank 1 Oslo Akershus AS	16.09.2016	2,96	NOK	16.03.2015	20 000 000	20 465 200	1,80	0,21	102,09	24 667	20 417 899	20 442 566	-47 301	1,17%	5
Sparebank 1 Østfold Akershus	15.05.2017	2,57	NOK	16.02.2015	20 000 000	20 086 000	2,26	0,13	101,04	62 822	20 207 892	20 270 714	121 892	1,16%	5
Sparebank 1 SMN	16.03.2016	2,52	NOK	18.03.2015	20 000 000	20 221 200	1,68	0,21	100,97	19 600	20 193 895	20 213 495	-27 305	1,16%	5
Fana Sparebank	20.05.2015	3,05	NOK	20.02.2015	20 000 000	20 108 000	1,80	0,14	100,45	69 472	20 090 670	20 160 142	-17 330	1,16%	5
Sparebank 1 Nordvest	30.05.2017	2,07	NOK	27.02.2015	20 000 000	20 006 000	2,20	0,15	99,99	37 950	19 997 444	20 035 394	-8 556	1,15%	5
Sparebanken Sør	05.09.2016	3,04	NOK	05.03.2015	15 000 000	15 355 200	1,87	0,18	101,92	32 933	15 287 785	15 320 718	-67 415	0,88%	5
Sparebank 1 Nordvest	13.04.2015	2,87	NOK	13.01.2015	15 000 000	15 202 500	2,00	0,04	100,30	94 471	15 044 392	15 138 863	-158 108	0,86%	5
Sparebank 1 Nord-Norge	19.02.2015	2,40	NOK	19.02.2015	15 000 000	14 880 600	1,66	0,13	100,09	42 000	15 013 655	15 055 655	133 055	0,86%	5
Sparebanken Møre	05.12.2016	2,74	NOK	05.03.2015	12 000 000	12 022 400	1,92	0,18	101,57	23 747	12 188 577	12 212 323	166 177	0,70%	5
Kredittforeningen for Sparebanker	01.10.2015	2,75	NOK	02.01.2015	11 000 000	11 103 700	2,09	0,01	100,65	76 465	11 071 547	11 148 013	-32 153	0,64%	5
BN Bank ASA	15.03.2017	3,24	NOK	18.03.2015	10 000 000	10 308 000	2,01	0,23	102,94	12 600	10 294 340	10 306 940	-13 660	0,59%	5
Pareto Bank ASA	09.01.2017	3,48	NOK	09.01.2015	10 000 000	10 129 000	2,69	0,04	102,45	80 233	10 245 278	10 325 511	116 278	0,59%	5
Sparebank 1 Østfold Akershus	20.09.2016	2,70	NOK	20.03.2015	10 000 000	10 152 000	1,91	0,22	101,46	6 750	10 146 330	10 153 080	-5 670	0,58%	5
Sparebanken Sør	18.02.2015	2,94	NOK	18.02.2015	10 000 000	10 039 000	1,66	0,13	100,16	35 117	10 016 206	10 051 323	-22 794	0,58%	5
Sparebanken Narvik	09.02.2015	2,48	NOK	09.02.2015	5 500 000	5 519 250	1,80	0,11	100,07	19 323	5 503 820	5 523 143	-15 430	0,32%	5
Sparebank 1 Søre Sunnmøre	21.08.2017	3,42	NOK	23.02.2015	5 000 000	5 198 200	2,26	0,17	103,38	19 000	5 168 828	5 187 828	-29 372	0,30%	5
Sparebank 1 Nordvest	29.06.2016	2,73	NOK	30.03.2015	5 000 000	5 069 250	1,77	0,24	101,37	7 58	5 068 294	5 069 052	-956	0,29%	5
Sparebanken Sør	09.05.2016	2,66	NOK	09.02.2015	5 000 000	5 068 700	1,95	0,11	101,08	18 842	5 054 007	5 072 849	-14 693	0,29%	5
Sparebank 1 Nord-Norge	12.10.2015	2,64	NOK	12.01.2015	2 000 000	1 986 400	1,98	0,03	100,64	11 587	2 012 741	2 024 328	26 341	0,12%	5

RENTEPAPIRER MED FAST RENTE															
Utenlandske statsobligasjoner															
Slovenia Government	30.03.2026	5,12	EUR		9 000 000	78 685 797	2,32	8,67	1 154,90	3 162 989	103 940 905	107 103 894	25 255 108	6,15%	2
Portugese Government	15.02.2024	5,65	EUR		8 000 000	71 368 460	2,67	7,10	1 124,20	3 582 459	89 936 112	93 518 571	18 567 652	5,37%	2
Mexican Government	20.11.2036	10,00	MXN		100 000 000	60 297 314	6,57	10,35	71,74	155 416	71 737 240	71 892 656	11 439 926	4,13%	3
Lithuanian Government	22.01.2024	3,37	EUR		6 330 000	55 252 619	1,53	7,71	1 048,43	1 820 639	66 365 771	68 186 410	11 113 152	3,91%	2

SUM VERDPAPIRPORTEFØLJE ¹⁾	1 235 174 496								11 083 796	1 301 831 346	1 312 915 146	66 656 850	75,31%		
---------------------------------------	---------------	--	--	--	--	--	--	--	------------	---------------	---------------	------------	--------	--	--

Nøkkeltall portefølje															
Effektiv rente	2,26 %														
Effektiv rente til kunder ²⁾	1,76 %														
Durasjon ²⁾	1,73														

¹⁾ Effektiv rente justert for forvaltningshonorar.

Alle rentepapirene er omsatt i et telefonbasert internasjonalt marked.

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

Andelskurs pr 31.12.2014

142,9234

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

Kr 12 710 814,- er besluttet utdelt til andelseiere. Dette vil medføre en reduksjon i andelskurs tilsvarende utbetalt pr andel på utbetalingstidspunktet.

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

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

⁵⁾ For verdi av likviditet i porteføljen pr 31.12.14 henvises til balansen.

Tilordning av skaffelseskost:

For SKAGEN Avkastning benyttes FIFO-prinsippet ved beregning av realisert kursgevinst/-tap ved salg.

SKAGEN Krona

Note 7. Verdipapirportefølje pr 31.12.2014 (angitt i SEK)

Verdipapir	Forfallsdato	Kupong	Renteregulerings- tidspunkt	Pålydende	Kostpris SEK	Effektiv rente ¹⁾	Durasjon ²⁾	Markeds- kursSEK	Markeds- verdi SEK	Sumpåløptrente og urealisert gevinst/ tap SEK	Andel avfondet	Risiko- klasse ³⁾
RENTEPAPIRER MED FLYTENDE RENTE												
Finansobligasjoner												
Länsförsäkringar Bank AB	10.02.2015	1,67	10.02.2015	27 000 000	27 359 648	0,42	0,11	100,15	27 039 656	-256 153	4,28 %	5
Danske Bank A/S	17.08.2015	2,13	17.02.2015	25 000 000	25 651 750	0,52	0,13	101,01	25 252 185	-334 603	4,00 %	5
Ikano Bank SE	26.09.2016	1,41	26.03.2015	25 000 000	25 000 000	1,06	0,23	100,87	25 216 962	218 923	3,98 %	5
Sampo Oyj	28.05.2015	1,02	02.03.2015	23 000 000	23 000 000	0,47	0,17	100,24	23 054 651	76 177	3,64 %	5
Nordea Bank AB	16.01.2015	2,00	16.01.2015	23 000 000	23 220 072	0,28	0,04	100,08	23 017 704	-105 160	3,65 %	5
Jyske Bank A/S	03.05.2016	1,25	03.02.2015	20 000 000	20 000 000	0,66	0,09	100,75	20 150 576	190 950	3,19 %	5
Swedbank AB	31.07.2015	1,35	02.02.2015	17 000 000	17 172 330	0,41	0,09	100,53	17 090 231	-45 042	2,70 %	5
Sparebank 1 SMN	25.09.2015	1,21	25.03.2015	15 000 000	15 000 750	0,68	0,23	100,50	15 075 460	75 720	2,38 %	5
Jyske Bank A/S	22.02.2016	1,27	23.02.2015	10 000 000	10 046 100	0,68	0,15	100,68	10 068 409	35 393	1,59 %	5
Industriobligasjoner												
Volvo Treasury AB	26.02.2016	1,27	26.02.2015	43 000 000	43 111 200	0,73	0,16	100,64	43 277 068	219 170	6,84 %	6
Svensk Fastighetsfinansiering AB	24.08.2015	1,92	24.02.2015	37 000 000	37 215 385	0,95	0,15	100,65	37 239 520	97 261	5,89 %	6
Getinge AB	29.05.2015	2,17	27.02.2015	33 000 000	33 177 740	1,23	0,16	100,41	33 133 878	21 811	5,24 %	6
Tele2 AB	06.03.2015	1,38	06.03.2015	27 000 000	27 022 240	0,63	0,18	100,15	27 041 089	42 637	4,27 %	6
Skanska Financial Services AB	25.04.2016	2,12	26.01.2015	19 000 000	19 085 400	0,70	0,08	101,68	19 318 693	305 918	3,06 %	6
Securitas AB	19.01.2015	2,06	19.01.2015	15 000 000	15 219 740	0,40	0,05	100,09	15 013 303	-144 547	2,38 %	6
Volvo Treasury AB	19.09.2016	0,67	19.03.2015	15 000 000	15 000 000	0,84	0,21	99,94	14 991 053	-5 572	2,37 %	6
Vasakronan AB	26.01.2015	1,67	26.01.2015	10 000 000	10 070 400	0,31	0,07	100,10	10 009 963	-30 337	1,58 %	6
Industriertifikater												
Arla Foods a.m.b.a	05.02.2015			30 000 000	29 900 581	0,56	0,10	99,95	29 984 314	83 733	4,73 %	6
Trelleborg Treasury AB	06.07.2015			30 000 000	29 787 439	0,79	0,51	99,62	29 885 015	97 576	4,72 %	6
Volkswagen Finans Sverige AB	20.02.2015			28 000 000	27 983 005	0,40	0,14	99,95	27 986 598	3 592	4,42 %	6
Fabege AB	25.02.2015			20 000 000	19 935 437	0,69	0,15	99,90	19 980 956	45 519	3,15 %	6
Ikano Bank SE	10.09.2015			20 000 000	19 797 989	0,77	0,69	99,33	19 866 285	68 296	3,14 %	6
Hexagon AB	09.10.2015			20 000 000	19 753 336	0,98	0,76	99,12	19 824 862	71 526	3,13 %	6
Hexagon AB	16.11.2015			20 000 000	19 787 522	0,89	0,87	99,03	19 806 005	18 483	3,13 %	6
Vasakronan AB	29.01.2015			15 000 000	14 996 413	0,24	0,08	99,98	14 997 357	944	2,37 %	6
Intrum Justitia AB	05.06.2015			15 000 000	14 948 585	0,87	0,42	99,69	14 953 152	4 567	2,36 %	6
Holmen AB	15.01.2015			10 000 000	9 983 679	0,25	0,04	99,99	9 999 008	15 329	1,58 %	6
Hexagon AB	09.04.2015			10 000 000	9 832 057	0,88	0,27	99,79	9 979 183	147 126	1,58 %	6
Fabege AB	05.02.2015			8 000 000	7 992 114	0,63	0,10	99,94	7 995 260	3 146	1,26 %	6
Finanssertifikater												
Ikano Bank SE	06.11.2015			10 000 000	9 910 557	0,70	0,84	99,21	9 921 463	10 906	1,57 %	5
SUM VERDIPAPIRPORTEFØLJE ³⁾					620 961 469				621 169 859	933 289	98,17 %	
Nøkkeltall portefølje												
Effektiv rente	0,68 %											
Effektiv rente til kunder ¹⁾	0,48 %											
Durasjon ²⁾	0,23											

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 kredittrisiko og klasse 6 har høyest kredittrisiko.

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

⁵⁾ For verdi av likviditet i porteføljen pr 31.12.14 henvises til balansen.

Alle rentepapirene er omsatt i det svenske markedet.

Andelskurs pr 31.12.2014 100,0338

SEK 13.817.189,- er besluttet utdelt til andelseiere.
Dette medførte en reduksjon i andelskurs tilsvarende utbetalt pr andel på utbetalingstidspunktet.

Tilordning av anskaffelseskost:

For SKAGEN Krona benyttes FIFO-prinsippet ved beregning av realisert kursgevinst/-tap ved salg.

SKAGEN Høyrente

Note 7. Verdpapirportefølje pr 31.12.2014 (angitt i hele kroner)

Verdpapir	Forfallsdato	Kupong	Renteregulerings- tidspunkt	Pålydende	Kostpris NOK	Effektiv rente ³⁾	Durasjon ³⁾	Markeds- kurs	Påløpt rente	Markeds- verdi	Markedsverdi innpåløpt rente	Urealisert gevinst/tap	Andel avfondet	Risiko- klasse ⁴⁾
RENTEPAPIRER MED FLYTENDE RENTE														
Finansobligasjoner														
Skandinaviska Enskilda Banken AB	20.02.2015	2,95	20.02.2015	75 000 000	75 000 000	1,65	0,14	100,17	251 979	75 128 076	75 380 055	128 076	2,26%	5
Sparebank 1 SMN	15.03.2017	3,39	18.03.2015	71 500 000	74 171 025	1,89	0,23	103,46	94 261	73 977 440	74 071 701	-193 585	2,22%	5
Sparebank 1 SMN	16.03.2016	2,52	18.03.2015	68 000 000	68 720 800	1,68	0,21	100,97	66 640	68 659 242	68 725 882	-61 558	2,06%	5
BN Bank ASA	07.03.2016	2,40	09.03.2015	62 000 000	62 499 840	1,83	0,18	100,60	95 067	62 374 910	62 469 976	-124 930	1,87%	5
Sparebanken Sør	05.09.2016	3,04	05.03.2015	60 000 000	61 345 200	1,87	0,18	101,92	131 733	61 151 139	61 282 872	-194 061	1,84%	5
Sparebanken Sogn og Fjordane	06.06.2017	2,29	06.03.2015	60 000 000	60 456 000	2,03	0,18	100,80	87 783	60 481 296	60 569 079	25 296	1,82%	5
Sparebanken Sør	18.02.2015	2,94	18.02.2015	53 000 000	53 451 300	1,66	0,13	100,16	186 118	53 085 892	53 272 010	-365 408	1,60%	5
Sparebank 1 Nord-Norge	17.08.2016	2,99	17.02.2015	51 000 000	51 992 800	1,96	0,14	101,67	186 377	51 853 680	52 040 057	-139 120	1,56%	5
Sparebank 1 Østfold Akershus	20.09.2016	2,70	20.03.2015	50 000 000	50 760 000	1,91	0,22	101,46	33 750	50 731 649	50 765 399	-28 350	1,52%	5
Sparebank 1 Buskerud-Vestfold	25.09.2015	2,75	25.03.2015	50 000 000	49 926 250	1,53	0,23	100,78	7 639	50 390 497	50 398 136	464 247	1,51%	5
BN Bank ASA	26.01.2015	3,15	26.01.2015	50 000 000	50 000 000	1,82	0,07	100,09	284 375	50 047 242	50 331 617	47 242	1,51%	5
Sparebank 1 Nordvest	30.05.2017	2,07	27.02.2015	50 000 000	50 015 000	2,20	0,15	99,99	94 875	49 993 610	50 088 485	-21 389	1,50%	5
Kreditforeningen for Sparebanker	01.10.2015	2,75	02.01.2015	44 000 000	44 463 320	2,09	0,01	100,65	305 861	44 286 188	44 592 049	-177 132	1,33%	5
Sparebanken Øst	03.07.2017	2,03	05.01.2015	40 000 000	40 118 400	2,41	0,01	100,08	200 744	40 031 174	40 231 918	-87 226	1,20%	5
Eiendoms kreditt AS	08.05.2015	2,48	09.02.2015	40 000 000	40 000 000	1,89	0,11	100,19	140 533	40 076 478	40 217 011	76 478	1,21%	5
Sparebanken Møre	18.12.2015	1,76	18.03.2015	40 000 000	40 000 000	1,62	0,21	100,07	25 422	40 028 648	40 054 070	28 648	1,20%	5
BN Bank ASA	15.03.2017	3,24	18.03.2015	30 000 000	30 943 800	2,01	0,23	102,94	37 800	30 883 020	30 920 820	-60 780	0,93%	5
Kreditforeningen for Sparebanker	10.02.2017	2,48	10.02.2015	30 000 000	30 125 400	2,24	0,11	100,96	105 400	30 288 257	30 393 657	162 857	0,91%	5
Totens Sparebank	23.11.2015	2,92	23.02.2015	30 000 000	29 880 000	1,81	0,15	100,91	90 033	30 272 829	30 362 862	39 289	0,91%	5
Kreditforeningen for Sparebanker	18.04.2017	2,13	19.01.2015	30 000 000	30 036 000	2,41	0,04	100,21	127 800	30 064 232	30 192 032	28 232	0,90%	5
Kreditforeningen for Sparebanker	29.09.2017	2,01	02.01.2015	30 000 000	29 949 000	2,60	-0,01	99,71	152 425	29 912 829	30 065 254	-36 171	0,90%	5
Sparebanken Sør	09.05.2016	2,66	09.02.2015	27 000 000	27 290 250	1,95	0,11	101,08	101 745	27 291 638	27 393 383	1 388	0,82%	5
Sparebanken Sogn og Fjordane	21.08.2017	3,31	23.02.2015	25 000 000	25 842 500	2,13	0,18	103,33	91 944	25 833 183	25 925 128	-9 317	0,78%	5
Sparebank 1 Telemark	02.03.2017	3,33	02.03.2015	25 000 000	25 877 500	1,99	0,19	103,00	67 062	25 750 825	25 817 888	-126 675	0,77%	5
Sparebank 1 Nord-Norge	19.02.2015	2,40	19.02.2015	22 500 000	22 267 500	1,66	0,13	100,09	63 000	22 520 483	22 583 483	252 983	0,68%	5
Totens Sparebank	14.10.2016	3,47	14.01.2015	20 000 000	20 655 000	2,31	0,06	102,64	150 367	20 527 397	20 677 764	-127 603	0,61%	5
Kreditforeningen for Sparebanker	03.10.2016	2,95	05.01.2015	20 000 000	20 394 000	2,36	0,02	101,67	145 862	20 334 197	20 480 059	-59 803	0,61%	5
Sparebank 1 Telemark	21.12.2015	2,35	23.03.2015	20 000 000	20 126 000	1,66	0,22	100,57	11 750	20 114 747	20 126 497	-11 253	0,60%	5
Sparebanken Sør	30.11.2017	2,87	27.02.2015	19 000 000	19 461 320	2,17	0,18	102,40	49 986	19 456 146	19 506 131	-5 174	0,58%	5
Sparebank 1 Nordvest	09.08.2016	2,86	09.02.2015	18 000 000	18 322 560	2,13	0,11	101,51	72 930	18 271 800	18 344 730	-50 760	0,55%	5
Totens Sparebank	02.12.2015	1,89	02.03.2015	16 000 000	15 852 800	1,78	0,16	100,01	24 360	16 002 295	16 026 655	149 495	0,48%	5
Helgeland Sparebank	15.03.2017	3,17	16.03.2015	12 000 000	12 427 080	1,90	0,23	103,02	16 907	12 362 439	12 379 345	-64 641	0,37%	5
Sparebank 1 Telemark	10.02.2015	2,35	10.02.2015	10 000 000	9 880 000	1,75	0,11	100,06	33 292	10 006 204	10 039 495	126 204	0,30%	5
Industriobligasjoner														
Entra Eiendom AS	09.11.2015	2,85	09.02.2015	115 000 000	115 533 900	1,98	0,11	100,77	464 312	115 881 355	116 345 668	347 455	3,49%	6
Olav Thon Eiendomsselskap ASA	15.09.2015	2,57	16.03.2015	94 000 000	94 649 875	1,72	0,20	100,58	107 369	94 542 062	94 649 431	-107 813	2,84%	6
Felleskjøpet Agri SA	15.02.2016	3,38	13.02.2015	60 000 000	60 000 000	2,07	0,12	101,36	270 400	60 817 210	61 087 610	817 210	1,83%	6
Schibsted ASA	16.12.2015	3,51	16.03.2015	55 500 000	56 260 890	1,90	0,20	101,52	81 169	56 346 039	56 427 207	85 149	1,69%	6
Tele2 AB	24.02.2015	3,37	24.02.2015	50 000 000	50 460 000	1,90	0,15	100,20	173 181	50 102 475	50 275 656	-357 525	1,51%	6
Scania CVAB	17.06.2016	2,34	17.03.2015	50 000 000	50 000 000	1,96	0,20	100,36	45 500	50 180 016	50 225 516	180 016	1,51%	6
Kraftobligasjoner														
Agder Energi AS	28.10.2016	2,29	28.01.2015	160 000 000	160 780 000	2,07	0,08	100,65	651 378	161 047 299	161 698 677	267 299	4,85%	6
BKKAS	26.08.2016	2,61	26.02.2015	150 000 000	151 067 500	1,86	0,16	101,08	380 625	151 623 826	152 004 451	556 326	4,56%	6
BKKAS	20.11.2015	2,65	20.02.2015	100 000 000	100 005 600	1,84	0,14	100,62	301 806	100 620 070	100 921 876	614 470	3,02%	6
BKKAS	22.08.2017	2,95	23.02.2015	55 000 000	56 269 400	2,11	0,17	102,39	166 757	56 315 332	56 482 089	45 932	1,69%	6
Agder Energi AS	02.03.2016	2,53	02.03.2015	25 000 000	25 117 500	1,79	0,17	100,73	50 951	25 183 068	25 234 020	65 568	0,76%	6
RENTEPAPIRER MED FAST RENTE														
Industri sertifikater														
Olav Thon Eiendomsselskap ASA	17.09.2015	2,03		50 000 000	50 000 000	1,58	0,70	100,25	291 986	50 126 050	50 418 036	126 050	1,51%	6
Olav Thon Eiendomsselskap ASA	28.05.2015	2,25		50 000 000	50 000 000	1,51	0,40	100,19	668 836	50 096 591	50 765 427	96 591	1,52%	6
Entra Eiendom AS	10.03.2015	2,00		50 000 000	50 000 000	1,69	0,19	100,03	389 041	50 012 870	50 401 911	12 870	1,51%	6
Olav Thon Eiendomsselskap ASA	15.01.2015	2,15		30 000 000	30 009 000	2,05	0,04	100,00	618 493	30 000 634	30 619 128	-8 365	0,92%	6

SUM VERDPAPIRPORTEFØLJE ⁵⁾					2 362 404 310		8 197 624	2 365 084 581	2 373 282 205	2 680 271	71,10%
Nøkkel tall portefølje											
Effektiv rente	2,04 %										
Effektiv rente til kunder ¹⁾	1,79 %										
Durasjon ²⁾	0,12										

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⁾ Verdpapirene er inndelt i seks risikoklasser etter deres kredittrisiko.

Alle rentepapirene er omsatt i det norske markedet.

Andelskurs pr 31.12.2014 103,4846

Kr 81.413.549,- er besluttet utdelt til andelseierne. Dette vil medføre en reduksjon i andelskurs tilsvarende utbetalt pr andel på utbetalingstidspunktet.

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

Risikoklasse 1: Ovemasjonale organisasjoner

Risikoklasse 2: Stat og statsgaranterte papirer innenfor EØS

Risikoklasse 3: Stat og statsgaranterte papirer utenfor EØS

Risikoklasse 4: Fylker og kommuner

Risikoklasse 5: Banker og finansinstitusjoner

Risikoklasse 6: Industri

⁵⁾ For verdi av likviditet i porteføljen pr 31.12.14 henvises til balansen.

Tilordning av anskaffelseskost:
For SKAGEN Høyrente benyttes FIFO-prinsippet ved beregning av realisert kursgevinst/-tap ved salg.

SKAGEN Høyrente Institusjon

Note 7. Verdipapirportefølje pr 31.12.2014 (angitt i hele kroner)

Verdipapir	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 FLYTENDE RENTE														
Finansobligasjoner														
Kredittforeningen for Sparebanker	08.03.2016	2,50	09.03.2015	46 000 000	46 197 600	1,83	0,18	100,72	73 472	46 333 348	46 406 820	135 748	5,60%	5
Santander Consumer Bank AS	18.11.2015	2,65	18.02.2015	45 000 000	45 233 550	2,06	0,13	100,47	142 437	45 212 774	45 355 212	-20 776	5,47%	5
Eiendoms kreditt AS	08.05.2015	2,48	09.02.2015	40 000 000	40 000 000	1,89	0,11	100,19	140 533	40 076 478	40 217 011	76 478	4,85%	5
Sparebank 1 Østfold Akershus	20.09.2016	2,70	20.03.2015	37 000 000	37 562 400	1,91	0,22	101,46	24 975	37 541 421	37 566 396	-20 979	4,53%	5
Totens Sparebank	14.10.2016	3,47	14.01.2015	22 000 000	22 716 920	2,31	0,06	102,64	165 403	22 580 136	22 745 540	-136 784	2,72%	5
Sparebanken Sogn og Fjordane	21.08.2017	3,31	23.02.2015	20 000 000	20 673 800	2,13	0,18	103,33	73 556	20 666 547	20 740 102	-7 253	2,50%	5
Kredittforeningen for Sparebanker	03.10.2016	2,95	05.01.2015	20 000 000	20 410 000	2,36	0,02	101,67	145 862	20 334 197	20 480 059	-75 803	2,45%	5
BN Bank ASA	18.07.2017	2,01	19.01.2015	20 000 000	19 996 600	2,47	0,04	99,86	80 400	19 971 914	20 052 314	-24 686	2,42%	5
Sparebanken Møre	18.12.2015	1,76	18.03.2015	20 000 000	20 000 000	1,62	0,21	100,07	12 711	20 014 324	20 027 035	14 324	2,42%	5
Sparebank 1 Østfold Akershus	10.02.2015	2,75	10.02.2015	14 000 000	14 016 900	1,75	0,11	100,11	54 542	14 015 034	14 069 575	-1 866	1,70%	5
Sparebank 1 SMN	23.03.2015	2,40	23.03.2015	10 500 000	10 556 805	1,48	0,22	100,17	5 600	10 517 607	10 523 207	-39 198	1,27%	5
Sparebank 1 Telemark	02.03.2017	3,33	02.03.2015	10 000 000	10 352 400	1,99	0,19	103,00	26 825	10 300 330	10 327 155	-52 070	1,25%	5
Skandiabanken	16.01.2015	2,13	16.01.2015	10 000 000	10 015 500	1,82	0,04	100,01	44 967	10 001 370	10 046 337	-14 130	1,21%	5
Sparebank 1 SMN	20.02.2015	2,25	20.02.2015	9 000 000	9 025 572	1,65	0,14	100,07	23 062	9 006 484	9 029 546	-19 088	1,09%	5
Helgeland Sparebank	05.10.2015	2,77	05.01.2015	8 000 000	8 096 000	2,02	0,02	100,72	52 938	8 057 900	8 110 838	-38 100	0,97%	5
Aurskog Sparebank	11.04.2016	2,79	12.01.2015	5 000 000	5 072 575	2,20	0,04	101,10	30 613	5 055 144	5 085 757	-17 431	0,61%	5
Sparebank 1 Buskerud-Vestfold	16.02.2015	3,01	16.02.2015	5 000 000	5 026 100	1,67	0,13	100,16	18 394	5 008 197	5 026 591	-17 903	0,61%	5
Sparebanken Hedmark	17.02.2017	2,11	17.02.2015	5 000 000	5 000 500	2,08	0,12	100,20	12 894	5 010 063	5 022 957	9 563	0,61%	5
Sparebank 1 Telemark	10.02.2015	2,35	10.02.2015	5 000 000	5 025 000	1,75	0,11	100,06	16 646	5 003 102	5 019 748	-21 898	0,61%	5
SUM VERDIPAPIRPORTEFØLJE ⁴⁾					354 978 222				1 138 374	354 706 370	355 844 744	-271 852	42,91%	
Nøkkeltall portefølje														
Effektiv rente	2,13 %													
Effektiv rente til kunder ¹⁾	1,98 %													
Durasjon ²⁾	0,06													

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 kredittrisiko og klasse 6 har høyest kredittrisiko.
 Risikoklasse 1: Overnasjonale organisasjoner
 Risikoklasse 2: Stat og statsgaranterte papirer innenfor EØS
 Risikoklasse 3: Stat og statsgaranterte papirer utenfor EØS
 Risikoklasse 4: Fylker og kommuner
 Risikoklasse 5: Banker og finansinstitusjoner
 Risikoklasse 6: Industri

⁵⁾ For verdi av likviditet i porteføljen pr 31.12.14 henvises til balansen.

Alle rentepapirene er omsatt i det norske markedet.

Andelskurs pr 31.12.2014 102,2277

Kr 20.897.816,- er besluttet utdelt til andelseiere.
 Dette vil medføre en reduksjon i andelskurs tilsvarende utbetalt pr andel på utbetalings tidspunktet.

Tilordning av anskaffelseskost:

For SKAGEN Høyrente Institusjon benyttes FIFO-prinsippet ved beregning av realisert kursgevinst/-tap ved salg.

SKAGEN Credit

Note 7. Verdipapirportefølje pr 31.12.2014 (angitt i hele kroner)

Verdipapir	Forfallsdato	Kupong	Valuta	Renteregulerings- tidspunkt	Pålydende NOK	Kostpris NOK	Effektiv rente ³⁾	Durasjon ³⁾	Markeds- kurs	Pålept rente	Markeds- verdi	Markedsverdi inkl pålept rente NOK	Urealisert gevinst/tap	Andel av fondet	Risiko- klasse ⁴⁾
Energi															
Gazprom OAO Via Gaz Capital SA	11.04.2018	8,15	USD		700 000	4 838 423	8,64	2,66	745,12	94 954	5 215 826	5 310 780	377 403	3,60 %	6
Talisman Energy Inc	05.12.2017	6,62	GBP		400 000	4 547 869	2,64	2,69	1 300,44	22 052	5 201 763	5 223 815	653 894	3,54 %	6
Petrobras International Finance Co	01.03.2018	5,87	USD		700 000	4 571 625	6,86	2,69	737,12	102 723	5 159 805	5 262 528	588 181	3,56 %	6
Noble Group Ltd	29.01.2020	6,75	USD		550 000	3 967 443	4,41	4,13	830,99	117 460	4 570 461	4 687 921	603 017	3,17 %	6
Seadrill Ltd	15.09.2017	6,12	USD		500 000	3 152 116	12,47	2,20	668,63	67 571	3 343 162	3 410 733	191 047	2,31 %	6
Rosneft International Finance Ltd	07.03.2022	4,20	USD		400 000	2 277 668	9,42	5,47	556,64	40 205	2 226 572	2 266 777	-51 096	1,53 %	6
Sum Energi						23 355 144				444 965	25 717 589	26 162 554	2 362 446		
Råvarer															
Lafarge SA	13.04.2018	6,25	EUR		600 000	5 569 601	1,83	2,92	1 033,07	244 110	6 198 420	6 442 530	628 819	4,36 %	6
Braskem Finance Ltd	15.04.2021	5,75	USD		775 000	4 936 832	5,89	5,01	760,36	70 496	5 892 759	5 963 254	955 926	4,04 %	6
SSAB AB	10.04.2019	3,87	EUR		600 000	4 945 005	3,93	3,77	906,97	153 081	5 441 819	5 594 899	496 814	3,79 %	6
Glencore Funding LLC	29.04.2019	3,12	USD		475 000	2 878 696	3,10	3,94	752,54	19 156	3 574 549	3 593 705	695 853	2,43 %	6
Sum Råvarer						18 330 134				486 843	21 107 547	21 594 388	2 777 412		
Kapitalvarer, service og transport															
Bombardier Inc	17.05.2021	6,12	EUR		500 000	4 479 073	3,92	5,20	1 027,41	35 488	5 137 056	5 172 543	657 983	3,50 %	6
Stena AB	01.02.2019	5,87	EUR		520 000	4 681 271	4,35	3,47	959,02	115 437	4 986 878	5 102 315	305 607	3,45 %	6
Color Group AS	18.09.2019	6,72	NOK	18.03.2015	5 000 000	5 089 000	8,26	-0,10	97,00	12 133	4 850 000	4 862 133	-239 000	3,29 %	6
Heathrow Funding Ltd	10.09.2018	6,25	GBP		250 000	2 894 671	2,50	3,30	1 324,98	56 009	3 312 461	3 368 470	417 791	2,28 %	6
PostNL NV	14.08.2018	7,50	GBP		200 000	2 505 895	2,34	3,18	1 377,58	66 731	2 755 153	2 821 884	249 258	1,91 %	6
Frigoglass Finance BV	15.05.2018	8,25	EUR		375 000	3 245 952	23,12	1,74	652,94	35 850	2 448 515	2 484 365	-797 437	1,68 %	6
Bombardier Inc	16.03.2020	7,75	USD		200 000	1 390 159	5,70	4,10	822,44	34 199	1 644 886	1 679 085	254 727	1,14 %	6
Sum Kapitalvarer, service og transport						24 286 021				355 847	25 134 949	25 490 795	848 929		
Inntektsavhengige forbruksvarer															
Fiat Finance & Trade SA	15.03.2018	6,62	EUR		600 000	5 526 144	3,05	2,78	1 007,47	287 397	6 044 815	6 332 212	518 671	4,29 %	6
Jaguar Land Rover Automotive Plc	14.12.2018	4,12	USD		350 000	2 209 246	3,80	3,55	761,61	4 808	2 665 652	2 670 460	456 406	1,81 %	6
Levi Strauss & Co	15.05.2020	7,62	USD		250 000	1 624 738	2,23	0,41	791,99	17 855	1 979 974	1 997 829	355 236	1,35 %	6
Sum Inntektsavhengige forbruksvarer						9 360 128				31 060	10 690 441	11 000 501	1 330 313		
Defensive konsumvarer															
Safeway Ltd	10.01.2017	6,00	GBP		350 000	3 823 452	2,43	1,83	1 250,78	238 599	4 377 734	4 616 332	554 282	3,13 %	6
Avon Products Inc	01.03.2019	6,50	USD		400 000	2 689 850	6,05	3,44	747,55	64 943	2 990 184	3 055 127	300 334	2,07 %	6
Sum Defensive konsumvarer						6 513 302				303 542	7 367 918	7 671 459	854 616		
Bank og finans															
Bank of Baroda - London	23.07.2019	4,87	USD		750 000	4 781 490	3,38	3,94	799,11	120 246	5 993 312	6 113 558	1 211 822	4,14 %	5
Danske Bank AS	29.09.2021	5,37	GBP		400 000	4 319 506	3,84	3,33	1 226,99	63 994	4 907 940	4 971 934	588 434	3,37 %	5
Amlin Plc	18.12.2026	6,50	GBP		400 000	4 275 558	4,31	1,83	1 215,44	9 986	4 861 773	4 871 759	586 215	3,30 %	5
Tyrkiye Halk Bankasi AS	19.07.2017	4,87	USD		550 000	3 413 502	3,85	2,29	771,38	90 413	4 242 563	4 332 976	829 061	2,93 %	5
Akbank TAS	24.10.2017	3,87	USD		400 000	2 448 009	3,62	2,58	757,95	21 617	3 031 787	3 053 404	583 778	2,07 %	5
Diamond Bank Plc	21.05.2019	8,75	USD		400 000	2 431 686	13,37	3,21	640,15	29 141	2 560 599	2 589 741	128 914	1,75 %	5
Akbank TAS	09.03.2018	6,50	USD		300 000	2 030 233	3,90	2,78	814,83	45 460	2 444 489	2 489 949	414 256	1,69 %	5
VTB Bank OJSC Via VTB Capital SA	29.05.2018	6,87	USD		200 000	1 334 981	12,39	2,71	638,74	9 445	1 277 482	1 286 927	-57 499	0,87 %	5
Sum Bank og finans						25 034 965				390 302	29 319 945	29 710 248	4 284 981		
Informasjonsteknologi															
Nokia OYJ	04.02.2019	6,75	EUR		300 000	2 888 446	1,72	3,51	1 085,54	166 032	3 256 625	3 422 656	368 179	2,32 %	6
Sum Informasjonsteknologi						2 888 446				166 032	3 256 625	3 422 656	368 179		
Telekom															
Bharti Airtel International Netherlands BV	10.12.2018	4,00	EUR		300 000	2 618 080	1,83	3,66	981,63	6 261	2 944 897	2 951 158	326 817	2,00 %	6
VimpelCom Holdings BV	01.03.2022	7,50	USD		350 000	2 278 513	12,42	4,70	618,85	65 605	2 165 961	2 231 566	-112 552	1,51 %	6
Sum Telekom						4 896 593				71 866	5 110 858	5 182 724	214 265		
Nyttjenester															
EP Energy AS	01.11.2019	5,87	EUR		575 000	5 287 985	2,91	4,16	1 032	51 059	5 932 018	5 983 077	644 033	4,05 %	6
EDP Finance BV	01.10.2019	4,90	USD		550 000	3 580 307	3,95	4,10	783	50 487	4 309 123	4 359 610	728 817	2,95 %	6
EDP Finance BV	21.09.2017	5,75	EUR		175 000	1 596 279	1,36	2,54	1 013	25 251	1 772 307	1 797 558	176 029	1,22 %	6
Sum Nyttjenester						10 464 571				126 797	12 013 448	12 140 245	1 548 879		
 Eiendom															
American Tower Corp	15.02.2019	3,40	USD		200 000	1 465 208	3,03	3,73	765	19 250	1 529 936	1 549 186	64 728	1,05 %	6
Sum Eiendom						1 465 208				19 250	1 529 936	1 549 186	64 728		
SUM VERDIPAPIRPORTEFØLJE 5)						126 594 512				2 675 504	141 249 256	143 924 756	14 654 748	96,84 %	

Note 7. Verdipapirportefølje pr 31.12.2014 (angitt i hele kroner)

Finansielle derivater pr 31.12.2014 (angitt i hele kroner)

Derivat	Forfallsdato	Kupong	Valuta	Rente-regulerings-tidspunkt	Pålydende	Netto gevinst / tap finansielle kontrakter	Andel av fondet
Rentederivater							
IRSEUR20180620	20.06.2018	0,18	EUR	22.06.2015	3 000 000	2 695 352	
IRSEUR20180620	20.06.2018	0,54	EUR		-3 000 000	-3 036 864	
IRSGBP20180129	29.01.2018	0,72	GBP	29.01.2015	1 200 000	12 863 445	
IRSGBP20180129	29.01.2018	1,91	GBP		-1 200 000	-13 251 913	
IRSUSD20180620	20.06.2018	0,25	USD	23.03.2015	3 500 000	5 233 320	
IRSUSD20180620	20.06.2018	1,47	USD		-3 500 000	-5 283 467	
IRSUSD20190820	20.08.2019	0,23	USD	20.02.2015	2 000 000	2 699 275	
IRSUSD20190820	20.08.2019	1,73	USD		-2 000 000	-2 822 184	
SUM						-903 036	-0,61%

Nøkkeltall portefølje

Effektivrente	4,37%
Effektivrentetilkunder ¹⁾	4,37%
Durasjon ²⁾	1,29

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 kredittrisiko og klasse 6 har høyest kredittrisiko.

Risikoklasse 1: Overnasjonale organisasjoner

Risikoklasse 2: Stat og statsgaranterte papirer innenfor EØS

Risikoklasse 3: Stat og statsgaranterte papirer utenfor EØS

Risikoklasse 4: Fylker og kommuner

Risikoklasse 5: Banker og finansinstitusjoner

Risikoklasse 6: Industri

⁵⁾ For verdi av likviditet i porteføljen pr 31.12.14 henvises til balansen.

Alle rentepapirene er omsatt i et telefonbasert internasjonalt marked.

Andelskurs pr 31.12.2014 115,5046

Kr 7.403.964,- er besluttet utdelt til andelseierne.

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

Tilordning av anskaffelseskost:

For SKAGEN Credit benyttes FIFO-prinsippet ved beregning av realisert kursgevinst/-tap ved salg.

SKAGEN Credit NOK

Note 7. Verdipapirportefølje pr 31.12.2014 (angitt i hele kroner)

Verdipapir	Antall	Kjøpsverdi NOK	Markedskurs	Valuta	Markedsverdi NOK	Urealisert gevinst/tap	Andel av fondet
Rentefond							
SKAGEN Credit	812 059	83 029 525	109,71	NOK	89 094 452	6 064 927	99,68 %
SUM VERDIPAPIRPORTEFØLJE¹⁾		83 029 525			89 094 452	6 064 927	99,68 %

¹⁾ For verdi av likviditet i porteføljen pr 31.12.2014 henvises til balansen.

Det underliggende fond prises alle norske bankdager av forvaltningsselskapet SKAGEN AS. Kurs reflekterer priser på de underliggende papirer i SKAGEN Credit. Pr 31.12.2014 eier SKAGEN Credit NOK 60,3 % av andelene i SKAGEN Credit.

Tilordning av anskaffelseskost:

For SKAGEN Credit NOK benyttes FIFO-prinsippet ved beregning av realisert kursgevinst/-tap ved salg.

SKAGEN Credit SEK

Note 7. Verdipapirportefølje pr 31.12.2014 (angitt i hele svenske kroner)

Verdipapir	Antall	Kjøpsverdi SEK	Markedskurs	Valuta	Markedsverdi SEK	Urealisert gevinst/tap	Andel av fondet
Rentefond							
SKAGEN Credit	235 858	26 634 210	114,69	SEK	27 049 570	415 360	99,68 %
SUM VERDIPAPIRPORTEFØLJE¹⁾		26 634 210			27 049 570	415 360	99,68 %

¹⁾ For verdi av likviditet i porteføljen pr 31.12.2014 henvises til balansen.

Det underliggende fond prises alle norske bankdager av forvaltningsselskapet SKAGEN AS. Kurs reflekterer priser på de underliggende papirer i SKAGEN Credit. Pr 31.12.2014 eier SKAGEN Credit SEK 17,5 % av andelene i SKAGEN Credit.

Tilordning av anskaffelseskost:

For SKAGEN Credit SEK benyttes FIFO-prinsippet ved beregning av realisert kursgevinst/-tap ved salg.

SKAGEN Credit EUR

Note 7. Verdipapirportefølje pr 31.12.2014 (angitt i hele euro)

Verdipapir	Antall	Kjøpsverdi EUR	Markedskurs	Valuta	Markedsverdi EUR	Urealisert gevinst/tap	Andel av fondet
Rentefond							
SKAGEN Credit	249 101	3 049 090	12,10	EUR	3 013 656	-35 434	99,66 %
SUM VERDIPAPIRPORTEFØLJE¹⁾		3 049 090			3 013 656	-35 434	99,66 %

¹⁾ For verdi av likviditet i porteføljen pr 31.12.2014 henvises til balansen.

Det underliggende fond prises alle norske bankdager av forvaltningsselskapet SKAGEN AS. Kurs reflekterer priser på de underliggende papirer i SKAGEN Credit. Pr 31.12.2014 eier SKAGEN Credit EUR 18,5 % av andelene i SKAGEN Credit.

Tilordning av anskaffelseskost:

For SKAGEN Credit EUR benyttes FIFO-prinsippet ved beregning av realisert kursgevinst/-tap ved salg.

SKAGEN Credit GBP

Note 7. Verdipapirportefølje pr 31.12.2014 (angitt i hele britiske pund)

Verdipapir	Antall	Kjøpsverdi GBP	Markedskurs	Valuta	Markedsverdi GBP	Urealisert gevinst/tap	Andel av fondet
Rentefond							
SKAGEN Credit	50 879	505 903	9,39	GBP	477 850	-28 053	98,42 %
SUM VERDIPAPIRPORTEFØLJE¹⁾		505 903			477 850	-28 053	98,42 %

¹⁾ For verdi av likviditet i porteføljen pr 31.12.2014 henvises til balansen.

Det underliggende fond prises alle norske bankdager av forvaltningsselskapet SKAGEN AS. Kurs reflekterer priser på de underliggende papirer i SKAGEN Credit. Pr 31.12.2014 eier SKAGEN Credit GBP 3,8 % av andelene i SKAGEN Credit.

Tilordning av anskaffelseskost:

For SKAGEN Credit GBP benyttes FIFO-prinsippet ved beregning av realisert kursgevinst/-tap ved salg.

Til styret i SKAGEN AS

Revisors beretning

Uttalelse om årsregnskapet

Vi har revidert årsregnskapet for verdipapirfondene, som består av balanse per 31. desember 2014, resultatregnskap 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 2014:

SKAGEN Vekst	NOK	1 172 822 679
SKAGEN Global	NOK	6 174 916 030
SKAGEN Kon-Tiki	NOK	5 353 876 488
SKAGEN Avkastning	NOK	67 991 309
SKAGEN Høyrente	NOK	76 214 115
SKAGEN Høyrente Institusjon	NOK	24 903 553
SKAGEN Tellus	NOK	180 969 345
SKAGEN Krona	SEK	9 381 964
SKAGEN m ²	NOK	184 528 961
SKAGEN Balanse	NOK	25 108 299
SKAGEN Credit	NOK	22 306 108
SKAGEN Credit NOK	NOK	-2 007 153
SKAGEN Credit SEK	SEK	-767 299
SKAGEN Credit EUR	EUR	-74 128
SKAGEN Credit GBP	GBP	-13 703

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 fondets 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 fondets 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 og gir et rettviseende bilde av den finansielle stillingen til verdipapirfondene per 31. desember 2014, 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 disponering av årsresultatene 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 forenklet revisorkontroll av historisk finansiell informasjon", mener vi at ledelsen har oppfylt sin plikt til å sørge for ordentlig og oversiktlig registrering og dokumentasjon av selskapets regnskapsopplysninger i samsvar med lov og god bokføringsskikk i Norge.

Stavanger, 29. januar 2015
PricewaterhouseCoopers AS



Gunstein Hadland
Statsautorisert revisor

SKAGEN Fondenes investeringsfilosofi

SKAGENS målsetting er å oppnå best mulig risikojustert avkastning gjennom å anvende en verdibasert og aktiv investeringsfilosofi med brede mandater – en filosofi som bygger på sunn fornuft.

Vi søker etter selskaper som er Undervurderte, Underanalyserte og Upopulære, der vi har identifisert mulige hendelser som kan synliggjøre skjulte verdier, og dermed skape meravkastning for våre andelseiere.

Verdibasert

Verdivurderingen av selskapsaksjer skjer gjennom egne analyser og forståelse av hvordan verdier skapes og blir tatt vare på. Vi liker best velprøvde forretningsmodeller som genererer gode kontantstrømmer, og mener upopulære og underanalyserte eller feilanalyserte selskaper er attraktive.

Selskapsfokus

Våre porteføljeforvaltere gjør sine egne verdivurderinger, uten hensyn til kortsiktige trender. Vi ser på et selskaps faktiske potensial og tror på fordelene ved å være generalister. Porteføljeforvalterne fra alle fondene arbeider sammen og deler idéer om de beste investeringene.

Aktiv forvaltning

For oss innebærer aktiv forvaltning å investere i et selskap basert på dets egne meritter – ikke som følge av at selskapet for eksempel er representert i en indeks. Med sunn fornuft og langsiktighet søker vi å unngå bobler som oppstår når populære aksjer og bransjer får en høy pris i forhold til selskapets fundamentale verdi og resultater.

Langsiktig

SKAGEN søker å være tålmodig i sine investeringer, slik at filosofien får tid til å gi resultater for andelseierne. Overdreven utskifting av porteføljen kan være en avkastningsdreper. I gjennomsnitt har våre fond holdt på sine selskapsinvesteringer i 3-5 år. Resultatene i selskapene skapes over tid, og det gjør også fondenes avkastning.

Brede mandater

SKAGEN har globale investeringer som sin spesialitet. Hvor selskapet har sin virksomhet er mer interessant enn hvor det er børsnotert. Våre porteføljeforvaltere har frihet til å investere i bransjer og land over hele verden, selv om det er ønskelig med en fornuftig fordeling mellom sektorer og regioner for å spre investeringsrisikoen.

Investeringsfilosofien kombinert med vårt fokus på verdier, sunn fornuft, hardt arbeid og en velutviklet intuisjon har historisk sett skapt god avkastning.

SKAGENS forvalterteam



Erik Bergöö



Beate Bredesen



Søren Milo Christensen



Jonas Edholm



Elisabeth A. Gausel



Cathrine Gether



Knut Gezelius



Michael Gobitschek



Harald Haukås



Torgeir Høien



Hilde Jenssen



Erik Landgraff



Knut Harald Nilsson



Tomas Nordbø Middelthon



Chris-Tommy Simonsen



Ola Sjöstrand



Alexander Stensrud*



Kristoffer Stensrud



Ole Sæberg



Jane Tvedt



Geir Tjetland



Filip Weintraub

* Junior porteføljeforvalter et års engasjement

Investeringsprosessen – kunsten å bruke sunn fornuft

Vår investeringsprosess er basert på en verdibasert investeringsfilosofi og grundig analyse. Porteføljeforvalterne lar ikke noe være uprøvd når de søker etter investeringer med lav verdsettelse.

Sortering av informasjon

Porteføljeforvalterne søker hele tiden etter potensielle investeringsmuligheter. Vi vurderer selskaper på tvers av verdikjeden til eksisterende investeringer og prøver også å se nærmere på sektorer/regioner som er upopulære. Det å sette spørsmål-stegn ved normen er ofte en god kilde til investeringsidéer. Når opplysninger filtreres, bruker vi både kvantitative og kvalitative kriterier, og selskaper kan i noen tilfeller overvåkes i flere år før vi gjør vår første investering.

Analyse

All analyse i SKAGEN utføres av porteføljeforvalterne. Vi har ingen separat analyseavdeling. I vår analyse er det viktig å fastslå gode grunner til at en aksje skal få en omprising. Ofte er selskaper rettmessig billige. Vi prøver å finne de som er feilaktig lavt verdsatt. Vår analyseprosess fokuserer på regnskapsanalyse, og vi analyserer grundig balanseregnskap, kontantstrøm, lønnsomhet, kapitalstruktur og kapitaleffektivitet.

Vi går også gjennom selskapets konkurransesituasjon, driftsmiljø, historikk med hensyn til virksomhetsstyring og andre mulige risikofaktorer, blant annet etiske spørsmål. Vi er på utkikk etter solide forretningsmodeller som kan stå i mot nedgangstider og der vi kan se at en investering har potensial til å vokse.

Kjøpsbeslutning

Porteføljeforvalterne øker vanligvis en post i porteføljen gradvis. Dette gjøres for å redusere risiko og fordi investeringsmulighetene sjelden er avhengig av timing. Postens størrelse avgjøres av overbevisningen i investeringsbeslutningen, og egne krav om å opprettholde en fornuftig spredning av porteføljen på flere sektorer og over større geografiske områder. Vi følger ingen referanseindeks i sammensetningen av porteføljen, men

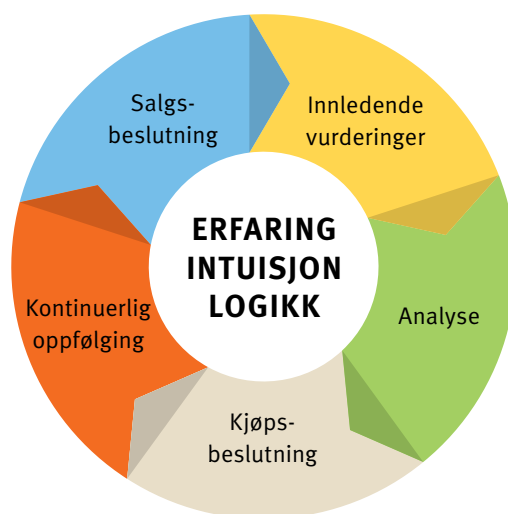
søker å skape merverdi ved å plukke enkeltaksjer på bakgrunn av våre analyser og forventninger.

Kontinuerlig oppfølging

Våre analyser utvikler seg over tid, og tar hensyn til ny informasjon. Vi følger opp selskapene kontinuerlig for å forsikre oss om at våre analyser om driften og selskapenes aksjekurs fortsatt er gyldige.

Salg

Vi selger oss ut av et selskap dersom aksjekursen når et nivå som gjenspeiler vårt syn på selskapets verdi, eller hvis vi ikke lenger har tro på investeringscasen og kan finne bedre investeringer andre steder. Vi prøver ikke å treffe bunner eller topper, og poster selges oftest gradvis.



Returadresse:
Skagen AS
Postboks 160
4001 Stavanger

B ØKONOMI
ÉCONOMIQUE



Hovedkontor
i Stavanger

SKAGEN AS ble opprettet i Stavanger i 1993, og er en av landets ledende fondsforvaltere.

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:

Du kan chatte, sende epost eller ringe oss på telefon 04001 mellom klokken 8.00 og 21.00 mandag til fredag. Eller stikk innom et av våre kontorer.

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

Redaksjon:

Ole-Christian Tronstad, redaktør

Tore Bang

Trygve Meyer

Michael Metzler

Parisa Kate Lemaire

Anna S Marcus

Vevika Søberg

Opplag: 6000

Design: Werksemd og
Kaland Marketing

Forsidefoto: Vilhelm Rosenstand, 1886.
Av Peder Severin Krøyer, en av Skagen-
malerne. Tilhører Skagens museum.
Beskåret/manipulert

- Hjemmemarked
- Internasjonalt marked
- Markedsføringstillatelse

