

SKAGEN Markedsrapport

NUMMER 3 | OKTOBER 2013 | www.skagenfondene.no

Verdiskaping fremfor gratis penger

Kristoffer Stensrud kommenterer. >48

Smart plan

Takket være en uttaksavtale fikk Roger Terje Larsson friheten til å dyrke sin store lidenskap. >6

Med fremtiden foran seg

Aktivitetsnivået i utviklede økonomier øker, samtidig som vekstmarkedene stabiliseres. På lang sikt taler urbanisering, forbedret utdanning og sterk demografi for fortsatt økning i levestandard i vekstmarkedene. >16



20 år og like blid

I SKAGEN er vi glad i å feire. Store og små begivenheter, viktige og uviktige seire, runde og mindre runde jubileer. I år fyller vi 20 år, og det bør ikke overraske noen at vi benytter også denne anledningen til å feire, ikke så mye oss selv som det faktum at vi i to tiår har bidratt til å realisere mange drømmer.

På side 6 i denne Markedsrapporten kan du lese om Roger Terje Larsson som laget en plan for hvordan han ønsket å tilbringe pensjonisttilværelsen. Som 50-åring begynte han å spare jevnt og langsiktig slik at han en dag kunne velge om han ville slutte i jobben, og heller konsentrere seg om sin store lidenskap: sykling.

Da Roger begynte spareavtalen sin i 1998 var Asiakrisen i full gang. Børsene falt og mediene var fulle av elendighetsbeskrivelser. Likevel valgte sykkelentusiastene å fortsette sparingen, han hadde bestemt seg og fulgte planen sin. Ti år senere rullet finanskrisen inn over oss, men noe merkelig skjedde. I stedet for at kundene våre tok penger ut av fondene

for å sette dem trygt i banken, opplevde vi i stedet at folk investerte i fondene våre. Roger forteller at han nettopp i såkalte krisetider har gjort noen av sine beste investeringer. Hver gang grafene har pekt nedover har han satt inn litt ekstra.

Poenget mitt? 20 år i fondsbransjen er faktisk en liten bragd i skandinavisk sammenheng. Det har gitt oss masse lærdom og erfaring. I en verden som dyrker det unge og uerfarne, er finansbransjen en av de få hvor grått hår og pondus faktisk er en fordel. På samme måte som mange av våre andelseiere nå vet at det kan lønne seg å kjøpe andeler når de er billige, vet vi mye mer enn da vi startet i 1993. Erfaring lønner seg.

Selvfølgelig skal vi følge med i tiden. La oss gjøre en rask tidsreise: I 1993 fantes det ikke internett, telefaks var en avansert måte å oversende dokumenter på og sosiale medier var en fremtidsfabel ingen kunne se for seg. 20 år senere har vi 4000 følgere på Facebook, nettsidene våre kan leses på PC og mobil, og

vi jobber kontinuerlig med å forbedre oss. Fremover skal vi forsøke å bli enda flinkere til å tilpasse oss kundenes behov og treffe dem der de ønsker å treffe oss.

I år er det også 20 år siden våre berømtelige tre U'er ble unnfanget. Selv om mye har skjedd disse årene, står måten vi tenker rundt investeringer på fast. Det er etter vår erfaring det beste.



LEDEREN

Harald Espedal,
Administrerende direktør
og investeringsdirektør,
SKAGEN Fondene

Sorte får lønner seg

Bedre utsikter for verdensøkonomien og kraftig oppgang for lange obligasjonsrenter har fått globale investorer til å legge litt mindre elsk på selskaper med stabil inntjening og høy direkteavkastning. Dette er selskaper som vi en god stund har vurdert til å være høyt priset, basert både på løpende og fremtidig forventet inntjening.

Upopulære, mer konjunkturutsatte selskaper, har nå blitt litt mer populære. Det har ført til et lite, men selektivt comeback for selskaper i vekstmarkedene. Ved inngangen til fjerde kvartal var avkastningsgapet fortsatt rekordstort. Etter årets ni første måneder er verdensindeksen opp hele 23,8 prosent, mens vekstmarkedene bare kan skilte med 3,6 prosent. Begge målt i en svekket norsk krone.

Om trenden med økt kapitalstrøm tilbake til vekstmarkedene vedvarer, gjenstår å se. Så lenge børsverden og selskapene blir mer globale viskes imidlertid skillet mellom utviklede markeder og vekstmarkeder stadig mer bort. Det er prisingen av selskapene, uansett hvor de er noterte, som bør telle for hvor pengene tar veien.

Enn så lenge fortsetter investorene å sprette i flokk fra land til land, bransje til bransje og selskap til selskap, basert på hvor det er mest populært å være. Det er bra, for da er det lettere for oss som aktive, verdibaserte forvaltere å finne de gode selskapene.

Å være det sorte får som tør gå mot saueflokkene, har i vår 20-årige historie vist seg å skape god langsiktig risikojustert avkastning for våre andelseiere. I det korte bildet kan vi gjerne henge litt etter.

Et godt eksempel er SKAGEN Global. Med en relativt høy vektning i de upopulære vekstmarkedene lå avkastningen etter årets ni første måneder noen prosentpoeng bak verdensindeksen.

Ser vi derimot på siste fem år, som inkluderer finanskrisestormen 2008, har andelseierne i SKAGEN Global kunnet glede seg over en akkumulert avkastning på 62,4 prosent (10% gj. sn årlig avk). Det er langt bedre enn hva tilfellet har vært for de som solgte seg ut av aksjemarkedet og puttet pengene trygt og godt i banken. Verdensindeksen er i samme periode opp 43,6 prosent.

Hvis du hadde flaks, og kjøpte andeler i

SKAGEN Global da de sønderskutte vekstmarkedene snudde nesen oppover igjen i slutten av november 2008, kan du glede deg over at pengene har mer enn doblet seg (+104,7%). Verdensindeksen er i denne perioden på fire år og ti måneder opp i underkant av 70 prosent.

Med andre ord; nok en gang har det lønt seg å gå mot saueflokkene utstyrt med lange verdibriller, fremfor å la seg drive fra skanse til skanse basert på hvor bjellesauene finner de mest attraktive beitemarkene.



KOMMENTAR

Tore Bang
Fagredaktør
tb@skagenfondene.no

Innhold

LEDER OG KOMMENTAR

20 år og like blid > 2
Sorte får lønner seg

SKAGEN NYHETER

SKAGEN Fondenes utvikling > 4
Ny porteføljeforvalter > 5
Det beste på tre minutter > 5
Nyttårskonferansen 2014 > 5
Er du den vi leter etter? > 5

TEMA

Indias voksesmerter > 8
SKAGEN 20 år > 10
Nordiske selskaper styrker SKAGEN Vekst > 12
SKAGEN m²: Et år i det globale eiendomsmarkedet > 14

UTSIKTER

Sentralbankenes løfter > 32
Verdiskaping fremfor gratis penger > 48

INTERVJUET

En mann med en plan > 6

REGNSKAP

Kvartalsregnskap > 47



Foto: Bloomberg

Duete: Janet Yellen er nominert av president Barack Obama til å ta over etter Ben Bernanke som sentralbanksjef i USA. Slutten på kvantitative lettelser kan være enda lenger unna med henne ved roret.

PORTEFØLJEFORVALTERNES BERETNING

Introduksjon

Nok et bra kvartal > 16
Avstanden mellom utviklede markeder og vekstmarkeder minker.

Aksjefond

SKAGEN Vekst > 20
Løft i Europa

SKAGEN Global > 23
Ny all time high

SKAGEN Kon-Tiki > 26
Stabilisering etter svakt første halvår

SKAGEN m² > 29
Utfordrende tredje kvartal

Rentefond

SKAGEN Tellus > 33
Overraskende rentefall

SKAGEN Avkastning > 33
Moderat, sikker og positiv

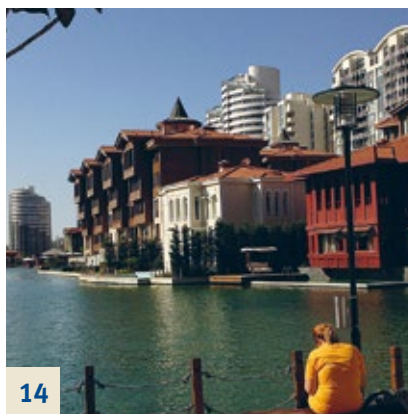
SKAGEN Høyrente og SKAGEN Høyrente Institusjon > 34
Tjener på at tiden går

Kombinasjonsfond

SKAGEN Balanse 60/40 > 34



6
Roger Terje Larsson fulgte spareplanen og kunne gå av med pensjon da han selv ønsket.



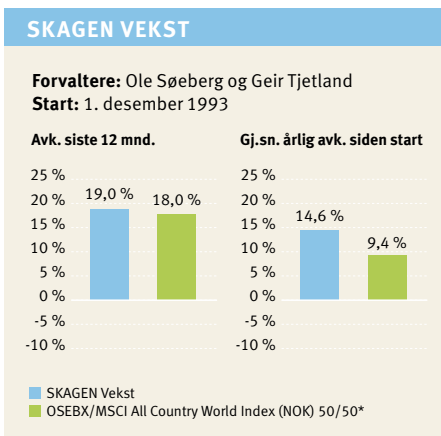
14
For å skaffe lokal markeds kunnskap har forvalterne i SKAGEN m² tilbragt mye av de siste seks månedene på reise. Et av deres siste besøk var Istanbul.

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.

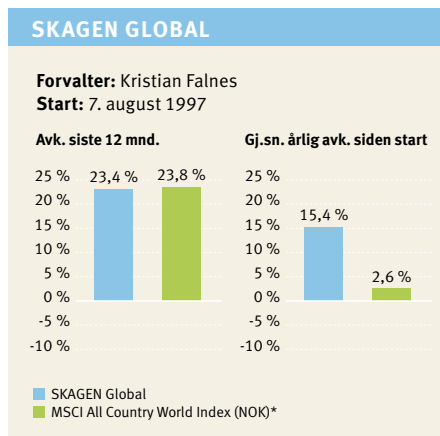
SKAGEN Fondenes utvikling

I tabellene kan du se hvilken avkastning de respektive SKAGEN-fond har skapt i forhold til sine referanseindekser. Tallene er oppdatert per 30. september 2013.

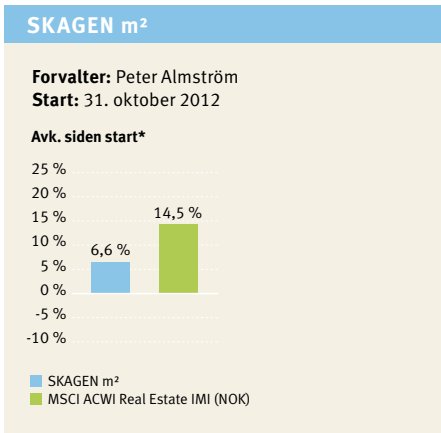
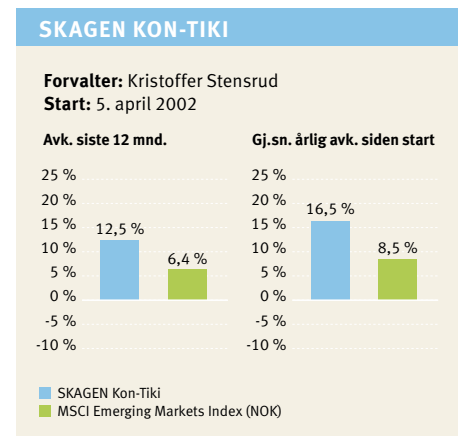
■ Aksjefond ■ Rentefond



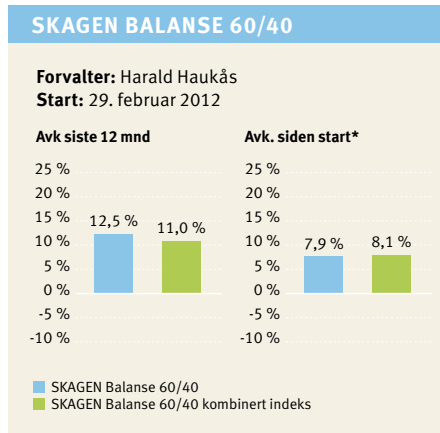
* Før 1.1.2010 var indeks OSEBX



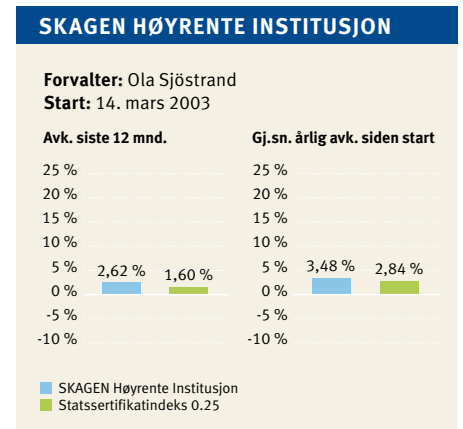
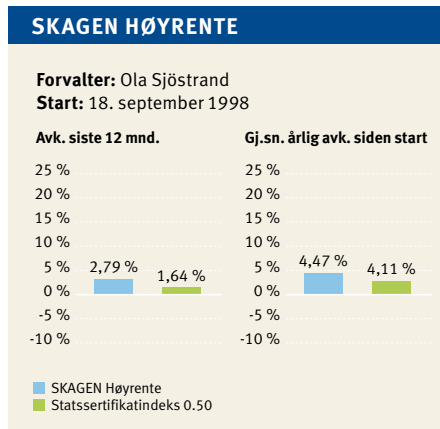
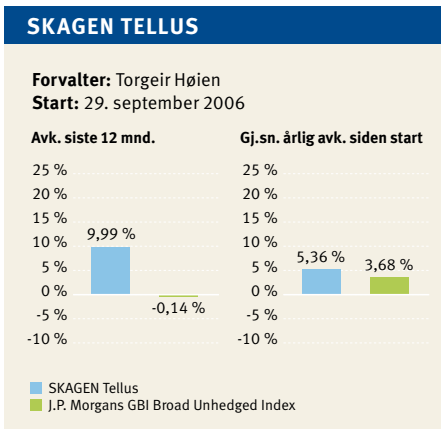
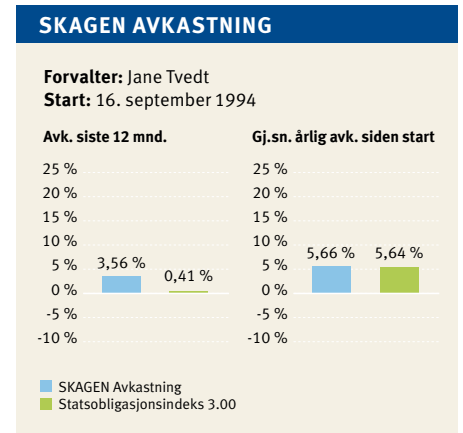
* Før 1.1.2010 var indeks MSCI World (NOK)



* Fondet ble startet 31.10.2012



* Fondet ble startet 29.02.2012



Ny porteføljeforvalter

Hilde Jenssen er siste tilskudd til forvalterteamet i SKAGEN Kon-Tiki.



Hilde Jenssen begynte som ny porteføljeforvalter i SKAGEN Kon-Tiki 1. oktober. Hun har nærmere 20 års erfaring fra kapitalmarkeder, og har jobbet for flere finansgigan-

ter i USA. Jenssen er opprinnelig fra Stavangerområdet, har en bachelor i økonomi og statsvitenskap fra Fordham University og en MBA i finans fra Columbia Business School, hvor hun også har undervist.

- Vi er glade for å ha Hilde med på laget. Hun bringer med seg lang erfaring fra kapitalmarkedet, sier Kristoffer Stensrud, forvalter for SKAGEN Kon-Tiki.

Er du den vi leter etter?

SKAGEN er på jakt etter dedikerte og initiativrike medarbeidere. Vil du være med å utvikle fremtidens fondsforvalter? I så fall er du kanskje den vi ser etter. Ledige stillinger finner du på www.skagenfondene.no/jobb eller våre facebooksider.

Det beste på tre minutter



Har du ikke tid å lese statusrapportene om dine fond? Vi har gjort det litt enklere for deg. Hver måned publiserer vi en kort video med høydepunkter fra noen av fondene: hvilke nyheter er i porteføljene, hvilke selskaper har bidratt best og dårligst, verdsettelsen av porteføljen og mer.

HOLD AV DATOEN **8/01/2014** MER INFO WWW.SKAGENFONDENE.NO/NYTTARSKONFERANSEN2014

NYTTÅRSKONFERANSEN

SKAGEN FONDENE

GLOBALE UTSIKTER // 2014

For ellefte året på rad arrangerer SKAGEN Nyttårskonferanse i Oslo, hold av datoen 8. januar 2014. Tradisjonen tro blir det en hel dag med interessante foredrag, inspirerende samtaler og nyttig innsikt. Programmet er klart og blant høydepunktene finner du blant annet:



PAUL KRUGMAN

Utsikter for verdensøkonomien

Professor i nasjonaløkonomi, Princeton University. Krugman fikk nobelprisen i økonomi i 2008. Han er allment anerkjent som en av verdens fremste økonomer og samfunnsdebattanter.



DAMBISA MOYO

Muligheter og utfordringer i vekstmarkedene

Internasjonalt anerkjent økonom og vinneren av Hayek Lifetime Achievement Award for 2013. Time Magazine har utropt Dambisa Moyo til en av verdens 100 mest innflytelsesrike personer. Hun har en doktorgrad i nasjonaløkonomi fra Oxford og en magistereksamen fra Harvard.



JIM ROGERS

Globale investeringsmuligheter

Medgrunnlegger av Quantum Fund sammen med George Soros. Rogers pensjonerte seg da han var 37 år etter at fondet hadde økt 4200 prosent i verdi. I dag er Rogers en internasjonal investor, forfatter og hyppig sitert finanskommentator.

En mann med en plan

- Jeg ville ha frihet til å velge, sier Roger Terje Larsson. Etter langsiktig sparing kunne han pensjonere seg tidlig og dyrke sin store lidenskap, takket være en uttaksavtale.





Foto: Elisabeth Sperre Alnes

Frihet: Roger Terje Larsson ville ha mulighet til å velge jobb eller tidligpensjon. En uttaksavtale ble løsningen som gjorde ham i stand til å nyte sin store lidenskap, sykling.

Når Roger Terje Larsson bestemmer seg for noe, gjennomfører han. Så da han en gang på 1990-tallet fant ut at han måtte gjøre noe for å forberede pensjonisttilværelsen, laget han en plan. Han ønsket valgfrihet som pensjonist.

- Jeg var rundt 50 år og tenkte at jeg måtte finne på noe smart dersom jeg ville gå av med pensjon før jeg ble 67 år. Jeg ville bli uavhengig og kunne velge om jeg skulle jobbe helt eller delvis, eller gå av med pensjon før tiden, sier Roger Terje Larsson.

Billigsalg

Larsson forstod raskt at han måtte spare dersom han skulle få økonomisk handlefrihet senere i livet. Etter et par blandete erfaringer hos ulike forvaltere kom han i 1998 til SKAGEN.

- Jeg startet en spareavtale i SKAGEN Global, men da SKAGEN Kon-Tiki ble opprettet i 2002 syns jeg det virket spennende og fortsatte sparingen der, forteller han.

Spareavtalen gikk sin vante gang, men innimellom slo Larsson til med ekstrakjøp. Når løssalgsavisene ropte krise, kjøpte han ekstra andeler i aksjefondene. Stikk i strid med magefølelsen, men helt i tråd med det som kan kalles sunn fornuft.

- Jeg klarte å kjøpe når det så mest tragisk ut. De andelene jeg kjøpte under finanskrisen har jeg nesten 100 prosent avkastning på nå, forteller han fornøyd.

Han karakteriserer seg som litt over gjennomsnittlig interessert og forteller at han først ble klar over fondsforvalteren i Stavanger i en artikkel i Dagens Næringsliv.

- Jeg hadde litt blandet erfaring med andre forvaltere tidligere. SKAGEN hadde bra historikk og jeg ville spre risikoen. Derfor har jeg hele tiden prøvd å ha litt penger i både aksje- og rentefond.

Smarte uttak

Som 64-åring fant Roger ut at han var forsynt av yrkeslivet og ville dyrke sin store lidenskap, syklingen. Gjennom årene hadde han spart opp en bra kapital og var klar for neste livsfase. I samarbeid med sin rådgiver i SKAGEN satte han opp to uttaksavtaler, en for rentefond og en for aksjefond.

En uttaksavtale er kort og greit en enkel og smart måte å ta ut penger jevnlig fra fond. Tenk på det som en omvendt spareavtale. Du kan selv bestemme hvor mye du vil ta ut, og hvor hyppig. Siden Roger skulle leve av pengene valgte han månedlige uttak.

- Jeg trenger et økonomisk supplement til det jeg får utbetalt fra Folketrygden. Jeg tar ut et fast beløp fra rentefondet, og så tar jeg ut 0,4 prosent av beholdningen i ett av aksjefondene, forteller han fornøyd.

På denne måten bruker han kun det han tjener i renteavkastning i rentefondet, og beholdningen i aksjefondet er høyere i dag enn da han startet uttaksavtalen. Det er mulig fordi uttakene er såpass små at han ikke «spiser» av kapitalen. Han får fortsatt avkastning på sparepengene sine mens han får nødvendig tilskudd til å leve det livet han ønsker.

- Jeg har større beholdning i dag enn da jeg gikk av med pensjon. Dersom markedet går opp får jeg mer utbetalt og motsatt. Det er moro å se at det funker, sier han.

Sykkelfeber

Det er liten vits i å spare dersom man ikke tenker at man skal bruke sparepengene. Som ung mann var Roger i rimelig dårlig fysisk forfatning, ifølge ham selv. Legen ville egentlig gi ham blodtrykksmedisiner, men i stedet endret han livsstil.

Et inaktivt liv ble erstattet med sykkel til og fra jobb samt en endelig stumping av røyken. Det ga raskt resultater.

- Jeg begynte å sykle litt og så ble jeg hekta, forteller han. Til intervjuet kommer han kledd i en sykkeldrakt mange atskillig yngre ville kviet seg for å ha på.

Såpass bitt av sykkel- og treningsbasillen ble han at han i dag kan tituleres både norgesmester for veteraner, vinner av den store styrkeprøven Trondheim – Oslo og inneholder av gullmerket i Birken.

Trening og varme

Sykkelentusiastene hadde egentlig tenkt at han ville fortsette å jobbe litt i pensjonisttilværelsen. Men det ga han fort opp. Det første året tilbragte han stort sett på trening eller reise i varmere strøk.

- Det første året var jeg på reise i fem måneder. Mer enn det kan du ikke være borte uten å få problemer med NAV, forteller han.

Sykkelmiljøet har gitt ham mange nye venner og en utstrakt reisevirksomhet. Våren tilbringes på sykkelsetet på Mallorca. Høst og vinter er det andre varme strøk som trekker, og sykkelene er stort sett med på tur. Han konkurrerer fortsatt både i Norge og utlandet.

- Det går ikke like fort som det gjorde før, dessuten blir aldersklassene mindre og mindre, sier han med et smil.

- Syklingen? Det har vært en bra investering det også.

UTTAKSAVTALE

- Regelmessige uttak fra fond
 - Mulighet for avkastning på fondsandelene dine som ikke er tatt ut
 - Automatiske utbetalinger til din konto
 - Reduserer risikoen knyttet til når det er smart å selge andeler
 - Fleksibel ordning som kan tilpasses den enkeltes behov
- Husk skatten – når du selger andeler med gevinst vil det påvirke skatten din. Hvor mye, avhenger av hvor stor gevinsten på andelene er.

Ole-Christian Tronstad

KOMMUNIKATØR



Pendlere og reisende går ombord i en buss i Mumbai, India. Det indiske aksjemarkedet har falt, det samme har rupien etter frykt for reduksjon i økonomiske stimulanter fra den amerikanske sentralbanken. Fra SKAGENs ståsted er fokus på enkeltstående og grunnleggende suksesskriterier på plass.

Foto: Bloomberg

Indias voksesmerter

Vi ser nærmere på hvordan verdens nest mest folkerike land håndterer en vakkende økonomisk vekst, trekker noen sammenligninger med Kina, og ser på mulighetene for indiske bedrifter og investorer.

Raghuram G. Rajan inntok sjefsstolen i den indiske sentralbanken (RBI) i september. Foran seg har den tidligere IMF-sjeføkonomen en kø av vanskelige og presserende utfordringer: stabilisere en valuta i utforbakke, demme opp for underskuddet på driftsbalansen og motvirke fallende økonomisk vekst.

Selv om grunnlaget for å få verdens tiende største økonomi tilbake på sporet er til stede – demokratisering og en vilje til å sette i verk økonomiske og sosiale reformer – kan det ta lang tid før man igjen kan sette likhetstegn med Kina som en av verdens vekstmotorer. Som Rajan selv sa det: "Det finnes ingen tryllestav som kan få disse problemene til å forsvinne på et blunk".

Etter å ha vokst raskere i løpet av det

siste tiåret enn Kina gjorde på 1990-tallet, har India den siste tiden vært plaget av voksesmerter. Den årlige BNP-veksten har falt jevnt og trutt fra 10,0 prosent i første kvartal 2011 til 4,4 prosent i andre kvartal 2013 (0,3 prosent lavere enn forventningene), og nylig nedjusterte regjeringen vekstutsiktene i inneværende budsjettår til 5,3 prosent (fra 6,4 prosent).

Torgeir Høyen, porteføljeforvalter i rentefondet SKAGEN Tellus, har 3 prosent av kapitalen investert i en indisk rupi-denominert obligasjon utstedt av EBRD også kjent som European Bank for Reconstruction and Development.

Veksten har vært svak de siste atten månedene og PMI-tall indikerer at den avta-



Den nylig utnevnte sjefen for den indiske sentralbanken Raghuram G. Rajan står foran en rekke utfordringer. Han var gjestetaler på SKAGENs Nyttårskonferanse i januar 2013.

kende veksten også har vedvart inn i tredje kvartal. Det er uklart hvor mye som skyldes konjunktursvingninger og hvor mye som skyldes strukturelle hindringer, men den indiske rupien gjorde et stupdykk i sommer som følge av at markedene lot seg skremme av nedbremsingen, enkelte av bankenes soliditet og regjeringens finanspolitiske retning, sier Torgeir Høyen.

Dobbelt uhell

Rupien kan vise til et fall på 20 prosent mot amerikanske dollar, men India er langt fra det eneste framvoksende markedet som har opplevd betydelig valutafall i år. Signaler fra den amerikanske sentralbanken om en mulig reduksjon i kvantitative lettelse har forårsaket en reversering av utenlandsk kapitalinngang i utviklingslandene.

Og problemet er spesielt påtrengende for India, som har et stort og lite bærekraftig underskudd på driftsbalansen. \$98 milliarder kvalifiserer til tredje plass i verden bak USA og Storbritannia. Denne negative dobbel-effekten har satt sitt preg på de indiske aksjene.

Den indiske forbrukeren

Den indiske forbrukeren er, enten direkte eller indirekte, et gjennomgangstema i våre porteføljeselskaper. Med en befolkning på 1,2 milliarder hersker det liten tvil om potensialet på etterspørselssiden.

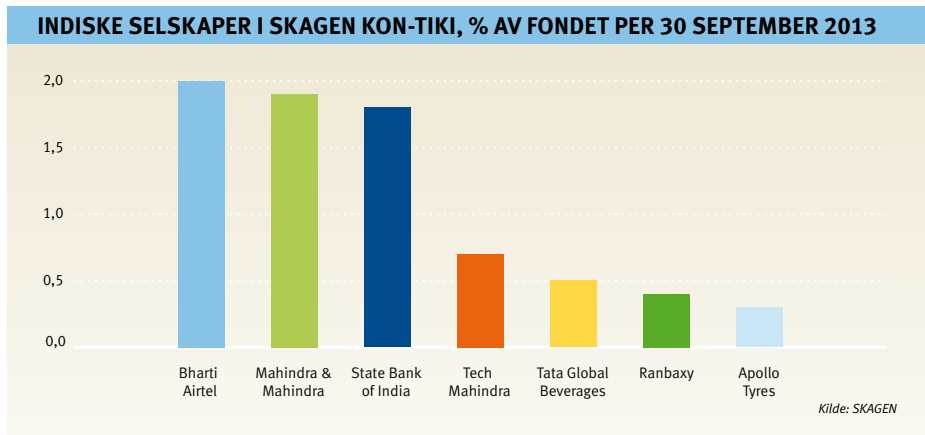
India ser ut til å falle akterut i kappløpet om å utvikle seg fra et middelinntektsland til et rikt land på samme tid som Kina begynner å sette opp farten. Den gjennomsnittlige årlige realinntekten i India ligger fortsatt under \$4 000, det samme som den gjennomsnittlige kineser tjente for ti år siden. I år er realinntekten per innbygger dessuten spådd å vokse med bare 3,7 prosent ifølge Oxford Economics.

Klumpene om foten er mangel på investeringer i infrastruktur, utdanning, politisk korrupsjon og store sosiale forskjeller. Bare 23 prosent av inderne får videregående utdanning, noe som er mindre enn halvparten av tilsvarende tall i Kina.

Selskapsfokus

- Fokuset vårt er alltid på selskapene, og ser vi på våre største indiske aksjeposter, så synes grunnlaget for videre suksess å være til stede, sier Kristoffer Stensrud, porteføljeforvalter i aksjefondet SKAGEN Kon-Tiki.

Bharti Airtel, landets største mobiloperatør og nummer fire i verden med nesten 270 millioner kunder, la nylig frem sterke tall drevet av høyere innenlandspriser. Dette var særlig oppløftende tatt i betraktning at bruken også økte, til tross for de høyere satsene. Økt



lønnsomhet gjennom ytterligere prisøkninger eller en snuoperasjon i deres afrikanske virksomhet er mulige faktorer som vil spille inn på selskapets verdsettelse.

Mahindra & Mahindra er Indias største produsent av nyttekjøretøyer og verdens største traktorfabrikant. Takket være en dedikert ledergruppe som har levert år-for-år-vekst i omsetning og lønnsomhet, har dette vært en fantastisk investering for SKAGEN Kon-Tiki.

- Vi tror Mahindra & Mahindras strukturelle veksthistorie er intakt og ser økende eksport som en potensiell vekstdriver, sier Kristoffer Stensrud.

State Bank of India er landets største bank. Kanskje ikke helt overraskende, tatt i betraktning den økonomiske turbulensen, har aktivkvaliteten blitt dårligere. En bedring på dette området vil fortsatt være en viktig katalysator for aksjekursen. Ser man en reduksjon i misligholdte lån kombinert med økt økonomisk aktivitet, vil dette gi et godt grunnlag for en ny kredittvurdering.

Finansielle markedsreformer

Bankinfrastrukturen i India er fortsatt mangelfull, noe som kommer tydelig frem ved at 70 prosent av inderne ikke engang har egen bankkonto. Behovet for økonomisk liberalisering i India var Rajans hovedbudskap i åpningstalen til den indiske sentralbanken:

”Tilgang til finansiering er fortsatt vanskelig for de fattige og på landsbygda, samt for små og mellomstore industribedrifter. Vi trenger raskere, bred og inkluderende vekst som kan føre til hurtig reduksjon av fattigdommen. Befolkningen i India ville dra nytte av mer konkurranse mellom bankene, og bankene ville dra nytte av større frihet i beslutningsprosessene”, understreket Raghuram G. Rajan.

Mulige følger er tiltak for å øke utlån til landbruket, flere nye banklisenser og mer omfattende utenlandsk bankpenetrasjon i India.

Banksystemet hadde 1,3 billioner amerikanske dollar i aktiva i 2012, og enkelte analytikere venter at dette tallet vil vokse til å bli verdens tredje høyeste i løpet av de neste tyve årene.

Kjøpsmuligheter

Som i flere andre fremvoksende markeder har kursene på indiske aksjer falt betydelig. Selv om landet utvilsomt står overfor betydelige utfordringer fremover, finnes det gode og attraktive selskaper som også er blitt trukket med i markedets dragsug. Dette har gjort det mulig for oss å investere selektivt til stadig mer attraktive priser, og vi har nylig økt posisjonene i State Bank of India og Mahindra & Mahindra.

Torgeir Høyen har på sin side fortsatt tro på Indias økonomiske fremtid:

- Vi besluttet å bli værende i India mens turbulensen herjet, fordi vi mente at markedet overreagerte. Rajans finansielle reformer bør over tid bidra til mer effektiv kapitalallokering og gi en kraftigere vekst for BNP, sier han.

- Hvis det mer høyreorienterte partiet Bharatiya Janata vinner valget neste år, i tråd med dagens forventninger, vil vi trolig også se en fremskyndelse av en bredere økonomisk reform, sier SKAGENS porteføljeforvalter Torgeir Høyen

Nick Henderson

KOMMUNIKATØR



SKAGEN Fondene 20 år

Nittitallet var ennå ungt da Tor Dagfinn Veen, Åge Westbø, Geir Tjetland og Kristoffer Stensrud grunnla SKAGEN AS. De fire vennene startet i liten skala med å investere sparepengene til venner og familie. I desember 1993 ble det første fondet lansert, og SKAGEN Vekst fikk raskt 448 andelseiere og 20 millioner kroner å forvalte. Navnet SKAGEN kommer fra gaten hvor hovedkon-

toret vårt ligger i Stavanger sentrum. Resten er, som det heter, historie. 20 år senere er SKAGEN Skandinavias ledende uavhengige fondsforvalter, med den samme verdibaserte investeringsfilosofien som kompass. Den eneste forskjellen er at vi nå har over 150.000 direktekunder i Norge og kontorer i fem europeiske land.



1993

Stavanger Fondsforvaltning AS (nå SKAGEN AS) får konsesjon av Kredittilsynet til å forvalte verdipapirfond

- Aksjefondet SKAGEN Vekst lanseres 1. desember

1995

AMS-fondet SKAGEN Vekst distribueres på Statoil-stasjoner

- SKAGEN Avkastning blir årets beste obligasjonsfond

1997

SKAGEN Global lanseres

- SKAGEN Vekst kåres til det beste AMS-fondet
- Vi får kontor i Ålesund

1999

SKAGEN Global blir nummer én i sin klasse

2001

- Starter møter for kvinner om sparing
- Kontorene i Bergen og Trondheim åpner
- SKAGEN tilbyr innskuddspensjon

2002

- Alle får A
- får A
- Stan
- (S&P
- SKAG
- Insti

1994

SKAGEN Vekst blir kåret til årets beste AMS-fond

- Obligasjonsfondet SKAGEN Avkastning lanseres

1996

Vi får egne nettsider

- SKAGEN Avkastning blir igjen årets beste obligasjonsfond

1998

SKAGEN Global på topp blant fond som investerer utenfor Norge

- Pengemarkedsfondet SKAGEN Høyrente lanseres
- SKAGEN Vekst blir beste AMS-fond
- Oslo-kontoret åpner

2000

Rekordstort kundemøte ombord på Hurtigruta

- Netthandel blir tilgjengelig

2002

- Fondene blir godkjent for salg i Sverige og Danmark
- SKAGEN Kon-Tiki lanseres





Gründerne: De startet med å forvalte sparepengene til familie og venner. 20 år etter er SKAGEN-familien vokst til 150.000 direktekunder bare i Norge. F.v Geir Tjetland, Åge Westbø, Kristoffer Stensrud og Tor Dagfinn Veen.

03

tre aksjefond
-rangering av
Standard & Poor's
)
GEN Høyrente
tutisjon lanseres

2005

- SKAGEN blir Norges største forvalter av aksjefond
- Fondene godkjennes for salg i Luxembourg

2007

- Funds Europe Award: Kristoffer Stensrud blir årets investeringsdirektør
- Kontor etableres i Gøteborg
- Vi får selge fond på Island og i Storbritannia

2009

- Vi blir årets fondsforvalter i Sverige, Danmark og Nederland
- Mer enn halve forvaltningskapitalen eies av kunder utenfor Norge

2013

- SKAGEN fyller 20 år
- Fondene godkjennes for salg i Belgia

2011

- Vi får kontor i Amsterdam
- Kombinasjonsfondet SKAGEN Balanse 60/40 lanseres



2004

- Åpner kontor i Stockholm
- Vår første Nyttårskonferanse – senere etablert som en ledende finanskonferanse i Oslo, Stockholm og København

2006

- Vi åpner kontor i København og Tønsberg
- Sponsor for Leger Uten Grenser, SOS-barnebyer og Kolibri CARF
- Fondene godkjennes for salg i Nederland og Finland
- SKAGEN Tellus lanseres

2008

- Alle tre aksjefond får AAA-rangering hos Standard & Poor's
- SKAGEN Global mottar nederlandsk publikumspris som beste fond

2010

- London-kontoret åpner
- SKAGEN Kon-Tiki rangeres på andreplass av Citywires "Euro Stars"

2012

- SKAGEN Kon-Tiki feirer 10-årsjubileum
- Det globale eiendomsfondet SKAGEN m² lanseres

Mer om 20-årsjubileet: www.skagenfondene.no/skagen20



Nordisk styrke: Til tross for en befolkning på kun 26 millioner mennesker er det et bemerkelsesverdig antall verdenskjente selskaper i regionen. Som for eksempel den danske shipping-giganten AP Møller Maersk, kleskjeden Hennes & Mauritz, mobiltelefonprodusenten Nokia og bilfabrikanten Volvo. Bildet: To ABB-ansatte i en testhall for ultrahøyspenning i Ludvika, Sverige. ABB er et av de største selskaperne i SKAGEN Vekst og på topp ti-listen til SKAGEN Kon-Tiki.

Nordiske selskaper styrker SKAGEN Vekst

Når investeringsmandatet til SKAGEN Vekst endres fra nyttår, vil flere selskaper fra Sverige, Danmark og Finland inngå i porteføljen til det 20 år gamle aksjefondet.

I desember i år er det 20 år siden SKAGEN Vekst så dagens lys. Siden begynnelsen har SKAGEN Vekst vært tett knyttet til det norske sparemiljøet. Fondets investeringsmandat og øvrige rammer var tilrettelagt for å oppfylle kravene i datidens skattegunstige AMS-sparing for privatpersoner. Minst halvparten av midlene i fondet skulle derfor være investert i norske selskaper.

For mange forvaltere betød det i praksis 100 prosent norske aksjer. Men SKAGEN valgte den gang å justere risikoen i porteføljen ved å gå utenfor Norges grenser og tilstrebe en balansert fordeling mellom Norge og resten av verden. Det var i norsk sammen-

heng en epokegjørende beslutning. Investeringsmandatet viste seg å fungere godt, og vi fastholdt derfor denne investeringsstilen, selv da AMS-ordningen opphørte 1. januar 2000.

SKAGEN Vekst har derfor hatt litt over halvparten av midlene i norske aksjer og resten i virksomheter utenfor Norge og i sektorer har liten eller ingen representasjon på Oslo Børs, som eksempelvis biler, elektronikk og globale legemiddelfirma.

Ikke legg alle eggene i samme kurv

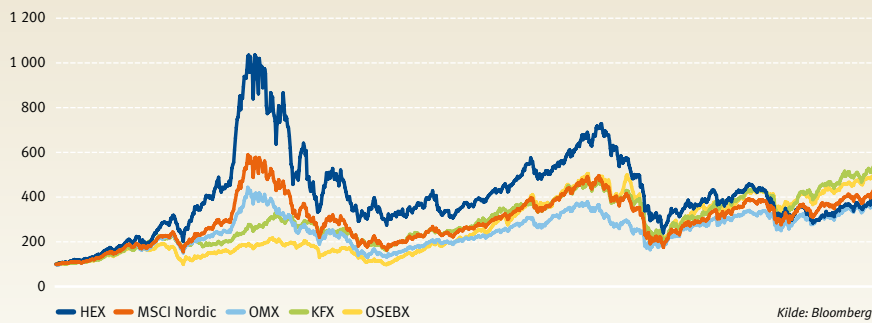
Norge har gjennomgått en fantastisk utvikling siden syttitallet. Nordsjøoljen har skapt en

velferdsvekst som i år har bragt oss helt til topps, med det høyeste bruttonasjonalprodukt per innbygger (for et større land).

Det norske aksjemarkedet har utviklet seg i takt med næringsstrukturen i norsk økonomi. Oslo Børs er blitt stadig mer dominert av energirelaterte selskaper. Det er veldrevne selskaper som vi fortsatt ønsker å eie. Men de årlige kurssvingningene i energiselskaperne er betydelige, og energidominansen i porteføljen har gitt en risikoprofil som ikke lenger gir det beste forholdet mellom avkastning og risiko.

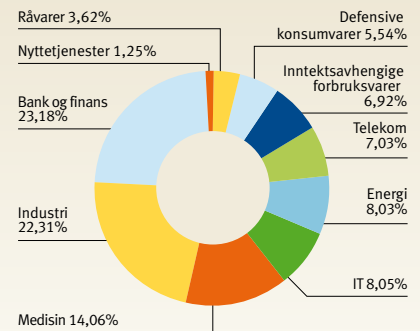
Det gamle ordtaket om «ikke å legge alle eggene i én kurv» forteller hvilken situasjon

NORDISKE AKSJEMARKEDER



Grafen viser utviklingen i det nordiske aksjemarkedet og MSCI Nordic fra januar 1996 til september 2013. Vi mener at det utvidete mandatet til SKAGEN Vekst vil gi bedre investeringsmuligheter.

SEKTORFORDELING



vi ønsker å gå bort fra. Man kunne risikere å miste kurven og da ville alle de innsamlede eggene knuses.

Hoveddelen av SKAGEN Veksts andelseiere er bosatte i Norge og har derfor i stor utstrekning både jobb, eiendomsverdier og sparepenger knyttet til oljeprisen og utviklingen i energisektoren. Den påvirker det samlede aktivitetsnivået i norsk økonomi.

Sparing og investering er for den enkelte reelt sett en beslutning om å utsette forbruk. I stedet for å bruke alle pengene her og nå, fordeler man inntekten sin over et helt liv og tilgodeser dermed sin alderdom og kanskje også sine barn. Siden det er ens egne penger som er i arbeid, ønsker man en god avkastning og samtidig at de som forvalter formuen har kontroll på risikoen.

Hva er Norden?

La oss se nærmere på hvorfor Norden er blitt et vel fungerende samfunn som tiltrekker seg investorer fra hele verden.

Hjertet i den nordiske folkesjelen stammer muligens helt tilbake fra vikingene, og de første større handelsflåtene for 300-400 år siden. Reiser skaper erfaringer og åpent livs-syn. Når folk blir værende på samme sted hele livet kan derimot sneversyn trives. Åpenhet er, etter vår oppfatning, nyttig.

De 26 millioner innbyggerne er fordelt på på om lag 1,2 millioner kvadratkilometer. Frem til 1800-tallet var det ganske vanskelig for innbyggerne i denne regionen å overleve, så befolkningstallet var lavt. De harde levekårene medførte at samhold og kløkt var viktige ingredienser i kampen for å overleve. Noen innbyrdes kriger ble det, men Sverige har ikke vært i krig på 200 år, noe som må være en slags verdensrekord.

Fellesskapet er fortsatt en del av arvestofet i Norden, som takket være bedre utdanning, helse og transport har vokst kraftig de siste 200 årene. I det 20. århundret er

Norden et av de rikeste områdene i verden. Utover ressurser som olje og jernmalm er det større befolkningsgrunnlaget skapt fra at innbyggerne i regionen tenker internasjonalt/globalt, innovativt og er konkurransedyktige. Overordnet er bedriftskulturen god og aksjonærhensyn blant de beste i verden. I virksomhetene tenkes langsiktighet; korrupsjon og andre former for ineffektivitet er verdens laveste. Det politiske klimaet er stabilt og samfunnene velfungerende.

Dette har økt næringslivets konkurransevne i regionen. Til tross for et samlet innbyggertall på kun 26 millioner, kan Norden by på forbausende mange verdenskjente selskaper, som ABB, AP Møller Mærsk, Hennes & Mauritz, IKEA, Nokia, Novo Nordisk, Statoil, Tetra-Pak og Volvo.

Danmark, Finland, Norge og Sverige, har hver sine karakteristika. Hele regionen preges av ovennevnte kløkt, globalisering og innovasjon. Men hvert land har sine særpreg.

Danmark kjennetegnes av høy andel av virksomheter innen helse og medisin, shipping og dagligvarer (øl, smør og bacon)

Finland har utviklet ledende markedsposisjoner innen kapitalvarer, telekom og teknologi.

Norge er dominert av en solid global posisjon innen energisektoren, inkludert innovative produkter og tjenester til den industrien. En sterk global posisjon innen shipping har røtter langt tilbake i historien.

Sverige er den største aktøren i den nordiske regionen og besitter globale førerposisjoner innen kapitalvarer, elektronikk, telekom og forbruksvarer.

Bedre balanse i indeks

Markedsverdien av børsnoterte norske selskaper er fordelt på hele 45 prosent energi, 15 prosent finans og 12 prosent telekommunikasjon. Øvrige sektorer utgjør bare 28 prosent.

Til sammenligning utgjør energi kun 8 prosent

NORDISKE FOKUS FRA 2014

I forbindelse med 20-årsjubileet til SKAGEN Vekst besluttet styret i SKAGEN å foreslå for andelseierne at fondet «flytter hjemmefra» og frigjør seg fra sitt norsk-globale investeringsmandat. Det reduserer risikoen for norske andelseiere og gir andelseiere over hele Norden mulighet for å få nytte av nordiske investeringer ut fra SKAGENS investeringsfilosofi.

Under forutsetning av at Finanstilsynet godkjenner endringen, vil SKAGEN Vekst fra 2014 ha en referanseindeks som er halvt nordisk og halvt global. Dessuten er det tilføyd et såkalt høyvannsmærke i honorarmodellen. Dette innebærer at fondet kun kan belaste variabelt honorar dersom den absolutte avkastningen overstiger seks prosent inneværende år og om fondets andelsverdi overstiger siste høyvannsmærke. Endringene ble godkjnt på et andelseiermøte i Stavanger 29.august.

sent i den nordiske referanseindeksen. De største sektorene i de nordiske markedene er finans med 23 prosent, kapitalgoder 22 prosent, medisin 14 prosent og teknologi 8 prosent.

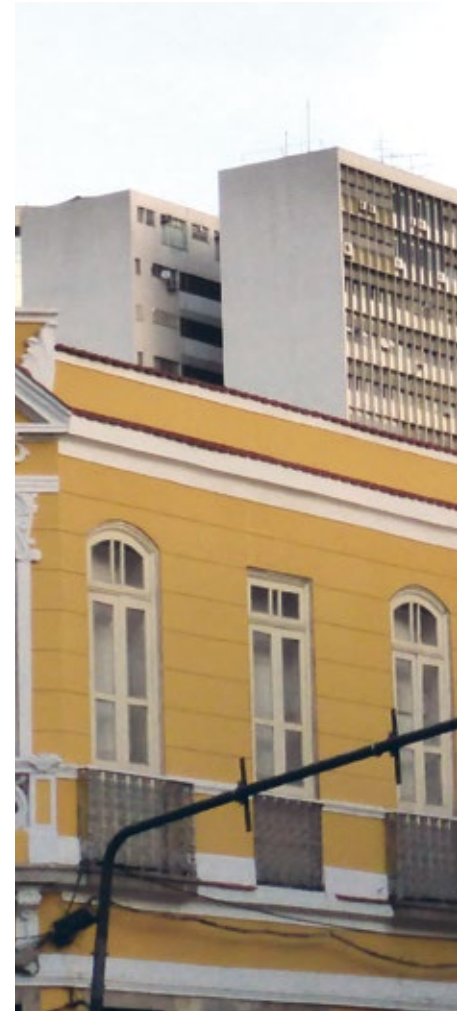
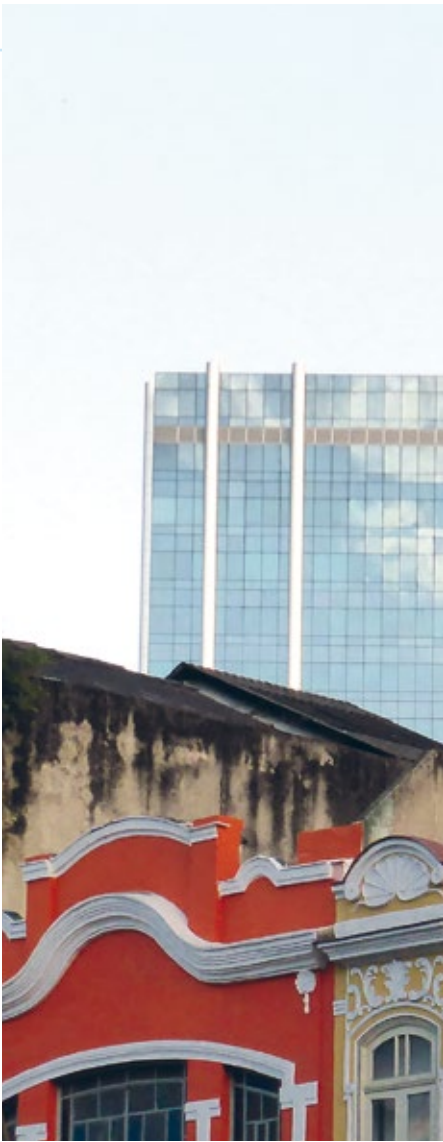
Kursutviklingen i hvert land de siste femten år viser at selv om det er ulikheter i avkastning fra tid til annen, så følger bevegelsene hverandre over tid. Det høyere innholdet av energi i Norge medfører at det er større svingninger i inntjeningen i norske selskaper. Verdifastsettelsen i norske selskaper er derfor 10-20 prosent lavere enn i resten av Norden.

- Det fremtidige investeringsforløpet i SKAGEN Vekst vil bygge på de samme grunnprinsipper som hittil: Vi investerer i selskaper som tilbyr lav verdifastsettelse i forhold til inntjening og nettoaktiva. Dermed oppfyller selskapene de tre U'ene i SKAGENS investeringsfilosofi; undervurdert som vi ofte finner blant upopulære og underanalyserte selskaper.

Ole Sæberg

PORTEFØLJEFORVALTER





Et år i det globale eiendomsmarkedet

SKAGEN m²'s første leveår har budt på en rekke uventede hendelser, som har forbausset forvalterne men som også skaper investeringsmuligheter på sikt. Peter Almström deler noen av sine viktigste inntrykk.

Hva har overrasket deg mest i fondets første år?

Den store kraften i svingningene for eiendomsaksjer. At forventningene om høyere renter i USA i vår skulle få en sånn effekt på eiendomsaksjer på den andre siden av jordkloden i deler av Asia. Det var overraskende at nettopp disse eiendomsaksjene skulle rammes hardest i et område der den fundamentale utviklingen var som sterkest. Men som følge av det skaper det også investeringsmuligheter.

Hva mener du – burde ikke børskursene følge selskapenes resultatutvikling?

Det kan man synes. På lang sikt er det naturligvis slik. Men på kort sikt er det mange

andre ting som styrer børskursene. Akkurat nå påvirkes de globale aksjemarkedene sterkt av den amerikanske sentralbankens handlinger rundt pengepolitikken.

Hva gjør et eiendomsselskap interessant for dere?

En lav pris i forhold til langsiktig verdi er en forutsetning for at vi skal være interessert. Dessuten bør selskapet ha virksomhet i et interessant marked. Beliggenhetsfaktoren er viktig. Dernest selskapets ledelse: vi er stadig på jakt etter dyktige eiendomsoperatører som kan utvikle og foredle eiendommer. Ofte er ledelsen i våre porteføljeselskaper også store aksjonærer i selskapene de leder. Det syns vi er bra.

Det har vært et ganske turbulent år i verdensøkonomien, med en avmatning i mange vekstmarkeder. Hvordan har dette påvirket eiendomsmarkedet?

Ganske lite, faktisk. På børsene har kursene på eiendomsaksjer det siste året rørt seg kraftig både opp og ned. Ikke minst i mange vekstmarkeder. På markedet for direkte eiendomsinvesteringer har det vært svært stabilt. Den underliggende inntjeningen i selskapene vi har i porteføljene er knapt påvirket.

Kan du eksemplifisere?

Omtrent halvparten av selskapene i vår portefølje består av selskaper i vekstmarkedene. Den løpende eiendomsavkastningen i disse selskapene er mer enn fordoblet i den siste

FAKTA OM SKAGEN m²

Startdato:	31 oktober 2012
Forvaltningskapital:	Rundt 600 millioner (begynnelsen av okt 2013)
Forvaltere:	Peter Almström, Michael Gobitschek og Harald Haukås

femårsperioden. Samtidig har leieutviklingen for selskaper vi har i utviklede markeder stort sett stått stille, og gevinstøkninger har først og fremst kommet fra fallende rentekostnader. Selv om vi ser et lite hakk i kurven for enkelte vekstmarkedslands utvikling så regner vi med at den langsiktige inntjeningsstrenden fortsatt er opp, men perioden med fallende renter ser ut til å være over for lang tid.

Er det en spesiell type selskaper dere investerer i?

Vi etterstreber en balanse av ulike typer selskaper. Basen i vår portefølje består av selskaper med lav risiko som ofte gir høy utdeling. Vi kaller disse selskapene for core+. Deretter kommer selskaper som vi kaller verdiskapende. Selskaper som er litt mer aktive med utvikling av sine eiendommer. Begge disse selskapstypene har stabile løpende kontantstrømmer. På toppen har vi mindre eiendeler i det vi kaller opportunistiske selskaper. Dette er selskaper med høyt potensial, men også litt høyere risiko.

Gi et eksempel på selskaper i de ulike segmentene

Et eksempel på et core+ selskap er det franske eiendomsselskapet Mercialis, en av de største postene i porteføljen. Selskapet utvikler og driver shoppingsentra i Frankrike. Blant verdiskapende selskaper finner vi Singaporebaserte Global Logistic, som eier og driver logistikeiendommer i Kina, Japan og Brasil. Avslutningsvis er thailandske Ananda et opportunistisk selskap. En prosjektutvikler som blant annet bygger boliger i den rasktvoksende Bangkok-regionen. Sammenfattet har vi en god miks av ulike typer eiendomsselskaper i ulike deler av verden. Totalt har vi 51 selskaper i porteføljen.

Halvparten av selskapene er i vekstmarkedene. Hvorfor?

Rundt halvparten av våre innehav er selskaper i vekstmarkedene, mens de bare utgjør rundt 10 prosent i referanseindeksen. Så vi har en stor overvekt i vekstmarkedene. Årsaken er at vi finner flere lavt prisede selskaper med gode vekstutsikter i vekstmarkedene. Der pågår urbaniseringen fortsatt, middelklassen vokser og lønnsutviklingen er sterk.

Noen hever det er en boble i eiendomsbransjen. Hva sier du til det?

Jeg er ikke enig i at det er slik på generell basis. Enkelte steder er det bobletendenser. Jeg har for eksempel vanskelig med å forstå at eiendomsselskaper i Japan, der vekstutsiktene er ganske svake med aldrende befolkning, kan prises til 30-40 ganger årets inntjening. Dette gjør at vi ikke har noen direkte eksponering i Japan overhodet nå. At eiendomsselskaper generelt er overvurderte er jeg ikke enig i. Det er snarere slik at det fins flere lavt prisede selskaper i dag enn da fondet ble lansert for snart et år siden.

Hva skiller eiendomsselskaper fra andre?

Eiendomsselskaper er ikke så digitale som andre selskaper. Ta teknologiselskapene for eksempel. Det virker som om de enten tjener veldig mye penger, eller er på grensen til konkurs. Eiendomsselskaper sitter generelt med inntektsstrømmer som er mer ubevegelige. Kontraktbundne leieinntekter fra mange ulike leietakere i mange eiendommer i markeder som har svært liten påvirkning på hverandre, gir forutsigbare og stabile inntektsstrømmer. Ved å investere i børnoterte eiendomsselskaper kan vi ta del i den underliggende eiendomsavkastningen. Men det kan ta litt tid. Derfor bør man som andelseier i fondet ha en investeringshorisont på minst fem år.

Hvorfor er eiendomsselskaper annerledes?

Verdien på eiendommer kan ikke opphøre med mindre de ødelegges. Eiendommer er fysiske og har en reell verdi. Selv om den teknologiske utviklingen går fort og samfunnet gjennomgår store forandringer kommer menneskene fortsatt til å bo og ville treffes. Det gjør at det kommer til å finnes en etterspørsel etter ulike typer av eiendommer også i fremtiden. Verdien av attraktiv beliggenhet er bygget på mangelen på tomter der mange vil bo og arbeide, og disse vurderingene forandres normalt veldig langsomt.

En annen ulikhet er at eiendomsmarkedet er lokalt. Eiendomsmarkedet i et byområde i et land kan skille seg helt fra eiendomsmarkedet i en annen del av landet. Det gjør at det er store forskjeller på eiendomsmarkedet og mange andre markeder som eksempelvis oljemarkedet. Selv om det fins ulike oljekvaliteter på ulike steder i verden, er oljeprisen ganske lik i ulike land, dersom man tar hensyn til ulike skattesatser og subsidier. Slik er det ikke med eiendommer i det hele tatt.

Hvilke land og byer synes du er mest interessant?

Verdensdelen med flest interessante raskest voksende byområder, med mange børnoterte eiendomsselskaper er Asia. Kina, India og Sørøst-Asia, alle langsiktig interessante områder, med mange flinke selskaper. Vurderingen av hva som akkurat nå er mest attraktivt er en kombinasjon av aksjepris, selskapets evne til å skape verdier og vår bedømming av lokale markedsforutsetninger. Men det fins også interessante regioner og byer i mer utviklede land. Både i Europa og Nord-Amerika. På litt lengre sikt kommer Afrika også til å bli interessant for oss.

Hvor stort er fondet blitt?

I begynnelsen av oktober 2013 var fondets forvaltningskapital rundt 600 millioner kroner. Vi synes vi har en kapital som er tilstrekkelig stor å arbeide med. Og med vi mener jeg Michael Gobitschek og Harald Haukås i tillegg til meg.

Hva er deres spisskompetanse?

Jeg har jobbet med eiendom fra ulike posisjoner i over 25 år, blant annet som analytiker, eiendomsvurderer og forvalter. Michael Gobitschek har bred bakgrunn fra finans med selskapsfinansiering som spesialitet. Harald Haukås har blant annet en doktorgrad i matematikk, og bidrar med en stor kunnskap om risiko. Samlet sett kompletterer vi hverandre bra og bidrar med ulik kompetanse.

Det er tre forvaltere i fondet – hvordan jobber dere rent praktisk?

Vi ser hele tiden på porteføljens sammensetning når vi tar beslutninger om endringer i porteføljen. Og vi diskuterer alle større investeringsbeslutninger, men kan også fatte beslutninger selv om en av oss har avvikende oppfatning. Litt uenighet kan være sunt. Selve oppfølgingen av porteføljenselskapene har vi delt mellom oss. Hver forvalter har et visst mandat til å fatte mindre investeringsbeslutninger.

Hvor viktig er det for dere å reise på selskapsbesøk?

Mye av analysearbeidet gjøres foran en PC. Men det er veldig viktig innimellom å gjøre selskapsbesøk for å «sparke på dekkene» og oppleve atmosfæren på stedet og snakke med folk. Jeg har akkurat vært i Brasil for å besøke selskaper, og snart drar Michael Gobitschek og jeg til Thailand.

Jonas A. Eriksson

KOMMUNIKASJONSSJEF SVERIGE



Porteføljeforvalternes beretning

INTRODUKSJON



Foto: iStockphoto

En skoleklasse i skoleuniformer besøker det kjente tempelet i Mihintale, Sri Lanka. Urbanisering, forbedret utdanning og en sterk demografi taler for en fortsatt kraftig økning i levestandard i vekstmarkedene på lang sikt.

- › **Økonomiske nøkkeltall** tyder på en kjærkommen opphenting i den økonomiske aktivitet i den vestlige verden.
- › **På lang sikt** er utsiktene for vekstmarkedene fortsatt gode. Urbanisering, forbedret utdanning og sterk demografi taler for kraftig økning i levestandard.
- › **Man må tilbake** til 2003-2004 for å finne lignende prisforskjell mellom utviklede og vekstmarkeder om en ser på forholdstall på både inntjening og egenkapital.
- › **Den globale oppkjøpsaktiviteten** økte i løpet av kvartalet og dette har kommet våre porteføljer til gode.

Nok et bra kvartal

Også årets tredje kvartal bød på en bra utvikling i aksjemarkedene globalt sett, med en oppgang på seks prosent i perioden. Siden årsskiftet har kursene dermed steget 23 prosent. Det rekordstore avkastningsgapet mellom vekstmarkedene og de utviklede markedene ble noe mindre mot slutten av kvartalet.

Vekstmarksaksjer klatret fem prosent i kvartalet, og er nå oppe på tre prosent hittil i år. Ikke siden Asiakrisesen 1997/98 har avkastningen i vekstmarkedene vært så svak sammenlignet med de utviklede markedene.

Det rekordstore avkastningsgapet mellom vekstmarkedene og de utviklede markedene på hele 25 prosent i august ble mindre mot slutten av kvartalet. En mykere tone fra den amerikanske sentralbanken i midten av september skjerpet risikoappetitten i markedene. Det gjenstår å se hvor lenge risikoviljen holder seg, men det rekordstore verdsettelsesgapet bør gi støtte til utviklingen i vekstmarkedene.

Valutaras i vekstmarkedene

Også årets tredje kvartal bød på en bra utvikling i aksjemarkedene globalt sett, med en oppgang på seks prosent i perioden. Siden årsskiftet har kursene dermed steget 23 prosent. Det rekordstore avkastningsgapet mellom vekstmarkedene og de utviklede markedene ble noe mindre mot slutten av kvartalet.

Det tredje kvartalet ble, akkurat som det andre, sterkt preget av Federal Reserve sine uttalelser om at nedtrapping av de store kvantitative lettelsene i USA er forestående. De kommer gradvis til å stramme inn pengepolitikken igjen, men når dette skjer er like usikkert nå som det var i mai, da spørsmålet først havnet på sentralbankens dagsorden.

Som en konsekvens av utsiktene til nedtrapping har renten på amerikanske statsobligasjoner steget. I begynnelsen av september var renten på den amerikanske tiåringen 3,0 prosent for første gang på mer enn to år. Da det ble klart at Fed ikke kommer til å gå like raskt frem som de først ga inntrykk av, falt renten tilbake igjen til 2,6 prosent.

Da rentene først begynte å stige i mai og juni førte det blant annet til en relativt kortvarig men kraftig nedgang på børsene, og til at vekstmarkedenes valutaer falt drastisk i verdi. Valutasvekkelsen fortsatte i tredje kvartal, men mot slutten av perioden hentet de seg litt inn igjen.

Fram til i år har store kapitalstrømmer fra utviklede markeder søkt seg til vekstmarkedene, men denne utviklingen har nå blitt reversert på forventninger om at rentene kommer til å stige i de utviklede markedene. Som en følge av dette vil det bli vanskeligere og dyrere for land med underskudd på driftsbalansen å finansiere disse.

Viktige økonomier som India og Brasil har, tross måtelige underskudd i driftsbalansen, sett sine valutaer falle 20-25 prosent i verdi i år, med en bunnotering i august. De høye rentene i disse landene har gjort at de fram til nå har kunnet tiltrekke seg kapital til tross for at veksten har slakket markant av på takten og at lønnskostnadene har steget de siste årene.

De sørøst-asiatiske landene Malaysia, Filippinene og Thailand har riktignok overskudd på driftsbalansen, men tross det svekket deres valutaer seg med nær ti prosent. Og Indonesia som har et underskudd, ble rammet av en av den største valuta-svekkelsen av dem alle. Felles for disse landene er at de har sett en kraftig lånevekst de senere årene. Den innenlandske låneetterspørselen har skutt i været, støttet av banker som har økt utlånene vesentlig. Dette har vært mulig takket være utenlandsk kapital som har gitt en overflod av likviditet til lave kostnader. Ikke overraskende har disse landene også hatt en sterk børsutvikling de siste årene – så også i årets første halvår.

Nå som kapitalstrømmen har snudd veier underskuddene i landenes kapitalbalanse tyngre enn eventuelle overskudd på driftsbalansen. Følgen er blitt at både valutaer og børser i regionen har falt.

Alle disse landene opplevde fall i kvartalet, målt i amerikanske dollar.

Oppvåkning

Forventningene om en nedtrapping av de kvantitative lettelsene gjorde at investorene for første gang siden finanskrisen plutselig fikk øynene opp for det som kan sees på som litt svakere økonomiske utvikling i vekstlandene. Eksempelvis har overskuddene på driftsbalansen krympet,

eller til og med snudd til underskudd, produktiviteten og effektiviteten har sunket og den kortsiktige utenlandsgjelden steget. Det innenlandske gjeldsnivået har også økt den senere tid og enkelte steder er boligmarkedet anstrengt.

De negative effektene av utflytningen av veksten i Kina, slutten på ubegrenset tilførsel av utenlandsk kapital og lavere råvarepriser, kunne i flere tilfeller ha vært avverget med strukturelle reformer for å forbedre konkurransevnen igjen. Men, dessverre har disse glimret med sitt fravær i mange av landene.

Den siste tids hendelser, som kulminerte i kapitalflukt og fallende valutaer kan forhåpentlig fungere som en vekker for enkelte land, og anspore dem til en mer proaktiv pengepolitikk og strukturelle reformer som kan styrke effektiviteten, produktiviteten og konkurransekraften. Kina er muligens inne på riktig spor, selv om de har en lang vei å gå. Mexico er et annet godt eksempel på et land som har begynt reformprosessen.

Neste år er det valg i India, Brasil, Sør-Afrika, Tyrkia og Indonesia. Da er muligheten til stede for å bytte ut de nåværende makthaverne med nye ledere som har evne til, og vil, gjennomføre reformer i noen av disse landene der behovet er størst.

Uendret på lang sikt

Det er dog verdt å nevne at vekstmarkedenes driftsbalanser virker mindre utsatte nå enn under tidligere valutakriser. Dette til tross for de dramatiske valutasvekkelsene og mindreavkastning i aksjemarkedene så langt i år. I de fleste land med underskudd er disse moderate og valutasvekkelsen som allerede har skjedd bør bidra til at nivået blir mer håndterbart.

På lang sikt er vekstmarkedenes forutsetninger uendrede. Dette er land med et enestående vekstpotensial. Urbanisering, høyere utdanningsnivå og en gunstig demografi er bare noen av de faktorene som taler for en fortsatt kraftig økning i levestandarden i årene fremover. I mange av landene pågår også en gradvis overgang fra en uformell til en formell økonomi. Det

bør kunne fungere som en positiv faktor, hjulpet av politiske reformer i tiden framover.

Vest på banen igjen

I oppstandelsen rundt Feds nedtrappingsplaner må man ikke glemme at det som ligger bak den ventede normaliseringen av pengepolitikken er at verdensøkonomien faktisk er blitt sterkere, og at "kaoset" ble utløst av at rentekurvene er blitt brattere. Ferske indikatorer tyder på en etterlengtet økning av aktivitetsnivået i mange økonomier i vest samtidig som vi har sett en stabilisering i vekstmarkedene.

I Euroområdet har vi sett en moderat bedring av veksten, og de ser nå en vei ut av resesjonen etter at den finansielle situasjonen forbedret seg etter Mario Draghis løfte om å gjøre "det som trengs" for å redde Euroen, og etter at den finanspolitiske tilstrammingen ble lettet. I Europa (unntatt Storbritannia) ligger selskaperes overskudd fortsatt 35 prosent under toppnivåene før krisen, så her er det så vel syklisk som strukturell oppside.

Den britiske økonomien går riktig vei, og ikke minst fra USA har vi sett en særdeles positiv trend i år. Der har de viktige tallene for nybygg og sysselsetting økt raskere enn selv de mest innbitte optimister har våget å håpe på.

I Japan, der statsminister Shinzo Abe på sin egen måte forsøker å få orden på økonomien gjennom sin såkalte "abeno-mics", ble veksten i bruttonasjonalprodukt justert opp til 3,8 prosent i andre kvartal og deflasjonspresset avtar. Vi vet ikke ennå om han vil lykkes på lang sikt, men pilene peker i det minste i riktig retning.

Nylige publiserte nøkkeltall fra Kina viser også at veksten der har tatt seg opp igjen, noe som da også fikk råvareprisene til å stige igjen i løpet av kvartalet.

Positiv spredningseffekt

De fleste vekstøkonomiene påvirkes i stor grad av endringer i etterspørselen i de utviklede markedene. Den siste tidens eksportøkning i vekstmarkedene tyder dermed på at aktivitetsøkningen i utviklede markeder har hatt positiv effekt. Dette bør bane vei for bedre selskapsresultater globalt, og selskaperes resultater er det som først og fremst interesserer oss i SKAGEN.

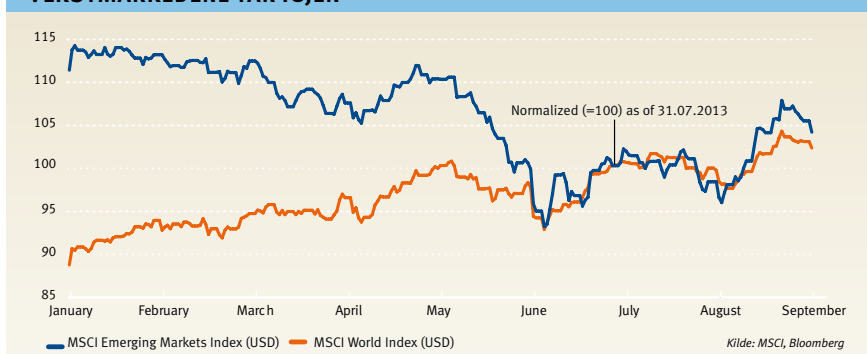
De problemtyngede sørøst-asiatiske landene, som er tidligere nevnt, utgjør bare ti prosent av MSCI sin vekstmarkedsindeks. I resten av Asia, og i særdeleshet i mer eksportintensive land som for eksempel Sør-Korea, Taiwan og Kina der

VEKSTMARKEDSVALUTAER VS US DOLLAR



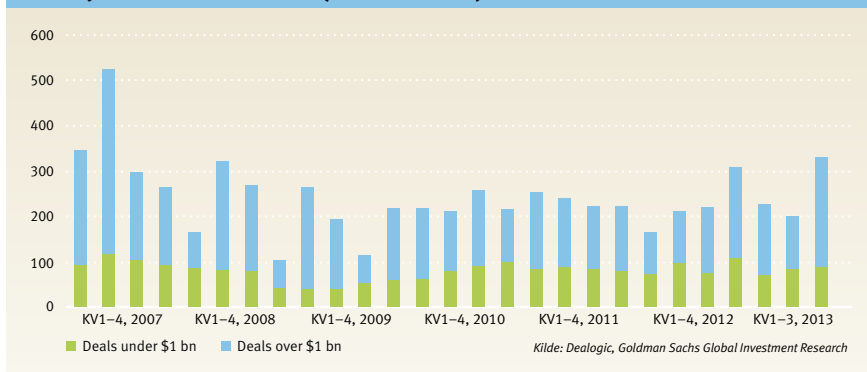
Valutaras i vekstmarkedene: Dette har fortsatt å være et viktig tema dette kvartalet, selv om det snudde litt mot slutten av kvartalet.

VEKSTMARKEDENE TAR IGJEN



Nye toner: Endelig bet vekstmarkedene fra seg og presterte bedre enn de utviklede markedene i september etter å ha ligget bak de utviklede markedene med opp til 25 prosentpoeng frem til august.

OPPKJØPSAKTIVITET I USA (MRD. DOLLAR)



Tredje kvartal var det beste kvartalet for amerikansk M&A målt i dollar siden krisen, og ble drevet frem av noen større handler.

betalingsbalansen ikke utgjør et problem, styres utviklingen ikke i første rekke av stigende statsobligasjonsrenter, men av sterkere global etterspørsel.

Flere oppkjøp og fusjoner

Konsolideringstrenden er en annen positiv faktor som kan støtte markedene den nærmeste tiden. Globalt økte antall fusjoner og oppkjøp i kvartalet, om enn fra lave nivåer. Særlig i USA der kvartalet ble det beste siden finanskrisen. Amerikanske selskaper sitter på rekordstore kontantbeholdninger, sammenliknet med 2007 er økningen på hele 65 prosent. Derfor tror vi at dette er

en trend som kan fortsette. Andre faktorer som taler for at vi får se flere oppkjøp i tiden fremover er at obligasjonsrentene fortsatt er lave, at den politiske usikkerheten forhåpentlig snart minker og at det finnes mye kapital som bare venter på å settes i arbeid.

Oppkjøpsbølgen i kvartalet kom også våre fondsporteføljer til gode, med bud på både den kinesiske papirprodusenten Vinda (i SKAGEN Kon-Tiki og SKAGEN Global) og det tyske eiendomsselskapet GSW Immobilien (SKAGEN Global og SKAGEN m²).



Investeringscaset intakt på lang sikt: Vekstmarketslandene har opplevd betydelige valutafall. Dette er imidlertid land med betydelig potensial på lang sikt, og de langsiktige avkastningsmulighetene er uendret. Her er den indonesiske børsen avbildet.

Forandringens vinder

I tredje kvartal endret markedsdynamikken seg på en rekke måter og mange av de trendene vi så i første halvår snudde. Vekstmarkeds papirer styrket seg allerede før møtet i Feds rentekomite i midten av september, da Janet Yellen begynte å fremstå som den mest sannsynlige etterfølgeren til Ben Bernanke i stillingen som sentralbanksjef, etter at Lawrence Summers trakk sitt kandidatur. Yellen betraktes som den som holder den mykeste linjen av dem, og med henne ved roret er det større sannsynlighet for at Fed utsetter nedtrapingen av de kvantitative lettelsene.

I september fikk vi til slutt se vekstmarkedene ta revansje og utvikle seg bedre enn de utviklede markedene, etter å ha gitt en mindreakstning på opp til 25 prosentpoeng fra årets begynnelse til utgangen av august. Oppsvinget i økonomien har også bidratt til en kraftig rotasjon inn i sykliske sektorer på verdens børser, til forskjell fra første halvår da trenden var den motsatte. Da var det defensive sektorer som drev utviklingen i de utviklede markedene.

Mot slutten av kvartalet fikk børsene medvind fra stigende innkjøpsseksindekser verden over, uventet gode tall fra Kina og minsket geopolitisk spenning i Midt-Østen, med en lavere oljepris som trolig følge.

Volatiliteten i markedene forblir trolig høy den nærmeste tiden. Avkastningen vil variere en hel del mellom ulike land, avhengig av hvilken struktur- og konjunkturpolitikk de fører. Selskapsesifikke

faktorer – og i en viss grad også sektor- og landsspesifikke – vil imidlertid spille aller størst rolle for avkastningen.

Mens aksjemarkedet frem til ganske nylig i hovedsak var likviditetsdrevet synes selskapenes resultater nå å få en stadig viktigere rolle som drivkraft.

Store prisforskjeller på selskaper

Forventningene til selskapenes resultater for året er justert ned. Globalt forventes veksten nå å havne et godt stykke under 10 prosent, i stedet for på de 15 prosent man regnet med for bare noen måneder siden. Spesielt har selskaper i vekstmarkedene blitt rammet av høyere lønns- og finansieringskostnader.

Ledende indikatorer tyder på at trenden med fallende resultatforventninger vil avta nå når økonomien igjen skyter fart. På kort sikt kan vekstmarkedene dra nytte av at valutavekkelsen forbedrer deres konkurransevne, samtidig som kostnadskontroll har kommet i høysete.

Man må tilbake til 2003-2004 for å finne lignende prisforskjell mellom utviklede og vekstmarkeder om en ser på forholdstall på både inntjening og egenkapital. Prisingen på vekstmarkedsaksjer ligger dessuten klart under det historiske gjennomsnittet og på nivåer vi ikke har sett siden finanskrisene i 2008 og mot slutten av 2003. Dette til tross for sterkere vekstdynamikk og bedre selskapsstyring.

Selskaper som lever av innenlandsk etterspørsel, billig kapital og spekulasjon har gradvis blitt mindre populære i

perioden. Akkurat nå anser vi at de mest interessante selskapene er de som kan dra fordel av en global oppgang.

Humper i veien

Veien fremover kommer til å bli humpete og på kort sikt kan politiske beslutninger spille enn større rolle enn økonomiske realiteter. Den største enkeltrisikoen i skrivende stund er den fastlåste situasjonen i budsjettspørsmålet i USA og gjeldstaket som nås nå i oktober. Vi får håpe at politikerne tar ansvar ettersom det kan få alvorlige konsekvenser for verdensøkonomien om de ikke klarer å bli enige. Men for oss som langsiktige investorer kan usikkerhet faktisk skape muligheter. Vi kan koste på oss å ha et langsiktig perspektiv og se bort fra kortvarig støy.

Vi er overbevist om at det i dag mer enn noen gang gjelder å fokusere på enkelt-selskapers egenskaper og forutsetninger, og deres evne til å tilpasse seg et nytt økonomisk miljø, uansett geografisk hjemsted.

I SKAGEN har vi brede investeringsmandater noe som gir oss stor fleksibilitet til å tilpasse oss når markedsklimaet forandrer seg. Og vi holder alltid fast ved vår investeringsfilosofi. Det er årsaken til at våre fond historisk sett har gitt meravkastning i vanskelige perioder når distraksjonsmomentene på markedet har vært mange.

Cathrine Gether

PORTEFØLJEFORVALTER



SKAGEN Vekst

AVKASTNING	3. kvartal	Hittil i år
SKAGEN Vekst	7,9%	15,5%
OSEBX/MSCI AC (50/50)	6,8%	18,3%



Porteføljeforvaltere Geir Tjetland og Ole Sæberg.

- › **Meravkastning i tredje kvartal** skyldes for det meste oppvurdering av europeiske selskaper.
- › **Supply/subsea-sektoren** prises generelt med store rabatter.
- › Porteføljen handles med en **rabatt på 30 prosent** i forhold til indeksen for 2014.

Løft i Europa

Utviklingen i Europa løftet SKAGEN Vekst foran referanseindeksen i tredje kvartal. Det ser ut til at vi nå begynner å få betalt for vårt syn på europeiske selskaper.

Målt i norske kroner gjorde SKAGEN Vekst det bedre enn referanseindeksen i tredje kvartal. Denne utviklingen var i stor grad drevet av den europeiske delen av porteføljen, som utgjør rundt tre fjerdedeler av porteføljen.

Løft i Europa

Europa er på vei ut av resesjon, og forventningene er nå at den nominelle økonomiske veksten i euro-området vil bli rundt 2 prosent neste år i følge Bloomberg. Denne utviklingen vil mest sannsynlig også smitte over på de perifere landene i EU.

Som et resultat av de økte forventningene, ser en også at kapital strømmer inn i det europeiske aksjemarkedet. Hittil i år har amerikanske investorer nettokjøpt europeiske aksjer for USD 65 milliarder. Amerikanske investorers eksponering mot ikke-amerikanske aksjer var på sitt laveste på syv år per utgangen av første halvår 2013. En kan forvente at trenden med nettokjøp av europeiske aksjer fortsetter i den grad selskapene i regionen leverer bedre resultater.

Mye av kapitalen som har strømmet inn i regionen har kommet relativt nylig og bidratt til at europeiske aksjemarkeder utviklet seg bra i tredje kvartal. Om en ser på MSCI sin Europaindeks var de sterkeste sektorene telekommunikasjon, inntektsavhengige forbruksvarer, og informasjonsteknologi. Alle tre opp mellom 15 og 20 prosent i kvartalet. Sektorene som henger noe etter er farmasi og defensive konsumvarer.

Ser man på utviklingen for de enkelte land i Europa, er det Hellas, Spania og Italia som har hatt den sterkeste utviklingen, mens Sveits og Norge er i den lave enden.

Mye av grunnen til at fondet har gjort det svakere enn referanseindeksen så langt i år har vært en stor europeisk eksponering og begrenset eller ingen eksponering mot USA og Japan. Nå kan det se ut til at vi endelig skal få betalt for vårt syn om at mange europeiske selskaper handles betydelig under de verdsettelsesnivåene vi ser i andre regioner.

Mye mer enn dekk

Tyske Continental ble fondets beste bidragsyter gjennom kvartalet. Foruten å være verdens nest største produsent av dekk, har selskapet en meget sterk posisjon innen bilsikkerhet, kjøreassistansesystemer og drivstofføkonomisering. Sagt på en annen måte, Continental er verdensledende innenfor neste generasjon bilteknologi.

Det nåværende salget utgjør i snitt EUR 300 pr bil (eksklusive dekk), og Continental leverer utstyr til hele 61 millioner biler. I bilbransjens øvre segment leverer Continental utstyr for EUR 5.000 pr bil, noe som viser potensialet når flere biler skal ha mer avansert utstyr.

Selskapet har i den senere tid uttalt at de ønsker å gjøre ytterligere investeringer i Asia, hvor mer og mer av den globale bilproduksjon foregår. Asia utgjør for øyeblikket 18 prosent av omsetningen til Continental. Selskapet har finansielle muskler til å gjøre

DET EUROPEISKE AKSJEMARKEDET SISTE 12 MND



Som et resultat av økte forventninger har mye kapital strømmet inn i det europeiske aksjemarkedet, og da spesielt i det tredje kvartalet i år. Som et resultat av dette utviklet de europeiske aksjemarkedene seg bra i kvartalet.



Orange is the new black: Med over 200 mobilabonnenter dominerer Orange (alias France Telecom) det franske telemarkedet. Aksjekursen økte 27 prosent i kvartalet, men selskapet har lenge vært blant de dårligste i markedet.

oppkjøp i størrelsesorden EUR 1mrd etter store nedbetalinger av gjeld de seneste årene. Vi forventer at eventuelle oppkjøp ikke kommer i dekkvirksomheten.

Continental prises nå til drøye 2.5x bok og handles til P/E 12x dette års inntjening. Selv om dette ikke lenger fremstår som kraftig rabattert, ser vi videre kurspotensial i aksjen gitt sterk markedsposisjon og at de forrenter egenkapitalen over 25 prosent.

Nordens syke barn friskner

En annen sterk bidragsyter i kvartalet var Danske Bank, hvor aksjen fikk et betydelig løft gjennom sensommeren.

Den generelle oppfatning om at Danmark er det syke barn i Norden, er på vei å bli revurdert. De fleste datapunkter peker oppover; eiendomsprisene er opp, bilsalget er på et høyt nivå og samtidig ser man hyggelige eksporttall for landet som helhet.

Opprydningsprosessen i Danske Bank er vel neppe helt over, men motvinden de har hatt av økonomiske forhold i Danmark og Irland ser ut til å ha løyet.

I løpet av kvartalet gjorde banken et skifte i toppledelsen, men vi ser ingen dramatik i dette, og opplever at prisingen av banken (0,85x bok og betydelig rabatt mot andre sammenlignbare nordiske banker) gir rom for betydelig oppside fremover.

Cruise-tese intakt

Royal Caribbean Cruise Lines ble atter en gang en positiv bidragsyter for SKAGEN Vekst. Selskapet rapporterte 1. halvårstall som var på linje med forventningene.

Selskapets hovedkonkurrent, Carnival, fortsetter derimot å kjempe i motvind. De ser lavere inntjening fremover grunnet svakere underliggende etterspørsel etter cruise-opplevelser. I hovedsak skylder selskapet dette på geopolitiske hendelser, ikke minst i områder rundt østlige deler

av Middelhavet. Vi velger å tro at Carnivals problemer er selskapsspesifikke og ikke en bransjebekymring.

Vår hovedtese rundt investeringen i Royal Caribbean Cruise Lines er fortsatt intakt. Lav kapasitetsvekst fremover, med maksimum flåtetilvekst på 4 prosent neste fem år, sammen med bedre økonomiske utsikter for konsumenter i USA og Europa, tilsier en hyggelig cruisereise også i tiden fremover.

Telefonløft og stålverdi

Det er også verdt å nevne at Orange (alias France Telecom) har fått et betydelig kursløft etter hamskiftet i kvartalet. Regulatoriske myndigheter i EU beveger seg nå mot å tillate pan-europeiske nettverk. Dette kan, etter manges syn, være med på å sette i gang en fusjons- og oppkjøpsbølge innenfor telekommunikasjonsindustrien.

En oppgang på mer enn 27 prosent i tredje kvartal er selvfølgelig hyggelig, men en skal samtidig huske at Orange har vært en av de svakeste aksjene i denne sektoren i lang tid. Vi ser fortsatt potensial fordi selskapet handles på lave 9 ganger inntjening og gir en direkteavkastning på 8 prosent. Selskapet har over 200 millioner mobilabonnter og en dominerende posisjon i Frankrike.

Supply/subsea-sektoren fikk også et etterlengtet løft i kvartalet. SKAGEN Vekst har store posisjoner i Solstad og DOF, samt innhav i Siem Offshore og Eidesvik. En kombinasjon av bedre rater, som følge av flere skip som beskjefliges utenfor Nordsjøen og stadige rykter om oppkjøp, har løftet aksjekursene gjennom siste del av kvartalet. Generelt prises selskapene i sektoren med store rabatter og en ståltransaksjon av størrelse vil kunne vise en mer reell verdi av selskapene.

For oss er det på den annen side vel så viktig at selskapene tenker kapitalstruktur. Så lenge disse selskapene prises til under 50 prosent av netto substansverdi, ser vi svært gjerne at tilbakekjøp av aksjer prioriteres fremfor flåtevekst. Solstad har nylig annonsert et tilbakekjøpsprogram, vi håper flere vil følge etter.



Foto: Bloomberg

Pause i oppturen: Flyselskapet Norwegian presterte svake resultater i tredje kvartal. Aksjekursen falt 18 prosent men selskapet er fortsatt en viktig bidragsyter så langt i år, med en kursøkning på 57 prosent.

Pause i oppturen

Flyselskapet Norwegian hadde en svak utvikling i tredje kvartal. Aksjen falt 18 prosent, men er fortsatt en betydelig bidragsyter så langt i 2013 med en kursoppgang på 57 prosent. Hovedårsakene til kursnedgangen gjennom kvartalet var problemer med oppstart av langdistanserutene (Boeings Dreamliner) og svakere trafikk tall i Europa grunnet bra vær i Nord-Europa gjennom sensommeren. I tillegg har oppstart av nye baser i London og Spania medført bruk av rabatterte billettpriser for å fylle flyene.

Gitt at Boeing nå får løst dette en gang for alle, bedømmer vi ikke omdømmerisikoen rundt langdistanseproblemer til å være av varig karakter.

I løpet av høsten og våren vil Norwegian få levert flere fly, noe som i seg selv vil gi selskapet bedre fleksibilitet. Vi har også et inntrykk av at hyppig bruk av rabatterte priser i London-Middelhavet er på hell. Det vil bedre selskapets inntjening fremover. Langdistanseoperasjonen har økt risikoen, men vi tror selskapets ledelse evner å håndtere dette.

Air Asia hadde likeledes med Norwegian en svak aksjekursutvikling i perioden. Her er det mer generell uro i asiatiske aksjemarkeder og valuta generelt som har bidratt til kursfallet. Vi kan ikke se noe selskapsspesifikt som kan forklare nedgangen.

Viktigste kjøp og salg i perioden

I løpet av kvartalet deltok SKAGEN Vekst i emisjonen i Frontline 2012. Selskapet har John Fredriksen som hovedeier, og er posisjonert innen tank, produkt, gass og tørrlast. Fredriksen har mange ganger vist sin evne til verdiskaping for aksjonærene og vi har valgt å følge ham inn i denne shippingssatsningen.

Koreanske OCI kom også inn i porteføljen i kvartalet. Solkomponentselskapet

ligger i den lave enden av kostnadsskalaen for produksjon av polysilicon, industrien er konkurransedyktig uten subsidier og ved et vendepunkt.

Vi kjøpte tilbake noe av aksjene i Norwegian etter salg i våres, samt økte beholdningen av ABB, SAP, Mahindra og Kia.

Transocean og Matas forsvant samtidig helt ut av porteføljen. Transocean ble solgt fordi både verdsettelsen og utsiktene i det korte og mellomlange løp ser ut til å være priset inn i aksjekursen. Vi kjøpte Matas i forbindelse med børsnoteringen i juni. Etter en sterk kursutvikling gjennom sommeren valgte vi å selge ut igjen fordi mye av potensialet var tatt ut. Videre reduserte vi beholdningen i Stolt Nielsen, Wilhelmsen, Sevan Drilling, Kesko, Fortum, Talanx og Bank Norwegian.

Fortsatt lavt priset

Ved utgangen av tredje kvartal utgjorde porteføljen til SKAGEN Vekst rundt 80 selskaper og de 10 største investeringene står for 43 prosent av verdiene, mens de 35 største representerer hele 84 prosent. De underliggende selskapene i fondet prises nå til 10,2 ganger årets forventede inntjening, tilsvarende en avkastning på 9,8 prosent (E/P). For 2014 regner vi med en økning i selskapenes inntjening på rundt 19 prosent. Fondet er fortsatt lavt priset, med en rabatt på 30 prosent mot referanseindeksen i 2014, noe som skulle tilsi mulighet for god oppside framover.

SKAGEN VEKST 3. KV. 2013 (MILL. NOK)

5 største positive bidragsytere

Continental AG	68
Danske Bank A/S	53
Royal Caribbean Cruises Ltd	52
Wilh. Wilhelmsen Holding ASA	39
Akzo Nobel NV	37

5 største negative bidragsytere

Norwegian Air Shuttle ASA	-68
AirAsia Bhd	-15
Teva Pharmaceutical-Sp ADR	-14
Electromagnetic Geoservices AS	-14
Mahindra & Mahindra Ltd GDR	-11

5 største kjøp

SAP AG	65
OCI Co Ltd	33
ABB Ltd	21
Novo Nordisk A/S-B	18
Frontline 2012 Ltd	15

5 største salg

Talanx AG	-54
Kesko Oyj B	-52
Transocean Ltd	-33
Fortum Oyj	-27
Wilh. Wilhelmsen Holding ASA	-20

NØKKELTALL FOR DE STØRSTE POSTENE TIL SKAGEN VEKST (PER 30.09.2013)

Selskap	Postens størrelse, %	Pris	P/E 13E	P/E 14E	P/B siste	Kursmål
Samsung Electronics	6,5	876 000	4,4	4,1	1,0	1 300 000
Royal Caribbean Cruises Ltd	6,1	38	16,6	12,3	1,0	60
Kongsberg Gruppen	4,6	118	11,9	11,0	2,3	160
Continental AG	4,4	125	11,7	10,3	2,9	160
Norwegian Air Shuttle	4,2	217	11,4	7,8	3,2	320
Teva Pharmaceutical	4,1	38	7,7	7,2	1,4	52
Akzo Nobel NV	3,7	49	16,4	14,1	1,7	63
Danske Bank A/S	3,5	119	13,7	9,7	0,9	160
SAP	2,9	55	16,0	14,3	4,6	95
Solstad Offshore	2,9	112	7,0	5,7	0,9	200
Vektet topp 10	42,9		9,3	8,0	1,4	46%
Vektet topp 35	83,9		10,2	8,3	1,4	46%
Referanseindeks			13,5	11,7	1,8	

P/E kan avvike fra andre kilder siden det er basert på SKAGENs estimater.

SKAGEN Global

AVKASTNING	3. kvartal	Hittil i år
SKAGEN Global	6,2%	20,6%
MSCI World AC	6,3%	23,8%



Porteføljeforvaltere Kristian Falnes, Søren Milo Christensen og Chris-Tommy Simonsen.

- › **Historisk kurstopp,** men fondet ligger ennå litt bak indeks hittil i år.
- › **Vekstmarkedene** henger fortsatt etter men noen sterke lyspunkter.
- › **Russisk gass** og kinesisk mobil var blant de beste bidragsyterne.

Ny all time high

Med en avkastning på 6,2 prosent i tredje kvartal kunne SKAGEN Global notere seg for en ny historisk toppnotering, og en avkastning hittil i år på 20,6 prosent.

Riktignok har fondet fått god drahjelp av en svekket norsk krone. Målt i de fleste andre valutaer er det fremdeles litt igjen til toppen fra mai i år.

Vi er meget godt fornøyd med den absolute avkastningen i år, men å ligge 3,1 prosentpoeng bak verdensindeksen liker vi selvsagt ikke.

Vekstmarkedene henger fortsatt etter

Til tross for en liten reversering i september ble også tredje kvartal relativt svakt for vekstmarkedene. Ved inngangen til fjerde kvartal hadde SKAGEN Global drøye 30 prosent av porteføljen plassert i selskaper notert i et vekstmarkedsland. Det er mer enn det dobbelte av hva disse utgjør i verdensindeksen, MSCI AC.

Mens nedgangen for vekstmarkedslandene tidligere i år var temmelig synkroniserte, var avvikene relativt store i tredje kvartal. Større land som India og Indonesia opplevde en meget svak utvikling, både på valuta- og aksjefronten. Mens børsene i land som Russland, Sør-Korea og Brasil kunne vise til solid oppgang.

Etter at frykten for reduserte pengepolitiske stimulanser fra USA har avtatt, kan det synes som om de globale pengestrøm-

mene selektivt har begynt å vende tilbake til vekstmarkedene – se for øvrig generell porteføljetekst og SKAGEN Kon-Tiki.

Endelig opptur for Gazprom

Etter en lang periode med svak kursutvikling ble russiske Gazprom kvartalets beste bidragsyter. Aksjen var opp hele 33 prosent, målt i USD. Selskapet rapporterte tilfredsstillende tall for første kvartal, og i takt med økt salg og høyere pris på gass til Europa enn fryktet er forventningene til fremtidig inntjening oppjustert.

Effekten av at en del av den solgte gassen er linket til oljeprisen ser også ut til å bli mindre enn hva siste års dystre spådommer skulle tilsi. Men som alltid når det gjelder russiske statskontrollerte selskaper, det er grunn til å være bekymret for at pengene blir brukt på ulønnsomme og politisk motiverte investeringer.

Hvis vi tolker signalene riktig mener Gazprom fortsatt alvor med løftene om at de fra og med 2014 skal betale 25 prosent av inntjeningen i utbytte til aksjonærene, basert på IFRS-regnskapet. Et vesentlig høyere utbyttensnivå bør virke disiplinerende på selskapets pengebruk.



Etterlengtet opptur: Etter en lang periode med svak utvikling i aksjekursen endte russiske Gazprom opp som den beste bidragsyteren i kvartalet.

Foto: Bloomberg



Foto: Bloemberg

Høster gjødsel: Etter et resultatvarsel falt Mosaics aksjekurs, og SKAGEN Global benyttet anledningen til å kjøpe seg opp i selskapet. Etter at støvet la seg fikk aksjekursen en rekyl opp. Mosaic er blant verdens største produsenter av fosfat og potash, to viktige ingredienser i gjødselsproduksjonen.

Opptur på kinesisk 3G-satsing

Et stort resultatbidrag fikk vi også fra det kinesiske mobilselskapet China Unicom, som var opp 17 prosent, i lokal valuta. Melodien var den samme her, tilfredsstillende kvartalstall som fikk aksjekursen til å løfte seg. Vår hypotese om at satsingen på det nye 3G-nettet fører til økt markedsandel i Kina ser ut til å gi uttelling.

Mobilinntektene til Unicom var i andre kvartal opp 21 prosent sammenlignet med tilsvarende periode i fjor, og kontantstrømmen bedret seg kraftig. Tiden med store investeringer i 3G-nettet nærmer seg slutten, og China Unicom går nå inn i en høstetid hvor bunnlinjen kommer til å legge betydning på seg fremover.

Indisk bank

Kombinasjonen av synkende valuta- og aksjekurs førte til at vår investering i State Bank of India opplevde et verdifall i kvartalet som målt i norske kroner utgjorde 22 prosent. Her må vi nok erkjenne at vi var litt for tidlig på avtrekkeren da vi i foregående kvartal tok selskapet inn i porteføljen.

State Bank of India kom med skuffende kvartalstall. Rentemarginen skrumpet inn,

kostnadene steg og kredittkvaliteten var dårligere enn forventet. Selv om sjansen er stor for at banken må styrke egenkapitalen, ser vi fortsatt et betydelig potensial - hvis India får økonomien på rett kjøligjen. Banken verdsettes til lave multipler i forhold til både inntjening og bokført egenkapital.

Smell for amerikansk gjødsel

Da den russiske produsenten av potash (ingrediens i gjødsel), Uralkali, meddelte at de dropper Belarusian Potash som salgsselskap, falt kursen på vårt amerikanske gjødselselskap Mosaic med 20 prosent. Årsak; Belarusian Potash hadde tidligere fungert som ett av to dominerende karteller. Mosaic har en sterk markedsposisjon globalt både innen fosfat og potash.

Strategien til Uralkali var å prioritere volum fremfor pris, som førte til et betydelig prisfall for potash. Mosaic kom derfor med et varsel om svekket resultat for tredje kvartal.

Vi mente aksjemarkedet overreagerte på de dårlige nyhetene fra Russland, og benyttet kursfallet til å øke eksponeringen i Mosaic. Etter at støvet la seg, og aksje-

kursen fikk en rekyl opp, solgte vi oss ned i selskapet. Selv om det er sterke krefter som ønsker å gjenopprette kartellet har økt usikkerhet om fremtidig prisutvikling for potash ført til at vi reduserte kursmålet for Mosaic.

To brasser blant fire nykommere

I løpet av kvartalet kom det inn fire nykommere i porteføljen. Alle med noteringssted i vekstmarkedene, og alle relativt konjunkturutsatte. Den generelt svake kursutviklingen for vekstmarkedene førte til at disse fire dukket opp på radaren vår.

I sommer kjøpte vi oss inn i det brasilianske gruveselskapet Vale. Da hadde jernmalmprisene steget betydelig, uten at aksjekursen til Vale hadde rørt særlig på seg. Vale blir sett på som et derivat på veksten i Kina. Redusert frykt for hard landing i verdens nest største økonomi har allerede gitt oss et bra bidrag fra denne investeringen.

En annen brasilianer, boligbyggeren Gafisa, kan i likhet med Vale vise til en begredelig kursutvikling de siste årene. Etter at selskapet i sommer solgte majoriteten i ett av sine datterselskaper, til en

god pris, fremstod selskapet som finansielt solid. Som en ledende aktør i bransjen står Gafisa godt rustet til å møte et oppsving i brasiliansk økonomi. Med en prislapp på halvparten av bokført egenkapital, og gamle lite lønnsomme prosjekter ute av bøkene i løpet av et par års tid, bør oppsiden være stor.

Billig indisk Jaguar

Kapitalflukten fra India har også rammet bilprodusenten Tata Motors. Brorparten av selskapets verdi relateres imidlertid til eierskapet i Jaguar Land Rover, JLR, som overhodet ikke er eksponert mot indisk økonomi. Salgsveksten i Kina, kombinert med hvor suksessfulle lanseringen av nye modeller blir fremover, er de sentrale verdidriverne.

Vi benyttet kursfallet for Tata Motors til å investere i stemmesvake A-aksjer (1/10 stemmerett), til halv pris av hva prisen var for de med full stemmerett. Dermed fikk vi kjøpt et hurtigvoksende og lønnsomt selskap til kun fire ganger årets forventede inntjening. En mulig bedring av resultatet for den indiske virksomheten får vi med på kjøpet, som en «gratis» opsjon.

Koreansk sol

Fjerde nykommer er det sørkoreanske kjemiselskapet OCI. I tillegg til å inneha en bred portefølje av kjemikalier er OCI verdens tredje største produsent av polysilicon, som benyttes til å lage solcellepaneler. I 2012 stod denne virksomheten for nesten en tredjedel av inntektene.

Som følge av at for mange produsenter av polysilicon har prøvd lykken i solmarkedet har prisene vært under sterkt press, likeså inntjeningen til OCI. Vi tror det går mot en bedre markedsbalanse, som på ingen måte er reflektert i aksjekursen til OCI.

Kjøpte bank av svenske stat

I forbindelse med at den svenske stat i september solgte sine resterende aksjer i Nordea, til 76 svenske kroner stykket, økte vi posten i banken betydelig. Nordea er nå fondets fjerde største investering.

En mer effektiv drift, lavere utlånstap og økte marginer i Norge og Finland fremover gjør at vi tror Nordea kan øke avkastningen på egenkapitalen fra dagens nivå på 11 prosent, til 13-14 prosent. Bankens offisielle mål er 15 prosent. Lav utlånsvekst, kombinert med sterk balanse, bør føre til at utbyttegraden løftes mange hakk fra dagens 40 prosent. Får vi rett, kan Nordea-aksjen forsvare en kurs på 90-100 svenske kroner.

I tillegg til ovennevnte har vi økt opp i AIG, Ensco og LG Corp.

For å gi plass til mer attraktive investeringer ble Nabors Industries og TRW Automotive solgt. Etter en sterk kursutvikling, og aksjekurser som nærmet seg våre kursmål, solgte vi oss betydelig ned i Toyota Industries, Siemens og TE Connectivity.

Fokus på oppkjøp

Høsten 2011 bestemte vi oss for å fokusere mer på selskaper som kunne være gjenstand for oppkjøp. Det medførte en vridning fra megastore selskaper med lukket eierstruktur, mot mellomstore selskaper med åpen eierstruktur.

De to siste årene har derfor konsentrasjonsgraden blitt noe redusert. Fondets ti største poster er de siste to årene redusert fra 35 til 31 prosent av porteføljen. Antall selskaper har økt fra 87 til 104. Sentralt for oss er det at likviditeten fortsatt er god, slik at de fleste selskaper kan, om ønskelig, selges i løpet av kort tid.

I tredje kvartal var tre av våre selskaper gjenstand for oppkjøp. Det tyske eiendomsselskapet GSW Immobilien mottok bud fra Deutsche Wohnen. Mer enn to tred-

jedeler av sykehusporteføljen til Rhoeo Klinikum ble vedtatt solgt til Fresenius. Etter at SCA, hvor vi har solgt ut våre siste aksjer, kom med et attraktivt bud på den kinesiske mykpapirprodusenten Vinda, ser det ut til at vårt eierskap her blir av kortvarig karakter.

Alle disse tre oppkjøpene skjer med solid budpremie i forhold til sist gjeldende børskurs.

Vi tror sterke selskapsbalanser, lave renter og godt finansieringsklima for store veldrevne selskaper legger grunnlaget for en betydelig oppkjøpsaktivitet av mindre og mellomstore børsnoterte selskaper i kvartalene som kommer.

Til tross for meget god kursutvikling hittil i år, absolutt sett, prises SKAGEN Global fortsatt lavt basert både på løpende inntjening og bokførte egenkapital. Fondets 35 største investeringer verdsettes til gjennomsnittlig 8,8 ganger årets forventede inntjening, og 1,1 ganger bokført egenkapital. Vårt estimat på ti prosent vekst i inntjeningen neste år gjør nøkkeltallene enda mer attraktive.

Det er med andre ord fortsatt ingen grunn til å få høydeskrekk.

NØKKELTALL FOR DE STØRSTE POSTENE I SKAGEN GLOBAL (PER 30.09.2013)

Selskap	Postens størrelse, %	Kurs	P/E 12A	P/E 13E	P/B siste	Kursmål
Samsung Electronics	6,9	876 000	4,3	3,9	1,0	1 250 000
Citigroup	5,7	48,5	10	8,8	0,8	75
Tyco International	3,0	35	19	16,3	3,4	40
Nordea Bank	2,5	77,5	11,2	10,0	1,3	95
Gazprom	2,5	8,8	3,1	3,4	0,4	15
China Unicom	2,2	12,1	20,9	15,1	1,1	17
AIG	2,2	48,6	11,4	11,3	0,7	70
Renault	2,0	59	10,3	6,3	0,7	80
LG Corp	2,0	66 200	9,6	7,7	1,0	100 000
Vimpelcom	1,9	11,8	10	9,7	1,5	15
Vektet topp 10	30,9		7,3	6,6	0,9	42%
Vektet topp 35	65,6		8,8	7,9	1,1	
Verdindeksen			14,4	12,9	2,0	

P/E kan avvike fra andre kilder siden det er basert på SKAGENs estimater.

SKAGEN GLOBAL 3. KV. 2013 (MILL. NOK)

5 største positive bidragsytere

Gazprom Oao ADR	256
China Unicom Hong Kong Ltd	134
Renault SA	120
Samsung Electronics Co Ltd Pref	119
Kinnevik Investment AB-B	105

5 største negative bidragsytere

State Bank of India	-84
Mosaic Co/The	-65
Yazicilar Holding AS	-64
Indosat Tbk PT	-62
Microsoft Corp	-47

5 største kjøp

Nordea Bank AB	799
OCI Co Ltd	293
Ensco Plc Class A	288
Vale Sa Spons pref ADR	181
Vale Sa Spons ADR	145

5 største salg

TE Connectivity Ltd	-166
Nabors Industries Ltd	-158
Siemens AG	-146
Oracle Corp	-133
Toyota Industries Corp	-128

SKAGEN Kon-Tiki

AVKASTNING	3. kvartal	Hittil i år
SKAGEN Kon-Tiki	6,7%	11,4%
MSCI Vekstmarkedsindeks	5,0%	3,6%



Porteføljeforvaltere Kristoffer Stensrud, Knut Harald Nilsson, Cathrine Gether, Erik Landgraff og Hilde Jensen (startet 1. oktober).

- **Vi fortsetter å levere meravkastning** takket være god selskapsplukking.
- Vi har lovet andelseierne en **konsentrert portefølje** med fokus på investeringsideene vi tror mest på. Vi økte konsentrasjonen ytterligere i kvartalet.
- **«Vekstmarkeder»** som begrep begynner å miste noe av glansen, og er muligens ikke en egen aktivklasse mot slutten av århundret.

Stabilisering etter et svakt første halvår

SKAGEN Kon-Tiki fortsatte å levere sterk relativ avkastning i tredje kvartal, takket være god aksjeplukking.

MSCI EM-indeksen steg 5 prosent i tredje kvartal, noe som brakte indeksen til 3,6 prosent hittil i år. Vekstmarkedene fortsatte dermed å henge etter globale aksjer generelt, men i mye mindre grad enn det vi så i første halvår. Utstrømmingen av kapital fra vekstmarkedsfond fortsatte, men det kom et omslag i trenden, med innstrømming i den siste delen av kvartalet. Det var de sykliske sektorene som gjorde det best etter en svak periode, der den høyt vurderte konsumvaresektoren endelig møtte motvind på bunnen av sektorrangeringen.

Når det gjelder land så vi også at situasjonen bedret seg for noen av taperne siste 12 måneder. Brasil, Kina og Russland noterte seg alle for en økning på mellom 9 og 11 prosent. På tapersiden finner vi land med store underskudd i utenriksregnskapet, som for eksempel Indonesia og India, som også ble tyngt av svekkede valutaer. Indonesiske aksjer falt så mye som 23 prosent. Noe av nedgangen skyldes en kraftig svekkelse av valutaen.

Aksjeplukking lønner seg

SKAGEN Kon-Tiki fortsatte å levere robust meravkastning som følge av god aksjeplukking. Fondet steg 6,7 prosent i tredje kvartal og er opp 11,4 prosent i år, noe som er 7,8 prosentpoeng bedre enn referanseindeksen.

De to største selskapene innen bilsektoren, Hyundai Motor og Great Wall Motor i

Kina, fortsetter å være viktige bidragsyttere, og det samme er tilfelle med vårt russiske investeringsselskap, Sistema. Vår indiske aksjeholdning ga negative bidrag, delvis på grunn av et 6 prosents fall av INR mot NOK.

Resultatprognosene for vekstmarkedsaksjer fortsatte å nedjusteres etter at marginene falt i 2012. Den seneste valutauroen vil på kort sikt trolig øke presset i flere land, ettersom etterspørselen på hjemmemarkedet modereres. Eksportorienterte selskaper i disse markedene vil imidlertid få bedre konkurranseevne og dette kan gi attraktive investeringsmuligheter.

Selskapene leverer

For våre porteføljeselskaper har 2013 vist seg å være et rimelig bra resultatår, med gode resultater fra Samsung Electronics og Great Wall Motor. Det danske konglomeratet A.P. Møller-Maersk leverte også. Resultatet i andre kvartal overgikk alle forventinger på grunn av god kostnadskontroll i den viktige containerskipvirksomheten. Samtidig klarte Hyundai Motor å gjenvinne sine marginer i andre kvartal ettersom effekten av ekstraordinære kostnader avtok.

Det er svært oppmuntrende å se både gode resultater og god aksjekursutvikling, fra de fleste av de nye selskapene i porteføljen i løpet av det siste året. DIA, Lenovo og Royal Caribbean Cruises er gode eksempler på dette.

NØKKELTALL FOR DE STØRSTE POSTENE I SKAGEN KON-TIKI (PER 30.09.2013)

Selskap	Postens størrelse, %	Pris	P/E 13E	P/E 14E	P/B siste	Kursmål
Hyundai Motor	8,9	108 000	3,1	2,7	0,6	165 000
Samsung Electronics	7,5	876 000	4,2	3,7	1,0	1 500 000
Great Wall Motor	5,1	42,05	11,6	9,3	4,2	52
Sistema	3,8	25,99	10,4	10,4	1,3	32
ABB	3,2	151,30	15,1	11,6	3,2	180
Sabancı Holding	2,8	9,76	7,8	7,0	1,2	12
AP Møller-Maersk	2,6	50 550	10,8	8,9	1,0	60 000
Vale	2,5	31,72	5,8	5,8	1,0	55
Richter Gedeon	2,4	3 800	12,7	11,5	1,3	5 000
Naspers	2,2	928,44	35,0	29,0	6,8	1 000
Gazprom	2,1	8,81	2,9	2,9	0,4	20
Bharti Airtel	2,1	318,65	21,2	13,3	2,2	450
Vektet topp 12	45,1		5,8	5,1	1,0	
Vektet topp 35	75,4		7,0	6,2	1,0	
Vekstmarkedsindeksen			11,2	9,9	1,5	

P/E kan avvike fra andre kilder siden det er basert på SKAGENs estimater.



Foto: Bloomberg

Valutastup: Vi la til den brasilianske kjøttprodusenten Marfrig til porteføljen. Det eksportorienterte selskapet drar nytte av de kraftige fallet i valutakursen på brasilianske real på 20 prosent mot dollaren.

Vi la et selskap til porteføljen som drar nytte av valutavekkelsen, nemlig den brasilianske kjøttprodusenten Marfrig. Dette eksportorienterte selskapet vil få bedre marginer ettersom den brasilianske valutaen, real, har tapt seg 20 prosent mot USD i løpet av det siste året. Etter salget av fjærkrevirksomheten, har gjeldsreduksjonen i vesentlig grad redusert den finansielle risikoen i Marfrig. Vi fant et meget attraktivt inngangspunkt, ettersom aksjen begynte å nærme seg laveste notering noensinne, og var ned nesten 50 prosent i løpet av det siste året. Posisjonen utgjør én prosent av fondet.

Solskinn

Mot slutten av 2012 gikk vi for første gang i SKAGENS historie inn i solbransjen, etter at aksjekursene hadde falt mer enn 90 prosent fra den store opphussingen i 2007. Flere konkurser siden den gang har ført til konsolidering i næringen, noe som forhåpentlig bedrer investeringsdisiplinen. I 2007 var konkurransevnen til solenergi avhengig av statlige subsidier. Etter et kraftig fall i prisene på paneler (og produksjonskostnadene), begynner solenergi nå å nærme seg prisparitet i strømmettet i en rekke markeder, noe som gjør inves-

teringstesen mer bærekraftig og mindre eksponert mot politiske vedtak.

På en tur til Asia nylig ble vårt team oppmuntret av at en rekke investorer ikke hadde fått med seg dette, og spurte om hvor mange år det vil ta før solenergi blir konkurransedyktig. Vi er der nå.

I løpet av perioden har vi investert i to nye selskaper i sektoren, GCL-Poly Energy i Kina og OCI, som har sitt hovedkontor i Korea. Førstnevnte er verdens største produsent av polysilisium, mens sistnevnte er nummer to. Begge produsenter befinner seg i det laveste kvartilet av kostnadskurven og har positiv kontantstrøm, selv med dagens lave priser på polysilisium, som har falt med 85 prosent siden hysteriet i 2007. For å redusere risiko forbundet med enkeltelskaper, har vi tatt en klyngetilnærming til denne sektoren, ettersom investeringstesen er mer bransjeorientert enn selskapsspesifikk. Ikke desto mindre er vi oppmuntret av det faktum at våre selskaper er de selskapene i bransjen som har den laveste kostnadsbasen. Til sammen utgjør "klyngen" nå 2 prosent av fondet, og målet er at den vil vokse betydelig organisk ettersom investeringstesene utfolder seg.

Ute av det gode selskap

I løpet av kvartalet kjøpte vi også aksjer i Raiffeisen Bank International i Østerrike. Banken var en gang en favoritt blant fondsforvaltere, på grunn av dens sterke eksponering mot Sentral- og Øst-Europa, der den har 50 prosent av sin kapital. Krisene i denne regionen har ført til et sterkt fall i verdsettelsen av banken. Den verdsettes nå med en 45 prosent rabatt i forhold til den bokførte verdien av den reelle kapitalen, ned fra åtte gangeren på toppen i 2006. Den nye konsernsjefen har satt i gang store kostnadsuttstiltak, og vi mener at tegn på økonomisk oppgang i Europa bør være til fordel for sentral- og østeuropeiske økonomier på grunnlag av høy internhandel. Med en ren kjernekapitaldekning på 6,7 prosent basert på Basel III, frykter analytikere og investorer at en aksjeemisjon vil virke meget utvannende. Vi mener dette er priset inn. På et analytiker møte nylig var det oppmuntrende å høre konsernsjefen si at dette ikke er det rette tidspunktet for å selge nye aksjer, på grunn av "vår aksjekurs". Han la til at kostnadsreduksjoner, tilbakeholdt egenkapital og balansereduksjon er det han prioriterer først for å forbedre kapitaldekningen.



Foto: Blomberg

Selskapene leverer: Det er oppmuntrende å se sterke resultater fra de fleste selskapene som kom inn i porteføljene det siste året. Et godt eksempel er Royal Caribbean Cruises.

Kvalitet først

Vi har lovet våre andelseiere å ha en konsentrert portefølje med fokus på de av våre investeringsideer som vi har mest tro på. I løpet av kvartalet har vi økt konsentrasjonen ytterligere, både med hensyn til de største postenes andel av fondets verdi, og ved å redusere antall poster. Dette har ført til frasalgt av flere mindre posisjoner, og vi solgte oss ut av ti selskaper i løpet av perioden. De 35 største postene utgjør nå 75 prosent av nettoverdien, og de 12 største representerer 45 prosent. Antall poster er 95.

Et gjennomgående tema for en rekke av våre største posisjoner er det faktum at mange av selskapene har sterke posisjoner på hjemmemarkedet, med mulighet for å bli globalt ledende. De har også den finansielle styrken som skal til for å gjøre det, med begrenset eller ingen gjeld. Samsung Electronics, Hyundai Motor, Great Wall Motor, Mahindra & Mahindra og Lenovo er gode eksempler på dette.

Kommer det et omslag?

Trenden med negative resultatrevisjoner på vekstmarkedene startet i mars 2012, drevet av inflasjonspress fra lønninger og råvarer. Det er derfor noe overraskende at aktivaklassen leverte en noe bedre avkastning enn globale aksjer i fjor. I 2013 har vi imidlertid sett et klart omslag og vekstmarksaksjer ligger hele 19 prosentpoeng bak avkastningen på globale aksjer så langt i år. Det store spørsmålet er, når vil trenden snu?

Vi er ikke sikker på at trenden med revidering av resultater vil snu snart, men vi bruker heller ikke mye tid på å prøve å for-

utse når det vil skje. Vi merker oss imidlertid at valuta-svakheter vil øke inflasjonspresset, som igjen vil tvinge myndighetene til å øke rentene. Dette vil ha en negativ effekt på privatforbruket og vi behøver vel bare nevne den nylige kunngjøringen fra verdens nest største matprodusent, Unilever, som advarte om redusert vekst i sin vekstmarkedsvirksomhet. Høyt vurderte dagligvareaksjer i vekstmarkedene ser sårbare ut.

Muligens ikke en aktivaklasse

Dette har imidlertid med timing å gjøre. Siden de fleste vekstmarksvalutaer nå er fleksible, i skarp kontrast til sent på 90-tallet, vil ubalanser bli utjevnet. Med hensyn til verddivurdering, er vekstmarksaksjer billige sammenlignet med globale aksjer, samt sammenlignet med historiske verddivurderinger. Forholdet mellom kurs og bokført verdi er 1,5x sammenlignet med et 10-års gjennomsnitt på 2,0x, og 2,0x for globale aksjer. Dette til tross for mer robuste balanseregnskaper hos selskaper i vekstmarkedene, spesielt i Asia, og fremdeles høyere avkastning på egenkapital.

Uttrykket "vekstmarked" begynner å miste noe av glansen, og vil til og med kanskje ikke lenger være en aktivaklasse ved utgangen av dette tiåret. Begrepet "vekstmarkeder" dekker land som er meget forskjellige med hensyn til økonomisk utvikling. Korea har kredittpenetrasjon og boligpriser på linje med Europa, mens India har et BNP per capita på bare USD 1100, eller én tjuendedel av Sør-Korea. Demografien er også ganske forskjellig, siden 30 % av den indiske befolkningen er under 15 år, mot 14 % for Korea.

Det viktigste er å se på virksomheten til hvert enkelt selskap. Selskaper i utviklede markeder fokuserer i økende grad på utviklingsland for å skape seg vekst. På motsatt side ekspanderer selskaper i utviklingsland i utviklede markeder, både for å få tilgang til teknologi og for å utvide sine markeder.

Her i SKAGEN leter vi etter selskaper basert på eksponering og ikke noteringssted. Vårt brede investeringsmandat tillater oss også å investere i selskaper som har "feil" noteringsland, og å tjene på tidsmessig og geografisk arbitrasje, for å innfri målet om å levere verdensledende risikostuert avkastning til våre medandelseiere.

SKAGEN KON-TIKI 3. KV. 2013 (MILL. NOK)

5 største positive bidragsytere

Hyundai Motor Co Pref	643
Great Wall Motor Co Ltd	472
Sistema Jsc GDR	406
AP Moeller - Maersk A/S	250
Gazprom Oao ADR	245

5 største negative bidragsytere

State Bank of India	-223
Mahindra & Mahindra Ltd	-211
Indosat Tbk PT	-198
Yazicilar Holding AS	-141
Haci Omer Sabanci Holding AS	-141

5 største kjøp

Mafrig Alimentos Sa	474
Raiffeisen Bank International AG	284
OCI Co Ltd	202
GCL-Poly Energy Holdings Ltd	190
State Bank of India	178

5 største salg

HSBC Holdings PLC	-643
Baker Hughes Inc	-577
Bangkok Bank Public Co-Nvdr	-361
Vinda International Holdings Ltd	-300
Immofinanz AG	-285

SKAGEN m²

AVKASTNING	3. kvartal	Hittil i år
SKAGEN m ²	-4,8%	5,1%
MSCI Real Estate IMI	0,1%	11,6%



Porteføljeforvaltere Peter Almström, Harald Haukås og Michael Gobitschek

› Svakt kvartal

Opphenting av eiendomsaksjer har vært svak – vi befinner oss langt fra de kursnivåene vi så før den kraftige oppgangen i mars.

› Volatilitet

På lang sikt er den rådende kombinasjonen av lav avkastning og høy volatilitet uakseptable.

› Overbevisning

Langsiktig investering i veldrevne eiendoms-selskaper i sterke markeder rundt i verden har vært og vil være en bra del av en spareportefølje.

Utfordrende tredje kvartal

Igjen ble børsnoterte eiendomsaksjer styrt av makrostatistikk og stemningen i markedet. Generelt spilte enkeltsekskapenes inntjening liten rolle.



Foto: Bloomberg

Vi har gradvis økt vår beholdning i Segro, som fokuserer på logistikeiendommer i Storbritannia og deler av Europa. Segro er ferdig med omstruktureringen, resultatene er positive og vi ser fortsatt vekst i logistikksegmentet i Europa.

V i forventet at aksjekursene i en rekke nedtrykte vekstmarkeder skulle hente seg litt inn. I løpet av sommeren så vi i stedet et stadig mer negativt syn på den økonomiske utviklingen i India, Sørøst-Asia og Kina. Underskudd i handelsbalanser, kapitalflukt og fallende valutakurser vakte bekymring for en ny Asiakrise, og store deler av vår aksjeforfølje i Asia fortsatte den negative utviklingen.

Mot slutten av august sank uroen for en ny Asiakrise og landene begynte å vurderes individuelt ut fra sine faktiske forutsetninger. Valutaer og aksjer i India og Indonesia hadde dårligst utvikling i kvartalet, mens Thailand, Malaysia og Filippinene viste større motstandskraft.

I USA har det vært store bevegelser på eiendomsaksjer, med en svakt negativ trend. Brasil har også vært volatilt, men har hatt en uventet positiv trend etter en svak utvikling tidligere i år. Europa har vært et lyspunkt med støtte fra et stadig mer positivt markedssyn på euroområdet.

Sammenfattet er det våre innehav i India og Sørøst-Asia som har dratt avkastningen ned, både absolutt og relativt i forhold til referanseindeksen. Den relative avkastningen er også forverret av at Japan fortsatte å utvikle seg positivt gjennom tredje kvartal.

Med noen få unntak har våre selskaper fortsatt å generere stabile kontantstrømmer og vist gode resultater i kvartalet, noe som med tiden også vil gjenspeiles i kursutviklingen. I Norden har våre to kjøpesenteraksjer, Olav Thon og Citycon, vist stabil vekst helt på linje med våre forventninger. I Tyskland har GSW Immobilien hatt en positiv utvikling etter turbulens en periode rundt ledelsen og styret. I august kom det et bud på GSW fra Deutsche Wohnen, et av de største børsnoterte boligselskapene i Tyskland. Budet var litt gjerrig men forventes å gå gjennom, og vår post i GSW blir byttet ut med en enda større i Deutsche Wohnung, noe som er interessant på lang sikt.

Kursutviklingen i British Land var bra i vår og vi tok ut en del av gevinsten i juli. Selskapet er ikke lenger blant de ti største aksjene i porteføljen. Vi har suksessivt økt posten i Segro, med innretning mot logistikkeiendommer i Storbritannia og noen regioner i Europa forøvrig. Selskapet har sluttført en omstrukturering, kursutviklingen har vært positiv og vi ser fortsatt vekst innen logistikksegmentet i Europa, med en attraktiv kombinasjon av stabile kontantstrømmer og godt vekstpotensial.

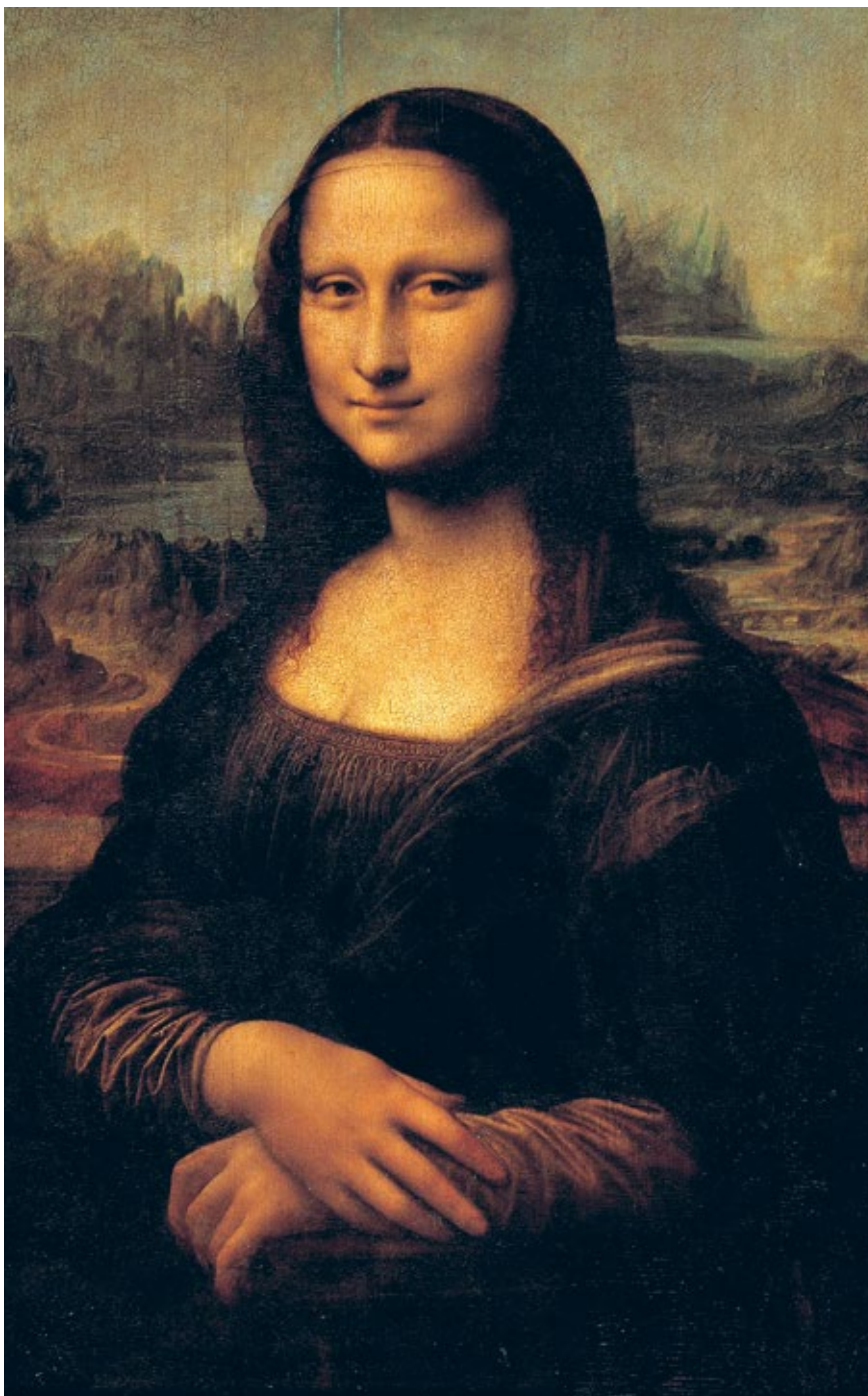
Sterkt Paris – svakt Frankrike

De franske porteføljeselskapene har fortsatt å vise styrke. Gecina, med en høykvalitets Parisportefølje av kontoreiendommer, har gjennomført en vellykket omstrukturering etter noen år med feilsatsinger og for høy belåning. Nå pågår en interessant endring på eiersiden. Den velrenommerte privat equity-aktøren Blackstone er på vei inn som storeier, det bør øke sjansene for en positiv utvikling ytterligere. Vår store eierpost i kjøpesenteraktøren Mercialys, med dagligvarekjeden Casino som såkalt ankerleier, fungerer som et stabilt kontantstrømsselskap i basen av m²-porteføljen.

Frankrikes økonomiske utvikling ser ikke særlig lovende ut og risikerer å bli betydelig dårligere enn eksempelvis Tyskland, Storbritannia og de nordiske landene. Samtidig er Parisregionen sterk, og vi forventer fortsatt positiv utvikling selv om Frankrike for øvrig blir svakere.

Lånekostnadene i Europa ventes å øke og sammen med lav økonomisk vekst kan det bremse verdiutviklingen i eiendomsmarkedet de nærmeste årene. Vi fortsetter å investere i spesialiserte selskaper med godt vekstpotensial eller med sterk kontantstrøm og god motstandskraft. Vi leter også etter litt mindre selskaper som evner å skape verdi på egenhånd, uansett konjunktur. Et eksempel på et slikt selskap er franske Affine.

I USA har det vært stor spredning i avkastningen mellom våre porteføljeselskaper i kvartalet. Det opportunistiske hotellselskapet Ashford har hatt best utvikling, men planene om å skille ut en del hoteller til et nytt lavrisikoselskap har skapt en del usikkerhet rundt både strategi og vurdering. To av kontorselskapene har også gått bra, SL GREEN med eiendommer på Manhattan og PS Business Parks som kjøper og utvikler kontorer betydelig lavere på prisskalaen. Boligselskapet i porteføljen, AIMCO med utleieleiligheter og boligutvikleren Hovnanian har hatt en dårligere kursutvikling tross bra inntjening.



Kilde: Bloomberg

Parisisk smil: Frankrikes økonomiske utvikling ser ikke spesielt lovende ut, men Parisregionen er sterk. Leonardo DaVincis berømte portrett av Lisa Gherardini fra tidlig 1500-tall henger i nettopp Paris.

Brasil – langsiktig potensial

I Brasil oppviser våre tre selskaper bra inntjening tross makroøkonomisk motvind. Den negative kursutviklingen tidligere i år har først og fremst vært drevet av fallende valuta, kraftige renteøkninger og kapitalflukt fra Brasil.

Veksten i detaljhandelen har dabbet av, men både BR Malls og General Shopping har dyktig ledelse, og vi regner med at begge selskapene lykkes med å utvikle inntjeningen bedre enn markedet som

helhet. På kontormarkedet forventes en utflating av de høyeste kontorleiene på grunn av tilbudsoverskudd de nærmeste to årene, noe som har tynget kursen i BR Properties litt ekstra. Samtidig har selskapet en svært bra logistikkportefølje, noe som gir bra risikospredning og finansiell stabilitet. På lang sikt ser vi et interessant potensial i Brasil, men en tydelig økonomisk forbedring kan drøye to-tre år.

Utviklingen i Asia de kommende årene er viktig for SKAGEN m². Vi ser ingen tegn til

en nærstående vending i India, selv om den nye sentralbanksjefen Raghuram Rajan er godt mottatt av aksjemarkedet.

I Indonesia har vi en veldiversifisert portefølje der alle selskapene har sterk inntjening, sterke balanseregnskap og lav vurdering. Renteøkninger og andre innstramminger forventes å få liten effekt på våre boligutviklers inntjening, siden kundene i høy grad betaler kontant. Boligprisene i Jakarta fortsetter å stige, og tilbudet er begrenset. Det gir bra støtte til både Bumi Serpong og Summarecon. Lippo Malls og First Reit har stabile kontantstrømmer og godt vekstpotensial. Lippo Karawaci er den største og mest diversifiserte eiendomsutvikleren i Indonesia, med nær 60 prosent av sin inntjening fra gjentakende leieinntekter, forvaltningsgodtgjørelser og sykehusvirksomhet. Industrietomter er fortsatt mangelvare, selv om salgstakten i år vil synke noe. Tomteprisene faller derimot ikke og rabatten i Bekasi Fajar og Surya Semesta er svært høy. Sammenfattet ser vi et stort potensial i Indonesia, selv om det kommende valget og usikkerhet rundt valutaen er åpenbare risikofaktorer.

I Filippinene fortsetter den sterke økonomiske utviklingen, med stabile makroøkonomiske forutsetninger. Vi er sikre på våre innehav, både når det gjelder inntjening, ledelseskompentanse og vurdering. Mange av de større selskapene på Manila-børsen vurderes med høye multipler. Ayala Land handles rundt P/E 35 mens våre innehav i Vista Land, Rockwell og Century handles rundt P/E 9 eller lavere.

Japan trekker ned relativutviklingen

Et sterkt Japan har på egenhånd drevet opp referanseindeksen med 4-5 prosent siden oktober i fjor, og har forårsaket like mye mindreavkastning for fondet, ved at vi har valgt å ikke investere i japanske selskaper. Vi er fortsatt overbevist om at utviklingen i de japanske eiendomsaksjene ikke er holdbar på lang sikt. Forventningene

om en leievekst og økning i verdsettelse bedømmer vi å være altfor høyt stilt, og vi har problemer med å se en bærekraftig høyere vekst og høyere inflasjon uten også betydelig høyere renter.

I Kina har utviklingen i våre porteføljeselskaper vært sterk både operasjonelt og kursmessig. Vi er langsiktig positive til Kina, men vi har likevel tatt en del gevinster i blant annet Shimao og SOHO China etter at boligprisene og verdien på kontorer utviklet seg kraftig. Vi tror ikke på noen store økninger i boligproduksjonen eller noen store prisøkninger i massemarkedet utover en fortsatt god BNP-vekst. Vårt Kina-fokus fremover ligger først og fremst på kommersielle eiendommer, og utviklingen i eksempelvis CapitaMalls Asias Kina-portefølje (kjøpesentra), GLP (logistikk-eiendommer med tyngdepunkt i Kina) og SOHO China (kontoreiendommer i Beijing og Shanghai) er svært positiv. Alle tre er bra eksempler på aktive, verdiskapende selskaper med sterke kontantstrømmer og vekst.

I Singapore har det vært blandete signaler i løpet av kvartalet, med stigende uro for fallende boligpriser men fortsatt sterk detaljhandel og forventning om stigende leiepriser på kontorer. Singapore har sett kursfall hos REITs på grunn av uro for stigende renter og utviklere på grunn av innstramminger i boligmarkedet. Våre utviklere Keppel Land og Capitaland er begge vel diversifiserte med begrenset eksponering mot Singapore-boliger, og ble kjøpt inn etter kursfall i vår. Våre Singapore-REITS ser billige ut, med sterke kontantstrømmer, høye utbytter og bra vekstpotensial.

Grunnstrategien ligger fast

Vi er overrasket over at opphenting etter den seneste tidens nedgang ikke har vært sterkere – tross alt befinner vi oss langt unna de kursnivåene vi så før den kraftige oppgangen i vår. Ut fra vår målsetting om å levere minst seks prosent avkastning

i gjennomsnitt per år, er det grunn til å reflektere rundt den høye volatiliteten i markedet. Det er naturligvis ikke akseptabelt på lang sikt med en slik kombinasjon av lav avkastning og høy volatilitet som vi har sett hittil i år.

Vi er derimot ikke urolige for grunnstrategien eller den langsiktige risikojusterte avkastningen – snarere tvert imot. Å investere langsiktig i veldrevne eiendomsselskaper i sterke eiendomsmarkeder rundt om i verden har vært, og vil fortsatt være et interessant supplement i en spareportefølje, ikke minst som et ledd i pensjons sparing.

NØKKELTALL FOR DE STØRSTE POSTENE TIL SKAGEN m² (PER 30.09.2013)

Selskap	Risikoklasse	Postens størrelse, %	Pris P/NAV siste	Div. Yield 2013e	EBITDA 2013e/EV	
Lippo Malls	Core+	4,4	0,43	8,3	8,6	77
Mercialys	Core+	4,3	14,69	5,9	6,1	86
Ashford Hospital	Opportunistic	3,6	12,25	3,8	10,1	67
Segro Plc	Core+	3,5	3,08	4,9	5,6	104
CapitaMalls Asia	Value added	3,1	1,95	1,8	1,7	81
Mapletree Log Tr	Core+	3,1	1,07	6,6	5,6	92
Global Logistic	Value added	3,0	2,89	1,4	3,1	100
Apartment Invest	Value added	3,0	28,09	3,2	6,4	88
Lexington Realty	Core+	2,9	11,16	5,1	6,0	86
Olav Thon Eiendo	Value added	2,8	970	1,2	7,8	69
Vektet snitt topp 10		33,7		4,5	6,2	84,8

P/E kan avvike fra andre kilder siden det er basert på SKAGENS estimater.

SKAGEN m² 3. KV. 2013 (MILL. NOK)

5 største positive bidragsyttere

Segro Plc	3
British Land Co Plc	2
GSW Immobilien AG	2
Ashford Hospitality Trust	2
Gecina SA	2

5 største negative bidragsyttere

Lippo Karawaci Tbk PT	-8
Surya Semesta Internusa PT	-7
Bekasi Fajar Industrial Estate Tbk PT	-7
Summarecon Agung Tbk PT	-5
Bumi Serpong Damai PT	-4

5 største kjøp

Bekasi Fajar Industrial Estate Tbk PT	4
Century Properties Group Inc	4
Capitaland Ltd	4
Ananda Development PCL-Nvdr	4
Ticon Industrial Connection Pcl-Nvdr	2

5 største salg

British Land Co Plc	-14
Gecina SA	-9
Mack-Cali Realty Corp	-5
Global Logistic Properties Ltd	-5
Yuexiu Property Co Ltd	-4

Sentralbankenes løfter

Kommunikasjon om fremtiden er blitt en av sentralbankenes viktigste virkemidler for å få i gang vekst og inflasjon.

Da finanskrisen slo inn over verdensøkonomien for fem år siden måtte sentralbankene tenke nytt. Et av virkemidlene var kvantitative lettelser, et annet var å guide markedet om hvor styringsrentene går fremover. Federal Reserve innførte guiding allerede i slutten av 2008, mens ECB og Bank of England kom diltende etter i sommer.

Å styre forventningene

Sentralbanken guider når den kommuniserer til markedet det som er den mest sannsynlige banen for framtidig styringsrente. I teorien kan sentralbanken binde seg helt til masten, kommunisere at renten skal holdes på et gitt nivå i en periode framover, lukke døren og ikke vise seg igjen før perioden er slutt. I praksis praktiserer sentralbankene en mildere form for guiding, der de kommuniserer til markedet hvor styringsrenten mest sannsynlig vil ligge framover.

Formålet med å guide er å sikre at markedets forventninger om framtidig styringsrente er konsistent med intensjonen til sentralbanken. Gjennom å påvirke markedets forventninger om de korte rentene, vil sentralbanken også påvirke de lange rentene. Sentralbanken vil prøve å overbevise markedet at de ikke vil reagere like raskt på økt vekst og inflasjon som i normale tider. Guiding krever at sentralbanken både handler og snakker med en stødig hånd.

Troverdighet og timing er alt

For at guidingen skal være effektiv må markedet fullt og helt tro på at sentralbanken vil holde renten lav så lenge den har «lovet». Det er lettere sagt enn gjort.

Sentralbankene kan binde seg til masten ved å si at de vil tillate at inflasjonen i en periode ligger over målet. Problemet

med dette er at det kan løfte inflasjonsforventningene og ødelegge troverdigheten til sentralbankene, som siden 1980-tallet har jobbet mot en lav og stabil inflasjon. Spørsmålet er om markedet tror at sentralbanken vil sette sin troverdighet på spill.

En alternativ måte er å argumentere for at rentene skal være lave gjennom å gi markedet inntrykk av at den har et mer pessimistisk syn på realøkonomien enn markedet og dermed forsøke å presse ned markedsrentene. Ulempen er at det kan bidra til pessimisme og fall i markedene.

Har sentralbankene klart å overbevise markedene gjennom sine lovnader om å holde rentene lave lenge? Fed har nok oppnådd mye av det ønsket. De var tidlig ute. De har utviklet kommunikasjonen og i stor grad klart å holde renteforventningene nede. ECB og Bank of England var for seint ute. Da de startet med guiding hadde de lange rentene allerede økt og markedet lot seg ikke overbevise.

Tror vi på sentralbankenes guiding? Min vurdering er at den dagen sentralbanken finner grunn til å snu, snur de. Da betyr det ingenting at de har lovet å holde rentene lave lenger enn det kalenderen viser. Spesielt vil sentralbankene reagere den dagen de ser at inflasjonsforventningene avviker fra inflasjonsmålet. Inflasjonsforventningene er ankeret for pengepolitikken og sentralbankene er ikke villige la ankeret ryke. De vil ikke risikere å havne i en situasjon med lav vekst og høy inflasjon som på 1970-tallet. Viser inflasjonsforventningene tegn til å stige over inflasjonsmålet vil sentralbankene velge å vike fra det de har lovet om styringsrentene i mot å beholde troverdigheten på lang sikt.

Slik guider de i praksis

Federal Reserve (Fed) var tidlig ute og inn-

førte guiding på rentemøtet i desember 2008. De startet forsiktig med å si at de forventet at svake konjunkturer sannsynlig ville rettferdiggjøre eksepsjonelt lav styringsrente for en tid framover. Guidingen ble tatt til et nytt nivå i august 2011, da de ble mer spesifikke om tidsperioden. De «lovet» markedet at renten skulle holdes nær null minst til midten av 2013. I ettertid har Fed forlenget guidingen flere ganger, sist til midten av 2015. I desember 2012 ble de enda mer spesifikke da de kommuniserte konkret hvilket nivå på ledighet og inflasjon som skal til for at renten kan settes opp igjen.

I sommer kom ECB og Bank of England etter. Med fortsatt svak vekst i Europa, var ECB redd for at økningen i de lange rentene i sommer ville spenne bein under de spirene til vekst som finnes i Europa. I et forsøk på å holde rentekurven i Europa nede, valgte ECB på rentemøtet i juli for første gang å snakke om styringsrenten framover.

Lett å snu?

Markedets reaksjoner på Feds snakk om nedtrappingen av de kvantitative lettelsene gir en pekepinn på hvor brutalt det kan være å snu guidingen. Den kraftige oppgangen i lange renter var nok i overkant av det Fed hadde forventet. I ettertid har Fed igjen endret på språkbruken og er mindre haukete når de pengepolitiske lettelsene skal trappes ned. Her famler sentralbanken i mørke. Ingen har før testet det å snu så massive pengepolitiske lettelser både med ord og handling. Vi kan stå foran en humpete vei.

KOMMENTAR



Jane S. Tvedt
Porteføljeforvalter
SKAGEN Avkastning
jst@skagenfondene.no

BEKJENTGJØRING

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. Det er ingen kjøpskostnader i våre aksjefond. Årlig forvaltningshonorar for SKAGEN Vekst og SKAGEN Global er 1 % per år + variabelt forvaltningshonorar: I SKAGEN Vekst fordeles avkastning over 6 % per år 90/10 mellom andelseierne og forvaltningsselskapet. I SKAGEN Global fordeles verdiutvikling som er bedre enn MSCI Verdensindeks All Country målt i norske kroner 90/10 mellom andelseierne og forvaltningsselskapet. I SKAGEN Kon-Tiki er forvaltningshonorar 2 % per år pluss/minus variabelt forvaltningshonorar: I SKAGEN Kon-Tiki fordeles verdiutvikling som er bedre enn MSCI vekstmarkedsindeks målt i norske kroner 90/10 mellom andelseierne og forvaltningsselskapet. Samlet belastet forvaltningsgodtgjørelse per år kan likevel ikke overstige 4 prosent av gjennomsnittlig

forvaltningskapital. Ved dårligere verdiutvikling enn MSCI vekstmarkedsindeks målt i norske kroner fordeles differansen 90/10 mellom andelseierne og forvaltningsselskapet. I SKAGEN m² er forvaltningshonorar 1,5% per år pluss/minus variabelt forvaltningshonorar: I SKAGEN m² fordeles verdiutvikling som er bedre enn MSCI Real Estate IMI målt i norske kroner 90/10 mellom andelseierne og forvaltningsselskapet. Samlet belastet forvaltningsgodtgjørelse per år kan likevel ikke overstige 3 prosent av gjennomsnittlig forvaltningskapital. Ved dårligere verdiutvikling enn MSCI Real Estate IMI målt i norske kroner fordeles differansen 90/10 mellom andelseierne og forvaltningsselskapet. Samlet belastet forvaltningsgodtgjørelse per år kan likevel ikke bli lavere enn 0,75 prosent av gjennomsnittlig årlig forvaltningskapital. SKAGEN Global, SKAGEN Kon-Tiki og SKAGEN m² kan bli belastet variabelt forvaltningsgodtgjørelse selv om fondets avkastning har vært negativ, så lenge fondet har hatt bedre prosentvis verdiutvikling enn sin referanseindeks.

Motsatt kan fondet ha positiv avkastning uten å bli belastet variabelt forvaltningsgodtgjørelse, så lenge fondet ikke har hatt prosentvis bedre avkastning enn referanseindeksen. Fast forvaltningsgodtgjørelse beregnes daglig og belastes kvartalsvis. Variabel forvaltningsgodtgjørelse beregnes daglig og belastes årlig.

I SKAGEN Tellus, SKAGEN Avkastning, SKAGEN Høyrente og SKAGEN Høyrente Institusjon er det ingen kostnader knyttet til kjøp og salg av andeler. Det er heller ingen uttaksbegrensninger. Årlig forvaltningshonorar er 0,8 % for SKAGEN Tellus, 0,5 % for SKAGEN Avkastning, 0,25 % for SKAGEN Høyrente og 0,15 % for SKAGEN Høyrente Institusjon.

For en detaljert beskrivelse av kostnadene med mer, henvises til fullt og forenklet prospekt. Disse kan fås ved henvendelse til SKAGEN Fondene eller på www.skagenfondene.no

Overraskende rentefall

AVKASTNING	3. kvartal	Hittil i år
SKAGEN Tellus	0,57%	9,00%
Barclays Capital Global Treasury Index 3 - 5 years	1,56%	4,70%



Porteføljeforvalter Torgeir Høyen

SKAGEN Tellus ble tatt på sengen av lavere lange statsrenter i siste del av tredje kvartal. En noe svakere dollar og litt sterkere yen bidro også til at fondet kom ut dårligere enn referanseindeksen.

Vi tror begge disse faktorene er reversible. Vår tro på høyere lange statsrenter – noe som har gjort at vi har hatt svært lav durasjon i fondet – baserer seg på at nøkkeltallene for økonomisk aktivitet tar seg opp rundt om i verden. Trenden med nøkkeltall som tenderer til å overraske på den positive siden har vart ved, og ble bekreftet nå nylig med innkjøpsjefsindikatorerne for september. Det er riktig nok enkelte land hvor aktiviteten er skuffende lav – som i Russland og i India – men disse økonomiene bidrar fremdeles lite til global produksjon og dermed til hva som bestem-

mer den globale risikofrie renten.

Sakte men sikkert

I USA fortsetter økonomien å vokse. Ikke så spenstig som mange hadde håpet, men nok til sakte men sikkert å senke ledigheten mot mer normale nivåer. Den største overraskelsen har vært tegn til nytt liv i Eurosonen. Det er med rette ventet, tror vi, at Eurosonen bidrar positivt til den globale økonomiske veksten i andre halvår. Kina, som mange spådde ned i en myk landing, viser tegn til sprudlende vekst, noe som også merkes i landene i randsonen av den kinesiske gravitasjonskraften. I alt tilsier dette at de risikofrie lange realrentene skal videre opp. Hvorfor? Fordi med økt vekst vokser investering mer enn ønsket sparing, og det kreves en høyere realrente for å klare markedet for lånekapital.

Dette betyr ikke at vi spår et høyt nivå på realrentene; utgangspunktet er at lange sikre realrenter p.t. ligger og vaker rundt null. Vi tror de skal opp 1-1,5 prosentpoeng. Desto raskere, desto bedre med hensyn på vår evne til å plukke opp det som da kan bli undervurderte obligasjoner.

En overraskelse i oktober var at amerikanske Federal Reserve sendte ut signal om at styringsrenten vil være lavere enda lenger enn markedet, og vi, inntil da hadde

trodd. Spørsmålet er om disse signalene er troverdige. Federal Reserve sin kommunikasjon har vært under pari i det siste, og vi er forberedt på at sentralbanken kan komme ti å overraske på oppsiden ved neste korsvei.

Uavklart spørsmål

Det mest uavklarte spørsmålet for tiden er hvilken vei inflasjon går. Om den oppfører seg som normalt, presses prisveksten opp når hjulene i økonomien svinger raskere. Om Federal Reserve da reagerer som normalt, skal da styringsrenten også begynne å jekkes opp fra sitt nåværende gulnivå. Vi tror prispresset kommer raskere i USA enn i Eurosonen, ergo tror vi at dollaren vil styrke seg mot euroen.

Når det gjelder Japan så har vår skepsis overfor yenen og yen-denominerte renter, slik den ble uttrykt i årsrapporten, ikke materialisert seg. Men vi forblir overbevist om at det er lite å hente fra soloppgangens rike for våre andelseiere. SKAGEN Tellus har også stort sett holdt seg unna vekstmarkedene i kvartalet. Det skyldes forsiktighet i en periode hvor en har ventet, og venter, høyere globale risikofrie renter. Men, vi er årvåkne for muligheter som byr seg, og ser for oss at noen statsobligasjoner med lang durasjon igjen kan bli interessante i fjerde kvartal.

Moderat, sikker og positiv

Fondet ligger godt foran referanseindeksen, selv om avkastningen i kvartalet er moderat.

AVKASTNING	3. kvartal	Hittil i år
SKAGEN Avkastning	0,62%	2,00%
Statsobligasjonsind. 3.00	-0,24%	0,20%



Porteføljeforvaltere Jane S. Tvedt

SKAGEN Avkastning fortsatte å levere en moderat absoluttavkastning, men en god relativavkastning i 3. kvartal. Fondskursen økte med 0,6%, noe som er 0,9 prosentpoeng bedre enn indeksen. Hittil i år ligger fondet godt foran indeksen med en avkastning på drøye 2%, mens indeksen er opp 0,2%. En lav rentefølsomhet i fondet har gitt fondet en positiv og stabil avkastning, mens indeksen har tapt når lange renter har økt.

I tredje kvartal har fondet holdt en veldig lav rentefølsomhet. Vi reduserte rentefølsomheten kraftig og solgte de utenlandske obligasjonene i slutten av andre kvartal, da vi så at lange renter var i ferd med å komme opp. Vi tror at bedre utsikter for verdensøkonomien, og spesielt USA og Europa, vil trekke realrentene videre opp framover. SKAGEN Avkastning har et fleksibelt mandat der rentefølsomheten kan ligge mellom 0 og 3 år, noe som betyr at vi kan ha en veldig lav rentedurasjon i perioder med renteoppgang og fortsatt ha positiv avkastning fra papirer med flytende rente.

Per i dag får fondet avkastning fra kuponger på de norske rentepapirene samt kursgevinster når kredittpåslaget på norske bankpapirer faller. Kredittpåslagene for norske bankpapirer med løpetid fra ett til tre år fortsatte å falle i tredje kvartal. Dette har gitt en ekstra avkastning utover den effektive renten i fondet. En eventuell renteoppgang i pengemarkedsrentene i

Norge vil slå positivt ut for fondet gjennom en økt effektiv rente.

Forsiktig forvaltning

Per dags dato ligner porteføljen i SKAGEN Avkastning veldig mye på porteføljen til et rent pengemarkedsfond. Det er viktig for oss å understreke at dette er midlertidig. Vi mener at det er bedre med en moderat sikker og positiv avkastning, i stedet for å tape penger ved å ha høyere rentedurasjon når vi forventer at lange renter vil stige. Vi følger markedet svært nøye og er beredt til å øke rentedurasjonen umiddelbart hvis vi endrer synet på utsiktene for globale lange renter eller finner enkeltland som vi mener har stort potensiale for rentefall. Når realrentene kommer opp i tråd med våre forventninger vil vi være raskt ute og plukke opp det vi da vurderer som undervurderte obligasjoner.

Fondets rentefølsomhet er på 0,1 %, og gjennomsnittlig løpetid på investeringene er 1,5 år.

SKAGEN Høyrente - Tjener på at tiden går

AVKASTNING	3. kvartal	Hittil i år
SKAGEN Høyrente	0,60 %	2,00 %
Statssertifikatindeks 0.50	0,36 %	1,20 %



Porteføljeforvaltere Ola Sjöstrand, Elisabeth Gausel og Tomas Nordbø Middelthon

SKAGEN Høyrente hadde igjen et kvartal med en jevn og stabil avkastning. Det norske rentenivået har holdt seg stabilt og det har heller ikke vært store endringer i kredittpåslagene for papirer vi investerer i. Dette betyr at investeringene genererer en jevn og fin strøm av renteinntekter til fondet uten de store svingningene i prisingen av det underliggende papiret.

Det norske pengemarkedet er som regel

rolig om sommeren siden mange av aktørene er på ferie. I år var intet unntak. I juli og til dels også i august var det få utstedelser av nye lån, og relativt lite omsetning i annenhåndsmarkedet. Som en konsekvens av dette har vi i SKAGEN Høyrente også forholdt oss rolige. Porteføljen består fremdeles av ca. en fjerdedel bankinnskudd. Resterende andel av fondet er fordelt mellom bank- og industripapirer med en gjenværende løpetid opp mot tre år.

I slike rolige perioder tjener vi på såkalt «roll down». Det vil enkelt forklart si at vi tjener penger kun på at tiden går, og eksisterende papirer i porteføljen dermed blir kortere og kortere. Når kredittpåslag og rentenivå er stabile, ligger papirene og ruller nedover rentekurven. Rentekurven er økende med løpetiden på papirene. Den såkalte «roll down» effekten kommer av at papiret får et stadig lavere kredittpåslag etter som tiden går og løpetiden blir kortere.

Et lavere kredittpåslag fører til en økt pris på papiret og dermed en høyere avkastning enn dersom kredittpåslag- og rentekurven hadde vært helt flat.

I tredje kvartal hadde fondet en avkastning på 0,60 %, noe som tilsvarer en annualisert avkastning på 2,3 %. Det er denne avkastningen man kan sammenligne med renten man kan få på bankkonto. Som kjent er SKAGEN Høyrente vårt alternativ til bankkonto. Effektiv rente i fondet var 2,25 % ved utgangen av september. Dette er en indikasjon på hva man kan forvente å få i avkastning det neste året gitt at det ikke skjer noen endringer i rentenivå, kredittpåslag eller løpetidseksponeringen i fondet. Forhåpentlig klarer vi å kjøpe rentepapirer til gode priser og på gunstige tidspunkt slik at SKAGEN Høyrente får en noe høyere avkastning enn det den effektive renten indikerer.

SKAGEN Høyrente Institusjon

AVKASTNING	3. kvartal	Hittil i år
SKAGEN Høyrente Institusjon	0,60 %	1,90 %
Statssertifikatindeks 0.25	0,37 %	1,20 %



Porteføljeforvaltere Ola Sjöstrand, Elisabeth Gausel og Tomas Nordbø Middelthon

Norges Bank avholdt i september sitt fjerde rentemøte for 2013. Styringsrenten ble holdt i ro på 1,5 %, hvor den har ligget siden mars i fjor. Men igjen klarte Norges Bank å overraske markedet. Årsaken til dette var inflasjonstillene som

ble publisert en drøy uke før rentemøtet. Underliggende inflasjon for august kom inn med en årlig rate på overraskende høye 2,5 %, og vips så var vi tilbake på inflasjonsmålet. Norges Bank har slitt med for lav inflasjon i flere år, og den siste tiden har ikke inflasjonen nådd målet selv ved utgangen av prognoseperioden deres.

Etter at inflasjonstillene ble kjent trodde markedet at Norges Bank ville komme med en ganske kraftig oppveiding av rentebanen sin og signalisere en relativt snarlig renteøkning. Dette skjedde imidlertid ikke. Den nye rentebanen fikk kun en liten oppjustering i den korte enden. Dette fjernet sannsynligheten for en rentesenkning i vinter, noe det var en viss mulighet for i den gamle rentebanen. Norges Bank signaliserer nå at de vil starte

forsiktig med å øke styringsrenten til sommeren neste år.

Vi har opprettholdt den samme fordelingen av investeringene i fondet som tidligere. Det vil si at vi har investert opp mot det maksimalt tillatte 25 % i bankpapirer med flytende rente med forfall på mellom ett og tre år. Gjenværende andel er plassert relativt likt mellom innskudd på bankkonto og korte bankpapirer med forfall under ett år. Bankinnskuddene er fordelt mellom flere ulike banker hvor vi har forhandlet oss frem til gode betingelser.

Avkastningen til fondet i tredje kvartal var 0,60 %, noe som tilsvarer en annualisert avkastning på 2,3 %. Fondet ligger som vanlig godt over indeks som er tre måneders statsobligasjonsindeks. Indeksens avkastning forrige kvartal var 0,37 %.

SKAGEN Balanse 60/40

Verdipapir	Antall	Kjøpsverdi NOK	Markeds-kurs	Valuta	Markeds-verdi NOK	Urealisert gevinst/tap	Prosent fordeling
AKSJEFOND							
SKAGEN Global	42 925	37 917	1 007,54		43 249	5 333	30,24 %
SKAGEN Kon-Tiki	38 377	20 544	578,94		22 218	1 674	15,53 %
SKAGEN Vekst	14 842	19 810	1 484,13		22 027	2 217	15,40 %
Sum Aksjefond		78 271			87 494	9 224	61,17 %
RENTEFOND							
SKAGEN Høyrente	202 737	20 532	101,28	394	20 928	395	14,63 %
SKAGEN Høyrente Institusjon	195 183	19 508	99,91	390	19 890	382	13,91 %
SKAGEN Avkastning	103 473	14 104	135,99	373	14 445	341	10,10 %
Sum Rentefond		54 144			55 263	1 119	38,64 %
Sum verdipapirportefølje		132 414		1 157	142 757	10 342	99,81 %
Disponibel likviditet					273		0,19 %
Sum andelskapital					143 030		100,00 %
Basiskurs per 30.09.2013		112,8353					



Porteføljeforvalter Harald Haukaas

Avkastning- og risikomåling

Avkastning*

per 30.09.2013	1 år	Siste år	Siste 2 år	Siste 3 år	Siste 5 år	Siste 7 år	Siste 10 år	Siden start
SKAGEN Vekst	15,5 %	19,0 %	16,0 %	4,9 %	7,4 %	2,8 %	12,6 %	14,6 %
OSEBX/MSCI AC (50/50)	18,3 %	18,0 %	20,3 %	10,2 %	10,3 %	4,9 %	13,8 %	9,4 %
SKAGEN Global	20,6 %	23,4 %	20,7 %	10,9 %	10,0 %	5,7 %	12,8 %	15,4 %
MSCI World AC	23,8 %	23,8 %	20,7 %	11,1 %	7,5 %	2,2 %	5,5 %	2,6 %
SKAGEN Kon-Tiki	11,4 %	12,5 %	13,0 %	2,9 %	10,8 %	8,4 %	18,5 %	16,5 %
MSCI Emerging Markets	3,6 %	6,4 %	10,3 %	0,5 %	7,7 %	4,7 %	11,0 %	8,5 %
SKAGEN m2	5,1 %							6,6 %
MSCI All Country World Index Real Estate IMI	11,6 %							14,5 %
SKAGEN Avkastning	2,04 %	3,56 %	4,90 %	3,78 %	4,21 %	3,76 %	4,10 %	5,67 %
Statsobligasjonsind. 3.00	0,16 %	0,42 %	1,47 %	2,75 %	4,28 %	4,15 %	4,07 %	5,64 %
SKAGEN Høyrente	2,00 %	2,79 %	3,26 %	3,16 %	3,42 %	3,87 %	3,41 %	4,48 %
Statsobligasjonsind. 0.50	1,18 %	1,65 %	1,67 %	1,99 %	2,48 %	3,10 %	2,88 %	4,12 %
SKAGEN Høyrente Institusjon	1,87 %	2,62 %	3,08 %	3,09 %	3,46 %	3,86 %	3,41 %	3,48 %
Statsobligasjonsind. 0.25	1,18 %	1,60 %	1,63 %	1,91 %	2,23 %	2,94 %	2,73 %	2,85 %
SKAGEN Tellus	8,97 %	10,00 %	8,21 %	4,09 %	6,56 %	5,36 %		5,36 %
J.P. Morgan GBI Broad Index Unhedged in EUR	4,69 %	-0,14 %	-0,05 %	1,39 %	4,16 %	3,68 %		3,68 %
SKAGEN Balanse 60/40	10,82 %	12,54 %						7,91 %
SKAGEN Balanse 60/40 kombinert indeks	10,37 %	10,96 %						8,08 %

Risiko og prestasjonsmåling

per 30.09.2013	SKAGEN Vekst	SKAGEN Global	SKAGEN Kon-Tiki	SKAGEN Avkastning	SKAGEN Tellus (NOK)	SKAGEN Høyrente	SKAGEN Høyrente Institusjon
TRADISJONELLE RISIKO- OG PRESTASJONSMÅL SISTE 5 ÅR							
Standardavvik, fond	17,1%	16,1%	19,9%	3,8%	9,8%	0,4%	0,5%
Standardavvik, referanseindeks	19,5%	12,2%	18,1%	2,6%	12,0%	0,6%	0,4%
Sharpe-ratio, fond	0,30	0,46	0,41	0,53	0,43	2,45	2,38
Sharpe-ratio, referanseindeks	0,39	0,42	0,29	0,81	0,38	0,38	-
Tracking Error/Relativ volatilitet	8,5%	6,9%	5,2%	4,8%	9,4%	0,5%	0,3%
Informationsratio	-0,31	0,32	0,56	-0,01	0,24	1,91	4,66
Korrelasjon	0,90	0,92	0,97	-0,12	0,65	0,66	0,83
alfa	-0,6%	0,7%	2,4%				
beta	0,79	1,21	1,07				
R2	81 %	84 %	94 %				

GEVINST OG TAPSANALYSE SISTE 5 ÅR

Relativ gevinst	89 %	127 %	112 %	93 %	83 %	292 %	-
Relativt tap	98 %	121 %	100 %	93 %	65 %	24 %	-
Relativ gevinst/tap-ratio	0,91	1,05	1,11	1,00	1,29	12,16	-
Positive indekssavvik	9,7	9,6	8,4	5,0	11,5	1,1	1,15
Negative indekssavvik	12,4	7,4	5,4	5,1	9,2	0,2	0,09
Indeksavvik-ratio	0,78	1,29	1,54	0,98	1,25	4,54	12,48
Mengde positive avvik	44 %	56 %	61 %	49 %	56 %	82 %	93 %
Mengde positive avvik, oppgang	34 %	68 %	62 %	20 %	19 %	57 %	-
Mengde positive avvik, nedgang	59 %	35 %	59 %	93 %	90 %	100 %	-
Konsistens	38 %	55 %	53 %	60 %	60 %	83 %	92 %
Konsistens, oppgang	35 %	63 %	53 %	32 %	32 %	71 %	-
Konsistens, nedgang	43 %	41 %	54 %	90 %	84 %	100 %	-

VALUE AT RISK 5 ÅR

Value at risk: ex-post, historical, NAV	-13,1%	-12,6%	-16,0%	-3,6%	-6,4%	0,1%	0,2%
Value at risk: ex-post, historical, referanseindeks	-16,9%	-9,2%	-13,8%	-1,0%	-5,4%	0,0%	0,1%
Relativ Value at Risk, ex-post, historical	-4,7%	-5,8%	-3,9%	-5,2%	-9,1%	-0,4%	0,0%

GEVINST OG TAPSANALYSE SIDEN OPPSTART

Relativ gevinst	97 %	156 %	120 %	101 %	68 %	121 %	-
Relativt tap	79 %	102 %	97 %	98 %	70 %	41 %	-
Relativ gevinst/tap-ratio	1,23	1,53	1,24	1,04	0,97	2,95	-
Positive indekssavvik	14,52	19,58	12,60	4,40	11,61	1,11	-
Negative indekssavvik	9,93	8,30	5,64	4,29	13,02	0,35	-
Indeksavvik-ratio	1,46	2,36	2,24	1,03	0,89	3,17	-

* Alle avkastningstall utover 12 måneder er annualisert.

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

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

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 velkommbrev 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. Relativt 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. Informationsratio brukes også som et mål på risikojustert meravkastning der risiko tolkes som faren for ujevn meravkastning. Informationsratio 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 informationsratio som tolker risikoen som ujevn meravkastning (og ikke nødvendigvis negativ meravkastning).



SKAGEN VEKST

En håndplukket bukett *

Minimum 50 prosent av midlene i aksjefondet SKAGEN Vekst skal til enhver tid være investert i Norge, resten skal være plassert i det globale aksjemarkedet. SKAGEN Vekst passer for investorer som ønsker et aksjefond med god balanse mellom norske og globale selskaper. Fondet har et bredt mandat som gir stor frihet til å investere i en rekke selskaper, bransjer og regioner.



Dine Penger (DP terning)



Morningstar kvantitativ: ★★★★★

Fondets startdato 1. desember 1993

Avkastning siden oppstart 1384,0 %

Gjennomsnittlig avkastning per år 14,57 %

Forvaltningskapital 7 520 mill NOK

Antall andelseiere 76 356

Tegningsprovisjon 0%

Innløsningsprovisjon 0%

Forvaltningshonorar 1,0% per år + 10% av avkastningen utover 6% pr. år

Minste tegningsbeløp Engangstegning 1 000 NOK, spareavtale 250 NOK

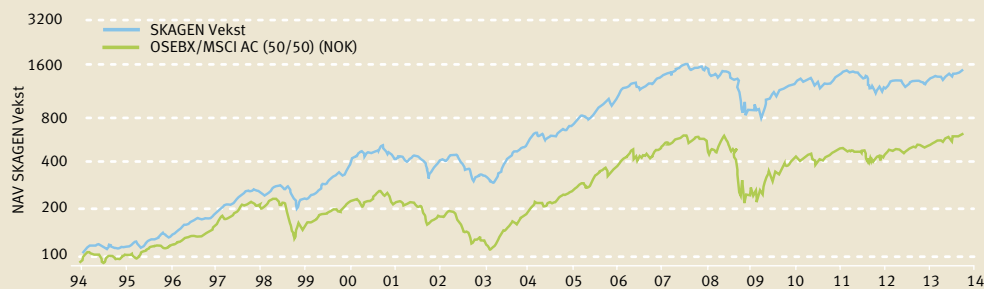
Godkjent for markedsføring i Norge, Sverige, Danmark, Finland, Nederland, Luxemburg, Island, Storbritannia og Sveits

Referanseindeks OSEBX/MSCI AC (50/50) (NOK)

UCITS-fond Ja

Porteføljeforvalter Geir Tjetland og Ole Sæberg

HISTORISK KURSUTVIKLING SKAGEN VEKST



Verdipapir	Antall	Kjøpsverdi NOK*	Markedsverdi NOK*	Urealisert Gevinst/tap*	Prosent fordeling	Børs
ENERGI						
Solstad Offshore ASA	1 938 650	95 344	217 129	121 785	2,89 %	Oslo Børs
Baker Hughes Inc	600 000	145 532	177 671	32 138	2,36 %	New York
Ganger Rolf ASA	1 273 817	130 405	174 513	44 108	2,32 %	Oslo Børs
Bonheur ASA	1 192 594	88 117	172 926	84 809	2,30 %	Oslo Børs
DOF ASA	5 762 213	110 022	163 647	53 625	2,18 %	Oslo Børs
Statoil ASA	983 335	142 831	134 225	-8 606	1,78 %	Oslo Børs
Renewable Energy Corp ASA	29 162 486	42 190	76 172	33 983	1,01 %	Oslo Børs
Siem Offshore Inc	8 036 317	68 365	72 648	4 283	0,97 %	Oslo Børs
Sevan Drilling ASA	13 252 171	83 460	71 297	-12 164	0,95 %	Oslo Børs
DNO International ASA	4 590 405	44 126	61 328	17 201	0,82 %	Oslo Børs
Eidesvik Offshore ASA	1 587 641	60 595	56 044	-4 551	0,75 %	Oslo Børs
Electromagnetic Geoservices AS	5 029 207	68 319	37 920	-30 399	0,50 %	Oslo Børs
Fred Olsen Production ASA	3 000 000	18 735	27 000	8 265	0,36 %	Oslo Børs
Northern Offshore Ltd	2 750 000	26 552	24 475	-2 077	0,33 %	Oslo Børs
Småposter		26 108	11 944	-14 164	0,16 %	
Sum Energi		1 150 701	1 478 939	328 238	19,67 %	
RÅVARER						
Akzo Nobel NV	709 895	212 617	280 421	67 805	3,73 %	Amsterdam
Norsk Hydro ASA	7 252 679	186 186	180 809	-5 376	2,40 %	Oslo Børs
OCI Co Ltd	39 000	33 003	37 690	4 687	0,50 %	Seoul
Hexagon Composites ASA	2 833 473	4 284	36 835	32 551	0,49 %	Oslo Børs
Småposter		58 070	19 138	-38 932	0,25 %	
Sum Råvarer		494 159	554 894	60 735	7,38 %	
KAPITALVARER, SERVICE OG TRANSPORT						
Kongsberg Gruppen ASA	2 940 497	122 134	345 508	223 374	4,59 %	Oslo Børs
Norwegian Air Shuttle ASA	1 448 775	86 455	314 819	228 364	4,19 %	Oslo Børs
Wilh. Wilhelmsen Holding ASA	1 112 275	79 434	209 108	129 674	2,78 %	Oslo Børs
Stolt-Nielsen Ltd	781 341	96 892	122 671	25 779	1,63 %	Oslo Børs
ABB Ltd	465 125	58 840	66 026	7 185	0,88 %	Stockholm
LG Corp	173 000	35 845	64 162	28 317	0,85 %	Seoul
Odfjell SE-A	1 318 521	59 027	52 873	-6 155	0,70 %	Oslo Børs
AirAsia Bhd	11 088 100	67 616	52 374	-15 242	0,70 %	Kuala Lumpur
LG Corp Pref	224 482	25 796	45 338	19 541	0,60 %	Seoul
Goodtech ASA	2 116 842	48 135	39 585	-8 550	0,53 %	Oslo Børs
TTS Group ASA	3 222 553	32 175	25 974	-6 201	0,35 %	Oslo Børs
Norwegian Car Carriers ASA	11 920 305	36 477	22 172	-14 305	0,29 %	Oslo Børs
Småposter		57 906	32 834	-25 072	0,44 %	
Sum Kapitalvarer, service og transport		806 733	1 393 443	586 710	18,53 %	
INNETKTSAVHENGIGE FORBRUKSVARER						
Royal Caribbean Cruises Ltd	1 993 021	305 591	458 581	152 990	6,10 %	New York
Continental AG	323 500	162 433	330 405	167 973	4,39 %	Frankfurt
Kia Motors Corporation	520 000	149 063	190 235	41 173	2,53 %	Seoul
Mahindra & Mahindra Ltd GDR	672 000	16 601	52 983	36 382	0,70 %	London Int.
Hurtigruten ASA	22 671 503	81 526	52 598	-28 928	0,70 %	Oslo Børs
Kesko Oyj B	137 841	33 598	24 766	-8 832	0,33 %	Helsinki
Småposter		34 877	20 894	-13 983	0,28 %	
Sum Inntektsavhengige forbruksvarer		783 689	1 130 462	346 774	15,03 %	

Verdipapirportefølje SKAGEN Vekst per 30.09.2013

Verdipapir	Antall	Kjøpsverdi NOK*	Markedsverdi NOK*	Urealisert Gevinst/tap*	Prosent forordeling	Børs
DEFENSIVE KONSUMVARER						
Morpol ASA	7 337 930	153 525	84 019	-69 506	1,12 %	Oslo Børs
Royal Unibrew A/S	100 000	30 967	71 308	40 340	0,95 %	København
Austevoll Seafood ASA	1 718 200	54 152	57 560	3 408	0,77 %	Oslo Børs
Yazicilar Holding AS	689 169	23 544	40 217	16 672	0,53 %	Istanbul
Småposter		43 242	22 087	-21 154	0,29 %	
Sum Defensiv konsumvarer		305 430	275 191	-30 240	3,66 %	
MEDISIN						
Teva Pharmaceutical-Sp ADR	1 361 530	361 874	307 624	-54 250	4,09 %	NASDAQ
Photocure ASA	920 401	37 075	35 435	-1 640	0,47 %	Oslo Børs
Medi-Stim ASA	1 513 625	18 913	33 300	14 387	0,44 %	Oslo Børs
Karolinska Development AB	867 895	30 250	24 494	-5 757	0,33 %	Stockholm
Småposter		37 503	19 874	-17 629	0,26 %	
Sum Medisin		485 615	420 727	-64 889	5,59 %	
BANK OG FINANS						
Danske Bank A/S	2 000 000	205 326	259 896	54 570	3,46 %	København
Olav Thon Eiendomsselskap ASA	180 025	33 834	174 624	140 790	2,32 %	Oslo Børs
RSA Insurance Group Plc	12 006 284	117 710	141 346	23 636	1,88 %	London
Tribona AB	2 728 689	94 156	103 616	9 460	1,38 %	Stockholm
Korean Reinsurance Co	1 438 000	49 966	103 120	53 154	1,37 %	Seoul
Norwegian Finans Holding ASA	6 571 200	12 884	77 212	64 327	1,03 %	Unotert
Sparebanken Øst	1 413 500	25 053	54 702	29 650	0,73 %	Oslo Børs
Hitecvision AS	762 746	5 183	50 532	45 348	0,67 %	Unotert
Småposter		14 389	12 528	-1 861	0,17 %	
Sum Bank og finans		558 501	977 576	419 075	13,00 %	
INFORMASJONSTEKNOLOGI						
Samsung Electronics Co Ltd Pref GDR	199 321	257 657	489 695	232 038	6,51 %	London Int.
SAP AG	490 000	196 372	218 183	21 811	2,90 %	Frankfurt
Q-Free ASA	3 182 604	44 688	54 104	9 417	0,72 %	Oslo Børs
Proact IT Group AB	458 101	15 214	34 791	19 577	0,46 %	Stockholm
PSJ Group ASA	3 796 612	43 431	21 489	-21 942	0,29 %	Oslo Børs
Småposter		27 165	20 013	-7 152	0,27 %	
Sum Informasjonsteknologi		584 527	838 275	253 748	11,15 %	
TELEKOM						
Orange	1 968 904	193 545	148 591	-44 955	1,98 %	Paris
Sistema Jsf GDR	668 658	29 215	103 830	74 615	1,38 %	London Int.
Mobile Telesystems ADR	150 000	9 547	20 223	10 676	0,27 %	New York
Småposter		15 438	9 197	-6 242	0,12 %	
Sum Telekom		247 745	281 840	34 095	3,75 %	
NYTTETJENESTER						
Fortum Oyj	663 000	73 716	90 233	16 517	1,20 %	Helsinki
Sum Nyttetjenester		73 716	90 233	16 517	1,20 %	
Sum verdipapirportefølje		5 490 816	7 441 580	1 950 763	98,95 %	
Disponibel likviditet			78 900		1,05 %	
Sum andelskapital			7 520 480		100,00 %	
Basiskurs per 30.09.2013		1484,1309				

* tall i 1000 NOK

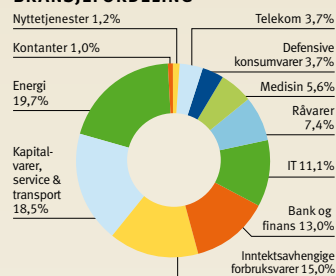
Sum markedsverdi per 30.09.2013 er benyttet siste noterte kurs fra børs. For beregning av gevinst ved salg benyttes en gjennomsnittlig kostpris metode.



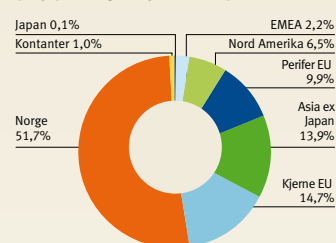
SKAGEN VEKST

En håndplukket buket *

BRANSJEFORDELING



GEOGRAFISK FORDELING



DE 10 STØRSTE POSTENE I SKAGEN VEKST (%)

Samsung Electronics Co Ltd	6,51
Royal Caribbean Cruises Ltd	6,10
Kongsberg Gruppen AS	4,59
Continental AG	4,39
Norwegian Air Shuttle AS	4,19
Teva Pharmaceutical Industries	4,09
Akzo Nobel NV	3,73
Danske Bank A/S	3,46
SAP AG	2,90
Solstad Offshore ASA	2,89
SUM 10 STØRSTE UTSTEDERE (%)	42,85

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

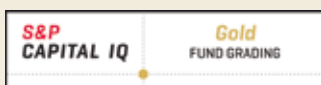


SKAGEN GLOBAL

En verden av muligheter*

Aksjefondet SKAGEN Global investerer i aksjer over hele verden. Fondet søker å ha en balansert eksponering mot bransjer. SKAGEN Global passer for investorer som ønsker et aksjefond som investerer over hele verden og dermed gir god spredning både geografisk og på bransjer. Fondet passer også bra for dem som allerede er investert i det norske aksjemarkedet men ønsker å styrke porteføljen og redusere risikoen

Risiko



Dine Penger (DP terning)



Morningstar kvantitativ



Wassum



Lipper Europe 2013 beste fond over ti år Equity Global



Citywire (5 års periode) nr. 115 av 644

Fondets startdato 7 august 1997

Avkastning siden oppstart 908 %

Gjennomsnittlig avkastning per år 15,38 %

Forvaltningskapital 43 158 mill NOK

Antall andelseiere 87 795

Tegningsprovisjon 0%

Innløsningsprovisjon 0%

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

Minste tegningsbeløp Engangstegning 1 000 NOK, spareavtale 250 NOK

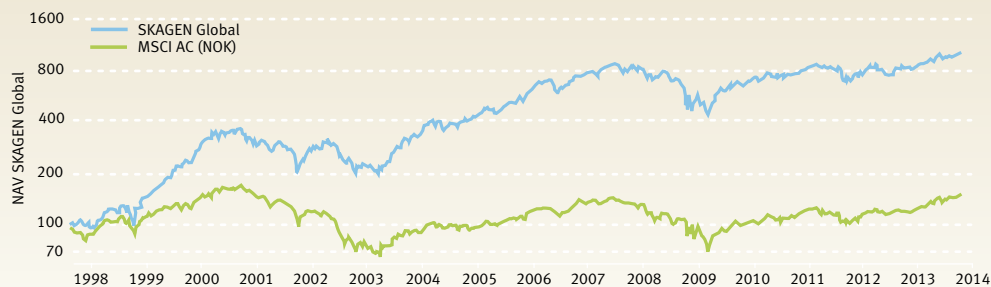
Godkjent for markedsføring i Norge, Sverige, Danmark, Finland, Nederland, Luxemburg, Island, Storbritannia og Sveits

Referanseindeks MSCI AC (NOK)

UCITS-fond Ja

Porteføljeforvalter Kristian Falnes

HISTORISK KURSUTVIKLING SKAGEN GLOBAL



Verdipapir	Antall	Kjøpsverdi NOK*	Markedsverdi NOK*	Urealisert Gjavnings/tap*	Prosent fordeling	Børs
ENERGI						
Gazprom Oao ADR	20 237 618	1 341 338	1 072 764	-268 573	2,49 %	London Int.
Enesco Plc Class A	2 231 925	685 999	725 711	39 712	1,68 %	New York
Baker Hughes Inc	2 400 304	625 705	711 570	85 865	1,65 %	New York
Weatherford Intl Ltd	7 207 775	591 355	663 532	72 177	1,54 %	New York
OMV AG	2 142 000	464 308	637 250	172 941	1,48 %	Wien
Surgutneftegas OAO Pref	96 926 900	368 471	421 130	52 659	0,98 %	Moscow
Technip SA	531 895	323 508	375 219	51 710	0,87 %	Paris
Afren Plc	25 446 231	267 829	340 829	72 999	0,79 %	London
Kazmunaigas Exploration GDR	3 401 603	419 106	303 934	-115 172	0,70 %	London Int.
Petroleo Brasileiro Pref ADR	2 240 773	363 959	230 010	-133 949	0,53 %	New York
BP Plc	4 317 010	215 354	182 004	-33 350	0,42 %	London
BP Plc ADR	618 040	180 221	156 202	-24 019	0,36 %	New York
Pacific Drilling SA	2 159 403	123 780	144 090	20 310	0,33 %	New York
Noble Corp	600 724	128 153	136 328	8 175	0,32 %	New York
Renewable Energy Corp ASA	50 877 884	68 505	132 893	64 388	0,31 %	Oslo Børs
Småposter		296 228	234 724	-61 503	0,54 %	
Sum Energi		6 463 819	6 468 189	4 371	14,99 %	
RÅVARER						
Akzo Nobel NV	2 014 190	614 986	795 168	180 182	1,84 %	Amsterdam
Heidelbergcement AG	1 255 040	399 375	582 194	182 819	1,35 %	Frankfurt
Ternium SA ADR	3 784 563	565 620	544 913	-20 706	1,26 %	New York
Mayr-Melnhof Karton AG	481 146	222 871	312 068	89 197	0,72 %	Wien
OCI Co Ltd	314 519	292 566	303 606	11 039	0,70 %	Seoul
Norsk Hydro ASA	9 615 878	282 733	239 724	-43 009	0,56 %	Oslo Børs
Lundin Mining Corp SDR	8 239 006	209 880	218 058	8 178	0,51 %	Stockholm
Vale Sa Spons pref ADR	2 407 885	180 968	206 307	25 339	0,48 %	New York
Lundin Mining Corp	7 171 814	186 622	190 517	3 894	0,44 %	Toronto
Vale Sa Spons ADR	1 717 891	145 339	162 797	17 457	0,38 %	New York
UPM-Kymmene Oyj	1 796 493	119 102	149 526	30 424	0,35 %	Helsinki
Sum Råvarer		3 220 062	3 704 877	484 815	8,58 %	
KAPITALVARER, SERVICE OG TRANSPORT						
Tyco International Ltd	6 124 910	659 925	1 273 259	613 334	2,95 %	New York
LG Corp	2 320 500	640 095	859 634	219 539	1,99 %	Seoul
ADT Corp	2 828 719	392 363	693 394	301 030	1,61 %	New York
Bunge Ltd	1 436 273	491 654	653 755	162 101	1,51 %	New York
Siemens AG	592 169	337 209	429 747	92 538	1,00 %	Frankfurt
Stolt-Nielsen Ltd	2 429 079	396 454	381 365	-15 089	0,88 %	Oslo Børs
Mosaic Co/The	1 140 401	350 850	296 353	-54 496	0,69 %	New York
Koninklijke Philips NV	1 229 000	201 377	237 815	36 437	0,55 %	Amsterdam
Prosegur Cia de Seguridad Sa	6 560 714	212 927	229 218	16 291	0,53 %	Madrid
Metso Oyj	882 429	182 290	207 907	25 617	0,48 %	Helsinki
Autoliv Inc	345 467	118 276	181 464	63 188	0,42 %	New York
BayWa AG	508 435	151 841	151 095	-746	0,35 %	Frankfurt
Autoliv Inc SDR	247 842	86 022	130 308	44 286	0,30 %	Stockholm
Finnair Oyj	4 573 310	237 184	116 205	-120 978	0,27 %	Helsinki
Småposter		61 843	110 573	48 730	0,26 %	
Sum Kapitalvarer, service og transport		4 520 309	5 952 091	1 431 781	13,79 %	
INNETKTSAVHENGIGE FORBRUKSVARER						
Renault SA	1 837 079	475 101	880 770	405 669	2,04 %	Paris
General Motors Co	3 493 080	496 224	762 088	265 864	1,77 %	New York
Comcast Corp	1 986 778	209 662	518 212	308 550	1,20 %	NASDAQ
Toyota Industries Corp	1 600 102	267 360	415 155	147 796	0,96 %	Tokyo
Dixons Retail Plc	79 986 991	112 303	362 546	250 242	0,84 %	London
Hyundai Motor Co Pref (2pb)	565 937	159 608	357 866	198 257	0,83 %	Seoul
Tesco Plc	7 199 966	257 772	252 489	-5 283	0,59 %	London
CTC Media Inc	3 720 817	184 890	236 413	51 523	0,55 %	NASDAQ
Yamaha Motor Co Ltd	2 055 311	166 388	180 780	14 392	0,42 %	Tokyo
LG Electronics Inc Pref	1 090 448	278 239	153 773	-124 466	0,36 %	Seoul
Tata Motors Ltd-A- DVR	7 709 256	101 056	121 251	20 195	0,28 %	Bombay
Royal Caribbean Cruises Ltd	492 053	69 855	113 243	43 388	0,26 %	New York
Småposter		86 143	162 335	76 192	0,38 %	
Sum Inntektsavhengige forbruksvarer		2 864 602	4 516 921	1 652 319	10,47 %	

Verdipapirportefølje SKAGEN Global per 30.09.2013

Verdipapir	Antall	Kjøpsverdi NOK*	Markedsverdi NOK*	Urealisert Gevinst/tap*	Prosent fordeling	Børs
DEFENSIVE KONSUMVARER						
Yazilcar Holding AS	3 988 265	96 596	233 027	136 432	0,54 %	Istanbul
Unilever NV-Cva	960 535	170 675	224 901	54 226	0,52 %	Amsterdam
Vinda International Holdings Ltd	24 935 612	191 988	211 994	20 006	0,49 %	Hong Kong
Royal Unibrew A/S	250 439	63 514	179 129	115 615	0,42 %	København
United Intl Enterprises	149 768	26 906	167 635	140 729	0,39 %	København
Chiquita Brands International Inc	1 655 233	120 413	126 174	5 761	0,29 %	New York
Småposter		25 383	35 559	10 176	0,08 %	
Sum Defensiv konsumvarer		695 475	1 178 420	482 946	2,73 %	
MEDISIN						
Roche Holding AG-Genusschein	479 783	424 948	778 970	354 022	1,80 %	Zürich
Teva Pharmaceutical-Sp ADR	3 067 930	665 434	698 314	32 880	1,62 %	NASDAQ
Rhoen-Klinikum AG	2 083 941	235 100	321 614	86 515	0,75 %	Frankfurt
Sum Medisin		1 325 481	1 798 898	473 417	4,17 %	
BANK OG FINANS						
Citigroup Inc	8 451 582	1 907 220	2 472 927	565 706	5,73 %	New York
Nordea Bank AB	14 913 000	1 047 648	1 080 381	32 733	2,50 %	Stockholm
American International Group Inc	3 206 147	637 660	939 467	301 807	2,18 %	New York
Hannover Rueckversicherung AG	1 101 269	243 587	485 929	242 342	1,13 %	Frankfurt
Goldman Sachs Group Inc	506 133	368 177	481 709	113 532	1,12 %	New York
Cheung Kong Holdings Ltd	5 202 014	403 378	476 557	73 180	1,10 %	Hong Kong
Banco Do Estado Rio Grande Do Sul SA Pref	8 824 752	198 003	370 782	172 779	0,86 %	Sao Paulo
RSA Insurance Group Plc	30 919 823	303 522	364 446	60 923	0,84 %	London
State Bank of India	1 840 430	378 651	285 555	-93 096	0,66 %	Nat. India
Sberbank of Russia Pref	17 288 109	212 130	239 817	27 687	0,56 %	Moscow
Haci Omer Sabanci Holding AS	7 334 689	160 084	212 859	52 775	0,49 %	Istanbul
Gjensidige Forsikring ASA	2 230 864	131 918	202 562	70 644	0,47 %	Oslo Børs
Japan Securities Finance Co	4 192 475	239 849	189 265	-50 584	0,44 %	Tokyo
Sparebank 1 SR-Bank ASA	3 943 743	117 820	188 117	70 296	0,44 %	Oslo Børs
TAG Immobilien AG	2 469 243	142 387	183 943	41 556	0,43 %	Frankfurt
Talanx AG	805 319	111 844	162 718	50 874	0,38 %	Frankfurt
Albaraka Turk Katilim Bankasi AS	32 479 299	216 498	161 281	-55 217	0,37 %	Istanbul
Industrial Bank of Korea	2 076 655	150 393	138 288	-12 105	0,32 %	Seoul
EFG-Hermes Holding SAE	21 408 078	263 143	138 034	-125 108	0,32 %	Cairo
GSW Immobilien AG	475 975	81 757	125 129	43 372	0,29 %	Frankfurt
Asya Katilim Bankasi AS	21 173 298	195 137	120 249	-74 888	0,28 %	Istanbul
Småposter		381 494	335 278	-46 217	0,78 %	
Sum Bank og finans		7 892 301	9 355 292	1 462 991	21,68 %	
INFORMASJONSTEKNOLOGI						
Samsung Electronics Co Ltd Pref	549 080	1 329 924	2 691 619	1 361 695	6,24 %	Seoul
Oracle Corp	4 043 175	654 884	812 527	157 643	1,88 %	NASDAQ
Microsoft Corp	3 889 742	609 021	769 991	160 970	1,78 %	NASDAQ
Kyocera Corp	2 042 936	537 326	652 852	115 527	1,51 %	Tokyo
Google Inc	64 975	227 243	343 281	116 038	0,80 %	NASDAQ
Samsung Electronics Co Ltd Pref GDR	118 762	120 020	291 617	171 597	0,68 %	London Int.
Småposter		7 860	11 192	3 332	0,03 %	
Sum Informasjonsteknologi		3 486 278	5 573 080	2 086 802	12,91 %	
TELEKOM						
Vimpelcom Ltd-Spon ADR	11 879 608	905 986	816 276	-89 710	1,89 %	New York
China Unicom Hong Kong Ltd	76 347 230	674 176	716 593	42 416	1,66 %	Hong Kong
Kinnevik Investment AB-B	1 858 877	97 171	387 800	290 629	0,90 %	Stockholm
Sistema Jsc GDR	2 016 520	207 557	315 339	107 782	0,73 %	London Int.
First Pacific Co Ltd	45 234 923	285 825	300 710	14 886	0,70 %	Hong Kong
China Unicom Hong Kong Ltd ADR	2 466 883	227 566	228 432	865	0,53 %	New York
Vivendi SA	1 482 513	166 710	205 252	38 542	0,48 %	Paris
Global Telecom Holding	38 328 039	100 420	146 473	46 052	0,34 %	Cairo
Indosat Tbk PT	63 948 725	223 861	139 859	-84 002	0,32 %	Indonesia
Småposter		54 398	73 079	18 681	0,17 %	
Sum Telekom		2 943 671	3 329 813	386 142	7,72 %	
NYTTETJENESTER						
Centrais Eletricas Brasileiras SA Pref	7 621 435	471 271	209 020	-262 251	0,48 %	Sao Paulo
Småposter		293 668	59 372	-234 296	0,14 %	
Sum Nyttetjenester		764 940	268 392	-496 548	0,62 %	
Sum verdipapirportefølje		34 176 937	42 145 973	7 969 036	97,65 %	
Disponibel likviditet			1 012 371		2,35 %	
Sum andelskapital			43 158 344		100,00 %	
Basiskurs per 30.09.2013		1007,5438				

* tall i 1000 NOK

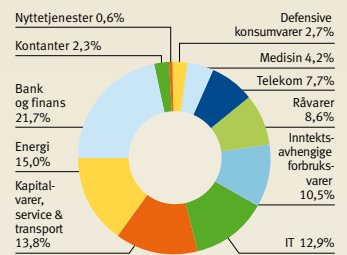
Sum markedsverdi per 30.09.2013 er benyttet siste noterte kurs fra børs. For beregning av gevinst ved salg benyttes en gjennomsnittlig kostpris metode.



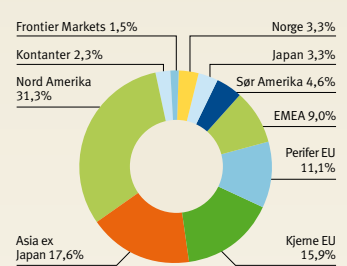
SKAGEN GLOBAL

En verden av muligheter*

BRANSJEFORDELING



GEOGRAFISK FORDELING



DE 10 STØRSTE POSTENE I SKAGEN GLOBAL (%)

Samsung Electronics Co Ltd	6,91
Citigroup Inc	5,73
Tyco International Ltd	2,95
Nordea Bank AB	2,50
Gazprom OAO	2,49
China Unicom Hong Kong Ltd	2,19
American International Group I	2,18
Renault SA	2,04
LG Corp	2,00
VimpelCom Ltd	1,89
SUM 10 STØRSTE UTSTEDERE (%)	30,88

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



SKAGEN KON-TIKI

Viser vei i nytt farvann*

Aksjefondet SKAGEN Kon-Tiki skal investere minst 50 prosent av midlene i såkalte vekstmarkeder. Dette er markeder som ikke er inkludert i Morgan Stanleys verdensindeks. Likevel kan inntil 50 prosent av fondets midler være investert i markeder som inngår i Morgan Stanleys verdensindeks som følge av vårt krav om en fornuftig bransjebalanse. SKAGEN Kon-Tiki passer for en investor som ønsker å ta del i verdiskapingen som skjer i verdens vekstmarkeder. Fondet gir mulighet til ekstraordinær avkastning, men til noe høyere risiko enn et globalt/norsk aksjefond.



Dine Penger (DP terning)	
Morningstar kvantitativ:	★★★★★
Wassum	
Lipper Europe 2013, beste fond over ti år Equity Emerging Markets	
Citywire (5 års periode)	nr. 14 av 147
Fondets startdato	5. april 2002
Avkastning siden oppstart	479 %
Gjennomsnittlig avkastning per år	16,52 %
Forvaltningskapital	46 301 mill NOK
Antall andelseiere	75 033
Tegningsprovisjon	0%
Innløsningsprovisjon	0%
Forvaltningshonorar	2 % per år pluss/minus variabelt forvaltningshonorar
Minste tegningsbeløp	Engangstegning 1 000 NOK, spareavtale 250 NOK
Godkjent for markedsføring i	Norge, Sverige, Danmark, Finland, Nederland, Luxemburg, Island, Storbritannia og Sveits
Referanseindeks	MSCI vekstmarkedsindeks (NOK)
UCITS-fond	Ja
Porteføljeforvalter	J. Kristoffer Stensrud

HISTORISK KURSUTVIKLING SKAGEN KON-TIKI



Verdipapir	Antall	Kjøpsverdi NOK*	Markedsverdi NOK*	Urealisert Gevinst/tap*	Prosent fordeling	Børs
ENERGI						
Gazprom Oao ADR	18 487 299	1 239 038	979 983	-259 055	2,12 %	London Int.
Tullow Oil Plc	8 111 624	765 458	808 339	42 882	1,75 %	London
Afren Plc	28 782 928	356 400	385 521	29 121	0,83 %	London
Pacific Drilling SA	4 583 777	274 976	305 861	30 885	0,66 %	New York
GCL-Poly Energy Holdings Ltd	123 090 000	189 581	213 877	24 297	0,46 %	Hong Kong
Renewable Energy Corp ASA	80 201 594	124 339	209 487	85 148	0,45 %	Oslo Børs
Archer Ltd	25 327 048	405 547	143 098	-262 449	0,31 %	Oslo Børs
Deep Sea Supply Plc	12 229 431	125 766	140 638	14 873	0,30 %	Oslo Børs
Småposter	94 336	94 336	131 042	36 705	0,28 %	
Sum Energi		3 575 440	3 317 846	-257 594	7,17 %	

RÅVARER						
Vale Sa Spons pref ADR	12 022 805	1 247 591	1 030 113	-217 478	2,22 %	New York
Exxaro Resources Ltd	4 669 011	596 420	459 065	-137 355	0,99 %	Johannesburg
OCI Co Ltd	250 000	201 966	241 325	39 360	0,52 %	Seoul
LG Chem Ltd Pref	211 049	128 889	165 343	36 454	0,36 %	Seoul
Asia Cement China Holdings	48 874 500	179 659	138 758	-40 901	0,30 %	Hong Kong
Drdgold Ltd ADR	3 724 701	206 450	128 191	-78 259	0,28 %	NASDAQ
Småposter		210 807	105 583	-105 224	0,23 %	
Sum Råvarer		2 771 781	2 268 377	-503 404	4,90 %	

KAPITALVARER, SERVICE OG TRANSPORT						
ABB Ltd	10 321 737	1 026 620	1 463 605	436 986	3,16 %	Stockholm
AP Moeller - Maersk A/S	21 558	868 049	1 190 015	321 966	2,57 %	København
CNH Industrial NV	7 310 545	449 860	566 545	116 685	1,22 %	New York
Frontline 2012 Ltd	12 005 000	315 941	494 606	178 665	1,07 %	Unotert
Bidvest Group Ltd	2 878 881	335 297	433 102	97 805	0,94 %	Johannesburg
OCI NV	1 825 927	455 606	373 025	-82 581	0,81 %	Amsterdam
Enka Insaat Ve Sanayi AS	19 223 614	226 359	342 962	116 603	0,74 %	Istanbul
AirAsia Bhd	68 737 300	244 695	324 660	79 965	0,70 %	Kuala Lumpur
Aveng Ltd	21 017 094	617 358	306 511	-310 847	0,66 %	Johannesburg
Empresas ICA S.A.B	22 401 721	327 104	288 414	-38 690	0,62 %	Mexico
Harbin Electric Company Ltd	68 000 000	614 366	252 134	-362 233	0,54 %	Hong Kong
Norwegian Air Shuttle ASA	1 095 007	80 598	237 945	157 347	0,51 %	Oslo Børs
Yingli Green Energy Holding Co Ltd ADR	5 250 331	99 179	218 922	119 743	0,47 %	New York
Golden Ocean Group Ltd	21 821 808	93 558	193 123	99 565	0,42 %	Oslo Børs
LG Corp Pref	808 430	118 266	163 088	44 822	0,35 %	Seoul
Småposter		203 111	184 354	-18 757	0,40 %	
Sum Kapitalvarer, service og transport		6 075 967	7 033 010	957 043	15,19 %	

INNETKTSAVHENGIGE FORBRUKSVARER						
Great Wall Motor Co Ltd	72 319 000	131 183	2 358 915	2 227 731	5,09 %	Hong Kong
Hyundai Motor Co Pref (2pb)	3 455 002	551 629	2 184 744	1 633 115	4,72 %	Seoul
Hyundai Motor Co Pref (1p)	3 201 665	514 277	1 934 967	1 420 690	4,18 %	Seoul
Naspers Ltd	1 791 520	524 355	994 166	469 811	2,15 %	Johannesburg
Royal Caribbean Cruises Ltd	3 496 839	628 974	804 778	175 804	1,74 %	New York
Mahindra & Mahindra Ltd GDR	8 254 190	192 307	653 084	460 777	1,41 %	London Int.
LG Electronics Inc Pref	3 050 000	823 954	430 105	-393 850	0,93 %	Seoul
DRB-Hicom Bhd	81 180 500	331 549	398 410	66 861	0,86 %	Kuala Lumpur
Mahindra & Mahindra Ltd	3 734 550	301 683	296 896	-4 787	0,64 %	National India
Hengdeli Holdings Ltd	162 572 800	256 632	234 560	-22 072	0,51 %	Hong Kong
Apollo Tyres Ltd	26 984 155	209 702	172 796	-36 906	0,37 %	National India
Småposter		73 860	80 614	6 754	0,17 %	
Sum Inntektsavhengige forbruksvarer		4 540 104	10 544 034	6 003 930	22,77 %	

Verdipapirportefølje SKAGEN Kon-Tiki per 30.09.2013

Verdipapir	Antall	Kjøpsverdi NOK*	Markedsverdi NOK*	Urealisert Gevinst/tap*	Prosent fordeling	Børs
DEFENSIVE KONSUMVARER						
Cosan Ltd	10 319 782	577 467	941 323	363 856	2,03 %	New York
Heineken NV	2 216 744	682 261	940 395	258 134	2,03 %	Amsterdam
Distribuidora Internacional de Alimentacion SA	12 266 933	417 657	645 170	227 514	1,39 %	Madrid
Yazicilar Holding AS	8 741 860	216 728	510 771	294 043	1,10 %	Istanbul
Mafrig Alimentos Sa	29 217 400	473 739	464 199	-9 540	1,00 %	Sao Paulo
X 5 Retail Group NV GDR	4 454 118	449 427	443 804	-5 623	0,96 %	London Int.
Royal Unibrew A/S	440 112	73 875	314 795	240 919	0,68 %	København
Kulim Malaysia BHD	50 827 600	160 451	307 588	147 137	0,66 %	Kuala Lumpur
PZ Cussons Plc	7 625 746	127 931	305 602	177 672	0,66 %	London
Tata Global Beverages Ltd	17 183 504	234 554	237 490	2 937	0,51 %	National India
Cia Cervecerias Unidas SA ADR	1 325 953	246 850	211 379	-35 471	0,46 %	New York
Småposter		288 211	270 074	-18 137	0,58 %	
Sum Defensiv konsumvarer		3 949 150	5 592 591	1 643 441	12,08 %	
MEDISIN						
Richter Gedeon Nyrt	10 727 455	1 164 751	1 116 107	-48 644	2,41 %	Budapest
China Shineway Pharmaceutical	32 494 000	244 213	283 815	39 602	0,61 %	Hong Kong
Ranbaxy Laboratories Ltd	5 122 307	240 947	162 554	-78 393	0,35 %	National India
Supermax Corp BHD	30 573 600	117 548	150 610	33 062	0,33 %	Kuala Lumpur
Eis Eczacibasi Ilac Ve Sanayi	19 410 554	133 038	146 599	13 561	0,32 %	Istanbul
Småposter		39 931	61 193	21 262	0,13 %	
Sum Medisin		1 940 428	1 920 879	-19 549	4,15 %	
BANK OG FINANS						
Haci Omer Sabanci Holding AS	44 774 737	893 006	1 299 401	406 395	2,81 %	Istanbul
State Bank of India	5 872 082	1 450 752	911 092	-539 660	1,97 %	National India
Banco Do Estado Rio Grande Do Sul SA Pref	19 161 700	443 707	805 100	361 393	1,74 %	Sao Paulo
VTB Bank Ojsc GDR	45 401 213	1 353 743	721 175	-632 569	1,56 %	London Int.
HSBC Holdings PLC	7 000 000	410 147	455 155	45 008	0,98 %	London
Haitong Securities Co Ltd	41 266 400	335 293	370 680	35 387	0,80 %	Hong Kong
Korean Reinsurance Co	4 765 065	181 997	341 313	159 316	0,74 %	Seoul
JSE Ltd	6 464 519	249 899	332 290	82 391	0,72 %	Johannesburg
Kiatnakin Bank Pcl	37 429 463	334 353	305 981	-28 372	0,66 %	Bangkok
Kiwoom Securities Co Ltd	1 043 205	190 648	302 978	112 330	0,65 %	Seoul
Raiffeisen Bank International AG	1 418 030	283 805	279 820	-3 985	0,60 %	Wien
Ghana Commercial Bank Ltd	17 397 904	83 591	254 967	171 376	0,55 %	Ghana
VTB Bank Ojsc	21 701 144 197	165 582	171 956	6 374	0,37 %	Moscow
Småposter		948 867	749 813	-199 054	1,62 %	
Sum Bank og finans		7 325 390	7 301 721	-23 669	15,77 %	
INFORMASJONSTEKNOLOGI						
Samsung Electronics Co Ltd Pref	509 416	1 258 552	2 497 184	1 238 632	5,39 %	Seoul
Samsung Electronics Co Ltd Pref GDR	400 725	394 305	983 970	589 666	2,13 %	London Int.
Lenovo Group Ltd	57 990 000	286 694	364 811	78 117	0,79 %	Hong Kong
Tech Mahindra Ltd	2 529 440	408 241	324 619	-83 622	0,70 %	National India
Småposter		126 086	131 619	5 532	0,28 %	
Sum Informasjonsteknologi		2 473 879	4 302 203	1 828 324	9,29 %	
TELEKOM						
Sistema Jscf GDR	11 303 681	901 767	1 767 645	865 878	3,82 %	London Int.
Bharti Airtel Ltd	31 681 489	1 257 059	969 938	-287 121	2,09 %	National India
Kinnevik Investment AB-B	2 124 324	349 483	443 178	93 695	0,96 %	Stockholm
Indosat Tbk PT	103 964 000	323 274	227 374	-95 900	0,49 %	Indonesia
Indosat Tbk PT ADR	2 054 395	350 195	224 599	-125 596	0,49 %	New York
Sum Telekom		3 181 778	3 632 735	450 956	7,85 %	
Sum verdipapirportefølje		35 833 916	45 913 395	10 079 479	99,16 %	
Disponibel likviditet			388 733		0,84 %	
Sum andelskapital			46 302 128		100,00 %	

Basiskurs per 30.09.2013

578,943

* tall i 1000 NOK

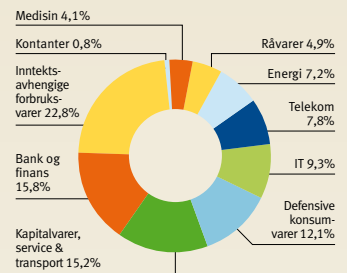
Sum markedsverdi per 30.09.2013 er benyttet siste noterte kurs fra børs. For beregning av gevinst ved salg benyttes en gjennomsnittlig kostpris metode.



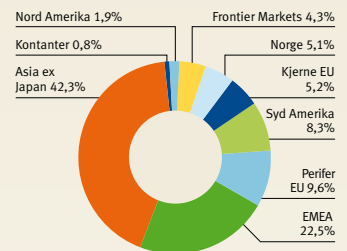
SKAGEN KON-TIKI

Viser vei i nytt farvann*

BRANSJEFORDELING



GEOGRAFISK FORDELING



DE 10 STØRSTE POSTENE I SKAGEN KON-TIKI (%)

Hyundai Motor Co	8,90
Samsung Electronics Co Ltd	7,52
Great Wall Motor Co Ltd	5,09
Sistema JSFC	3,82
ABB Ltd	3,16
Haci Omer Sabanci Holding AS	2,81
AP Moeller - Maersk A/S	2,57
Vale SA	2,45
Richter Gedeon Nyrt	2,41
Naspers Ltd	2,15
SUM 10 STØRSTE UTSTEDERE (%)	40,88

* Skagen Rev fyrskib. 1892.

Utsnitt. Av Carl Locher, en av Skagenmalerne. Bildet tilhører Skagens Museum.



SKAGEN m²

En andel i det globale eiendomsmarkedet*

Aksjefondet SKAGEN m²

Risiko



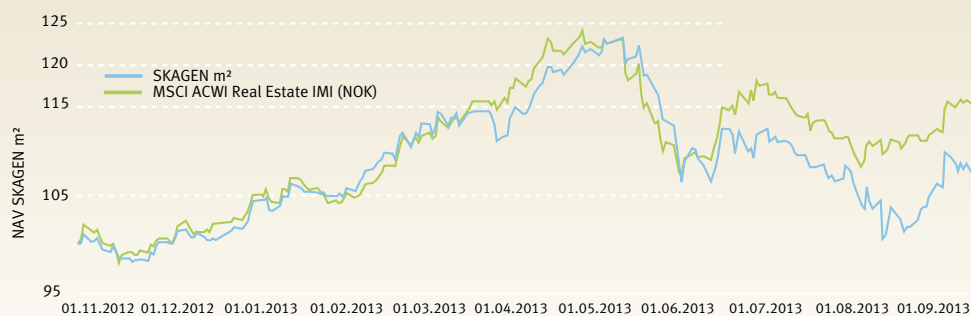
Fondets startdato	31. oktober 2012
Avkastning siden oppstart	6,65 %
Gjennomsnittlig avkastning per år	6,65 %
Forvaltningskapital	606 mill NOK
Antall andelseiere	5 504
Tegningsprovisjon	0%
Innløsningsprovisjon	0%
Forvaltningshonorar	1,5 % per år pluss/ minus variabelt forvaltningshonorar
Minste tegningsbeløp	Engangstegning 1 000 NOK, spareavtale 250 NOK
Godkjent for markedsføring i	Norge, Sverige, Danmark, Finland, Nederland, Luxemburg, Island, Storbritannia og Sveits
Referanseindeks	MSCI ACWI Real Estate IMI (NOK)
UCITS-fond	Ja
Porteføljeforvalter	Peter Almström

DE 10 STØRSTE POSTENE I SKAGEN m² (%)

Lippo Malls Indonesia Retail T	4,40
Mercialys SA	4,29
Ashford Hospitality Trust Inc	3,55
Segro Plc	3,49
CapitaMalls Asia Ltd	3,11
Mapletree Logistics Trust	3,09
Global Logistic Properties Ltd	3,00
Apartment Investment & Managem	3,00
Lexington Realty Trust	2,93
Olav Thon Eindom A/S	2,83
SUM 10 STØRSTE UTSTEDERE (%)	33,69

*Arkitekten Ulrik Plesners første tilbygning til Brøndums hotel. 1892. Utsnitt. Av Johan Peter von Wildenradt, en av Skagenmalerne. Bildet tilhører Skagens Museum.

HISTORISK KURSUTVIKLING SKAGEN m²



Verdipapir	Antall	Kjøpsverdi NOK*	Markedsverdi NOK*	Urealisert Gevinst/tap*	Prosent fordeling	Børs
EIENDOMSSKAPER INK REITS						
Lippo Malls Indonesia Retail Trust	12 789 000	30 213	26 641	-3 572	4,40 %	Singapore
Mercialys SA	217 501	26 727	26 005	-722	4,29 %	Paris
Ashford Hospitality Trust	291 937	18 961	21 492	2 531	3,55 %	New York
Segro Plc	705 000	17 463	21 136	3 673	3,49 %	London
Capitamalls Asia Ltd	2 010 000	18 363	18 818	454	3,11 %	Singapore
Mapletree Logistics Trust	3 657 557	20 070	18 741	-1 329	3,09 %	Singapore
Global Logistic Properties Ltd	1 314 000	16 417	18 185	1 768	3,00 %	Singapore
Apartment Investment & Management Co	107 500	17 923	18 147	224	3,00 %	New York
Lexington Realty Trust	265 000	17 169	17 774	606	2,93 %	New York
Olav Thon Eiendomsselskap ASA	17 659	15 951	17 129	1 178	2,83 %	Oslo Børs
British Land Co Plc	291 093	14 589	16 353	1 764	2,70 %	London
BR Properties SA	305 000	20 847	16 087	-4 760	2,66 %	Sao Paulo
Soho China Ltd	3 065 000	14 396	15 845	1 449	2,62 %	Hong Kong
GSW Immobilien AG	59 000	13 572	15 541	1 969	2,57 %	Frankfurt
Brandywine Realty Trust	191 200	16 712	15 202	-1 510	2,51 %	New York
PS Business Parks Inc	33 000	14 056	14 814	758	2,45 %	New York
Ananda Development PCL-Nvdr	30 719 200	19 072	14 174	-4 899	2,34 %	Bangkok
Lippo Karawaci Tbk PT	23 932 000	15 791	13 734	-2 056	2,27 %	Indonesia
Franshion Properties China Ltd	6 684 000	12 880	13 210	330	2,18 %	Hong Kong
SL Green Realty Corp	24 000	11 285	12 743	1 458	2,10 %	New York
SM Prime Holdings Inc	5 600 000	13 290	12 376	-914	2,04 %	Philippines
Yuexiu Property Co Ltd	7 227 000	12 444	11 931	-513	1,97 %	Hong Kong
Bekasi Fajar Industrial Estate Tbk PT	47 549 500	18 503	11 892	-6 612	1,96 %	Indonesia
Gecina SA	15 000	9 884	11 387	1 502	1,88 %	Paris
Affine SA	94 940	9 512	10 899	1 387	1,80 %	Paris
Citycon Oyj	525 958	9 097	10 613	1 516	1,75 %	Helsinki
Ascendas India Trust	3 539 000	13 432	10 592	-2 840	1,75 %	Singapore
First Real Estate Investment Trust	1 909 000	10 102	10 193	91	1,68 %	Singapore
BR Malls Participacoes SA	170 000	11 546	9 283	-2 263	1,53 %	Sao Paulo
Vista Land & Lifescapes Inc	12 017 700	8 936	8 836	-100	1,46 %	Philippines
Bumi Serpong Damai PT	11 406 000	9 284	8 648	-637	1,43 %	Indonesia
Ticon Industrial Connection Pcl-Nvdr	2 742 600	9 225	8 594	-630	1,42 %	Bangkok
Indiabulls Real Estate Ltd	1 600 000	10 917	8 300	-2 617	1,37 %	Nat. India
Ticon Property Fund	3 798 697	8 363	8 252	-111	1,36 %	Bangkok
Summarecon Agung Tbk PT	16 660 000	9 844	8 157	-1 686	1,35 %	Indonesia
CapitaLand Ltd	500 000	7 849	7 399	-451	1,22 %	Singapore
Shimao Property Holdings Ltd	501 000	6 304	6 927	623	1,14 %	Hong Kong
Surya Semesta Internusa PT	18 123 500	14 632	6 870	-7 761	1,13 %	Indonesia
General Shopping Brasil SA	282 000	8 536	6 515	-2 021	1,08 %	Sao Paulo
IJM Land Bhd	1 300 000	5 927	6 447	520	1,06 %	Kuala Lumpur
Hovnanian Enterprises Inc	200 000	6 599	6 250	-349	1,03 %	New York
Phoenix Mills Ltd	275 000	7 552	6 100	-1 452	1,01 %	Nat. India
DLF Ltd	494 914	10 536	6 088	-4 448	1,01 %	Nat. India
Keppel Land Ltd	325 000	5 733	5 509	-224	0,91 %	Singapore
Parkway Life Real Estate Investment Trust	482 000	5 849	5 424	-425	0,90 %	Singapore
Corio NV	20 000	5 223	5 150	-73	0,85 %	Amsterdam
Rockwell Land Corp	20 000 000	8 187	5 077	-3 110	0,84 %	Philippines
Hemaraj Land and Development Pcl-Nvdr	8 509 700	5 426	5 072	-354	0,84 %	Bangkok
Century Properties Group Inc	21 832 000	4 198	4 638	440	0,77 %	Philippines
Torunlar Gayrimenkul Yatirim	400 000	5 115	4 032	-1 084	0,67 %	Istanbul
UEM Sunrise Bhd	600 000	3 597	2 821	-777	0,47 %	Kuala Lumpur
Sum Eiendom		628 101	592 041	-36 060	97,74 %	
Sum verdipapirportefølje		628 101	592 041	-36 060	97,74 %	
Disponibel likviditet			13 685		2,26 %	
Sum andelskapital			605 726		100,00 %	
Basiskurs per 30.09.2013		106,6468				

* tall i 1000 NOK

Sum markedsverdi per 30.09.2013 er benyttet siste noterte kurs fra børs. For beregning av gevinst ved salg benyttes en gjennomsnittlig kostpris metode.

Verdipapirportefølje SKAGEN Avkastning per 30.09.2013

Verdipapir	Forfalls- dato	Kupong	Pålydende ***	Kostpris ***	Markeds- kurs	Påløpt rente ***	Markeds- verdi ***	Markeds- verdi inkl. påløpt rente ***	Urealisert avkastning/ fa ***	Andel av fondet
RENTEPAPIRER MED FLYTENDE RENTE										
Aurskog Sparebank	15.04.2014	2,51	20 000	20 005	100,34	107	20 069	20 176	64	1,59 %
Aurskog Sparebank	23.02.2015	3,03	30 000	29 992	101,21	98	30 364	30 462	372	2,40 %
BN Bank ASA	07.03.2016	2,48	40 000	40 016	100,33	58	40 133	40 191	117	3,16 %
BN Bank ASA	15.03.2017	3,49	10 000	10 308	103,14	12	10 314	10 326	6	0,81 %
BN Bank ASA	17.06.2015	2,84	15 000	14 880	101,07	14	15 161	15 175	281	1,19 %
Bank 1 Oslo Akershus AS	15.02.2016	2,43	35 000	35 043	100,38	109	35 134	35 243	91	2,77 %
Bank 1 Oslo Akershus AS	16.09.2016	3,25	20 000	20 465	102,50	25	20 499	20 525	34	1,61 %
Fana Sparebank	20.05.2015	3,08	20 000	20 108	101,46	70	20 293	20 363	185	1,60 %
Helgeland Sparebank	10.02.2015	2,46	16 500	16 594	100,58	55	16 596	16 652	3	1,31 %
Helgeland Sparebank	15.03.2017	3,45	15 000	15 510	103,33	20	15 499	15 520	-11	1,22 %
Helgeland Sparebank	21.11.2014	2,93	20 000	20 214	101,06	65	20 213	20 278	-1	1,59 %
Helgeland Sparebank	25.08.2016	3,10	20 000	20 436	102,13	60	20 426	20 487	-9	1,61 %
Kredittforeningen for Sparebanker	08.03.2016	2,58	20 000	20 013	100,57	30	20 114	20 144	102	1,58 %
Kredittforeningen for Sparebanker	01.10.2015	2,79	41 000	41 354	101,10	-3	41 450	41 446	96	3,26 %
Sparebanken Narvik	09.02.2015	2,56	5 500	5 519	100,57	20	5 531	5 552	12	0,44 %
Sparebank 1 Østfold Akershus	15.05.2017	2,60	20 000	20 086	100,11	66	20 022	20 088	-64	1,58 %
Sparebank 1 Østfold Akershus	27.06.2016	2,32	30 000	29 997	99,82	6	29 945	29 951	-52	2,36 %
Pareto Bank ASA	04.04.2014	3,03	30 000	29 986	100,50	-10	30 150	30 140	164	2,37 %
Pareto Bank ASA	15.06.2015	3,90	17 000	17 138	102,18	26	17 371	17 397	233	1,37 %
Pareto Bank ASA	09.01.2017	3,51	10 000	10 129	101,76	-9	10 176	10 167	47	0,80 %
Sparebanken Pluss	18.02.2015	2,97	10 000	10 039	101,27	35	10 127	10 161	88	0,80 %
Sparebanken Pluss	25.08.2014	2,56	40 000	40 002	100,57	100	40 228	40 327	226	3,17 %
Sparebank 1 Søre Sunnmøre	15.09.2015	2,85	19 500	19 706	101,11	22	19 717	19 738	10	1,55 %
Sparebank 1 Buskerud-Vestfold	11.03.2016	2,42	30 000	30 057	100,38	38	30 114	30 153	57	2,37 %
Sparebank 1 Buskerud-Vestfold	25.09.2015	2,93	40 000	40 416	101,57	16	40 627	40 643	211	3,20 %
Skandiabanken	16.01.2015	2,17	30 000	29 996	100,23	137	30 069	30 206	74	2,38 %
Sparebank 1 SMN	05.08.2014	2,67	26 000	26 126	100,64	108	26 167	26 275	40	2,07 %
Sparebank 1 SMN	16.03.2016	2,77	20 000	20 221	101,18	18	20 235	20 254	14	1,59 %
Sparebank 1 SMN	23.03.2015	2,63	39 000	39 231	100,82	20	39 319	39 339	88	3,09 %
Sparebanken Sogn og Fjordane	27.01.2015	3,14	25 000	25 205	101,48	137	25 369	25 506	164	2,01 %
Sparebanken Sør	16.09.2015	2,74	59 000	58 376	101,09	54	59 643	59 697	1 267	4,70 %
Sparebanken Møre	05.12.2016	2,81	12 000	12 022	101,33	23	12 160	12 183	138	0,96 %
Sparebank 1 Nord-Norge	12.10.2015	2,64	2 000	1 986	101,09	-2	2 022	2 020	35	0,16 %
Sparebank 1 Nord-Norge	17.08.2016	3,01	35 000	35 623	101,85	123	35 646	35 769	23	2,81 %
Sparebank 1 Nord-Norge	19.02.2015	2,43	15 000	14 881	100,52	43	15 078	15 121	198	1,19 %
Sparebank 1 Nord-Norge	25.01.2016	2,82	46 000	46 612	101,33	241	46 613	46 854	1	3,69 %
Sparebank 1 Nordvest	13.04.2015	2,89	15 000	15 203	101,22	-17	15 183	15 166	-20	1,19 %
Sparebank 1 Nordvest	29.06.2016	2,91	5 000	5 069	101,40	0	5 070	5 070	1	0,40 %
Totens Sparebank	08.06.2015	2,95	35 000	35 419	100,80	60	35 278	35 339	-140	2,78 %
Totens Sparebank	23.11.2015	2,97	25 000	24 900	101,43	78	25 358	25 437	458	2,00 %
Sum Verdipapirportefølje			968 881			2 056	973 483	975 539	4 602	76,73 %
Disponibel likviditet			293 916			1 942	293 918	295 861	2	23,27 %
TOTAL			1 262 797			3 999	1 267 401	1 271 400	4 604	100,00 %

Nøkkeltall portefølje

Effektiv underliggende avkastning	2,68 %
Effektiv avkastning til kunder*	2,18 %
Rentefølsomhet**	0,11

* Effektiv underliggende avkastning justert for forvaltningshonorar.

** Rentefølsomhet er et forenklet uttrykk for hvor mye kursen på rentepapiret vil endre seg dersom renten endrer seg 1 prosentpoeng.

*** Tall i 1000 NOK.

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

Verdipapirer er vurdert til markedskurs per 30.09.2013

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

Andelskurs per 30.09.2013 139,6008



SKAGEN AVKASTNING

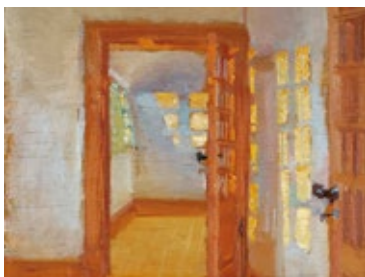
Aktiv renteforvaltning*

SKAGEN Avkastning er et obligasjonsfond som kun investerer i lån med lav utstederrisiko. Det vil si statslån, statsgaranterte lån, lån i finansinstitusjoner og bankinnskudd. Fondet har et internasjonalt investeringsmandat, men investeringene foretas primært i Norge. Fondet skal søke å oppnå best mulig avkastning i rentemarkedet på seks måneders sikt. SKAGEN Avkastning passer for investorer som ikke ønsker å selv overvåke rentemarkedet til enhver tid for aktiv allokering av sine rentemidler.



Morningstar	★★★
Fondets startdato	16. september 1994
Avkastning siden oppstart	186 %
Gjennomsnittlig avkastning per år	5,67 %
Forvaltningskapital	1271 mill NOK
Antall andelseiere	10 831
Tegningsprovisjon	0 %
Innløsningsprovisjon	0 %
Forvaltningshonorar	0,5 % per år
Minste tegningsbeløp	Engangstegning 1 000 NOK, spareavtale 1 000 NOK
Godkjent for markedsføring i	Norge, Sverige, Danmark, Luxemborg og Nederland
Referanseindeks	ST4X obligasjonsindeks
UCITS-fond	Ja
Porteføljeforvalter	Jane Tvedt

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



SKAGEN TELLUS

Døråpner til globale renter*

SKAGEN Tellus er et aktivt forvaltet globalt obligasjonsfond som investerer i obligasjoner utstedt av stater, regionale myndigheter og finansinstitusjoner over hele verden. SKAGEN Tellus er et godt alternativ for investorer som ønsker å investere i globale obligasjoner og som har minst 12 måneders investeringshorisont. Investorer bør ha toleranse for valuta-svingninger. Fondets basisvaluta er EURO.

Risiko						
1	2	3	4	5	6	7
Morningstar ★★★★★						
Fondets startdato	29. september 2006					
Avkastning siden oppstart	44 % (NOK)					
Gjennomsnittlig avkastning per år	5,36 % (NOK)					
Forvaltningskapital	530 mill NOK					
Antall andelseiere	1 960					
Tegningsprovisjon	0 %					
Innløsningsprovisjon	0 %					
Forvaltningshonorar	0,8 % per år					
Minste tegningsbeløp	Engangstegning 1 000 NOK, spareavtale 1 000 NOK					
Godkjent for markedsføring i	Norge, Sverige, Danmark, Finland, Nederland, Luxemburg, Island, Storbritannia og Sveits					
Referanseindeks	J.P. Morgans GBI Broad Unhedged Index					
UCITS-fond	Ja					
Porteføljeforvalter	Torgeir Høyen					

* Interiør. Brøndums annek. Ca. 1920. Utsnitt. Anna Ancher, en av Skagemalerne. Bildet tilhører Skagens Museum.

Verdipapir	Forfallsdato	Kupong	Pålydende ***	Kostpris %	Markeds-kurs	Pålagt rente %	Markeds-verdi ***	Markeds-verdi inkl. pålagt rente ***	Urealisert gevinst/ tap ***	Andel av fondet
STATSOBLIGASJONER										
Canadian Government	01.11.2013	1,50	4 200	24 024	585,90	152	24 608	24 760	583	4,67 %
Chilean Government	05.08.2020	5,50	1 540 000	19 631	1,22	155	18 802	18 957	-829	3,58 %
German Government	13.12.2013	0,25	8 200	65 560	814,65	133	66 801	66 934	1 241	12,62 %
French Government	25.10.2013	4,00	7 500	58 878	816,25	2 276	61 219	63 495	2 341	11,98 %
UK Government	07.03.2014	2,25	2 800	27 178	981,01	39	27 468	27 507	291	5,19 %
European Bank Recon & Dev	06.06.2014	5,25	175 000	19 815	9,26	281	16 201	16 482	-3 613	3,11 %
Mexican Government	19.12.2013	8,00	30 000	14 490	46,20	311	13 860	14 172	-629	2,67 %
New Zealand Government	15.04.2015	6,00	2 000	10 596	522,57	276	10 451	10 727	-145	2,02 %
US Government	31.10.2013	0,25	12 000	71 944	602,14	75	72 257	72 332	313	13,64 %
US Government	15.10.2013	0,50	13 050	75 726	602,16	180	78 582	78 763	2 857	14,86 %
Sum Verdipapirportefølje				387 842		3 878	390 251	394 128	2 408	74,34 %
Disponibel likviditet				130 710		98	135 976	136 074	5 266	25,66 %
TOTAL				518 553		3 975	526 227	530 202	7 674	100,00 %

Nøkkeltall portefølje

Effektiv underliggende avkastning	0,98 %
Effektiv avkastning til kunder*	0,18 %
Rentefølsomhet**	0,33

* Effektiv underliggende avkastning justert for forvaltningshonorar.

** Rentefølsomhet er et forenklet uttrykk for hvor mye kursen på rentepapiret vil endre seg dersom renten endrer seg 1 prosentpoeng. Effektiv rente er den gjennomsnittlige årlige avkastningen på et rentepapir fram til det forfaller.

***Tall i 1000 NOK.

Verdipapirer er vurdert til markedsкурser 30.09.2013

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

Andelskurs per 30.09.2013 121,2214

Verdipapirportefølje SKAGEN Høyrente per 30.09.2013

Verdipapir	Forfalls- dato	Kupong	Pålydende ***	Kostpris ***	Markeds- kurs	Påløpt rente ***	Markeds- verdi ***	Markeds- verdi inkl. påløpt rente ***	Urealisert gevinst/ tap ***	Andel av fondet
RENTEPAPIRER MED FLYTENDE RENTE										
Finans										
BN Bank ASA	16.06.2014	2,57	84 000	83 936	100,45	84	84 378	84 462	442	2,35 %
BN Bank ASA	19.03.2014	2,54	75 000	74 985	100,31	64	75 234	75 297	249	2,10 %
BN Bank ASA	26.01.2015	3,21	50 000	50 000	101,49	294	50 744	51 038	744	1,42 %
Bank 1 Oslo Akershus AS	22.10.2014	2,35	41 500	41 094	100,42	190	41 672	41 862	578	1,16 %
Eiendoms kreditt AS	08.05.2015	2,57	40 000	40 000	100,03	151	40 014	40 165	14	1,12 %
Fana Sparebank	19.02.2014	2,40	25 000	24 986	100,21	70	25 052	25 122	66	0,70 %
Haugesund Sparebank	02.12.2013	2,59	11 000	10 991	100,13	22	11 014	11 036	23	0,31 %
Helgeland Sparebank	09.05.2014	2,56	70 500	70 432	100,45	261	70 814	71 075	382	1,98 %
Helgeland Sparebank	21.11.2014	2,93	10 000	10 083	101,06	33	10 106	10 139	24	0,28 %
Kredittforeningen for Sparebanker	02.06.2014	2,49	50 000	49 923	100,40	97	50 200	50 297	278	1,40 %
Kredittforeningen for Sparebanker	10.02.2014	2,61	35 000	35 006	100,28	124	35 097	35 221	91	0,98 %
Kredittforeningen for Sparebanker	28.10.2013	2,76	80 000	80 083	100,07	386	80 055	80 442	-28	2,24 %
Sparebanken Narvik	29.09.2014	3,08	15 000	15 012	101,06	0	15 159	15 159	147	0,42 %
Pareto Bank ASA	04.04.2014	3,03	30 000	29 986	100,50	-10	30 150	30 140	164	0,84 %
Pareto Bank ASA	04.11.2014	3,67	20 000	19 970	101,43	114	20 286	20 400	316	0,57 %
Sparebanken Pluss	09.05.2016	2,74	27 000	27 290	101,16	107	27 314	27 421	24	0,76 %
Sparebanken Pluss	17.10.2014	2,90	55 000	54 993	101,00	332	55 549	55 881	556	1,56 %
Sparebanken Pluss	18.02.2015	2,97	78 000	78 548	101,27	270	78 989	79 259	441	2,21 %
Sparebanken Pluss	25.08.2014	2,56	75 000	74 847	100,57	187	75 427	75 614	580	2,10 %
Sparebank 1 Gruppen AS	03.02.2014	2,92	30 000	30 000	100,29	146	30 087	30 233	87	0,84 %
Sparebank 1 Buskerud-Vestfold	17.03.2014	2,61	90 000	90 112	100,36	85	90 325	90 410	213	2,52 %
Sparebank 1 Buskerud-Vestfold	17.09.2014	2,66	64 000	63 776	100,66	61	64 420	64 481	644	1,79 %
Sparebank 1 Buskerud-Vestfold	25.09.2015	2,93	50 000	49 926	101,57	20	50 784	50 804	858	1,41 %
Skandinaviske Enskilda Banken AB	20.02.2015	2,98	75 000	75 000	101,28	255	75 964	76 218	964	2,12 %
Skandiabanken	08.07.2014	1,98	30 000	29 997	100,10	-13	30 031	30 018	34	0,84 %
Sparebank 1 SMN	05.08.2014	2,67	50 000	50 018	100,64	208	50 320	50 528	302	1,41 %
Sparebank 1 SMN	16.03.2016	2,77	68 000	68 721	101,18	63	68 800	68 863	79	1,92 %
Sparebanken Sogn og Fjordane	11.08.2014	2,59	50 000	49 971	100,59	176	50 294	50 470	323	1,40 %
Sparebanken Sør	17.02.2014	3,88	29 000	29 725	100,80	131	29 232	29 363	-493	0,82 %
Sparebanken Sør	20.05.2014	2,53	70 000	70 068	100,43	202	70 304	70 505	235	1,96 %
Sparebanken Møre	25.02.2014	2,47	25 000	25 000	100,27	60	25 068	25 128	68	0,70 %
Sparebank 1 SMN	19.03.2014	2,64	55 000	55 203	100,38	44	55 211	55 255	9	1,54 %
Sparebank 1 Nord-Norge	19.02.2015	2,43	22 500	22 268	100,52	64	22 617	22 681	350	0,63 %
Sparebank 1 Telemark	10.02.2015	2,43	10 000	9 880	100,46	33	10 046	10 079	166	0,28 %
Sparebank 1 Telemark	21.12.2015	2,58	20 000	20 126	100,57	10	20 113	20 123	-13	0,56 %
Totens Sparebank	02.12.2015	1,97	16 000	15 853	99,32	25	15 890	15 915	38	0,44 %
Totens Sparebank	23.11.2015	2,97	50 000	49 800	101,43	157	50 717	50 874	917	1,42 %
Industri										
AP Moeller - Maersk A/S	16.12.2014	3,60	95 000	96 337	101,60	133	96 517	96 650	180	2,69 %
Entra Eiendom AS	09.11.2015	2,93	70 000	70 058	101,04	296	70 725	71 021	667	1,98 %
Entra Eiendom AS	25.11.2014	2,52	45 000	44 854	100,28	110	45 124	45 234	270	1,26 %
Felleskjøpet Agri SA	15.02.2016	3,43	60 000	60 000	101,11	274	60 667	60 941	667	1,70 %
Scania CV AB	17.06.2016	2,61	50 000	50 000	99,95	47	49 973	50 020	-27	1,39 %
Schibsted ASA	16.12.2013	3,25	20 000	20 000	100,23	25	20 047	20 072	47	0,56 %
Schibsted ASA	16.12.2015	3,80	40 000	40 521	101,90	59	40 761	40 820	240	1,14 %
Tele2 AB	24.02.2015	3,42	50 000	50 460	100,87	166	50 437	50 603	-23	1,41 %
Vasakronan AB	30.05.2014	2,47	50 000	49 916	100,12	106	50 060	50 166	144	1,40 %
Kraft										
Agder Energi AS	02.03.2016	2,61	25 000	25 118	100,76	51	25 191	25 242	73	0,70 %
Agder Energi AS	25.08.2014	2,62	102 000	102 357	100,50	260	102 512	102 772	155	2,86 %
BKK AS	12.02.2015	2,46	65 000	64 950	100,44	218	65 283	65 501	334	1,82 %
BKK AS	20.11.2015	2,68	100 000	100 006	100,89	305	100 888	101 193	882	2,82 %
BKK AS	26.08.2016	2,67	50 000	50 020	100,83	130	50 414	50 544	394	1,41 %
BKK AS	29.05.2014	2,56	55 000	55 025	100,38	125	55 208	55 333	183	1,54 %
RENTEPAPIRER MED FAST RENTE										
Industri										
Entra Eiendom AS	10.01.2014	2,30	25 000	25 013	100,05	273	25 013	25 285	0	0,70 %
Olav Thon Eiendomsselskap ASA	18.09.2014	2,46	30 000	30 000	100,12	24	30 035	30 059	35	0,84 %
Sum Verdipapirportefølje			2 612 240			7 105	2 626 331	2 633 436	14 091	73,28 %
Disponibel likviditet			953 762			6 387	953 762	960 149	35	26,72 %
TOTAL			3 566 002			13 492	3 580 093	3 593 585	14 091	100,00 %
Nøkkeltall portefølje										
Effektiv underliggende avkastning	2,50 %									
Effektiv avkastning til kunder*	2,25 %									
Rentefølsomhet**	0,12									

* Effektiv underliggende avkastning justert for forvaltningshonorar.

** Rentefølsomhet er et forenklet uttrykk for hvor mye kursen på rentepapiret vil endre seg dersom renten endrer seg 1 prosentpoeng.

***Tall i 1000 NOK.

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

Verdipapirer er vurdert til markedskurser 30.09.2013

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

Andelskurs per 30.09.2013 103,2254



SKAGEN HØYRENTE

Sammen for bedre renter*

**SKAGEN Høyrente er et penge-
markedsfond som investerer i
sertifikater og obligasjoner
med god kredittkvalitet, samt
bankinnskudd. SKAGEN
Høyrente er et godt alternativ
til høyrentekonto i bank.
Fondet har lave kostnader, noe
som bidrar til høyere avkast-
ning for fondets andelseiere.
SKAGEN Høyrente passer for
investorer som har kort tidsho-
risont på sparepengene, og de
som har en lengre horisont,
men ønsker minimal risiko.**

Risiko



Fondets startdato 18. september 1998

Avkastning siden oppstart 93 %

Gjennomsnittlig avkastning per år 4,48 %

Forvaltningskapital 3594 mill NOK

Antall andelseiere 7 981

Tegningsprovisjon 0 %

Innløsningsprovisjon 0 %

Forvaltningshonorar 0,25 % per år

Minste tegningsbeløp Engangstegning
1 000 NOK,
spareavtale 1 000 NOK

Godkjent for
markedsføring i Norge

Refarendeindeks ST2X statstifikat-
indeks

UCITS-fond Ja

Porteføljeforvalter Ola Sjøstrand

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

Verdipapirportefølje SKAGEN Høyrente Institusjon per 30.09.2013



SKAGEN HØYRENTE INSTITUSJON

Sammen for bedre renter*

SKAGEN Høyrente Institusjon er et pengemarkedsfond som kun investerer i pengemarkeds-instrumenter innen finans, kommune, fylkeskommune og stat. Inntil 25 prosent kan investeres i obligasjoner med flytende rente som har forfall utover et år. Fondet kan variere rentefølsomheten men ikke overstige 0,5 år. Minimumstegning er 5 millioner NOK og fondet egner seg best for institusjoner som vil ha en sikker avkastning i pengemarkedet som ligger over pengemarkedsrenten og avkastningen på høyrentekonto i bank.



Fondets startdato 14. mars 2003

Avkastning siden oppstart 43 %

Gjennomsnittlig avkastning per år 3,48 %

Forvaltningskapital 1 129 mill NOK

Antall andelseiere 67

Tegningsprovisjon 0 %

Innløsningsprovisjon 0 %

Forvaltningshonorar 0,15 % per år

Minste tegningsbeløp Engangstegning 5 000 000 NOK,

Godkjent for markedsføring i Norge

Refarendeindeks ST1X statssertifikat-indeks

UCITS-fond Ja

Porteføljeforvalter Ola Sjøstrand

* Skagen Søndrestrand. Septemberdag, 1893. Utsnitt. Av Michael Ancher, en av Skagenmalerne. Bildet tilhører Skagens Museum.

Verdipapir	Forfalls- dato	Kupong	Pålydende ***	Kostpris ***	Markeds- kurs	Pålypt rente ***	Markeds- verdi ***	Markeds- verdi inkl. pålypt rente ***	Urealisert tap/anslag ***	Andel av fondet
RENTEPAPIRER MED FLYTENDE RENTE										
Finans										
BN Bank ASA	07.03.2016	2,48	17 000	17 035	100,33	25	17 057	17 081	21	1,51 %
Bank 1 Oslo Akershus AS	22.10.2014	2,35	16 500	16 352	100,42	75	16 568	16 644	216	1,47 %
Bank 1 Oslo Akershus AS	30.04.2015	2,87	25 000	24 984	101,23	124	25 308	25 432	325	2,25 %
Eiendomskreditt AS	08.05.2015	2,57	40 000	40 000	100,03	151	40 014	40 165	14	3,56 %
Kredittforeningen for Sparebanker	08.03.2016	2,58	50 000	50 021	100,57	75	50 285	50 361	265	4,46 %
Kredittforeningen for Sparebanker	10.02.2014	2,61	35 000	35 199	100,28	124	35 097	35 221	-102	3,12 %
Sparebanken Narvik	29.09.2014	3,08	10 000	10 008	101,06	0	10 106	10 106	98	0,90 %
Sparebank 1 Østfold Akershus	20.09.2016	2,93	12 000	12 182	101,51	0	12 181	12 181	-1	1,08 %
Sparebank 1 Østfold Akershus	10.02.2015	2,83	10 000	9 983	101,00	39	10 100	10 139	117	0,90 %
Pareto Bank ASA	04.04.2014	3,03	20 000	19 991	100,50	-7	20 100	20 093	109	1,78 %
Pareto Bank ASA	18.10.2013	2,30	50 000	50 000	100,03	236	50 015	50 251	15	4,45 %
Sparebanken Pluss	18.02.2015	2,97	5 000	5 020	101,27	17	5 063	5 081	44	0,45 %
Sparebanken Pluss	30.10.2013	3,80	22 000	22 400	100,16	144	22 036	22 180	-364	1,96 %
Skandinaviske Enskilda Banken AB	20.02.2015	2,98	21 000	21 000	101,28	71	21 270	21 341	270	1,89 %
Skandiabanken	08.07.2014	1,98	30 000	29 998	100,10	-13	30 031	30 018	33	2,66 %
Sparebank 1 SMN	16.03.2016	2,77	36 000	36 421	101,18	33	36 424	36 457	2	3,23 %
Sparebanken Sør	04.02.2015	2,27	20 000	19 621	100,31	71	20 062	20 133	442	1,78 %
Sparebanken Sør	16.09.2015	2,74	14 000	14 148	101,09	13	14 153	14 165	4	1,25 %
Sparebanken Sør	20.05.2014	2,53	15 000	15 085	100,43	43	15 065	15 108	-20	1,34 %
Sparebanken Møre	01.08.2014	2,00	25 000	25 007	100,07	82	25 018	25 100	11	2,22 %
Sparebank 1 Telemark	28.03.2014	2,43	20 000	19 970	100,28	0	20 057	20 057	87	1,78 %
Totens Sparebank	08.06.2015	2,95	10 000	9 983	100,80	17	10 080	10 097	97	0,89 %
Totens Sparebank	15.08.2014	2,57	20 000	19 752	100,51	66	20 103	20 168	351	1,79 %
Sparebanken Møre	12.06.2014	1,93	60 000	60 005	100,04	58	60 025	60 083	20	5,32 %
RENTEPAPIRER MED FAST RENTE										
BN Bank ASA	22.11.2013	2,38	30 000	29 997	100,07	608	30 020	30 628	23	2,71 %
Sparebank 1 Boligkreditt AS	04.10.2013	2,48	50 000	50 011	100,01	1 226	50 003	51 230	-8	4,54 %
Skandiabanken	29.08.2014	2,19	20 000	20 000	100,00	38	20 001	20 039	1	1,77 %
Sparebanken Hedmark	02.05.2014	1,89	20 000	19 997	99,98	155	19 996	20 151	-1	1,78 %
Sum Verdipapirportefølje			704 170			3 473	706 237	709 710	2 067	62,86 %
Disponibel likviditet				416 240		3 090	416 240	419 329		37,14 %
TOTAL			1 120 410			6 563	1 122 477	1 129 039	2 067	100,00 %

Nøkkeltall portefølje

Effektiv underliggende avkastning	2,48 %
Effektiv avkastning til kunder*	2,33 %
Rentefølsomhet**	0,10

* Effektiv underliggende avkastning justert for forvaltningshonorar.

** Rentefølsomhet er et forenklet uttrykk for hvor mye kursen på rentepapiret vil endre seg dersom renten endrer seg 1 prosentpoeng.

***Tall i 1000 NOK.

Effektiv rente er den gjennomsnittlige årlige avkastningen på et rentepapir fram til det forfaller
Verdipapirer er vurdert til markedsкурser 30.09.2013

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

Andelskurs per 30.09.2013 101,9047

Regnskap

PER 30.09.2013

Resultatregnskap (angitt i hele tusen kroner)	SKAGEN Vekst 1. - 3. kv 2013	SKAGEN Global 1. - 3. kv 2013	SKAGEN Kon-Tiki 1. - 3. kv 2013	SKAGEN m ² 1. - 3. kv 2013	SKAGEN Tellus 1. - 3. kv 2013	SKAGEN Avkastning 1. - 3. kv 2013	SKAGEN Høyrente 1. - 3. kv 2013	SKAGEN Høyrente Institusjon 1. - 3. kv 2013	SKAGEN Krona** 1. - 3. kv 2013	SKAGEN Balanse 60/40 1. - 3. kv 2013
PORTEFØLJEINNETEKTER OG -KOSTNADER										
Renteinntekter/-kostnader	2	3 528	6 889	-33	11 434	28 073	78 371	24 155	16 138	814
Aksjeutbytte	152 996	769 760	754 894	17 386	-	-	-	-	-	-
Gevinst/tap ved realisasjon	-528 040	1 197 702	-90 134	8 725	38 695	17 537	-2 917	351	-	1 137
Endring urealiserte kursgevinster/tap	1 551 484	5 565 512	5 438 980	-39 435	-12 309	-8 567	3 440	-1 413	99	8 256
Kurtasje	-3 349	-25 700	-47 475	-1 841	-17	-9	-4	-3	-25	-
Valutagevinst/tap	18 887	183 708	23 766	1 312	6 686	-8 827	-	-	-	-
PORTEFØLJERESULTAT	1 191 979	7 694 511	6 086 919	-13 887	44 489	28 208	78 890	23 090	16 212	10 206
FORVALTNINGSINNETEKTER OG -KOSTNADER										
Forvaltningshonorar fast	-54 832	-297 408	-706 794	-6 137	-2 997	-4 572	-6 809	-1 316	-1 284	-
Beregnet variabelt forvaltningshonorar *	-81 231	-	-382 417	4 072	-	-	-	-	-	-
FORVALTNINGSRESULTAT	-136 063	-297 408	-1 089 211	-2 065	-2 997	-4 572	-6 809	-1 316	-1 284	-
RESULTAT FØR SKATTEKOSTNAD	1 055 916	7 397 103	4 997 708	-15 952	41 492	23 636	72 081	21 775	14 928	10 206
Skattekostnad	-7 554	-86 691	-63 849	-1 277	-	-	-	-	-	-207
PERIODE RESULTAT	1 048 362	7 310 411	4 933 859	-17 229	41 492	23 636	72 081	21 775	14 928	9 999

Balanse	SKAGEN Vekst 30.09.2013	SKAGEN Global 30.09.2013	SKAGEN Kon-Tiki 30.09.2013	SKAGEN m ² 30.09.2013	SKAGEN Tellus 30.09.2013	SKAGEN Avkastning 30.09.2013	SKAGEN Høyrente 30.09.2013	SKAGEN Høyrente Institusjon 30.09.2013	SKAGEN Krona** 30.09.2013	SKAGEN Balanse 60/40 30.09.2013
EIENDELER										
Norske verdipapirer til kostpris	2 454 972	850 164	1 240 085	15 951	-	968 881	2 612 240	704 170	-	105 914
Utenlandske verdipapirer til kostpris	3 035 844	33 326 773	34 593 831	611 940	387 842	-	-	-	965 572	26 500
Urealiserte kursgevinster/tap	1 950 482	7 968 795	10 079 479	-35 850	2 408	4 602	14 091	2 067	1 657	9 185
Opptjente renter verdipapirer	282	241	-	-	3 878	2 794	7 489	3 780	3 220	1 157
SUM VERDIPAPIRPORTEFØLJE	7 441 580	42 145 973	45 913 395	592 041	394 128	976 277	2 633 820	710 017	970 449	142 757
Tilgodehavende aksjeutbytte	6 625	18 999	39 591	927	-	-	-	-	-	-
Opptjente renter bank	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
SUM OPPTJENTE, IKKE MOTTATTE INNETEKTER	6 625	18 999	39 591	927	-	-	-	-	-	-
Utsatt skattefordel	-	-	-	2 261	-	-	-	-	-	11
Til gode fra meglere	34 484	31 299	192 883	905	-	-	-	-	3 035	-
Til gode fra forvaltningsselskapet	4	14	18	1 621	4	2	-	-	-	-
Tilgodehavende skatt på aksjeutbytte	6 533	47 024	3 202	797	931	-	-	-	-	-
Andre fordringer	-	-	-	213	-	20	804	-	-	-
SUM ANDRE FORDRINGER	41 021	78 337	196 103	5 797	936	22	804	-	3 035	11
Bankinnskudd	157 079	1 081 930	813 735	12 035	136 167	296 857	964 334	431 390	8 861	1 882
SUM EIENDELER	7 646 304	43 325 239	46 962 824	610 800	531 231	1 273 156	3 598 958	1 141 407	982 345	144 650
EGENKAPITAL										
Andelskapital til pålydende	506 601	4 286 515	7 997 538	566 871	437 109	910 813	3 484 113	1 107 642	949 308	127 632
Overkurs	-2 247 628	18 709 396	19 851 890	54 364	47 863	324 255	30 342	-3 999	9 376	5 105
INNSKUTT EGENKAPITAL	-1 741 027	22 995 911	27 849 429	621 235	484 972	1 235 068	3 514 455	1 103 642	958 684	132 737
Opptjent egenkapital	9 259 716	20 192 876	18 452 498	-14 114	44 753	36 455	82 168	25 136	16 575	11 282
SUM EGENKAPITAL	7 518 689	43 188 787	46 301 926	607 122	529 725	1 271 524	3 596 623	1 128 779	975 259	144 019
GJELD										
Skyldig til meglere	24 433	9 571	28 228	-	-	-	-	12 195	6 088	-
Skyldig til forvaltningsselskapet	99 806	106 357	611 280	-	1 075	1 632	2 335	434	476	-
Annen gjeld	3 377	20 524	21 390	3 678	431	-	-	-	521	631
SUM ANNEN GJELD	127 615	136 452	660 898	3 678	1 506	1 632	2 335	12 629	7 086	631
SUM GJELD OG EGENKAPITAL	7 646 304	43 325 239	46 962 824	610 800	531 231	1 273 156	3 598 958	1 141 407	982 345	144 650
Antall utstedte andeler	5 066 006,81	42 865 150,17	79 975 383,82	5 668 712,92	4 371 091,26	9 108 134,27	34 841 133,87	11 076 416,70	9 493 079,52	1 276 317,84
Basiskurs per andel 30.09.2013	1484,1309	1 007,5438	578,9430	106,6468	121,2214	139,6008	103,2254	101,9047	102,7645	112,8353

Note: Avvik på kursen i forhold til porteføljene skyldes periodiseringsavvik per 30.09.2013.

* Beregnet variabelt forvaltningshonorar per 30.09.2013: I henhold til vedtektene skal endelig avregning skje per 31.12.2013 basert på verdiutvikling resten av året.

** Angitt i hele tusen svenske kroner.

Verdiskapning fremfor gratis penger

Spekulasjoner om når og hvor mye den amerikanske sentralbanken (Fed) skal trappe ned sine kjøp av stats- og boliglånsobligasjoner har skapt betydelig uro i kapitalmarkedene. Spesielt i vekstmarkedene. Ikke helt uventet vedtok Fed på møtet 17-18 september å fortsette trykningen av 85 milliarder dollar i måneden, til kjøp av nevnte obligasjoner.

Kunngjøringen fra sentralbanksjef Ben Bernanke førte til at valutaene i vekstmarkedene korrigerer kraftig opp. Oppturen for aksjer var derimot relativt moderat, basert mer på fundamentale forhold enn teknikaliteter.

At Bernanke ikke reduserte pengetrykningen i denne omgang, skyldes for det første at de lange rentene har steget veldig mange prosent på veldig kort tid, med uønsket press på finanskostnadene for både bedrifter og boligeiere. For det andre har senere tids nøkkeltall fra amerikanske økonomi vært noe svakere enn forventet.

Selv om stemningen har bedret seg noe i de globale vekstmarkedene ligger fortsatt valutakursene i flere land langt under nivåene fra tidligere år. Og da spesielt i land som sliter med underskudd på handelsbalansen.

På aksjebørsene har populariteten til selskaper som lever av innenlands forbruk, billig kapital og spekulasjon gradvis avtatt. Nå rettes stadig flere investoryne mot selskaper som kan tjene på et sannsynlig globalt økonomisk oppsving. Hvor sterkt dette blir, er imidlertid forbundet med stor usikkerhet.

Konkurransedyktigheten til en rekke konkurrentutsatte selskaper har de siste årene styrket seg. Politiske myndigheter i flere land har også tatt signalene, og kommet i hastemodus for å få sentrale reformer på plass. Store økonomier som India, Brasil og Tyrkia har nært forestående valg, slik at vinduet for endringer her er lite. At disse landene i siste 12 års periode har vært styrt av «samme» statsbærende parti har ikke akkurat ført til et åpnere reformvindu.

En sterk økning i velstanden blant befolkningen - med en bredde som mangler historisk sidestykke, har resultert i både glede og raseri. Forsommerens gigantiske demonstrasjoner, nærmest opprør, i Tyrkia og Brasil, er gode eksempler på sistnevnte.

Veien videre for verdens vekstmarkeder er langt fra en rett dumpefri motorvei. I det korte løp kommer politikk til å telle mer enn fundamentale forhold. Hvor hardt myndighetene trykker på gasspedalen for nye reformer står sentralt. De mest utsatte landene har gjenom svekkelsen av valutaen fått et nødvendig

pusterom til å rydde de verste hindringene av veien.

De økonomiske kreftene fortsetter uansett med uforminset styrke. Strømmen av mennesker som trer inn i den nye verden av informasjon, frie markeder og fritt forbruksvalg er formidabel. Det skaper gigantiske muligheter for innovative og konkurransedyktige selskaper.

SKAGEN feirer i år 20-årsjubileum. Dagens situasjon i kapitalmarkedene er ikke helt ulik hva vi opplevde tidlig på 1990-tallet. Den gang var de asiatiske tigrerne «det store». Slik de globale vekstmarkedene var så sent som for et par år siden, uanfektet av den globale finanskrisen.

Også for 20 år siden var en ekstrem lavrentepolitikk verktøyet USA brukte for å løse landets store økonomiske problem den gang, sparebankkrisen. Europa slet med sitt. Gjengenforeningen av Tyskland, og ditto høyrentepolitikk, førte nesten til at det europeiske byggverket fra 1988 kollapset. Norge var på vei ut av den kombinerte bank-, eiendoms- og spekulasjonskrisen, som faktisk førte til mye nyskaping, høyere produktivitet og 20 år med akselererende velstand.

Når vi ser tilbake på disse to tiårene er det to ting som står sentralt. Gamle helter, som ikke klarte å fornye seg, forsvant. Nye helter, og fremtidige børsvinnere, ble selskaper som kunne vise til en høy grad av nyskaping og tilpasningsdyktighet. Slik situasjonen også er i dag.

Og verden er ikke lenger svart – hvitt. Utviklede markeder eller vekstmarkedene. I tiden fremover blir viktigere enn noen gang å ha fokus på de enkelte selskapers produkt- og resultatutvikling, uansett geografisk tilholdssted. Det faktum at det i år har blåst mye skum av ølet i vekstmarkedene, kombinert med politikere som prioriterer verdiskapning fremfor gratis penger, gir muligheter for fremtidig god avkastning.

Kristoffer Stensrud

PORTEFØLJEFORVALTER



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

Redaksjon:

Ole-Christian Tronstad, redaktør

Opplag: 84.000

Design: Kaland Marketing

Trykk: Kai Hansen Trykkeri AS

Forsidefoto: iStockphoto

