

MARKEDSRAPPORT

SKAGEN



BANE BRYTENDE
INNOVASJON

HVIS PRISEN ER RIKTIG

NUMMER 2 | JULI 2014 | www.skagenfondene.no

Is i magen

God avkastning gjør godt, men litt is i magen er ikke å forakte det heller.

Når dette skrives setter flere av aksjefondene våre kursrekorder, rentefondene leverer solide resultater og pilene peker oppover. Det er en karamell man skal unne seg å kose seg med, for det er ikke mer enn ett kvartal siden vi ba kundene våre om å ha is i magen. Akkurat nå er det gode tider, og vi håper naturligvis at de skal fortsette. Samtidig er det viktig å huske at vi ikke har gjort noe annerledes enn tidligere. Men det er i slike tider vi får bedre uttelling for investeringsfilosofien vår.

Temaet i denne Markedsrapporten er «banebrytende innovasjon – hvis prisen er riktig». Dette går rett inn i vår verdibaserte investeringsfilosofi. Vi vil gjerne investere i kreative, gode selskaper, men ikke om vi må betale for mye for dem. Vi opplever virkelig spennende tider, med rivende teknologisk utvikling som ingen ennå ser hvor fører oss. Men på samme måte som under internettboblen på starten av 2000-tallet, må vi holde hodet kaldt og vite at vi investerer i en reell og prisgunstig nyskaping, og ikke de nygamle klærne til keiseren. Det er dessuten spennende å se at mye av nyskapingen skjer innen veletablerte bedrifter.

Det nye obligasjonsfondet SKAGEN Credit er vårt innovative bidrag. Vi ønsker å gi kundene våre mulighet til å investere i globale selskapsobligasjoner. Dette er et marked som tidligere var forbeholdt store investorer fordi selskapsobligasjoner blir omsatt i store enkeltposter. For å få en global risikospredning må du derfor ha en stor portefølje som enkeltinvestor – hvis du altså ikke investerer i et verdipapirfond som SKAGEN Credit. Etter at egenkapitalkravene til verdens banker er økt har dette obligasjonsmarkedet endret seg. De store selskapene vil nå heller låne penger direkte i markedet i stedet for å gå gjennom bankene. Det betyr at du som

enkeltinvestor i SKAGEN Credit får tilgang til selskapsobligasjoner du ellers kanskje ikke ville hatt mulighet til å investere i. Vi anbefaler at du har minimum to års sparehorisont i dette fondet.

I en verden som endres stadig raskere er kunnskapsdeling en viktig suksessfaktor for de resultatene vi oppnår. Det er ikke alt man kan lese seg til, noe må man oppleve eller erfare. Derfor er det ekstra hyggelig å ønske Johan Swahn og Knut Gezelius velkommen som nye tilskudd til porteføljeteamet til SKAGEN Global. De har begge verdifull erfaring vi gleder oss til å dra nytte av. Det er også på sin plass å takke Peter Almström for innsatsen han har gjort for eiendomsfondet SKAGEN m², og ønske lykke til med nye utfordringer.

En av våre vanskeligste kommunikasjonsutfordringer er å forklare begrepet risiko. Jeg pleier å si at på kort sikt er risiko faren for fall i verdiene dine. I vår verden er det aksjefondene som innebærer mest risiko på kort sikt. Men la oss si at du sparer langsiktig til for eksempel pensjonstilværelsen. Da snus hele problemstillingen på hodet, og risikoen øker dramatisk dersom du ikke har mye aksjefond i sparingen din. Hvorfor? Fordi sparingen din ikke klarer å holde følge med kjøpekraftsutviklingen i samfunnet. Sagt på en annen måte: pengene dine taper seg i verdi. Jeg anbefaler alle som sparer langsiktig å ta nok risiko og ha is i magen når kursene svinger.

Jeg ønsker dere alle en riktig god sommer – blir det for varmt kan dere kjøle dere ned med en is i magen.



– Harald Espedal
Administrerende direktør

INNHold

LEDER

Is i magen > 2
Harald Espedal

SKAGEN NYHETER

Utvikling > 4
Fondenes avkastning
siste kvartal

Hold av datoen! > 5
17. september skjer det mye
i Stavanger Konserthus

BANEBRYTENDE INNOVASJON

**Teknologiske tigersprang
skaper håp og drømmer** > 6
Nye måter å drive forretning på

Disruptive investing > 6
Hva betyr det?

**Selskapskjøp til
astronomiske beløp** > 7
En ny internettbølge?

Tre døde selskaper > 7
Historien er full av selskaper
som ble utslettet

Ødeleggelse som skaper verdi > 8
Selskap som endrer verden
skaper ikke nødvendigvis
verdi for aksjonærene

Store endringer i bilindustrien > 9

Høytflyvende lavprisselskap > 9

Nyskapende e-handel > 9

SKAGEN Credit > 10
– hvem ville du lånt penger?

Mer enn kommunikasjon > 14
Ny teknologi krymper verden

REGNSKAP

Kvartalsregnskap > 47

Avkastning- og risikomåling > 35

DIN SPARING

Lav aksjeandel – høy risiko > 12
Den største risikoen med
innskuddspensjon
er lav avkastning

Den som jobber mest, vinner > 48

PORTEFØLJE- FORVALTERNES BERETNING

INTRODUKSJON

Et innholdsrikt kvartal > 16
Til tross for lite svingninger
var det noen innholdsrike
måneder

Det må sterkere lut til > 31
Rentekommentaren

AKSJEFOND

SKAGEN Vekst > 19
Et kvartal for rekordbøkene

SKAGEN Global > 22
Et godt kvartal

SKAGEN Kon-Tiki > 25
Beste på nesten fire år

SKAGEN m² > 28
Justering ga uttelling

RENTEFOND

SKAGEN Tellus > 32
Gode resultater, gode utsikter

SKAGEN Avkastning > 32
Best bidrag utenlands

SKAGEN Høyrente > 33
Få overraskelser

SKAGEN Høyrente Institusjon > 33
Rolig rentemarked

KOMBINASJONSFOND

SKAGEN Balanse 60/40 > 34

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 porteføljeforvalterens 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 kunde- rådgiver på telefon 04001. Du kan også sende epost til kundeservice@skagenfondene.no.



Foto: Bloomberg
6

Oppfinner og seriegründer Elon Musk er en av de fremste eksponentene for fenomenet disruptive innovation. Her foran en modell av sin Space Taxi.



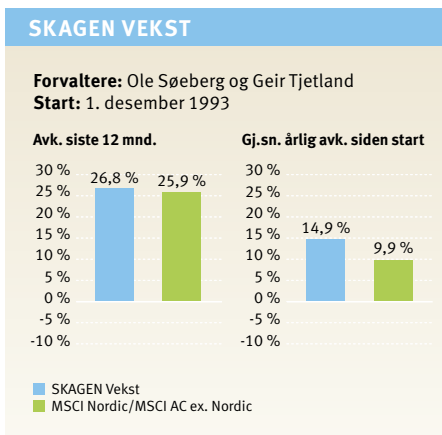
16

Andre kvartal var rikt på politiske begivenheter. Valgseieren til den indiske statsministeren Narendra Modi har gitt håp om mindre byråkrati og økonomisk vekst. Det indiske markedet er opp 25 prosent hittil i år.

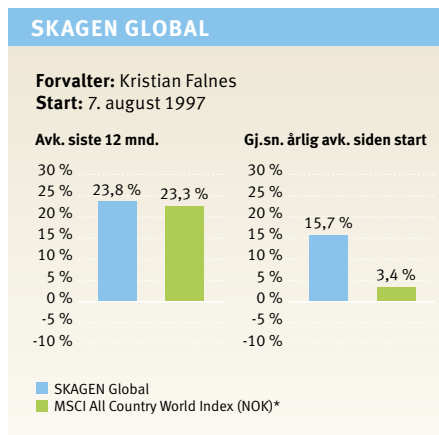
Utvikling

I tabellene vises avkastningen i SKAGENS fond i forhold til de respektive referanseindekser. Med mindre annet er oppgitt er alle avkastningstall i denne markedsrapporten knyttet til klasse A, og oppgis etter fradrag for gebyrer. Fondenes avkastningstall er oppdatert per 30. juni 2014.

■ Aksjefond ■ Rentefond



* Før 1.1.2010 var indeks OSEBX



* Før 1.1.2010 var indeks MSCI World (NOK)

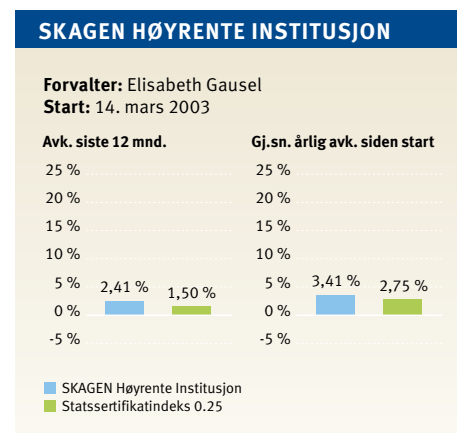
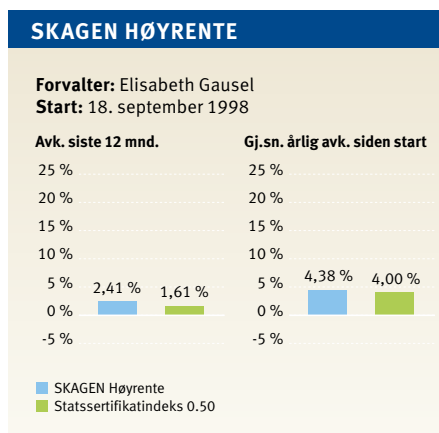
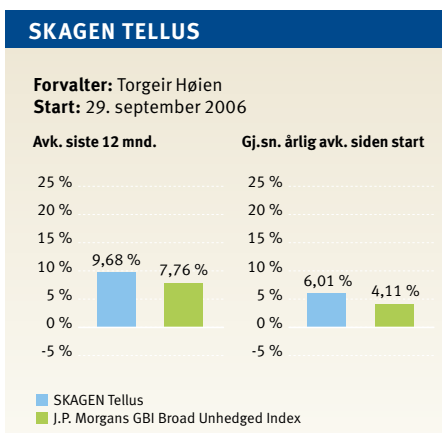
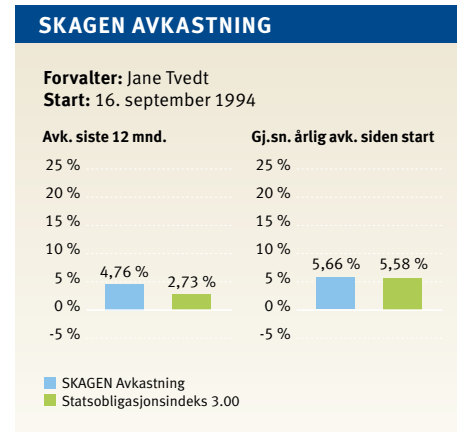
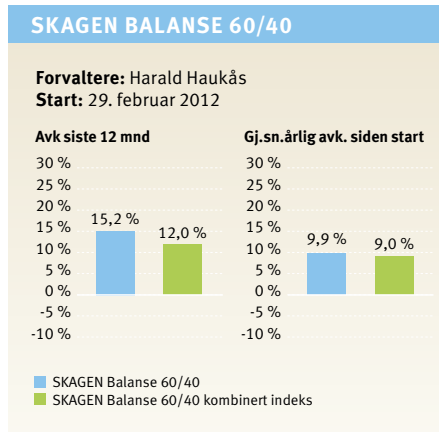
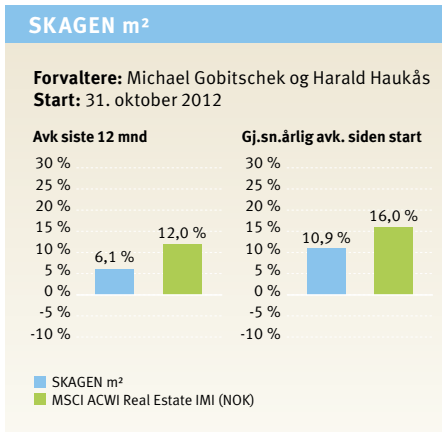
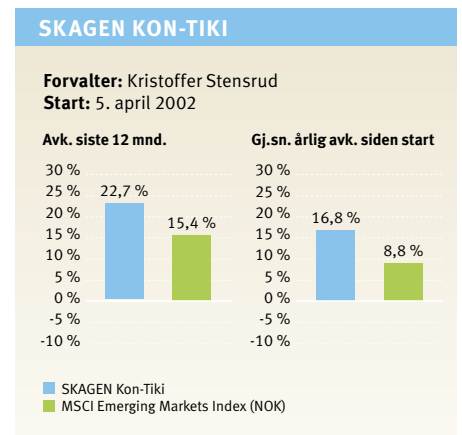




Photo: Jiri Havran

17.

SEPTEMBER

Hold av datoen!

17. september skjer det mye i Stavanger Konserthus. Det er bare å krysse av i almanakken. Det blir både ekstraordinært valgmøte, andelseiermøte og inspirasjonsmøte.

Innkalling til ekstraordinært valgmøte

Andelseiere i SKAGEN Fondene er hjertelig velkommen til ekstraordinært valgmøte 17. september kl. 18.00.

Agenda

- Valg av møteleder og to andelseiere til å undertegne protokollen – til behandling
- Valg av ett styremedlem til styret i SKAGEN AS – til behandling
- Valg av ett varamedlem til styret i SKAGEN AS – til behandling

Valgkomiteens innstilling og annen nødvendig informasjon vil bli lagt ut på våre nettsider www.skagenfondene.no i forkant av forhåndsavstemmingen.

Forhåndsstemme

Andelseiere kan enkelt avgi stemme ved å logge inn på handelsportalen vår www.skagenfondene.no/login fra og med 1. september. Alternativt kan man sende inn stemmeseddel som er tilgjengelig på våre nettsider fra og med 1. september, til kundeservice@skagenfondene.no eller til SKAGEN, postboks 160, 4001 Stavanger. Forhåndsstemmer må være SKAGEN i hende senest 12. september. Beholdning pr. 12. september vil være avgjørende for antall stemmer. Har du avgitt forhåndsstemme er det ikke nødvendig å registrere seg ved ankomst.

Forslag til nytt vara-/styremedlem

Valgkomiteen søker styrekandidater som kan nomineres til valget som vil foregå på andelseiervalgmøte i Stavanger Konserthus 17. september 2014. Hovedkriterier for kandidater er følgende:

- Erfaren person, fortrinnsvis 40 – 50 år, med godt omdømme
- Innsikt i og forståelse for spare- og -kapitalmarkedet
- Generelt god ledererfaring og markedsorientering, med forståelse for utvikling av kompetanse som forutsetning for å lykkes
- Internasjonal forståelse og gjerne internasjonal erfaring
- Gjerne erfaring fra styrearbeid
- Engasjert person som kan og vil bidra i styrearbeidet i SKAGEN

Det er ønskelig med en god kjønnsbalanse i styret og vi søker derfor fortrinnsvis etter kvinnelige kandidater.

Det er nødvendig å stille høye krav for at styrekollegiet i SKAGEN skal være både en aktiv pådriver og et godt kontrollorgan i et selskap med stor internasjonal virksomhet.

Forslag sender dere til leder av valg-komiteen Sigve Erland på e-post sigve.erland@norsco.no, eller på telefonnummer 906 02 873. Du kan også sende forslag til Tone Willog Rettedal, e-post twr@skagenfondene.no, innen 10. august.

Andelseiermøter: etablering av institusjonelle andelsklasser

SKAGEN ønsker å etablere andelsklasser tilpasset institusjonelle investorer, ved å endre fondenes vedtekter. Vedtektsendringene skal behandles på andelseiermøtet 17. september.

Etableringen av institusjonelle andelsklasser ble vedtatt av styret i SKAGEN den 12. juni i år. Endringen gjelder aksjefondene Vekst, Global, Kon-Tiki, m2 og obligasjonsfondet Tellus. De nye andelsklassene vil erstatte rabattmodellene man i dag har for institusjonelle investorer i Kon-Tiki og Tellus.

Det vil bli sendt ut innkalling til andelseiermøter til andelseiere i ovennevnte fond.

Forutsatt at andelseiermøtene godkjenner etableringen, vil endringsforslaget oversendes Finanstilsynet for endelig godkjenning. Ikrafttredelsestidspunkt vil kunngjøres på SKAGENS nettsider.

Inspirasjonsmøte

Det blir inspirasjonsmøte etter at de mer formelle delene er ferdig klokken 19.00. Programmet er ikke helt klart ennå, men vi kan love en inspirerende kveld. Påmelding og program blir tilgjengelig etter sommeren.

Teknologiske tigersprang skaper **håp og drømmer**

Nye måter å drive forretning. Teknologiske gjennombrudd og fremgangsrrike digitale produkter skaper overbevisning om at selskaper må drives på en helt ny måte i fremtiden.

– Christian Jessen
Kommunikasjonsrådgiver



David Rowan, redaktør av teknomagasinets Wired.

Den digitale økonomis fremste talspersoner fremhever igjen med stor overbevisning, at Internettets vekst fører til radikalt annerledes virksomheter. Tettere på kunden, raskere til markedet og uten kvelende bånd til fortiden.

SKAGEN følger utviklingen tett i andelseiernes interesse. Vår oppfatning er litt annerledes enn de mest innbitte forkjemperne, det kan du lese mer om på de neste sidene. Men, la oss se nærmere på hva som er på spill her.

David Rowan er redaktør av det innflytelsesrike britiske teknomagasinets Wired Magazine. Under et besøk hos SKAGEN nylig fortalte han om suksesser, fiaskoer og hva som driver de fremgangsrrike globale entreprenørene. Direkte og indirekte.

- Teppet blir dratt vekk under føttene på de selskapene dere er investert i, slo Rowan fast. Det er en eksponensiell vekst (akselelerende og sterk red. anm.) i teknologi. Realiteter og sannheter skifter mye fortere enn før.

Et selskap som airbnb.com, som formidler utleie av privatboliger

til reisende, har på bare fire år sikret seg 650.000 utleieobjekter, ifølge selskapet selv. Til sammenligning har det tatt Hilton 93 år å bygge opp en tilsvarende kapasitet i hotellmarkedet.

De tøffe gutta i forretningsverden ser på markedsføring som noe kun for svake firmaer. WhatsApp profilerer seg på at de aldri har brukt en eneste krone. Har man det riktige produktet på det riktige tidspunktet, så kan det selges på nettet uten bruk av krykker og støtte, fremhever WhatsApp ifølge David Rowan.

Dyrkingen av entreprenøren som den geniale iverksetter som går ut over gitte rammer har tatt seg opp igjen. Ifølge Rowan har mange av de techmillionærene han kjenner flere fellestrekk.

- De kommer med en bagasje, hvor det ofte er dysleksi og en grad av Asberger involvert. De ser ikke reglene, men mulighetene, sier David Rowan.

Han fremhever, muligens smittet av den entusiastiske stemningen i hans verden, at Google også betaler for de spesielt talentfulle ingeniører og designere når de kjøper teknologiselskaper. Skeptiske aksjeanalytikere fra den gamle verden kan derfor allerede nå begynne å beregne de astronomiske verdifastsettelsene for hver enkelt ingeniør i selskaper som Nest Lab og Deepmind.

Helten over alle helter er seriegründer Elon Musk, som alltid starter med å sette seg høye og ekstremt visjonære mål. Og han setter de fleste ut i livet. Han tjente en formue på betalingstjenesten PayPal og revolusjonerer nå bilverden med elbilen Tesla og banebrytende batteriteknologi.

DISRUPTIVE INVESTING

Begrepene *Disruptive Technology*, *Disruptive Innovation* og *Disruptive Investing* brukes hyppig og har vunnet innpass i næringslivsspråket. De ble lansert i 1995 av professor Clayton M. Christensen fra Harvard Business School.

Disruptive er i denne sammenheng noe nytt, noe som stanser noen andre, plutselig og fullstendig. I stedet oppstår noe annet.

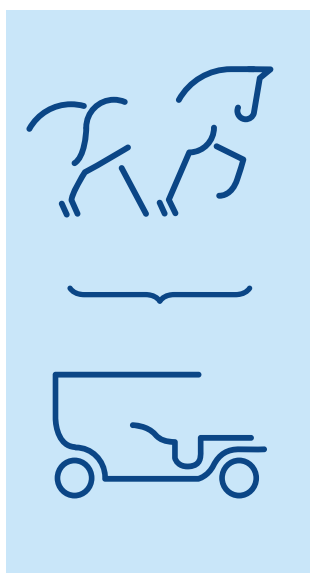
Ifølge Christensen er det svært vanskelig for etablerte selskaper å fornye seg radikalt. De er skapt til å utvikle og optimere det markedet de allerede befinner seg i, med fokus på neste års resultater.

- Institusjoner forsøker å bevare et problem hvor de er løsningen, sier David Rowan.

Disruptive investing brukes om investeringer som gjøres for å være med på de nyeste trendene og være i forkant når helt nye bransjer oppstår. Disruptive innovasjon er ifølge ekspertene en mer presis betegnelse enn

Disruptive technology.

Først når en teknologi er omdannet til en eller flere forretningsmessige innovasjoner oppstår de egentlige skiftene. Mange av de høyest verdsette selskapene har ikke oppfunnet teknologi men de anvender ny teknologi til forretningsmessige nybrott. Oppfinnelsen av bilen skjedde gradvis før år 1900. Men først da Henry Ford kunne masseprodusere den billige T-Forden i 1908 ble produsentene av hestevogner overflødige.





NY INNOVASJON

Noe nytt. Ofte med dårligere kvalitet enn eksisterende produkter men med nye funksjoner. Erstatte etter hvert eksisterende produkter. Eksempelvis nettbrett som erstatter PC'er.



UTVIKLENDE INNOVASJON

Utvikling av allerede eksisterende innovasjoner som eksempelvis buede flat-tv'er som bygger videre på eksisterende teknologi.



EFFEKTIVITETS INNOVASJON

Utfordre eksisterende aktører ved å organisere seg mer effektivt for eksempel ved å opprette sentrallogistikk, nye lavkostnadsalternativer etc.

Ødeleggelse som skaper verdi

Selskap som endrer verden skaper ikke nødvendigvis verdi for aksjonærene. Det glemmer markedet stadig og hete aksjeselskap får altfor høye prislapper. Innimellom finner slike selskaper veien til SKAGENS porteføljer – om prisen er riktig.

– Jonas A. Erikson
Kommunikasjonssjef Sverige

Fra et investeringsperspektiv er det ofte et problem at revolusjonerende børsselskaper blir så populære at vurderingen av selskapene ikke kan regnes hjem. Mange oppfattet eksempelvis den japanske mobiloperatøren NTT Docomo, verdens første bredbåndsaktør, som banebrytende rundt årtusenskiftet. Men at selskapet skulle vurderes til 18 ganger bokført egenkapital, slik det var i begynnelsen av 2000, var vanskeligere å argumentere for. Særlig siden selskapet opererte i et marked med lave inngangsbarrierer for andre selskaper. Markedet gjennomskuet dette og aksjekursen falt kraftig da andre selskaper begynte å flytte frem sine posisjoner og aksjekursen falt kraftig. I skrivende stund verdsettes selskapet til mer rimelige 1,3 ganger bokført egenkapital.

Gjerne forandring og vekst om prisen er riktig

Du finner ikke så mange revolusjonerende selskaper i SKAGENS aksjefond. Risikoen er ofte for høy og avkastningsmulighetene for lave for denne typen selskaper. SKAGEN er en verdiforvalter som fokuserer på å finne undervurderte, ofte litt misforståtte selskaper, i upopulære sektorer og regioner, med potensial for oppvurdering. Men det fins unntak.

- Vi investerer gjerne i selskap som vokser raskt og som navigerer i foranderlige iljører, forutsatt at prislappen på aksjene er riktig og at det fins gode argumenter som støtter opp om selskapshistorien, sier Søren Milo Christensen, forvalter i SKAGEN Global.



HVIS PRISEN ER RIKTIG

Historien er full av omveltninger. Det kan være nye innovasjoner som lesebrettet som erstatter den mindre portable PC'en. Eller en utvikling av eksisterende produkter, buede flatskjermer som bygger videre på tradisjonell teknologi. Men det kan også være at et selskap lager et produkt eller tilbyr tjenester billigere og mer effektivt, som lavprisflyselskaper som utfordrer de tradisjonelle flyselskapene.

STORE ENDRINGER I BILINDUSTRIEN

Bilprodusenten Hyundai Motors og dekkprodusenten Continental er SKAGEN-selskaper som opererer i bransjer og markeder i sterk endring.

På to tiår har andelen 19-åringer som har førerkort minnet fra nesten 90 til rundt 70 prosent i billandet USA. I storbyer som Boston, New York og Washington har rundt en tredel av husholdningene ikke bil, og samkjøringspølene blomstrer.

Samtidig som bilkjøring blir mindre populært i USA, eksploderer

privatbilismen i det rasktvoksende Asia, med Kina og India i spissen. Det er noe den sørkoreanske bilprodusenten Hyundai Motors drar nytte av. Selskapet har fulgt Toyotas vei: startet i lavprissegmentet og deretter beveget seg oppover. Med fortsatt konkurransedyktige priser, god drivstofføkonomi og utmerkede nybilgarantier, har selskapet blitt verdens fjerde største bilprodusent. Og det er ikke bare i rasktvoksende vekstmarkeder som selskapet kan vise til høye salgstall, men også i land som USA. Hyundai Motors kom inn i porteføljen i SKAGEN da aksjen

var på billigsalg under finanskrisen i 2009.

Selvgående biler er noe som rykker nærmere. Innen 2025 regner den tyske dekkprodusenten Continental med at helt automatiserte biler vil rulle på veiene. Rundt 90 prosent av alle bilulykker skyldes menneskelige feil. Selvgående biler forventes derfor å redusere antall ulykker dramatisk. Det vil forandre ikke bare forsikringsbransjen og helsevesenet men også transportnæringen. Continental satser på å være en ledende aktør i denne overgangsprosessen med sine intelligente tekniske løsninger

for eksempelvis fartskontroll, kollisjonsbeskyttelse og trafikk-skiltgjenkjenning.

- Mange ser på Continental som et dekkelskap, men jeg ser et hi-techselskap. En aksje som har mye mer å gi og som handles til ganske moderate 13 ganger forventet inntjening, sier Geir Tjetland, forvalter i SKAGEN Vekst.

På samme måte som man forbinder produsenten av mikroprosessorer Intel med datamaskiner «Intel inside», vil Continental at man skal forbinde dem med fremtidens biler «Conti inside».

HØYTFLYVENDE LAVPRISSELSKAP

Investeringer i flyselskapsaksjer har generelt vært notorisk dårlige for investorer. Men det betyr ikke at alle investeringer i bransjen er dårlige.

Investeringsguru Warren Buffett er kjent for sin aversjon mot flyselskaper. Han sies å ha en lapp i brystlommen som påminner ham om å aldri investere i et flyselskap. Virgin Airways eksentriske grunnlegger Richard Branson har kanskje uttrykt det best: «Den enkleste måten å bli millionær er å starte som milliardær og deretter investere i et flyselskap.»

Er prisen riktig er det ingen grunn til ikke å investere i flyselskapsaksjer. Lavprisselskapet Norwegian er med i flere av SKAGENS aksjefond. Selskapet som ble grunnlagt av den tidligere jagerflypiloten og advokaten Bjørn Kjos, besto i starten av en flåte Fokkerfly uten passasjerer. Dette etter at Braathens hadde sagt opp sin serviceavtale med Norwegian etter å ha blitt kjøpt opp av SAS. I dag, 13 år senere, er Norwegian mye mer lønnsomt enn SAS, og i ferd med å bli like stort.

Blant ingrediensene i suksessoppskriften er en moderne flyflåte som gir bedre drivstofføkonomi og ingen gamle dyre strukturer

og byråkrati. En effektiv internettbasert bestillingstjeneste, billige billetter for massemarkedet pluss holdningen at man får det man betaler for, har også vært viktige komponenter når man har utfordret de facto-monopolisten SAS. Og det er en kamp selskapet ser ut til å vinne.

- Det er mulig å finne vinnere også i flyindustrien. Selskap som har en bra kostnadsstruktur og fokus, som Norwegian. Selskapets aksjer har gitt en årlig gjennomsnittlig avkastning på 24 prosent, sier Knut-Harald Nilsson, forvalter i SKAGEN Kon-Tiki.

Et annet eksempel på flyselskaper i SKAGENS porteføljer er

malaysiske Air Asia. Selskapet ledes, som Norwegian, av en visjonær direktør, Tony Fernandes som eier en fjerdedel av selskapet. Air Asia har de laveste kostnadene blant alle verdens flyselskaper, sammen med irske Ryanair. De forventes å øke sin markedsandel solid når ASEAN-landene åpner flymarkedet for konkurranse i 2015. Selskapet vil også nyte godt av økt reisevirksomhet fra Kina. Mer enn 100 millioner kinesere var turister i 2013 og antallet ventes å dobles før 2020.

NYSKAPENDE E-HANDEL

Svenske Kinnevik og sør-afrikanske Naspers er to selskaper i SKAGEN-porteføljene med mange investeringer i e-handelsselskaper i markeder i endring.

Det svenske investerings-selskapet Kinnevik er et typisk eksempel på et selskap som trives i omveltende miljøer. Med superentreprenøren Jan Stenbeck ved roret utfordret og beseiret Kinnevik flere institusjoner, som de

svenske tv- og telemonopolene med TV3 og Comviq/Tele 2 i spissen. Etter Stenbecks død i 2003 har datteren Christina Stenbeck tatt over roret som selskapets leder og er nå Kinneviks styreleder. Hun sa nylig at Kinnevik skal sees som et opportunistisk og fleksibelt investerings-selskap, som ikke etterstreber en balansert portefølje hverken på bransje eller region.

Omdannelsen av Kinnevik mot en ledende onlineaktør med innehav i selskaper som netthandelsselskapet Zalando

og selskapsinkubatoren Rocket Internet og en rekke andre nettselskaper, har vært vellykket. Og en økende andel av selskapets inntekter kommer fra rasktvoksende vekstmarkeder. De siste to årene er aksjekursen doblet, tross det mener SKAGEN Kon-Tiki forvalter Kristoffer Stensrud at selskapet er undervurdert.

- Ser man på Kinnevik som et tradisjonelt svensk investerings-selskap er det ikke lavt vurdert, men ser man på selskapet som et investerings-selskap med en diversifisert netthandelssporte-

følje er det betydelig billigere, sier Kristoffer Stensrud.

Et annet selskap i SKAGENS porteføljer med virksomhet innen media og netthandel er det sør-afrikanske medieselskapet Naspers. På samme måte som Kinnevik har selskapet fokus på inntekter gjennom entreprenørvirksomhet, med gode markedsposisjoner i flere vekstmarkeder. En fordel er at man kan gå direkte til mobilhandel med sine produkter og tjenester, uten å gå omveien gjennom stasjonære PC'er. Les mer om Naspers på side 14.

SKAGEN Credit – hvem ville du lånt penger?

Porteføljeforvalterne bak nystartede SKAGEN Credit må hver dag velge hvilke selskaper de vil låne penger til. Det er ikke så lett som man kanskje skulle tro.

– Trygve Meyer
Kommunikasjonsrådgiver portefølje

SKAGEN Credit følger den samme investeringsfilosofien som våre andre fond og velger de beste obligasjonene uavhengig av kredittkvalitet, sektor og land. Siden det dreier seg om selskaper har de også den samlede erfaringen fra SKAGENS aksjefond å dra nytte av når de gjør sine vurderinger.

Med utgangspunkt i erfaring og kunnskap søker forvalterne av SKAGEN Credit å identifisere selskaper hvor markedsprisen på gjelden ikke står i forhold til den risiko vi mener en tar ved å låne ut penger til det bestemte selskapet. Resultatet kan enten være feilprising av lånet eller at en får høye renter på de pengene en låner ut.

En bedring i markedets forståelse av selskapets risikoprofil, eller en reell endring i det samme selskapets risikoprofil vil dermed gi en meravkastning i fondet. På den måten vil avkastningen i all hovedsak komme fra obligasjoner som utvikler seg gunstig i pris, eller obligasjoner som har en høy, stabil og løpende avkastning i forhold til risikoprofil.

Målet i den utvelgelsen forvalterne gjør er selvfølgelig å levere best mulig risikojustert avkastning til andelseierne i fondet.

I løpet av den første måneden har fondet investert i ca. 30 forskjellige selskaper fra Amerika til Asia, og da i sektorer fra transport til energi. Her følger to eksempler på hva fondet er investert i så langt. For mer om fondet, se våre hjemmesider.



Foto: Bloomberg

EKS 1 BRITISK STOLHET MED INDISK VRI

Det er ikke mange produkter som blir ansett som så erkebritiske som biler fra Jaguar eller Land Rover. Begge bilmerkene har en lang historie som bidrar til å gjøre det til en interessant investering for vårt nye sel-

sksapsobligasjonsfond SKAGEN Credit.

Fra 1940-tallet og fram til i dag har de to selskapene vært gjennom mange forvandlinger og sammenslåinger, blant annet som underselskap for Ford og

BMW. Siden finanskrisen i 2008 har de operert som ett selskap under indiske Tata Motors.

Jaguar Land Rover har en solid posisjon i markedet, er godt diversifisert med tanke på eksisterende og nye modeller. Dette gir et godt grunnlag for å levere overskudd.

For Tata Motors utgjør Jaguar Land Rover nesten 90 prosent av overskuddet og tre fjerdedeler av salget. Dette viser at Jaguar Land Rover har en sterk posisjon, både som global merkevare og innad i morselskapet.

Tata Motors planlegger ytterligere utvidelse av Jaguar Land Rover, med blant annet økt produksjon, for å dra nytte av etterspørselen i framvoksende markeder slik som Kina og Brasil. Dette for å utnytte vekstpotensialet for luksusbiler i disse markedene.

Bedre enn ratingen

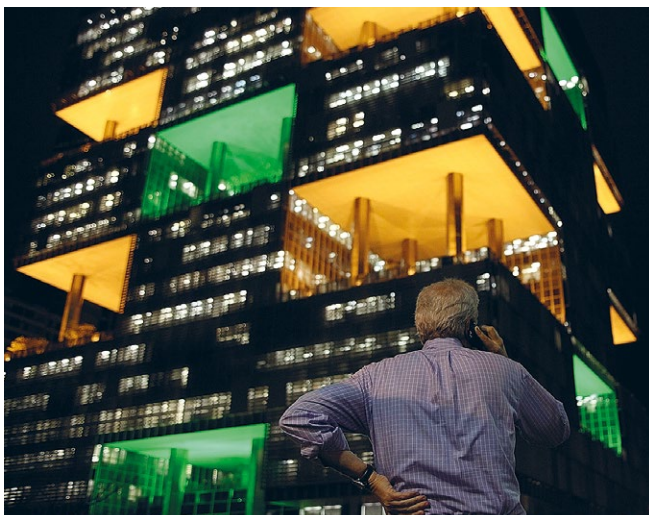
Jaguar Land Rover er et selvstendig selskap hvor renter og

gjeldsbelastning er helt uavhengig av eierstrukturen. Selskapet har en moderat gjeldsbelastning og har god kontantstrøm, noe som er viktig for gjeldsinvestorer fordi det sier noe om evnen til å kunne betjene den gjelden som er utestående.

Basert på nåværende resultater og gjeldssituasjon i Jaguar Land Rover skulle selskapet vært investment grade (BBB hos S&P). Men, fordi den engelske bilfabrikanten er eid av indiske Tata har de en high yield rating (BB hos S&P).

Det er nemlig slik at Jaguar Land Rover ikke kan ha en høyere rating enn det morselskapet har og Tata blir trukket ned på grunn av indisk landrisiko.

Kort sagt får en som obligasjonseier bedre betalt enn hva risikoen i selskapet tilsier. Det skulle vel i seg selv være en god nok grunn til å investere.



EKS 2 BRASILIANSK OLJEGJELD

«O petróleo e nosso!» eller oljen er vår, var slagordet da Brasils største selskap ble lansert i 1953. Siden den gangen har Petroleo Brasileiro SA, eller Petrobras som de fleste kaller

det, vokst til et stort, internasjonalt oljeselskap.

Rundt 90 prosent av reservene ligger i Brasil og på så mye som 6-7000 meters dyp. I tillegg til de store dypene er oljen gan-

ske tykflytende. Selskapet har godt løpende inntjening, men utvinningen av reservene er ganske kapitalkrevende og med lavere marginer enn for lettere tilgjengelig produksjon.

Som følge av sin virksomhet har Petrobras et betydelig investeringsprogram som blir finansiert gjennom blant annet lånte penger, slik som obligasjoner. Selskapet blir ansett som svært kredittverdig lokalt og har en nasjonal AAA rating (S&P).

Samtidig er den internasjonale ratingen lavere, men fortsatt på investment grade (BBB hos S&P). Grunnen til den lavere internasjonale ratingen er rett og slett at selskapet er hjemmehørende i vekstmarkedslandet Brasil.

Samba i valsetakt

Petrobras har mange obligasjoner utstedt i USA i dollar. Dette er gunstig fordi en som investorer dermed blir underlagt ameri-

kansk rett. Samtidig har muligheten til å kjøpe obligasjoner i et brasiliansk selskap og dra nytten av attraktive renter.

- Det er ikke uvanlig at store selskaper fra fremvoksende markeder ønsker internasjonal finansiering, sier Tomas Nordbø Middelthon, som forvalter SKAGEN Credit. «For oss byr dette på muligheter. Spesielt når markedsprisen på gjelden ikke står i forhold til den risiko vi mener vi tar ved en investering.

Petrobras har sagt at målet er økt produksjon og redusert netto gjeld i årene fremover. Det vil redusere risikonivået, noe som er gunstig for obligasjonseiere.

Konklusjonen er dermed at det å låne penger til Petrobras byr på god rente i forhold til risikoen for mislighold. Redusert gjeld vil redusere risikoen ytterligere, noe som kommer obligasjonseierne til gode.



SKAGEN CREDITS PORTEFØLJEFORVALTERE

SKAGEN Credits porteføljeforvaltere drar nytte av sin ekspertise fra rentemarkedet, samt forvalterne i SKAGENS aksjefonds mangeårige erfaringer med vellykkede aksjeutvalg. De har lang og utfyllende erfaring som spenner fra rentefondsforvaltning, selskapsanalyse, risikostyring og trading.

Tomas Nordbø Middelthon har jobbet i SKAGEN siden 2010, både som risk manager og senere som porteføljeforvalter i SKAGENS pengemarkedsfond. Tidligere jobbet Tomas i financial services i Statoil med å implementere globale risikohåndteringsverktøy. Tomas er siviløkonom/ MBA i finans og er autorisert finansanalytiker. Han har sterke analytiske egenskaper og bakgrunn fra finansiell risikohåndtering.

Ola Sjøstrand har jobbet i SKAGEN siden 2006 som porteføljeforvalter på rentesiden. Han har blant annet lansert og er ansvarlig for rentefondet SKAGEN Krona. Han har også hatt ansvaret for SKAGEN Høyrente og Høyrente institusjon. Hans sterke analytiske evner og investeringserfaring med SKAGENS investeringsfilosofi gjør Ola i god stand til å finne gode investeringer for fondet. Han har god historikk med å levere solid risikojustert avkastning under skiftende markedsforhold. Ola har en BSc i Business Administration og Economics.

SKAGEN Credit NOK er et valutasikret fond i norske kroner som investerer fondets midler i det globale fondet SKAGEN Credit.

Lav aksjeandel – høy risiko

Den største risikoen for mange med innskuddspensjon er lav avkastning, ikke høy aksjeandel.

– Jonas Osland
Formuesforvalter

Er du født etter 1963 og jobber i privat sektor er sannsynligheten stor for at du har innskuddspensjon. Avkastningen du får på midlene som arbeidsgiver betaler inn til din innskuddspensjon har direkte innvirkning på pensjonen du til slutt ender opp med. Likevel er svært mange plassert i pensjonsprofiler med lav aksjeandel og dermed lave avkastningsforventinger. Noen oppfatter nok det å ha en høy aksjeandel i sin pensjonsprofil som risikabelt. Vi mener at den største risikoen for mange med innskuddsbasert pensjon er lav avkastning, ikke høy aksjeandel.

Ta kontroll

Du kan selv påvirke hvilken avkastning pensjonsmidlene dine får gjennom den risikoprofilen du er satt opp med. Ved inngåelse av innskuddspensjonsavtale mellom arbeidstaker og innskuddspensjonsleverandør settes som regel en standardprofil. Alle arbeidstakere blir ved oppstart plassert inn i denne profilen, og eventuelle nye personer som begynner i bedriften, kommer også inn i denne standardprofilen. Hvordan porteføljen vil se ut i en standardprofil, vil variere fra leverandør til leverandør og fra bedrift til bedrift, men typisk vil en slik profil ha 50 prosent aksjer (eller mindre). Når arbeidstakerne har blitt plassert inn i denne standardprofilen, vil de som regel få mulighet til å velge en annen av leverandørens profiler (med høyere eller lavere risiko), eventuelt bygge en egen portefølje basert på leverandørens frie fondsutvalg.

Bytt profil

- I realiteten ser vi at svært få skifter risikoprofil. Konsekvensen av å ikke benytte muligheten til å velge en mer offensiv profil er for mange lavere avkastning og lavere pensjon, sier senioranalytiker Stein Svalestad i rådgivningsfirmaet Gabler.

- Hvilken risikoprofil man bør velge avhenger av flere faktorer, blant annet alder. Det er ikke slik at høy aksjeandel passer for alle. Men for svært mange er dette tilfelle.

Innskuddsbasert pensjon

Over 1 million personer i Norge har innskuddsbasert pensjonsordning knyttet til sitt arbeidsforhold, og dette tallet er økende. Innskuddsbasert pensjon innebærer at faktisk pensjonsutbetaling er avhengig av avkastningen på de innskutte midlene. Den enkelte har dermed et ansvar for utviklingen i egen pensjonsformue, i motsetning til i en ytelsesbasert pensjonsordning. Men de færreste er sitt ansvar bevisst og tar grep for å forvalte sin pensjonsformue på best mulig måte.

Innskuddspensjon er normalt langsiktig sparing. Midler avsettes på en konto i dag for utbetalinger som kan komme over 40 år frem i tid. Som en konsekvens av dette bør en også tenke langsiktig i forvaltningen av disse midlene. Over tid vil man forvente å bli kompensert for å påta seg risikoen ved å investere i aksjer. Ved å plassere sine pensjonsmidler i aksjer får man ta del i verdiskapningen i samfunnet i opp-tjeningsperioden.

Høyere avkastning med høy aksjeandel

Gabler har sett på forventet avkastning og risiko i pensjonsprofiler med høy (80 prosent aksjer), middels (50 prosent aksjer) og lav (30 prosent aksjer) aksjeandel.

- Med en tidshorisont på 20 år er det svært liten sannsynlighet for at profilen med høy aksjeandel vil gi lavere avkastning enn de andre profilene, sier Svalestad. - I forventning får man 1,7 prosent ekstra årlig avkastning ved å velge porteføljen med høy risiko sammenlignet med porteføljen med lav risiko, fortsetter han.

Forskjellene i forventet avkastning fra de ulike profilene kan virke små når de fremstilles med prosenter. Men i og med at det her er snakk om årlig avkastning, blir forskjellene betydelige når man ser hvordan dette påvirker pensjonsutbetalingen.



Størrelsen på pensjonen i innskuddsbaserte pensjonsordninger vil avhenge av følgende faktorer:

- Lønn
- Hvor mange prosent av lønn arbeidsgiver betaler inn til arbeidstakers pensjonskonto
- Hvor lenge sparingen skjer
- Avkastningen på de avsatte midlene.

Avkastningen på pensjonsmidlene er dermed avgjørende for den pensjonen den enkelte arbeidstaker til slutt ender opp med.

På bakgrunn av dette skulle man forvente at mange arbeidstakere med innskuddspensjon var aktive i selv å bestemme hvilken pensjonsprofil de ville ha. Det er altså ikke tilfelle. Dermed lav eller middels aksjeandel er et uttrykk for et ønske om lav risiko i pensjonsprofilen, er talen klar: Risikoen er ikke stor for at høy aksjeandel over tid vil gi lav pensjon. Risikoen er lav pensjon som følge av lav aksjeandel.

- Om vi legger til grunn en person på 30 år som i dag tjener 500 000, og hvor arbeidsgiver betaler inn fem prosent av lønn over grunnbeløpet til vedkommendes innskuddskonto, vil han ved å gå fra middels aksjeandel til høy aksjeandel få en forventet økning i pensjonsutbetalingen på 5 000 kroner per måned, utdyper Svalestad.



Mer enn kommunikasjon

Mens vi i Vesten ser frem til det nyeste designet og teknologien fra selskap som Samsung og LG, er perspektivet ofte et helt annet for de som lever i verdens vekstmarkedsland.

– David Reiser
Formuesforvalter

I flere afrikanske land har innovasjoner og teknologi endret hverdagen stadig raskere de siste 15 årene. Afrikas telenett var for eksempel kronisk dysfunksjonelle i mange tiår. Men med store fremskritt og kostnadseffektiviseringer innen mobilteknologi har kontinentet suksessivt tatt igjen og i noen tilfeller gått forbi Vesten. Investeringer i fasttelefoni er droppet til fordel for kostnadseffektive og fleksible basestasjoner for mobiltelefoni. Dermed fikk man ikke bare orden på dekningen, Afrika tok skrittet rett inn i den mobile internettalderen med alle dens muligheter.

Under en reise til øya Zanzibar utenfor Tanzania for noen år siden, fortalte en fisker entusiastisk hvordan livet hans var forandret. Med mobiltelefonens hjelp kunne han nå holde orden på værmeldingen og lokalisere fiskebestand, og ikke minst ta inn prisforespørsler fra oppkjøpere i ulike havner i land for på den måten å få beste pris for fangsten.

Nye forretningsmodeller

Siden den gang har utviklingen gått i rasende tempo. Siden årtusenskiftet har antall mobilabonnement sør for Sahara vokst 40 ganger fra 16,5 millioner til 650 millioner i 2013, ifølge Verdensbanken. Det har vekket investorenes interesse. Den amerikanske programvaregiganten Microsoft (2,2 prosent av SKAGEN Globals portefølje) med kontor i 14 afrikanske land, lanserte for eksempel en mobiltelefon spesialfremstilt for det afrikanske markedet. For mange afrikanere er mobilen også deres første datamaskin, og derfor har verden krympet ytterligere noen størrelser. Via telefonens nettilkobling kan eksempelvis afrikanske studenter plutselig ta del i gratisforelesninger fra ledende amerikanske universitet eller tall fra verdensledende entreprenører.

I kjølvannet av Afrikas mobilrevolusjon har en rekke nye tjenester og forretningsmodeller oppstått. Et SKAGEN-selskap som ikke var sen med å gi avkastning er det sør-afrikanske media- og netthandelsselskapet Naspers (1,5 prosent i SKAGEN Kon-Tiki pr 30. juni).

På samme måte som Kinnevik har Naspers et entreprenørmessig inntjeningsfokus, med gode markedsposisjoner i Afrika, Brasil, Kina, Russland og andre deler av Øst-Europa. Selskapet eier flere nettselskaper og har en sterk posisjon i det raskt voksende betal-tv segmentet i mange afrikanske land. En fordel med å primært drive i vekstmarkedene med høy mobilpenetrasjon er at Naspers kan gå direkte på mobile tjenester og slipper omveien om stasjonære maskiner.

Telefoner som krymper verden

Også finansielle tjenester utvikles i rask takt. I stedet for bankkontoer og plastkort har dårlig kontanthåndtering og få lokale bankkontorer drevet etterspørselen etter mobile banktjenester, eller e-lommebøker. Men innovasjonene har ikke kommet fra finanssektoren. Den kenyanske mobiloperatøren Safaricom (tidligere selskap i SKAGEN Kon-Tiki) er med sin tjeneste M-Pesa verdensledende på mobile banktjenester. Den indiske mobiloperatøren Bharti Airtel (2,7 prosent i SKAGEN Kon-Tiki pr 30. juni) lanserte et samarbeid for mobile betalingstjenester med vestafrikanske Ecobank høsten 2013.

Det som fra starten primært var et kommunikasjonsmedium har altså raskt blitt mye mer enn bare det. Under en reise til øya Zanzibar utenfor Tanzania for noen år siden, fortalte en fisker entusiastisk hvordan livet hans var forandret. Med mobiltelefonens hjelp kunne han nå holde orden på værmeldingen og lokalisere fiskebestand, og ikke minst ta inn prisforespørsler fra oppkjøpere i ulike havner i land for på den måten å få beste pris for fangsten. Betalingen foregikk naturligvis på mobilen.

Porteføljeforvalternes beretning

Introduksjon

- › Verdensøkonomien peker oppover, men veien er ikke uten fartsdumper
- › Andre kvartal var preget av store politiske begivenheter, blant annet i India
- › Husk at stor politisk usikkerhet ofte produserer attraktive verdsettelse
- › Det er færre billige selskaper, men fortsatt muligheter



Foto: Bloomberg

Valget av Narendra Modi fortsatte å presse det indiske aksjemarkedet oppover med håp om nødvendige reformer.

Et innholdsrikt kvartal

Lav volatilitet i globale finansmarkeder i andre kvartal kunne gi inntrykk av at sommerferien begynte tidlig. Men, tvert i mot var det noen innholdsrike måneder, spesielt på det politiske plan.

De globale aksjemarkedene fortsatte sin oppadgående reise i andre kvartal med en avkastning på 7,6 prosent. Til forskjell fra foregående kvartaler, og i motsetning til hva avisoverskriftene spådde i starten av året, oppnådde vekstmarkedene en høyere avkastning (+9,3 prosent) enn utviklede markeder (+7.4 prosent).

Opp, men med fartsdumper

I løpet av andre kvartal fikk vi vite at amerikansk BNP falt med 2.9 prosent i årets første kvartal i forhold til samme periode ifjor. Umiddelbart ser dette ut som et stort tilbakeslag for amerikansk økonomi, men slik skal det ikke tolkes. Dette var en nedjustering fra tidligere estimater, men tilskrives hovedsakelig et ekstremt vintervær i USA. Senere målinger fra industri, boligmarked og konsum tyder på at aktiviteten fortsetter å ta seg opp.

I Japan falt konsumet i april betydelig etter at merverdiavgiften ble satt opp for første gang på 17 år (fra 5 til 8 prosent). Økningen er en del av statsminister Abes plan for å bedre statsfinansene, og her ligger en av hans største utfordringer.

Japan må både få orden på statsfinansene, og samtidig få fart på den økonomiske veksten. Tiltak som kan bedre den ene, for eksempel økte skatter, er ikke nødvendigvis bra for den andre målset-

ningen. Så langt er det grunn til forsiktig optimisme, etter at konsumet tok seg opp i mai og regjeringen fortsetter sitt arbeid for strukturelle reformer. Et mer åpent arbeidsmarked, lavere selskapsbeskatning og bedre selskapsstyring vil være viktige faktorer for bedring.

Fra et investorståsted er det viktig å huske på markedspyskologiens betydning i Japan. Det er nesten 25 år siden aksjemarkedet toppet seg i stor spekulativ boble. Det påfølgende krakket satte dype spor, og allokeringen til aksjer er fortsatt lav både blant private og institusjonelle investorer. Men her synes det å være endringer på gang.

Europeisk lavrenteklima

Den europeiske sentralbanken, ESB, ble den første store sentralbanken til å introdusere negative innskuddsrenter. Målet er å stimulere til økt långivning og forbruk, og dermed nå det uttalte inflasjonsmålet på «nær 2 prosent». For å lykkes må ESB sannsynligvis følge opp med sterkere lut (se rentekommentar side 31).

I Europas periferi utstedte Hellas sin første langsiktige statsobligasjon på fire år, til positiv mottakelse fra investorene. Renten på tiårig gresk statsgjeld har nå falt fra nesten 40 prosent da krisen raste som verst høsten 2011 til under 6 prosent i dag.

Det samme er tilfelle for andre stater i periferien, og denne utviklingen kom andelseiere i SKAGEN Tellus til gode, gjennom investeringer i Greske, Italienske, Portugisiske og Slovenske statsobligasjoner. At presset minker og økonomiske piler ser ut til å peke oppover er positivt, men vi skulle gjerne sett at reformvilligheten ikke blir bedøvet av mindre press på statsfinansene.

I Afrika ble det offisielt klart at Sør-Afrika ikke lenger er Afrikas største økonomi. Etter å ha endret metode, ble Nigerias bruttonasjonalprodukt over natten økt med 89 prosent til USD 510 milliarder.

Politiske begivenheter

Andre kvartal var politisk begivenhetsrikt. Viktigst var nok Narendra Modi og hans BJP partis overlegne valgseier i India. Som tidligere delstatsminister i staten Gujarat gjorde Modi en god innsats i å fjerne byråkrati og legge til rette for økonomisk vekst. Ambisjonen er å gjøre det samme på nasjonalt plan. Den knusende valgseieren ga ham et sterkt mandat, men det vil han også trenge i et kulturelt og religiøst heterogent samfunn bestående av mer enn 1.2 mrd mennesker.

Det indiske aksjemarkedet er opp 25 prosent hittil i år, så forventningene om reform og økonomisk utvikling har satt



Foto: Bloomberg

BNP-tall i første kvartal viste en tilbakegang på 2,9 prosent mot 1 prosent i samme periode året før. Det dårlige været i store deler av USA var en medvirkende faktor, men flere indikatorer viser nå økt aktivitet.

sine spor i markedet. Nå er det opp til Modi og hans regjering å levere.

Mindre positivt var det at partiet ANC vant nok en seier i Sør-Afrika. Mens samfunnet og økonomien sliter med høy arbeidsledighet og store forskjeller, har president Jacob Zuma vært innblandet i korrupsjonsskandaler og anklager om bruk av offentlige midler på egen luksus. ANC spilte en viktig rolle under avskaffelsen av apartheid, men har ikke evnet å levere på viktige reformer de seneste år.

I Thailand tok militæret makten, men aksjemarkedet fortsatte imidlertid ufortrødent oppover. Dette var det tolvte statskuppet siden opprettelsen av et konstitusjonelt monarki i 1932, så slik sett er det «business as usual.»

Vi ble også vitne til en bekymringsfull utvikling i Midtøsten, der militante islamister i ISIL tok kontroll over viktige landområder i Irak og Syria. Foruten politiske og sosiale konsekvenser, kan videre eskalering få betydning for oljeprisen. Irak er nemlig OPECs nest største oljeprodusent

med over 3 millioner fat per dag.

Fokus på selskaper

I SKAGEN fokuserer vi på selskapene. Det er tross alt de, og ikke stater eller markeder, som til syvende og sist skaper verdier for aksjonærene. Men miljøet et selskap opererer i har selvsagt betydning for den totale utviklingen.

At rettsstatsprinsipper overholdes, og at det ikke er for plundrete å søke om tillatelser eller bygge nye fabrikker, er viktige faktorer for selskapers langsiktige utvikling. Derfor er det av stor betydning at politikere, spesielt i vekstmarkedene, benytter sjansen de har til å legge til rette for fortsatt vekst- og velstandsutvikling snarere enn å fokusere på egen berikelse. Derfor er vi glade for at Modi vant i India, og mindre optimistiske på Sør-Afrikas vegne så lenge Zuma sitter med makten.

Samtidig skal man huske på at områder med politisk usikkerhet ofte produserer attraktive verdsettelse, som langt på vei oppveier for politisk risiko. Dermed gjelder

det å være pragmatisk i investeringsbeslutningene, noe vi hele tiden søker å være i SKAGEN.

Færre billige selskaper, men muligheter

Oppgangsmarkedet på mange av verdens børser har nå vart i over fem år, og den toneangivende S&P 500-indeksen er omtrent tredoblet siden bunnen våren 2009. I denne perioden har vi vært vitne til en likviditetstilførsel som savner side-stykke i finanshistorien. Dette har drevet aktivpriser oppover—ikke fordi det har vært et mål i seg selv—men fordi sentralbankene mener at velstandseffekten som oppstår når aksjer og eiendom øker i verdi vil føre til økt konsum og dermed økonomisk vekst.

Den siste tiden har volatiliteten falt og investorer er generelt optimistiske. Oppkjøps og fusjonsaktiviteten er tilbake på det høyeste nivået siden 2007, og en stadig større andel av de nye børsselskapene har aldri tjent penger. Aksjer (i sær amerikanske) var veldig billige for fem år siden,



Foto: Heineken

Man høster som man sår. Bryggerigiganten Heineken i SKAGEN Kon-Tikis portefølje benyttet anledningen i lavrenteklimaet til å ta opp et 30-årslån med en rente på 2,56 prosent. Avbildet er Heinekens byggåker i Etiopia.

men det er de ikke lenger.

Dette betyr ikke at den store korreksjonen kommer «i morgen.» Det er fortsatt en del å gå på før vi når tidligere tiders ekstreme eksesser, og markedstopper pleier å være preget av nettopp det. Rentenivået er fortsatt svært lavt og obligasjoner og kontanter ser ikke spesielt attraktive ut relativt til aksjer.

Faren er imidlertid at man baserer langsiktige investeringsbeslutninger på verden slik den ser ut her og nå, og ikke på hvordan den vil se ut i fremtiden. Amerikanske selskapsmarginene er på rekordhøye nivåer, og rentenivået er rekordlavt.

Hva om dette normaliseres, eller om sentralbankene slutter å stimulere markedet?

I slike tider kan det være nyttig å minne seg om den gamle læresetning og universelle sannhet «This too shall pass».

Men så til det viktigste. I SKAGEN bryr vi oss lite om, og bruker minimalt med energi

på, markedsspådommer. Selskapene står i fokus, og vi fortsetter vårt arbeid med å finne dem som vil gjøre det bedre enn konkurrentene i både gode og dårlige tider.

Avvik gir muligheter

Lave renter gir selskapene valgmuligheter. Utnytter de lavrenteklimaet til å finansiere seg billig på lang sikt, eller lesset de på med gjeld—gjærne med kortere durasjon? Mens førstnevnte legger til rette for god fremtidig avkastning vil medlemmer av sistnevnte klubb fort kunne få seg en kalddusj når rentene begynner å stige.

SKAGEN Kon-Tikis investering Heineken hentet i kvartalet EUR 100 millioner med en løpetid på 30 år. Renten var kun 2.56% og lavere enn for de aller fleste stater. Slikt liker vi, som investorer, å se.

Et sentralt moment den senere tid har vært den vesentlige diskrepansen i verdsettelse på tvers av og innad i markeder. Enkelte sektorer er populære,

mens andre ligger på til dels lave nivåer. Det samme gjelder for land og regioner. I vekstmarkedene ser vi fortsatt attraktive verdsettelse. Europa er fortsatt billigere enn USA, og hvis Japanerne kan levere på ambisjonsnivået ser aksjemarkedet deres meget interessant ut.

Utmerket utgangspunkt

En slik situasjon skaper muligheter for aksjeplukkere, noe som igjen gjenspeiler seg i SKAGENS porteføljer. Selv om selskapsvalgene ofte er forskjellige, har alle porteføljene det til felles at de består av gode selskaper som handler til en betydelig rabatt vis-à-vis sine respektive referanseindeks.

Høy kvalitet til rabatterte priser er som kjent et utmerket utgangspunkt for en god handel og påfølgende avkastning. God sommer!

SKAGEN Vekst

- › Kursrekord for fondet i midten av juni.
- › Sterk oppkjøpsaktivitet og lav volatilitet i markedene.
- › Råvarer og olje var blant de beste bidragsyterne i kvartalet.

AVKASTNING 2. KV. 2014* SISTE 12 MND*

SKAGEN Vekst	3,7%	26,8%
MSCI Nordic/MSCI AC ex. Nordic	6,7%	25,9%

* Per 30. juni 2014.



Porteføljeforvaltere

Geir Tjetland, Ole Sjøberg og Alexander Stensrud (junior porteføljeforvalter et års engasjement)

Et kvartal for rekordbøkene

Rekordhøy oppkjøpsaktivitet i de globale aksjemarkedene og kursrekord for SKAGEN Vekst preget andre kvartal. Det samme gjorde den rekordlave volatiliteten i markedene.

SKAGEN Vekst nådde sin foreløpige kurs-topp i midten av juni med en andelskurs på 1753. I slutten av måneden er andelskursen for alle praktiske formål tilbake til dette nivået. Selv om kvartalet var rekordpreget i flere henseender endte SKAGEN Vekst med en absolutt avkastning på 3.7 prosent, noe som var betydelig svakere enn vår referanseindeks som var opp 6.6 prosent i kvartalet. Hittil i år er andelskursen 8.7 prosent, noe som er 0.4 prosentpoeng bedre enn referanseindeks.

Rekordsterkt

Så langt i år har vi i de globale aksjemarkedene sett en rekordhøy oppkjøpsaktivitet, oppsummert til hele 1.7 trillioner dollar. Dette er 75 prosent høyere enn på samme tidspunkt i fjor og det høyeste vi har sett siden 2007. Samtidig fortsetter markedsoppgangen i et lav volatilitetsklime. Volatiliteten i første halvår er på det laveste nivået vi har sett siden vårparten 2005. Rekordhøy aktivitet innenfor oppkjøp og ikke minst rekordlange lister med nye børsintroduksjoner er ofte et signal om at markedene er i ferd med å toppe ut, men den rekordlave volatiliteten har historisk gitt stabil god avkastning i markedet. De nordiske markedene utviklet seg noe ulikt

gjennom kvartalet. Best var Norge med en kvartalsoppgang på 10 prosent, fulgt av Danmark (+7.5%) og Finland (+5%). Stockholmsbørsen derimot hadde en helt flat utvikling i andre kvartal.

Mer å hente

Aksjekursen i Norsk Hydro har tikkert jevnt oppover siden november i fjor, da det brasilianske råvareselskapet Vale solgte sin post i selskapet for 25 kroner per aksje. Vi benyttet anledningen til å doble vår beholdning i Norsk Hydro. Etter at Vale solgte seg ned har Hydro-aksjen steget mer enn 30 prosent, og prisingen begynner å nærme seg selskapets bokførte verdier. Vi tror fortsatt det er mer å hente da vi forventer stigende aluminiumspris grunnet bedret markedsbalanse. Total stopp i bauxitteksport fra Indonesia endrer tilbudssiden mens økt etterspørsel av aluminium drives blant annet fra de globale bilprodusentene. Summen av dette skal kunne gi Norsk Hydro bedret inntjening i tiden fremover da selskapet har rundt 80 prosent eksponering mot aluminium og aluminiumsprodukter. I tillegg fikk vi på tampen av kvartalet se en transaksjon av størrelse innenfor nordisk vannkraft. Statskrafts salg av vannkraftproduksjon

NØKKELTALL FOR DE STØRSTE POSTENE TIL SKAGEN VEKST (PER 30.06.2014)

Selskap	Postens størrelse	Kurs	P/E 2014E	P/E 2015E	P/BV siste	Kursmål
Samsung Electronics	7,5 %	1 060 000	6,1	5,7	1,0	1 500 000
Royal Caribbean Cruises Ltd	7,1 %	56	14,8	12,4	1,4	75
Teva Pharmaceutical	5,5 %	52	11,2	10,7	1,9	65
Norsk Hydro	5,4 %	33	28,5	14,6	0,9	42
Continental AG	4,8 %	169	13,4	11,6	3,6	225
Danske Bank A/S	3,6 %	154	13,0	10,6	1,1	185
Philips	3,4 %	23	15,0	12,5	1,9	40
Kia Motors	3,4 %	56 600	6,1	5,7	1,0	105 000
Norwegian Air Shuttle	3,4 %	201	28,8	7,2	2,5	340
Statoil	3,0 %	188	12,6	12,2	1,6	200
Vektet topp 10	44,2 %		10,6	8,6	1,27	42 %
Vektet topp 35	84,0 %		10,4	8,3	1,58	52 %
Referanseindeks (MSCI Nordic/MSCI AC ex. Nordic)			17,5	16,0	2,11	

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



Foto: Norsk Hydro

Norsk Hydro har vært en av vinnerne i porteføljen i andre kvartal. Aksjekursen har tikket jevnt oppover siden november i fjor, siden da har vi doblet vår beholdning. Vi tror det fortsatt er mer å hente og forventer høyere aluminiumspriser fremover.

i Finland gir en bekreftelse på at Norsk Hydros vannkraftproduksjon på snaue 10 TWh gir en verdi i størrelsesorden 37 milliarder norske kroner, eller 18 kroner per aksje.

Kostnadskutt gir resultater

Statoil aksjen har vært en god bidragsyter i fondet med en oppgang på 28 prosent hittil i år og 11 prosent i andre kvartal. Både Statoil og andre store oljeselskaper har, med sine uttalte retningsendringer om å kutte kostnader og forbedre kapi-

talavkastningen, fått godt betalt i form av aksjekursoppgang. Vi valgte å redusere posisjonen vår i Statoil noe gjennom kvartalet.

Den koreanske teknologigiganten Samsung ble igjen en god bidragsyter. Noe av grunnen er markedets spekulasjoner rundt et kommende generasjonsskifte i familien som eier selskapet. Det spekuleres i om selskapet skal restruktureres for å kunne redusere arveavgiften. Frykt for lavere salg av smarttelefoner påvirket aksjen negativt mot slutten av kvartalet.

Cruise og bank

En annen gjenganger på den positive siden er Royal Caribbean Cruise. Selv om prisutviklingen har vært noe svakere enn vi hadde forventet så langt i år er det lyspunkter i horisonten. Dette gjelder først og fremst en kursendring fra markedsleder Carnival, som i forbindelse med rapporten for andre kvartal opprettholder at de vil holde prisene oppe, på bekostning av belegget. Samtidig ser vi at både RCL og Carnival flytter kapasitet til Asia fra Karibien, hvor prisene er svake på grunn av stor overkapasitet.

Den russiske banken Sberbank hadde, sammen med de fleste andre russiske aksjer, en svak utvikling gjennom våren. Aksjen har de siste to måneder steget 25 prosent og handles dermed på nivåer som vi så før Ukraina-krisen. Banken prises nå til bokført verdi, forrenter egenkapitalen med nær 20 prosent og betaler 4.5 prosent utbytte. Summen av dette tilsier at Sberbank fortsatt er en meget god investering.

SKAGEN VEKST 2. KV. 2014 (MILL. NOK)

De 5 største positive bidragsytere		5 største kjøp	
Statoil ASA	53	Koninklijke Philips NV	222
Norsk Hydro ASA	52	Teliasonera AB	112
Samsung Electronics Co Ltd	47	Carlsberg AS-B	93
Royal Caribbean Cruises Ltd	31	Volvo AB	69
Kinnevik Investment AB	26	Oriflame Cosmetics SA-SDR	68
De 5 største negative bidragsytere		5 største salg	
Norwegian Air Shuttle ASA	-75	Orange	-181
Stolt-Nielsen Ltd	-16	Statoil ASA	-139
Sodastream International Ltd	-15	Hexagon Composites ASA	-108
Volvo AB	-11	Akzo Nobel NV	-97
Rec Silicon ASA	-10	Mahindra & Mahindra Ltd GDR	-75

SKAGEN VEKST

Svakere for Norwegian

Flyselskapet Norwegian ble en stor negativ bidragsyter i fondet i andre kvartal. Hovedårsaken til den svake utviklingen er at aksjemarkedet bekymrer seg over en svakere yield i selskapet og er samtidig redd for overkapasitet i det europeiske flymarkedet. Vi er fortsatt sterke i troen på at Norwegians forretningsmodell fungerer. Selskapets evne til å holde lave kostnader vil gi bedret lønnsomhet.

Konsumvareselskapet Philips hadde en relativ svak kursutvikling gjennom kvartalet, mye på grunn av en svak første kvartalsrapport. Selskapet meldte 30. juni at de planlegger å skille ut LED belysning og billys i et eget selskap, hvor de også vil invitere eksterne investorer. Siemens gjorde det samme da de skilte ut Osram.

En annen nykommer i porteføljen, Volvo, hadde også en svak utvikling i andre kvartal. Selskapet har lenge kommunisert at andre halvår 2014 vil vise effekten av kostnadsuttene. I den senere tid har Volvo gjort det klart at denne effekten fra kostnadsbesparelsene først vil fremkomme mot slutten av året eller sågar først neste år.

Ut etter 18-dobling

I løpet av kvartalet solgte vi oss helt ut av norske Hexagon. Aksjeposten ble kjøpt inn for rundt 6 millioner kroner i 2002. Totalt fikk vi 115 millioner kroner ved salget, altså 18.5 gangen på investeringen. Hexagon har vært dyktige til å posisjonere seg i markedet for lastebiler som går på CNG. Aksjen nådde vår målkurs etter en meget sterk kursoppgang i 2013 og så langt i år. I tillegg solgte vi oss helt ut av Austevoll, Orange, Deoleo, Frontline 2012, Mahindra, Akzo Nobel og Sistema.

Kosmetikk, telefoni og øl

På kjøpsiden har vi økt vår posisjon i GCL Poly, Kinnevik, Volvo, Toshiba og Nippon Seiki. I tillegg deltok vi i kapitalutvidelsene i Fjordline, B&O, Avance Gas og Tribona.

Svenske Oriflame og TeliaSonera samt danske Carlsberg er helt nye selskaper i porteføljen. Oriflame, er et svensk selskap som i dag er et av verdens ledende direktosalgsselskaper innenfor kosmetikk og wellness. Aksjen har fått hard medfart den senere tid, ikke minst på grunn av Russland/Ukraina krisen. Selskapet har rundt 50 prosent av sitt salg i CIS landene (Samvelde av uavhengige stater). Utfordringen for selskapet er å snu trenden av



Vi kjøpte oss inn i bryggerigiganten Carlsberg siden det er det billigste bryggeriet av en viss størrelse. Aksjen fikk en nedtur i forbindelse med Russland/ukraina-krisen siden selskapet har mye av sin omsetning i Russland.

stadig fallende antall salgskonsulenter. Vi tror selskapet snur denne utviklingen og ser i tillegg et stort vekstpotensial i Asia, Latin-Amerika og Afrika. Markeder som i dag utgjør 30 prosent av Oriflames omsetning.

TeliaSonera, den svenskfinske teleoperatøren, er en nykommer i porteføljen. Selskapet ble børsnotert i 2000 og har siden den gang gitt minimal avkastning til aksjonærene. Vi mener selskapet kan forsvare en høyere aksjekurs siden den nye ledelsen vil fokusere på bedret lønnsomhet, samt muligheter for salg av eierandelene i Turkcell og MegaFon. I mellomtiden

får vi utbetalt 6,5 prosent utbytte.

Bryggerigiganten Carlsberg ble tatt inn i porteføljen siden selskapet er det billigste bryggeriet av en viss størrelse. Aksjen fikk en nedtur i forbindelse med Russland/ukraina-krisen siden selskapet har mye av sin omsetning i Russland.

I slutten av juni måned prises porteføljen i SKAGEN Vekst til 9.6 ganger årets inntjening og til 1.6 ganger bokførte verdier. Til sammenligning prises fondets referanseindeks til 17.5 ganger årets inntjening og 2.1 ganger bokførte verdier. Vi mener derfor at SKAGEN Vekst er posisjonert til tosifret avkastning i 2014.

Foto: Bloomberg

SKAGEN Global

- › Investorer har igjen funnet veien til vekstmarkeder.
- › Inntjeningsveksten i år vil overstige fjoråret.
- › Godt grunnlag for videre oppgang i fondet.
- › SKAGEN Global hadde en god utvikling gjennom andre kvartal.

Et godt kvartal

I forrige markedsrapport skrev vi at det var et mulig stemningsskifte på gang vedrørende investorenes holdning til vekstmarkeder. Disse hadde de siste 12 månedene utviklet seg betydelig dårligere enn markedene i USA, Europa og Japan.

I løpet av andre kvartal så vi at pengestrømmene fra internasjonale investorer igjen fant veien tilbake til vekstmarkeder, og at børsutviklingen i flere av disse markedene var bedre enn for det globale aksjemarkedet generelt.

SKAGEN Global har 30 prosent av midlene i selskaper med hovednotering i vekstmarkeder. Dette var en hemsko i 2013 og i årets tre første måneder, men det var også en av faktorene som bidro til meravkastningen i andre kvartal.

Fokus på enkeltelskaper

Aksjemarkedene de siste årene har vært styrt av makrotrender som har gjort at korrelasjonen mellom industrier og enkeltelskaper har vært høy. Vi har i år derimot sett at markedet igjen har blitt mye mer fokusert på utviklingen i det enkelte selskap. Effekten av dette synes godt på kursutviklingen også for våre porteføljeselskaper.

De tre største negative bidragsyterne i kvartalet rapporterte alle forholdsvis skuffende resultater for første kvartal. Akzo Nobel rapporterte om lavere enn forventet salg av maling. Shippingselskapet Stolt-Nielsen merket negative effekter av den kalde vinteren i USA mens Banrisul rapporterte lavere enn ventet inntjening fra sin bankvirksomhet i Brasil. Alle tre ble fortjent straffet av aksjemarkedet.

I absolutte termer var Samsung Ele-

tronics beste bidragsyter. Det var først og fremst effekten av styrket koreansk Won mot norske kroner som gjorde utslaget.

Samsung forsvarer sin plass

Inntjeningsforventningene til selskapet har kommet ned en del i det siste. Grunnen er forventninger om reduserte marginer innen smarttelefoner. Vi har også forventet at marginene innen telefoner vil falle, men dette vil delvis bli kompensert av høyere lønnsomhet innen nettbrett og i komponentproduksjonen.

Selv uten inntjeningsvekst i år, mener vi at Samsung Electronics fortsatt forsvarer sin plass i porteføljen. Med en kurs for preferanseaksjene som knapt reflekterer bokført egenkapital, kombinert med en egenkapitalforrentning på nesten 20 prosent, er dette fortsatt god «value for money». Forhåpentligvis vil også snart noe den svulmende kontantbeholdning tilføres aksjonærene i form av utbytter eller tilbakekjøp av aksjer.

Energisektoren var SKAGEN Globals beste enkeltsektor i andre kvartal. Oppgang i oljeprisen, bedre inntjeningsutsikter for oljeserviceselskapene i USA (Weatherford og Baker Hughes), samt generell kursoppgang for russiske aksjer var hovedårsaken.

Våre russiske aksjer (6 prosent av porteføljen) reverserte i andre kvartal mye av den dårlige utviklingen fra første kvartal da de ble påvirket av hendelsene i Ukraina.

AVKASTNING	2. KV. 2014*	SISTE 12 MND*
SKAGEN Global	9,9%	22,7%
MSCI World AC	9,3%	15,4%

* Per 30. juni 2014.



Porteføljeforvaltere

Kristian Falnes, Søren Milo Christensen, Chris-Tommy Simonsen, Johan Swahn og Knut Gezelius

SKAGEN GLOBAL 2. KV. 2014 (MILL. NOK)

De 5 største positive bidragsytere	5 største kjøp
Samsung Electronics Co Ltd 290	Gap Inc/The 525
Weatherford Intl Ltd 230	Lenovo Group Ltd 354
China Unicom Hong Kong Ltd 198	American International Group Inc 197
American International Group Inc 169	Varian Medical Systems Inc 144
State Bank of India 168	Koninklijke Philips NV 144
De 5 største negative bidragsytere	5 største salg
Stolt-Nielsen Ltd -52	Kyocera Corp -549
Akzo Nobel NV -42	Tyco International Ltd -366
Banco Do Estado Rio Grande Do Sul SA -38	ADT Corp -224
Renault SA -37	State Bank of India -219
Vimpelcom Ltd -31	Tesco Plc -207

Skjorter og datamaskiner

Den amerikanske klesdetaljisten GAP kom inn som nytt porteføljeselskap i kvartalet. Selskapet har en imponerende historie, men har de siste årene slitt med veksten.

Gap har vært gjennom en omstrukturingsperiode med nedleggelse av ulønnsomme butikker, kostnadsutt og optimalisering av varestrømmen til butikkene som viktige ingredienser. Som følge av tiltakene har fortjenestemarginene kommet opp, men selskapet har blitt lite honorert i aksjemarkedet.

Selskapets verdsettelse til ca. 13 ganger inntjening i inneværende år synes vi er attraktivt for et selskap, som forhåpentlig igjen vil bli sett på som en vekstmaskin etter en lengre periode med konsolidering.

Kinesiske Lenovo, som er verdens største PC-produsent, kom også inn som ny investering i kvartalet. Selskapet har vist en imponerende vekst etter kjøpet av IBMs PC-divisjon i 2005. Selv i et PC-marked i strukturell nedgang har de gjennomgått en periode med lønnsom vekst. Lenovo har som ambisjon å gjenta dette i markedet for smarttelefoner og lesebrett, og vokser i øyeblikket betydelig innen disse markedene.

Tidligere i år kjøpte Lenovo også serverdivisjon til IBM og har dermed mulighet til å bruke sitt solide fotfeste i Kina til å vokse i dette markedet. En prislapp på 15 ganger forventet inntjening i 2015 synes vi ikke er høyt gitt selskapets markedsposisjon i Kina, noe som vil være bærebjelken til fortsatt vekst i stadig nye produktområder.

Ut med alarmer, mat og keramikk

Både ADT, Tesco og Kyocera ble solgt ut av porteføljen i kvartalet.

For de to førstnevnte var forutsetningene for vår investeringshypotese ikke lenger er til stede. ADT har opplevd økt konkurranse innen alarmmarkedet i USA, hvor nye aktører spiser markedsandeler. Kundene forlater i økende grad selskapet og de må investere stadig mer for å hente inn nye kunder.

Matkjeden Tesco på sin side har motgang i både hjemmemarkedet i UK og internasjonalt. Både omsetningen og marginer har vist fallende tendens. Butikkformatene ser ikke ut til å være tråd med kundenes behov, og det er få tegn som tyder på at den negative utviklingen vil snu.

Etter å ha vært en del av SKAGEN Global sin portefølje i en årrekke ble elektronikk og keramikk-selskapet Kyocera solgt ut. Årsaken er at vi ser få katalysatorer for

SINGING CORDS.

If you're tired of looking for the lost cord, think the Gap. We got more of the styles, sizes and colors you want. Big names like Levi's® and Gap give you something to sing about.

the gap

© The Gap Stores Inc. 1978

Foto: Gap

Gap har alltid handlet om jeans og musikk. Faktisk var ett av de første foreslåtte navnene til kleskjeden "Pants and discs" (bukser og plater). Visjonen var å være en butikk som solgte Levi's og plater, to ettertraktede varer for datidens ungdom. Som en hyllest til generasjonsgapet kalte grunnleggerne Donald og Doris Fischer sitt nye selskap for The Gap. Gap har brukt flere å på å restrukturere og forbedre marginene, etter vårt syn reflekteres ikke dette i den nåværende aksjeprisen.

SKAGEN GLOBAL

omvurdering de kommende år da inntjeningsveksten synes å være lav.

Kyocera sin ineffektive kapitalstruktur (selskapet har betydelige verdier i konstanter og aksjer i andre selskaper) synes å være sementert. Selv om selskapet verdsettes med rabatt i forhold til substansverdi vil dette sannsynligvis også være tilfellet i fremtiden.

Etter en periode med god kursutvikling har flere av våre selskaper begynt å nærme seg det vi har argumentert for er deres fundamentale verdi (kursmål). Vi har derfor redusert betydelig i Tyco og Oracle i kvartalet. Også i Weatherford og Nordea har vi barbert postene noe etter en periode med betydelig positiv omvurdering.

Inntjeningsveksten i år vil overstige 2013

Resultatesongen for første kvartal var i store trekk tilfredsstillende for vårt vedkommende. Vi fikk flere positive overraskelser der selskapene rapporterte om bedre inntjening enn både vi og markedet hadde forventet. Baker Hughes, Microsoft, Comcast, China Unicom, AIG, State Bank of India, Hannover Re og Norsk Hydro er alle eksempler på selskaper som leverte bedre enn forventet inntjening. Alle ble de belønnet med god kursutvikling i etterkant av rapporteringen.

I løpet av de to foregående årene opplevde markedet det som på fagspråket kalles multippeleksjon – det vil si at aksjer generelt ble høyere verdsatt i forhold til løpende inntjening. Denne utviklingen vil ikke kunne fortsette i lengden, og en forutsetning for et godt aksjemarked fremover vil være at inntjeningsveksten tiltar.

Så langt ser det ut til at inntjeningsveksten globalt i 2014 vil overstige 2013. Også i våre selskaper er det flere eksempler på at inntjeningsveksten tiltar som følge av bedre konjunkturer og selskapsinterne forbedringer.

Selv om selskapene i fondet er priset betydelig lavere enn markedet generelt, betyr ikke det at inntjeningsvekst er fraværende. Konsensustimater tilsier at selskapene i porteføljen vil ha en inntjeningsvekst på ca. 10 prosent i 2015.

I mange tilfeller mener vi inntjeningsestimaterne er vel konservative. De 35 største postene i SKAGEN Global verdsettes til 9,6 ganger forventet inntjening i 2014 og 8,7 ganger forventet inntjening i 2015.

Ingen grunn til høydeskrek

Selv om dette er noe høyere enn prisingen for ett år siden, mener vi det bør være grunnlag for videre god risikoustert avkastning. Det er med andre ord ingen grunn til å få høydeskrek til tross for at fondskursen har nådd nye topper.

En skal dog huske på at markedsutviklingen, generelt sett, ikke betyr at det ikke

vil komme korreksjoner. Svingningene i aksjemarkedet siste to år har vært usedvanlig lave. Denne utviklingen vil ikke fortsette i det uendelige.

Når korreksjonen kommer og hva som vil utløse den vil vi ikke spå om, men at det kommer korreksjoner også i fremtiden anser vi som temmelig sikkert.



Foto: Lenovo

Vi startet vår beholdning i Lenovo verdens største PC-produsent, i løpet av kvartalet. Selskapet ser god vekst i smarttelefoner og nettbrett. Prislappen på 15 ganger inntjeningen med sitt vekstpotensial i Kina er attraktivt.

NØKKELTALL FOR DE STØRSTE POSTENE TIL SKAGEN GLOBAL (PER 30.06.2014)

Selskap	Postens størrelse	Kurs	P/E 2014E	P/E 2015E	P/BV siste	Kursmål
SAMSUNG ELECTRONICS	7,7%	1 060 000	5,7	5,5	1,0	1 500 000
CITIGROUP	5,2%	47,1	10,1	8,7	0,7	75
AIG	3,3%	54,6	12,3	10,9	0,8	70
NORDEA	2,4%	94,3	11,6	10,7	1,5	105
GAZPROM	2,2%	8,7	2,8	3,1	0,4	12
RENAULT	2,2%	66	8,9	6,7	0,8	80
MICROSOFT	2,2%	41,7	15,4	14,4	3,9	45
TEVA	2,0%	52,4	11,1	10,8	1,9	65
CHINA UNICOM	2,0%	12	17,6	14,7	1,0	17
LG CORP	2,0%	62 500	10,6	9,3	0,9	100 000
Topp 10 vektet gjennomsnitt	31,3%		7,8	7,3	0,9	
Topp 35 vektet gjennomsnitt	63,7%		9,6	8,7	1,1	
Referanseindeks (MSCI ACWI)			15,4	13,8	2,1	

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

SKAGEN Kon-Tiki

- › En rekke upopulære selskaper ble gjenoppdaget.
- › Selskapene har generelt sett levert noe bedre resultater enn i 2013.
- › Balanseproblemene mange så for seg i flere vekstmarkedsøkonomier, ser nå ut til å ha rettet seg selv gjennom innstramninger og valutakorreksjoner.

AVKASTNING	2. KV. 2014*	SISTE 12 MND*
SKAGEN Kon-Tiki	9,9%	22,7%
MSCI Emerging Markets	9,3%	15,4%

* Per 30. juni 2014.



Porteføljeforvaltere

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

Beste på nesten fire år

SKAGEN Kon-Tiki hadde et svært godt andre kvartal. Det var faktisk det beste kvartalet på nesten fire år og gjort at fondet mer enn gjenvant tapt terreng fra første kvartal, både absolutt og relativt.



Foto: Bloomberg

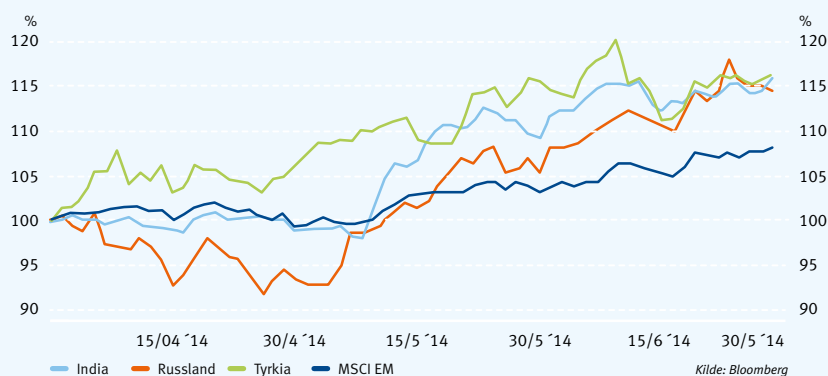
En del upopulære selskaper ble gjenoppdaget i andre kvartal, blant annet russiske Gazprom. Vi reduserte vår beholdning i selskapet som nå utgjør mindre enn en prosent av porteføljen. På bildet en detalj fra selskapets gassledninger fra stålverket i russiske Vyksa tidligere i år.

Utviklingen kom som følge av minsket geopolitisk uro, samt en noe mer balansert utvikling i en rekke av vekstmarkedene. Ny politisk giv etter valget i India og stabilisering i Tyrkia, førte sammen med utviklingen i Russland, disse tre landene opp på topp blant de 10 beste markedene i andre kvartal.

Upopulært blir gjenoppdaget

Samtidig som vi opplevde god medvind ga våre store poster i preferanseaksjene til de to store koreanske selskapene Hyundai Motors og Samsung Electronics fortsatt gode bidrag til avkastningen i perioden. For sistnevnte ble avtagende momentum på mobiltelefoner motvirket av forventninger om bedret selskapsstyring

INDIA, TYRKIA OG RUSSLAND VS. MSCI EMERGING MARKETS INDEKS



Effekten av minsket politisk usikkerhet kan sees i utviklingen i India, Tyrkia og Russland. Disse tre markedene har levert bedre avkastning enn vekstmarkedene etter valgene og redusert spenning i kvartalet.



Foto: Bloomberg

Den franske detaljhandelskjeden **Casino Guichard** er ny i porteføljen. Navnet stammer fra grunnleggeren Geoffroy Guichard, som 1892 startet den første dagligvarehandelen i et tidligere revyeteater, casino lyrique på fransk. I dag har selskapet 60 prosent av omsetningen sin i Brasil, Colombia, Afrika og Asia.

i forbindelse med generasjonsskifte i de dominerende familiene. Vi reduserte begge postene moderat i perioden, av hensyn til regler om risikospredning.

Typisk for de tre foregående månedene var at en rekke upopulære selskaper ble gjenoppdaget. State Bank of India ble absolutt vinner; Gazprom og VTB bank likeså. Vi benyttet anledningen til å redusere de to sistnevnte til under 1 prosent hver i porteføljen. Også upopulære selskaper som LG Electronics, fjorårets nykommer Marfrig og russiske X5 ga svært god avkastning i kvartalet.

På den negative siden bemerker vi Great Wall Motors, som måtte utsette nylanseringen av sin nye, viktige H8 modell. I tillegg kommer sparebanken Banrisul etter et svakt kvartal, og egyptiske OCI NV.

Mindre motvind

Ellers var det lite å bekymre seg over. Selskapene har generelt sett levert noe bedre resultater enn i 2013. Vi legger spesielt merke til at det nå generelt sett er mar-

ginstabilisering blant selskapene i det i globale vekstmarkedene etter en periode hvor marginene har kommet ned.

Denne utviklingen har ført til at vi i løpet av perioden vesentlig økte postene i Bhart Airtel, Lenovo, Vale, AirAsia, GCL-Poly og Yingli Solar. Her er det verd å poengtere at selskapene hadde generelt et svakt kvartal som følge av lavere kinesisk aktivitet enn ventet, men at vår langvarige tese står fast.

Vi merker oss også at europeiske selskaper med betydelig aktiviteter i globale vekstmarkeder fra og med dette kvartalet vil få mindre motvind fra valutaomregningene enn de fikk i 2 halvår 2013. Vi har derfor økt vesentlig i den nederlandske bryggerigiganten Heineken. I tillegg har vi tatt inn Casino Guichard. Selskapet er et fransk multiformat dagligvareselskap med 60 prosent av salget i Brazil, Colombia, Afrika og Asia.

SKAGEN Kon-Tiki har også solgt seg ut av Ericsson Nikolai Tesla i Kroatia, Pacific Drilling og TSKB bank i Tyrkia i løpet av peri-

oden. Vi kjøpte, i samarbeid med Norfund, en 9,9 prosent andel i Norfinance, som skal utvikle finanssektoren i Afrika. Det ble også investert i dagligvareselskapet Massmart i Sør-Afrika. Dette selskapet er Walmarts redskap inn i det afrikanske markedet.

En vesentlig del av midlene fra salget av russiske VTB bank og Gazprom ble investert i Moscow Stock Exchange, som ble en bra bidragsyter samtidig som den politiske risikoen synes noe mindre.

Soloppgangens rike

Etter to tiår med solformørkelse kan det nå kanskje være tid for litt lysere tider. Vi økte vår eksponering mot Japan til over 2 prosent av fondet.

Den japanske statsministeren Shinzo Abe har siden han tok over i 2012 jobbet med å snu utviklingen i landet. Han introduserte det som populært kalles Abenomics, og som bygger på fiskal stimulanse, pengepolitiske lettelser og strukturelle reformer. Det ser nå ut til at den tredje av disse er i rute. Selv om det japanske aksjemarked



Foto: Bloomberg

Vi økte vår eksponering mot Japan med to prosent i løpet av kvartalet. Japans statsminister Shinzo Abe (bildet) har jobbet for å snu utviklingen i landet siden han tok over. Han har innført en rekke finanspolitiske stimuli, pengepolitiske lettelsener og strukturreformer. Det virker nå som at den tredje av disse er på riktig spor.

var det svakeste av de større markeder i første halvår melder selskapene om bedre inntjening enn ventet.

I en global sammenheng er japanske aksjer lavt vurdert. Og vi har særlig valgt selskaper som har vellykkede forret-

ningsformater som de utnytter i globale vekstmarkeder. Eksempler er SBI Holding og FamilyMart. Et nytt selskap er kapitalvareprodusenten Hitachi som er under omstrukturering.

Globale vekstmarkedsselskaper ble

dømt nord og ned ved inngangen til 2014. Slik gikk det ikke, selv om svingningene var betydelige i første kvartal. I andre kvartal avtok svingningene.

Oppsvinget brer seg

Etter et skuffende halvår, sett i forhold til de forventninger om høyere vekst vi så ved inngangen til 2014, er det verd å bemerke at resten av året ser noe bedre ut.

Det økonomiske oppsvinget ser ut til å bre seg i Europa. Kina ser ut til å være i et mer stimulerende modus enn for et halvt år siden, og veksten i USA ser ut til å være i god gjenge etter en hard vinter. Nasjonalbankene er fortsatt i det stimulerende hjørne, og rentenivået ser ut til å forbli lavt så lenge inflasjonen forblir lav. De balanseproblemene mange så for seg i flere vekstmarkedsøkonomier enn for bare ett år siden, ser nå ut til å ha rettet seg selv gjennom innstramninger og valutakorreksjoner. Det er dermed igjen er rom for rentesenkninger i noen av de globale vekstmarkedene.

Fortsatt god rabatt

Siden vi hverken er politiske kannestøpere eller spesielt flinke i valutakursgjetting, lytter vi i første rekke til selskapene, hvilke problemer de har, hvilken vurdering de har og hvilke muligheter som foreligger i deres univers. Dette bestemmer i første rekke sammensetningen av porteføljen. Deretter balanserer vi risiko ved å ha en fornuftig landfordeling og bransjebalanse.

Av viktige stemningsskift var India spesielt viktig. Der er en sterk majoritetsregjering er allerede i gang med å reformere økonomien. En vesentlig del av landerisikoen er derfor tatt ut av markedet, og vi har generelt økt våre målkurser med 20-25 prosent.

Ved inngangen til sommeren er SKAGEN Kon-Tiki sin portefølje vurdert til 8x estimert 2014 inntjening og 1,2x bokført egenkapital. Som vanlig er dette med en god rabatt til indeksen. Veid kurspotensiale er 38 prosent over to år, hvorpå porteføljen da vil handles på linje med verdsettelsen i MSCI sin vekstmarkedsindeks i dag.

Trangere tilbud av kapital de siste årene har hatt som uventet følgerkning at bedret selskapsstyring nå kommer i høysetet igjen. Dette kan gi kraftig omvurdering av en rekke av våre upopulære selskaper. Selv om vi ennå ikke ser for oss en glad tilbakevending til 2003-2007-perioden!

SKAGEN KON-TIKI 2. KV. 2014 (MILL. NOK)

De 5 største positive bidragsytere

Hyundai Motor Co Pref	702
State Bank of India	566
Sistema Jscf GDR	555
Samsung Electronics Co Ltd Pref	323
Haci Omer Sabanci Holding AS	268

De 5 største negative bidragsytere

Great Wall Motor Co Ltd	-442
ABB Ltd	-81
Banco Do Estado Rio Grande Do Sul SA Pref	-77
OCI NV	-59
Norwegian Air Shuttle ASA	-52

5 største kjøp

Bharti Airtel Ltd	394
Heineken NV	254
Hitachi Ltd	254
SBI Holdings Inc	223
Lenovo Group Ltd	214

5 største salg

VTB Bank Ojsc GDR	-393
State Bank of India	-350
Gazprom Oao ADR	-240
Samsung Electronics Co Ltd Pref	-137
Hyundai Motor Co Pref	-118

NØKKELTALL FOR DE STØRSTE POSTENE TIL SKAGEN KON-TIKI (PER 30/6 2014)

Selskap	Postens størrelse	Kurs	P/E 2013	P/E 2014E	P/BV siste	Kursmål
HYUNDAI MOTOR CO	8,8	151 500	4,6	4,1	0,7	210 000
SAMSUNG ELECTRONICS	7,3	1 060 000	5,2	4,9	1,0	1 500 000
SISTEMA	3,4	31,00	6,6	7,7	1,4	35
STATE BANK OF INDIA	3,0	2 686,00	14,9	10,7	1,4	3 600
GREAT WALL MOTOR	2,8	29,00	8,3	6,5	2,4	55
AP MØLLER-MAERSK	2,8	13 530,00	15,2	11,9	1,4	15 000
BHARTI AIRTEL	2,7	336	47,9	14,0	2,2	450
MAHINDRA & MAHINDRA	2,5	1 147,00	15,3	12,7	2,9	1 500
SABANCI HOLDING	2,5	10	11,7	7,1	1,2	12
HEINEKEN	2,2	52,00	22,1	15,9	2,6	66
ABB	2,2	154,00	19,5	17,1	2,8	190
VALE	2,1	26,00	4,6	4,7	0,9	50
Topp 10 vektet gjennomsnitt	42,3%		7,5	6,5	1,2	
Topp 35 vektet gjennomsnitt	68,6%		9,0	7,8	1,2	
Referanseindeks (MSCI EM)			12,4	11,6	1,5	

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

SKAGEN m²

- › Redusert risiko ga god uttelling for avkastningen.
- › Investerte i japansk eiendomsaksje for første gang.
- › Nedturen fortsatte i Kina.

Justering ga uttelling

SKAGEN m² hadde en god absolutt utvikling i andre kvartal, og ligger foran referanseindeks etter årets seks første måneder.



Foto: Bloomberg

For første gang har SKAGEN m² investert i et japansk eiendomsselskap, Nomura Real Estate Office Fund. Selskapet investerer for det meste i kontoreiendommer i Tokyo. Det japanske kontormarkedet er i bedring takket være lavere ledighetstall og høyere leiekostnader.

AVKASTNING	2. KV. 2014*	SISTE 12 MND*
SKAGEN m ²	9,4%	6,1%
MSCI All Country World Index Real Estate IMI	9,7%	12,0%

* Per 30. juni 2014.



Porteføljeforvaltere

Michael Gobitschek og Harald Haukås

Oppgangen i det amerikanske eiendomsmarkedet forklarer langt på vei økningen på 11,6 prosent i totalmarkedet så langt i år. Det amerikanske eiendomsmarkedet utgjør halvparten av referanseindeksen og har økt med 19 prosent hittil i år.

2014 startet med forventninger om videre renteoppgang etter at 10-årsrenten passerte 3 prosent. Vi økte vår USA-eksponering betydelig fra 20 til 30 prosent av fondet. Delvis for å øke likviditeten og redusere risikoen i fondet og delvis fordi vi trodde på at renteoppgangen, hvis den kom, allerede var diskontert inn i prisene etter at amerikanske eiendomsaksjer utviklet seg historisk relativt svakt mot det ordinære aksjemarkedet i 2013. Når renteoppgangen uteble og en i stedet opplevde rentenedgang ga dette sterkt bidrag til generell oppgang i eiendomsaksjemarkedet.

Redusert risiko

Vi har gjennomført en del endringer i fondet for å redusere risikoen; lavere eksponering mot eiendomsutviklere, redusert

eksponering mot vekstmarkedene, geografisk risikospredning og økt likviditet i postene vi eier. Som aktive forvaltere er vi ikke redd for noen av delene i riktige doser. Våre doser var imidlertid for høye og ofte samkorrelerte risikoen. I noen tilfeller var selskapene med dårlig likviditet også eiendomsutviklere i vekstmarkedene.

Et generelt problem i børsnoterte eiendomsselskaper i spesielt Asia er forholdet mellom eiendomsbyggere og eiendomseiende selskaper. Rent konkret innebærer dette at eiendomsutviklere starter eiendomseiende selskaper som de har en dominerende posisjon i og som de selger eiendommene de bygger til. Når de eiendomseiende selskapene ikke er uavhengige av eiendomsutviklere foretrekker vi å eie eiendomsutviklere. Problemet er da høyere risiko. Dette må kompenseres med lavere eksponering. Etter svake vekstmarkeder med attraktiv vurdering, var det ikke veldig fristende å endre porteføljen for raskt. Noen grep var det likevel nødvendig å ta raskt, blant annet reduksjon av eksponeringen mot eiendomsutviklere i India, Kina og landeksponeringen i Indonesia.

Mindre i vekstmarkedene

Vår eksponering mot vekstmarkedene er blitt redusert fra ca 50 prosent ved inngangen til året, til 41 prosent i første kvartal og til 37 prosent ved utgangen av andre kvartal. Nå er ikke vekstmarkeder et stempel som automatisk tilsier høy risiko. Vi vurderer utenom-selskapelige risikoforhold for hvert land og er forsiktige med å ikke ha for høy vekt i land med særskilte risikoforhold. Vi er fremdeles et svært aktivt fond med 4-6 prosent poster i Brasil, Filipinene, India, Indonesia, Kina og Thailand.

Forskjellen er likevel at vår tenkning nå går begge veier. Hva skjer hvis vi får rett, men nesten like viktig, hva skjer hvis vi tar feil? Ved for høy eksponering vil det være vanskelig å kunne benytte svake markeder til nye kjøp. Et godt eksempel var vår høye eksponering i Indonesia ved inngangen til året (10 prosent). Utviklingen i Indonesia var svært god i 1.kvartal og vi solgte oss ned med god fortjeneste til et nivå som innebar muligheter hvis markedet gikk ned og god avkastning hvis det fortsatte opp.

Nedsalget kunne synes uklokt når det ble gjort siden markedet fortsatte opp. Etter et svakt andre kvartal i Indonesia medførte vår reduserte eksponering at vi ble mindre sårbare og dermed kunne vi begynne å kjøpe oss opp igjen i slutten av kvartalet til lavere kurs.

Utvidet til Japan

Endringene har ikke hindret oss i å utvide fondets geografiske spredning. Vi gjorde vår første investering i Japan i Nomura Real Estate Office Fund som er en REIT som investerer i mellomstore kontorbygg, hovedsakelig i Tokyo. Selskapet handles til rabatt i forhold til sammenliknbare selskaper, etter at de gjennomførte en emisjon for et år siden som ble mislikt av markedet. Det japanske kontormarkedet er i fundamental bedring ved lavere ledighet og økende leiepriser.

I forbindelse med krisen i Ukraina initierte vi også en ny posisjon i russiske Etalon, en leilighetsutvikler med fokus på Moskva og St. Petersburg med veldig attraktiv vurdering. Vi kjøpte en post i DiC Asset som er et tysk selskap med fokus på kontor. Selskapet har høy gjeld, men hovedsakelig uten konserngaranti med pant i eiendommene som reduserer risikoen. Selskapet handles med en rabatt på 35 prosent i forhold til underliggende verdier. Vi kjøpte også Atrium Ljungberg, et svensk

kontor- og kjøpesenterselskap, i forbindelse med et spredningssalg. Selskapets eiendommer er hovedsakelig konsentrert i Stockholm med tilstedeværelse i Malmø og voksende Uppsala.

Vårt største kjøp i kvartalet var i Columbia Property Trust. Dette er amerikansk kontorselskap som handles til en betydelig rabatt. Selskapet var tidligere unotert og eksternt forvaltet, men er nå børsnotert med egen ledelse. I samme kvartal som de ble børsnotert kjøpte de tilbake 7 prosent av utestående aksjer! Selskapet ble den nest dårligste bidragsyteren i kvartalet.

I løpet av kvartalet solgte vi oss helt ut av Capitamalls og Ashford Prime. I tillegg solgte vi oss ned i kvartalet og helt ut av Indiabulls i løpet av de første dagene av juli. Indiabulls ble solgt etter god avkastning da de meldte om kjøp av eiendom i Mayfair i London tilsvarende 40 prosent av markedsverdien. Dette vil binde mye kapital og øke risikoprofilen betydelig. Selskapet var for øvrig fondets nest beste bidragsyter i kvartalet og det var et salg med lettet hjerte. Capitamalls ble solgt etter bud fra hovedeier, Capitaland som vi fremdeles eier, og var fondets beste bidragsyter i kvartalet. Etter å ha beholdt

posten i Ashford Prime litt for lenge, har vi nå solgt den med et mindre tap. Selskapet er en spin off fra Ashford Trust som også forvalter Prime.

Best bidrag fra vekstmarkedene

De fem beste relative bidragsyterne i kvartalet var alle eksponert mot vekstmarkedene. India ga svært høy avkastning etter Narendra Modis valgseier, men også Argentina og Thailand ga svært god avkastning. IRSA, som er et Argentinsk eiendomsselskap ga over 50 prosent avkastning til tross for betydelige valutafall og en stat som i praksis er konkurs. Dette viser at selskaper kan ha en annen utvikling enn makroforholdene tilsier. Ananda Development, en thailandsk eiendomsutvikler som har hatt en svak utvikling etter børsnoteringen, fikk kom sterkt tilbake etter innføringen av militærstyret og løfter om stimulanser for boligbygging.

Svakt i Kina

På den negative siden, har utviklingen i Kina vært svak med stadig minkende salgsvolum blant eiendomsutviklere. Det har vært en generell skepsis til Kina og

SKAGEN m² 2. KV. 2014 (MILL. NOK)

De 5 største positive bidragsytere		5 største kjøp	
Capitamalls Asia Ltd	3	Columbia Property Trust Inc	18
Indiabulls Real Estate Ltd	3	Nomura Real Estate Office Fund Inc	11
Mercialys SA	2	DiC Asset AG	7
Irsa Sa ADR	2	Atrium Ljungberg AB	4
General Growth Properties Inc	2	Bekasi Fajar Industrial Estate Tbk PT	2
De 5 største negative bidragsytere		5 største salg	
Franshion Properties China Ltd	-2	Capitamalls Asia Ltd	-18
Bekasi Fajar Industrial Estate Tbk PT	-2	Indiabulls Real Estate Ltd	-5
Columbia Property Trust Inc	-1	Ashford Hospitality Prime Inc	-3
Shimao Property Holdings Ltd	-1	Lexington Realty Trust	-3
Bumi Serpong Damai PT	0	General Growth Properties Inc	-2

NØKKELTALL FOR DE STØRSTE POSTENE TIL SKAGEN m² (PER 30.06.2014)

Selskap	Postens størrelse	Kurs	P/NAV siste	Dividend Yield 2014E	EBITDA 2014E/EV
GENERAL GROWTH PROPERTIES	4,0%	23,39	0,9	2.6%	5.2%
BRANDYWINE REALTY TRUST	3,7%	15,54	1,0	3.9%	7.3%
ASHFORD HOSPITALITY TRUST	3,5%	11,54	0,8	4.2%	7.8%
DEUTSCHE WOHNEN AG	3,5%	15,74	1,1	2.2%	4.9%
COLUMBIA PROPERTY TRUST INC	3,1%	25,79	0,8	4.7%	6.3%
HCP INC	3,1%	41,17	1,2	5.3%	6.3%
APARTMENT INVESTMENT	3,0%	32,27	0,9	3.2%	5.8%
MERCIALYS SA	2,9%	16,95	1,0	5.7%	5.6%
PS BUSINESS PARKS	2,8%	82,95	1,0	2.4%	5.8%
BRITISH LAND CO PLC	2,8%	7,00	1,0	3.9%	4.8%
Topp 10 vektet gjennomsnitt	34,5%		0,9	3,7%	7,3%
Topp 35 vektet gjennomsnitt	81,6%			4,0%	7,6%
Referanseindeks (MSCI ACWI Real Estate IMI)				3,8 %	



Krisen i Ukraina åpner muligheter. I løpet av kvartalet kjøpte SKAGEN m² seg inn i russiske Etalon, en leilighetsutvikler med fokus på Moskva og St. Petersburg med veldig attraktiv vurdering.

våre selskaper handles på historiske lave nivåer. Vi reduserte vår beholdning mot slutten av 2013. Frashion gjennomførte et spredningssalg av hoteldelen av virksomheten til en lavere pris enn forventet. Dette, sammen med det generelt svake markedet i Kina, bidro til at selskapet ble fondets mest negative bidragsyter i kvartalet. Vår største eksponering i Kina er nå Soho China som går fra eiendomsutvikler til eiendomseiende. Selskapet har benyttet det svake markedet til å kjøpe tilbake et betydelig antall aksjer.

Japan som hadde en svært god utvikling i fjor, har i år hatt en negativ utvikling på 10 prosent. Dette påvirket ikke fondets absolutte avkastning siden vi ikke eide

noe her, men gjorde det mulig å begynne å se etter nye investeringsmuligheter i land vi til nå ikke har vært investert.

Lave renter og jakten på kontantstrøm har drevet prisen på eiendom betydelig opp siste to år. Vi fortsetter jakten på gode upopulære, undervurderte og underanalyserte selskaper, samtidig som vi må ha et realistisk syn på avkastningspotensialet etter hvert som investorene har akseptert stadig lavere avkastningskrav. Ved utgangen av kvartalet har stadig sterkere tall fra USA igjen ført til at fokuset er blitt rettet mot renten. Dette kan bidra til turbulens, samtidig som det er viktig å huske at også rentepapirer er et spørsmål om tilbud og etterspørsel.

Med lavt rentenivå globalt, vil en eventuell amerikansk renteøkning tiltrekke seg kapital fra globale renteforvaltere som en motkraft. Dette betyr at selve avslutningen av sentralbankens kjøp av rentepapirer bør ha liten effekt. Den geografisk ulike utviklingen er et interessant aspekt ved eiendomsinvesteringer. I år som i fjor har vi sett ulik utvikling i forskjellige land. Dette gjør oss overbevist om at eiendomsinvesteringer i ulike regioner gir god risikojustert avkastning.



Sjefen for den europeiske sentralbanken ESB, Mario Draghi må følge opp rentekuttet med kraftigere tiltak, skriver porteføljeforvalter Torgeir Høyen.

Foto: Bloomberg

Det må sterkere lut til

Hva skjer med inflasjonen i Eurosonen etter at den europeiske sentralbanken (ESB) på nytt valgte å senke styringsrentene? Fint lite om ikke sentralbanksjef Draghi følger opp med langt sterkere lut.

Inflasjonen er kun 0,5 % i Eurosonen, en fjerdedel av målsettingen. ESB begynner nå for alvor å bekymre seg for at for lav inflasjon skal bite seg fast og at det til slutt kan ende med deflasjon – som i Japan. Det var derfor ikke overraskende at ESB kuttet styringsrentene i juni og at de annonserte nye, billige banklån fra høsten av. Spørsmålet er om tiltakene er sterke nok til å ha ønsket effekt. Jeg tviler på det.

Se på pengemarkedsrenten i Eurosonen. Den falt like mye som styringsrentene i perioden rett forut og etter ESBs rentemøte 5. juni. Men nivået på tre måneders renten er ikke lavere nå enn den var i andre halvdel av 2012 og første halvdel av 2013. Og styringsrentene har kun effekt i den grad de påvirker pengemarkedsrentene og deretter de rentene som bedrifter og husholdninger faktisk står overfor.

Hvorfor ligger pengemarkedsrentene på et høyt nivå relativt til styringsrentene?

Det har mest å gjøre med at ESBs tilførsel av likviditet til europeiske banker har krympet kraftig den siste tiden. Likviditet er hvor mye bankene samlet sett har av i innskudd ESB. Fra september 2012 falt likviditeten med 85 %. Dette skyldes at mange banker tilbakebetalte lån som ESB

ga dem i begynnelsen av 2012. Hva kan ESB gjøre for å rette opp dette?

Storstilt oppkjøp av statsobligasjoner?

De kan gjøre som den amerikanske sentralbanken. Hvis ESB kjøper verdipapirer i stedet for å låne ut penger, blir de herre over sin egen balanse. Da kan ESB tilføre så mye likviditet at likviditetspremien i pengemarkedsrentene faller ned til samme nivå som på dollarrentene. Dette kan dra ned tremånedersrenten fra 0,2 % til ca. 0,1 %. Jeg tror ESB kommer til å prøve å få dette til ved storstilt kjøp av statsobligasjoner fra de 18 landene i Eurosonen. En positiv stor bieffekt av en slik politikk er at man på denne måten også kan få ned forskjellene på de lengre statsrentene i de ulike medlemslandene.

Dette er trolig tilstrekkelig til å ha en merkbar effekt på inflasjonen. Draghi sa i juni at man nå hadde nådd et rentegulv – innskuddsrenten i ESB er minus 0,1 %. Jeg tror ikke Draghi er oppriktig. Han har mer å gå på og han vet det. Gulvet for innskuddsrenten ligger trolig på omkring -0,5 %. Jeg tror ESB vil ta ytterligere steg ned i kjelleren. Og de bør kjappe seg.

Lave styringsrenter virker annerledes i det lange enn det korte løp. På kort sikt drar det ned realrenten og får opp inflasjon og økonomisk aktivitet; på lang sikt dras inflasjonsforventningene og inflasjonen ned. Dette var erfaringen i Japan, og det

kan bli erfaringen i Eurosonen. Så handlingsmønsteret til ESB bør være storstilt kjøp av statsobligasjoner, en kjapp men kortvarig affære betydningsfullt negativ innskuddsrente og en høylytt proklamasjon om at inflasjonen innen kort tid skal tilbake til 2 %. Selv om de vil prøve ut aspekter av en slik politikk, tror jeg ikke maskineriet spinner raskt nok til å gi en blitz-effekt. Ergo er sjansen størst for at inflasjonen faller ytterligere.

Mer lut, lavere renter

I sum er alt dette gode argument for å kjøpe statsobligasjoner i Eurosonens periferi. Rentene vil falle på økt ESB-likviditet, ESB-kjøp av statsobligasjoner og lavere inflasjonsforventninger. Og hva med euroen? Den vil trolig stige i verdi om inflasjon i Eurosonen er lavere enn utenfor Eurosonen.



– Torgeir Høyen
Porteføljeforvalter SKAGEN Tellus

SKAGEN Tellus

Gode resultater, gode utsikter

Andre kvartal ble bra for andelseierne i SKAGEN Tellus. Slik vi vurderer det, ligger det an til god avkastning også i andre halvår.

Vi hentet spesielt god gevinst på våre investeringer i den såkalte periferien av Eurosonen i andre kvartal, akkurat som i de tre foregående månedene. Periferien av Eurosonen er de landene hvor statsfinansene var hardest rammet i kjølvannet av finanskrisen og resesjonen. For vår del gjelder det investeringer i statsobligasjoner utstedt av Italia, Portugal, Slovenia og Hellas. Her har rentene kommet ned, noe som drar verdien på obligasjonene opp.

Som forklart i den generelle rentekommentaren tror vi den europeiske sentralbanken, ESB, har flere kort i ermet. Effekten av dette blir trolig fortsatt lavere forskjell på tysk rente og de andre eurosonelandene. Vi har ikke tro på noen betydningsfull oppgang i tyske renter fordi disse dilter etter den proklamerte langvarige lavrentepolitikken til ESB.

Vi har i det siste økt våre posisjoner i noen såkalte vekstmarkeder, spesielt i Sør-Amerika. Jeg skriver «såkalte» fordi med hensyn til statsfinanser er det noen vekstmarkeder som har vel så solide statsfinanser som de mest utviklede økonomiene. Chile, f.eks., hvor vi har en posisjon på 5,9 prosent av fondet, har et 10-års rente som ligger omtrent dobbelt så høyt som i USA. Men den chilenske stat har en netto gjeld på kun 5% av BNP. Ifølge IMF vil også den forsvinne de nærmeste årene. Man har tilnærmet samme situasjon i Colombia og Peru. Relativt fattige land, men relativt rike stater. De kan betjene sin gjeld til en rente som er attraktiv for oss.

Man må ikke stirre seg blinde på sveitsiske, japanske og tyske lave, lange renter. Det er ca. 190 land i verden. Svært mange er investerbar, og andelen øker for hvert år som går. Vi er beredt til spre andelseierens penger over hele kloden på jakt etter god risiko-justert avkastning nå, og i fremtiden.

AVKASTNING 2. KV. 2014* SISTE 12 MND*

SKAGEN Tellus	5,9%	9,7%
---------------	------	------

J.P. Morgan GBI Broad Index Unhedged	4,8%	7,8%
--------------------------------------	------	------

* Per 30. juni 2014.



Porteføljevalterne

Torgeir Høien og Jane Tvedt

SKAGEN Avkastning

Best bidrag utenlands

Først halvår var svært godt, både absolutt og relativt til referanseindeksen i SKAGEN Avkastning. Fondskursen økte med 3,5 prosent, 1,3 prosentpoeng bedre enn indeksen. Avkastningen i andre kvartal var solide 1,3 prosent.

Utenlandsandelen i fondet har bidratt mest til å løfte kursen. Av den totale avkastningen på 3,6 prosentpoeng første halvår, kommer 2,5 prosentpoeng fra de utenlandske obligasjonene i fondet. Investeringene i Mexico, Slovenia og Portugal har bidratt mest til avkastningen.

I løpet av andre kvartal økte utenlandsandelen fra 16,5 prosent til 21 prosent av fondet. Vi kjøpte en Litauisk statsobligasjon denominert i EUR og økte posisjonene i Hellas og Portugal. Ved utgangen av kvartalet består den utenlandske delen av porteføljen av lange statsobligasjoner i fem land; Litauen, Hellas, Portugal, Slovenia og Mexico.

Selv om rentene har falt betydelig og fondet fikk betydelige kursgevinster på obligasjonene i Sør-Europa, mener vi det er mer å hente. Den Europeiske Sentralbanken er klar til å bruke sterkere virkemidler for å få opp inflasjonen. Dette vil blant annet innebære kjøp av medlemslandenes statsobligasjoner, såkalte kvantitative lettelsler. Vi mener det vil gi ytterligere fall i risikopremiene i de søreuropeiske landene. Videre vil bedre konkurransevne og lysere økonomiske utsikter internasjonalt gi økt vekst i disse landene. En høyere vekst vil bedre statsfinansene og redusere statsgjelden, noe som vil føre til ytterligere rentefall.

Kredittpremiene på de norske bankpapirene fortsatte å falle i andre kvartal og har bidratt positivt i den norske delen av fondet. Den effektive renten i fondet er 2,4 prosent. Rentefølsomheten er 1,9 år. Gjennomsnittlig løpetid på investeringene er 3,6 år.

AVKASTNING 2. KV. 2014* SISTE 12 MND*

SKAGEN Avkastning	1,3%	4,8%
-------------------	------	------

Statsobligasjonsindeks 3.00	1,4%	2,7%
-----------------------------	------	------

* Per 30. juni 2014.



Porteføljevalterne

Jane Tvedt og Torgeir Høien

SKAGEN Høyrente

AVKASTNING 2. KV. 2014* SISTE 12 MND*

SKAGEN Høyrente 0,6% 2,4%

Statsobligasjons-
indeks 0.50 0,4% 1,6%

* Per 30. juni 2014.



Porteføljeforvaltere

Elisabeth Gausel og Ola Sjøstrand

Få overraskelser

Første halvår har vært bra for SKAGEN Høyrente. Fondet har hatt en avkastning på 1,25 % og det tilsvarer en annualisert avkastning på 2,5 %. Til sammenligningen var indeksens halvårsavkastning 0,74 %. I andre kvartal var fondets avkastning 0,60 %, mens indeksens avkastning i samme periode var 0,37 %.

Norges Bank hadde rentemøte i midten av juni. Det var ingen overraskelser i selve rentebeslutningen. Styringsrenten ble holdt i ro på 1,50 %, slik den har vært siden mars 2012. Rentebanen inneholdt derimot overraskelser. Den ble senket mer enn forventet, og inneholdt også en sannsynlighet for et rentekutt før sommeren neste år. Rentebanen ble senket med 40 punkter på det meste, og neste renteøkning ble skjøvet ytterligere ut i tid. Tidligere har Norges Bank indikert at vi kan forvente en renteøkning til sommeren

2015, nå sier de dette er utsatt til slutten av 2015 eller begynnelsen av 2016.

Som ventet var det reduserte renteforventninger i utlandet som bidro mest til å trekke ned rentebanen. I tillegg var det negative forventninger til oljeinvesteringene fra neste år av. Statistisk Sentralbyrå la fram nye anslag for oljeinvesteringene en uke før Norges Bank sitt rentemøte. Anslagene var mer pessimistiske enn forventet og indikerer en nedgang på 15-20 % i investeringene i 2015. Dette vil påvirke den totale veksten i norsk økonomi. Selv om det er stor usikkerhet i disse tallene, og historien har vist at de ofte blir revurdert opp i ettertid, valgte Norges Bank å ta hensyn til disse signalene. Sammen med lavere renteforventninger ute bidro dette til at de legger opp til en mer ekspansiv rentepolitikk enn tidligere annonsert.

SKAGEN Høyrente Institusjon

AVKASTNING 2. KV. 2014* SISTE 12 MND*

SKAGEN Høyrente
Institusjon 0,6% 2,4%

Statsobligasjons
indeks 0.25 0,3% 1,5%

* Per 30. juni 2014.



Porteføljeforvaltere

Elisabeth Gausel og Ola Sjøstrand

Rolig rentemarked

Avkastningen i SKAGEN Høyrente Institusjon var 0,59 % i andre kvartal. Indeksens avkastning i samme periode var 0,35 %. Annualisert tilsvarer fondets avkastning 2,4 %.

Andre kvartal har vært rolig i den delen av det norske rentemarkedet som påvirker fondet. Kreditspreadene har holdt seg relativt stabile etter nedgangen vi hadde i begynnelsen av året. Det har vært litt mer bevegelse i interbankrentene. 3 måneders NIBOR hadde en økning i april og mai, mens i juni falt den tilbake ned til omtrent det samme nivået som den var ved kvartalets begynnelse. Ved utgangen av juni lå 3 måneders NIBOR på 1,75 %.

Fondet har opp mot de maksimalt tillatte 25 % av fondets investeringer med en løpetid over året fordi vi får bedre betalt her, selv om kreditspreadene nå er vel-

dig lave. Korte bankpapirer under året gir veldig lav rente og derfor har vi valgt å ha en relativt stor andel av fondet plassert på bankkonto. I slutten av juni lå andelen bankinnskudd på 49 %. Dette er kontoer hvor vi har forhandlet oss frem til gode betingelser. En liten del av dette, ca. 10 %, er kontoer med 31 dagers bindingstid. Når vi velger hvilke banker vi vil ha innskudd hos, legger vi samme grundige analyse til grunn som når vi kjøper sertifikater og obligasjoner hos de samme bankene. Vi investerer kun i banker som vi mener er solide, og vi følger jevnlig med på utviklingen til den enkelte bank.

SKAGEN Balanse 60/40

SKAGEN Balanse 60/40



Porteføljeforvalter
Harald Haukaas

Verdipapir	Antall	Kjøpsverdi NOK	Markeds-kurs	Valuta	Markeds-verdi NOK	Urealisert gevinst/tap	Prosent fordeling
AKSJEFOND							
SKAGEN Global	69 614	69 883	1 174,36		81 752	11 869	31,04 %
SKAGEN Kon-Tiki	61 127	35 521	665,92		40 706	5 185	15,46 %
SKAGEN Vekst	22 671	34 119	1 744,78		39 556	5 437	15,02 %
Sum Aksjefond		139 523			162 014	22 491	61,52 %
RENTEFOND							
SKAGEN Avkastning	189 754	25 948	139,31	290	26 723	486	10,15 %
SKAGEN Høyrente Institusjon	360 290	35 997	99,81	465	36 424	-37	13,83 %
SKAGEN Høyrente	358 865	36 333	101,14	469	36 764	-37	13,96 %
Sum Rentefond		98 277			99 912	412	37,94 %
Sum verdipapirportefølje		237 800		1 223	261 926	22 903	99,46 %
Disponibel likviditet					1 442		0,54 %
Sum andelskapital					263 368		100,00 %
Basiskurs per 30.06.2014		124,6858					

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. Variabelt forvaltningshonorar belastes kun dersom andelsverdien 31. desember er høyere enn andelsverdien ved forrige belastning/avregning av variabelt forvaltningshonorar (høyvannmerke). 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 plus/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 plus/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 Credit, 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 og SKAGEN Credit, 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

Avkastning- og risikomåling

Avkastning*

per 30.03.2014	1 år	Siste år	Siste 2 år	Siste 3 år	Siste 5 år	Siste 7 år	Siste 10 år	Siden start
SKAGEN Vekst A	8,7%	26,8%	18,8%	8,7%	11,1%	1,5%	11,2%	14,9%
MSCI Nordic/MSCI AC ex. Nordic	8,3%	25,9%	21,5%	13,9%	16,8%	2,7%	11,6%	9,9%
SKAGEN Global A	7,2%	23,8%	23,7%	14,0%	14,2%	5,0%	11,7%	15,7%
MSCI World AC	7,3%	23,3%	21,7%	15,3%	12,9%	3,4%	5,5%	3,4%
SKAGEN Kon-Tiki A	7,2%	22,7%	15,8%	6,9%	11,7%	6,3%	16,1%	16,8%
MSCI Emerging Markets	7,2%	15,4%	10,1%	4,2%	8,1%	2,8%	10,6%	8,8%
SKAGEN m ² A	12,1%	6,1%						10,9%
MSCI All Country World Index Real Estate IMI	11,6%	12,0%						16,0%
SKAGEN Balanse 60/40	5,1%	15,2%	13,2%					9,9%
SKAGEN Balanse 60/40 kombinert indeks	3,6%	12,0%	10,9%					9,0%
SKAGEN Tellus A	8,87%	9,69%	10,35%	9,72%	6,13%	6,29%		6,01%
J.P. Morgan GBI Broad Index Unhedged in EUR	6,28%	7,76%	2,42%	5,19%	2,09%	5,76%		4,11%
SKAGEN Avkastning	3,48%	4,76%	4,91%	4,93%	4,24%	3,54%	4,20%	5,66%
Statsobligasjonsind. 3.00	2,20%	2,74%	1,88%	3,13%	3,35%	4,68%	3,94%	5,58%
SKAGEN Høyrente	1,25%	2,41%	2,81%	2,98%	2,88%	3,72%	3,40%	4,38%
Statsobligasjonsind. 0.50	0,74%	1,61%	1,61%	1,81%	1,95%	2,90%	2,80%	4,00%
SKAGEN Høyrente Institusjon	1,22%	2,41%	2,69%	2,91%	2,89%	3,71%	3,39%	3,41%
Statsobligasjonsind. 0.25	0,70%	1,51%	1,54%	1,69%	1,86%	2,70%	2,66%	2,76%

Risiko og prestasjonsmåling

per 30.03.2014	SKAGEN Vekst	SKAGEN Global	SKAGEN Kon-Tiki	SKAGEN Tellus (NOK)	SKAGEN Avkastning	SKAGEN Høyrente	SKAGEN Høyrente Institusjon
TRADISJONELLE RISIKO- OG PRESTASJONSMÅL SISTE 5 ÅR							
Standardavvik, fond	12,9%	11,2%	13,1%	6,9%	1,3%	0,2%	0,2%
Standardavvik, referanseindeks	11,6%	8,8%	12,6%	10,0%	2,2%	0,3%	0,2%
Sharpe-ratio, fond	0,67	1,03	0,70	0,59	1,73	5,35	6,37
Sharpe-ratio, referanseindeks	1,18	1,18	0,48	0,02	0,65	0,32	
Tracking Error/Relative volatilitet	5,7%	4,9%	4,6%	5,8%	2,7%	0,3%	0,2%
Informationsratio	-0,88	0,23	0,70	0,67	0,32	2,74	4,84
Korrelasjon	0,90	0,90	0,94	0,82	-0,04	-0,08	0,14
alfa	-5,0%	-0,7%	3,4%				
beta	1,00	1,15	0,98				
R2	80%	82%	88%				

GEVINST OG TAPSANALYSE SISTE 5 ÅR

Relativ gevinst	92%	119%	112%	90%	86%	445%	-
Relativt tap	120%	125%	96%	57%	37%	24%	-
Relativ gevinst/tap-ratio	0,76	0,95	1,17	1,59	2,32	18,81	-
Positive indekssavvik	5,8	7,4	7,9	9,8	4,22	1,0	1,03
Negative indekssavvik	10,4	6,3	4,6	5,8	3,28	0,1	0,02
Indekssavvik-ratio	0,55	1,19	1,71	1,70	1,29	10,12	65,01
Mengde positive avvik	36%	54%	63%	63%	56%	91%	98%
Mengde positive avvik, oppgang	35%	65%	60%	23%	21%	71%	-
Mengde positive avvik, nedgang	36%	32%	66%	95%	95%	100%	-
Konsistens	40%	52%	53%	63%	58%	85%	95%
Konsistens, oppgang	38%	59%	53%	38%	28%	76%	-
Konsistens, nedgang	45%	37%	54%	87%	93%	100%	-

VALUE AT RISK 5 ÅR

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

GEVINST OG TAPSANALYSE SIDEN OPPSTART

Relativ gevinst	97%	154%	120%	71%	102%	-	-
Relativt tap	79%	103%	96%	70%	97%	-	-
Relativ gevinst/tap-ratio	1,23	1,50	1,25	1,01	1,05	-	-
Positive indekssavvik	14,20	18,99	12,42	11,33	4,35	-	-
Negative indekssavvik	9,76	8,20	5,50	12,28	4,20	-	-
Indekssavvik-ratio	1,46	2,32	2,26	0,92	1,04	-	-

* 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 velkomstbrev etter at du har blitt kunde. Ved tegning i fond i VPS investorklient («Min Konto»), gis informasjonen når du velger hvilket fond du vil tegne andeler i. Informasjonen gis også i SKAGENS årsrapport som sendes til alle kunder. Du kan også finne oppdatert informasjon om SKAGEN Krona på www.skagenfonder.se.

ORDFORKLARING

Alle beregninger av mål er basert på månedlige observasjoner.

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

Relativ gevinst/Relativt tap er et mål på evnen til å oppnå mer avkastning 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.

Indekssavvik-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. Indekssavvik-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 bukkett*

SKAGEN Vekst A investerer i undervurderte, underanalyserte og upopulære selskaper. Minst halvparten av fondets midler skal investeres i selskaper notert eller omsatt i det nordiske aksjemarkedet, resten i verden forøvrig. Målet er å oppnå best mulig avkastning i forhold til risiko innenfor fondets investeringsmandat.

Risiko



Dine Penger (DP terning)



Morningstar kvantitativ:



Fondets startdato 1. desember 1993

Avkastning siden oppstart 1645,0 %

Gjennomsnittlig avkastning per år 14,91%

Forvaltningskapital 8 598 mill NOK

Antall andelseiere 74 253

Tegningsprovisjon 0%

Innløsningsprovisjon 0%

Forvaltningshonorar 1,0% per år + 10% av avkastningen utover 6% pr. år. Fondet har s.k høyvannmerke. Mer på side 34

Minste tegningsbeløp Engangstegning 250 NOK, spareavtale 250 NOK

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

Referanseindeks MSCI Nordic / MSCI AC ex. Nordic

UCITS-fond Ja

Porteføljeforvalter Geir Tjetland og Ole Sæberg

HISTORISK KURSUTVIKLING SKAGEN VEKST



Verdipapir	Antall	Kjøpsverdi NOK*	Markedsverdi NOK*	Urealisert gevinst/tap NOK*	Prosentvis fordeling	Børs
ENERGI						
Statoil ASA	1 257 489	180 184	236 911	56 727	2,76 %	Oslo Børs
Solstad Offshore ASA	1 938 650	95 344	201 620	106 276	2,34 %	Oslo Børs
DOF ASA	5 762 213	110 022	169 985	59 964	1,98 %	Oslo Børs
Bonheur ASA	1 192 594	88 117	146 689	58 572	1,71 %	Oslo Børs
Ganger Rolf ASA	1 213 817	124 262	138 375	14 113	1,61 %	Oslo Børs
Rec Silicon ASA	29 162 486	42 190	103 410	61 221	1,20 %	Oslo Børs
Siem Offshore Inc	8 036 317	68 365	67 344	-1 021	0,78 %	Oslo Børs
GCL-Poly Energy Holdings Ltd	30 000 000	59 320	61 546	2 226	0,72 %	Hong Kong
Eidesvik Offshore ASA	1 487 641	55 290	47 605	-7 686	0,55 %	Oslo Børs
Sevan Drilling ASA	13 252 171	83 460	40 419	-43 041	0,47 %	Oslo Børs
Lundin Petroleum AB	301 000	35 402	37 340	1 938	0,43 %	Stockholm
Electromagnetic Geoservices AS	5 029 207	68 319	32 137	-36 183	0,37 %	Oslo Børs
REC Solar AS	311 524	6 230	29 112	22 881	0,34 %	Oslo Børs
On & Offshore Holding AS	105 165	0	484	484	0,01 %	Unotert
Sum Energi		1 016 507	1 312 977	296 470	15,27 %	
RÅVARER						
Norsk Hydro ASA	14 042 679	355 936	461 021	105 086	5,36 %	Oslo Børs
OCI Co Ltd	39 000	33 003	40 691	7 688	0,47 %	Seoul
Nordic Mining ASA	17 281 021	20 406	17 454	-2 952	0,20 %	Oslo Axess
Agrinos AS	817 242	23 068	4 086	-18 982	0,05 %	Unotert
Sum Råvarer		432 412	523 252	90 840	6,09 %	
KAPITALVARER, SERVICE OG TRANSPORT						
Koninklijke Philips NV	1 518 075	304 812	295 444	-9 368	3,44 %	Amsterdam
Norwegian Air Shuttle ASA	1 448 775	86 455	291 783	205 328	3,39 %	Oslo Børs
Kongsberg Gruppen ASA	1 388 746	57 682	193 036	135 354	2,25 %	Oslo Børs
Wilh. Wilhelmsen Holding ASA	900 275	64 294	173 753	109 459	2,02 %	Oslo Børs
Stolt-Nielsen Ltd	781 341	96 892	117 201	20 309	1,36 %	Oslo Børs
AirAsia Bhd	24 244 100	125 235	106 647	-18 589	1,24 %	Kuala Lumpur
Avance Gas Holdings Ltd	654 974	71 552	102 831	31 279	1,20 %	Oslo Børs
ABB Ltd	657 625	83 190	92 864	9 673	1,08 %	Stockholm
LG Corp Pref	222 192	25 533	55 261	29 728	0,64 %	Seoul
FLSmidth & Co A/S	110 000	34 771	37 663	2 892	0,44 %	København
LG Corp	97 600	20 222	37 003	16 780	0,43 %	Seoul
Odffjell SE-A	1 222 521	54 730	35 086	-19 643	0,41 %	Oslo Børs
Goodtech ASA	2 116 842	48 135	29 424	-18 711	0,34 %	Oslo Børs
TTS Group ASA	3 222 553	32 175	19 335	-12 840	0,22 %	Oslo Børs
I.M. Skaugen SE	1 728 652	21 005	14 676	-6 329	0,17 %	Oslo Børs
YIT Oyj	120 000	8 183	8 464	282	0,10 %	Helsinki
Viti Invest AS	931 782	5 644	438	-5 206	0,01 %	Unotert
Sum Kapitalvarer, service og transport		1 140 511	1 610 910	470 399	18,74 %	
INNETEKSAVHENGIGE FORBRUKSVARER						
Royal Caribbean Cruises Ltd	1 793 021	274 925	611 212	336 287	7,11 %	New York
Continental AG	293 500	147 369	416 394	269 024	4,84 %	Frankfurt
Kia Motors Corporation	860 000	258 782	295 271	36 489	3,43 %	Seoul
Volvo AB	1 400 000	123 328	117 988	-5 341	1,37 %	Stockholm
Toshiba Corp	3 300 000	83 962	94 542	10 581	1,10 %	Tokyo
Hurtigruten ASA	21 171 503	76 132	88 497	12 364	1,03 %	Oslo Børs
Nokian Renkaat OYJ	225 000	54 613	53 797	-816	0,63 %	Helsinki
Nippon Seiki Co Ltd	230 000	22 272	27 263	4 990	0,32 %	Tokyo
Fjord Line AS	3 622 985	33 138	21 738	-11 400	0,25 %	Unotert
Sum Inntektsavhengige forbruksvarer		1 074 521	1 726 701	652 180	20,08 %	

Verdipapir	Antall	Kjøpsverdi NOK*	Markedsverdi NOK*	Urealisert gevinst/tap NOK*	Prosentvis fordeling	Børs
DEFENSIVE KONSUMVARER						
Casino Guichard Perrachon SA	191 785	130 604	155 769	25 166	1,81 %	Paris
Carlsberg AS-B	150 000	93 089	99 274	6 184	1,15 %	København
Royal Unibrew A/S	95 000	29 419	91 637	62 218	1,07 %	København
Oriflame Cosmetics SA-SDR	462 367	68 397	66 097	-2 300	0,77 %	Stockholm
Sodastream International Ltd	260 000	63 937	53 130	-10 807	0,62 %	NASDAQ
Yazicilar Holding AS	689 169	23 544	37 385	13 841	0,43 %	Istanbul
Genomar AS	483 807	11 591	140	-11 451	0,00 %	Unotert
Norsk Marin Fisk AS	364 200	7 338	4	-7 334	0,00 %	Unotert
Sum Defensive konsumvarer		427 919	503 435	75 516	5,86 %	
MEDISIN						
Teva Pharmaceutical-Sp ADR	1 461 530	386 593	471 924	85 331	5,49 %	NASDAQ
Novo Nordisk A/S-B	290 250	62 218	81 967	19 749	0,95 %	København
Medi-Stim ASA	1 465 625	18 313	34 442	16 129	0,40 %	Oslo Børs
Photocure ASA	626 466	25 235	13 782	-11 453	0,16 %	Oslo Børs
Norchip AS	1 250 000	18 001	13	-17 988	0,00 %	Unotert
Sum Medisin		510 359	602 128	91 769	7,00 %	
BANK OG FINANS						
Danske Bank A/S	1 800 000	184 794	313 015	128 222	3,64 %	København
Sberbank of Russia Pref	14 470 000	209 651	179 860	-29 791	2,09 %	Moscow
Tribona AB	3 410 861	112 654	108 911	-3 743	1,27 %	Stockholm
Korean Reinsurance Co	1 466 760	50 035	92 978	42 944	1,08 %	Seoul
Norwegian Finans Holding ASA	4 000 000	7 843	68 000	60 157	0,79 %	Unotert
Sparebanken Øst	1 413 500	25 053	64 456	39 403	0,75 %	Oslo Børs
Hitecvision AS	793 668	7 193	63 493	56 300	0,74 %	Unotert
Raiffeisen Bank International AG	275 577	65 960	53 632	-12 328	0,62 %	Wien
SBI Holdings Inc	400 000	33 171	30 042	-3 128	0,35 %	Tokyo
Zoncolan ASA	730 000	4 046	1 314	-2 732	0,02 %	Oslo Axess
Sum Bank og finans		700 399	975 703	275 304	11,35 %	
INFORMASJONSTEKNOLOGI						
Samsung Electronics Co Ltd Pref	99 660	589 917	640 815	50 898	7,45 %	Seoul
SAP AG	440 000	176 334	209 445	33 111	2,44 %	Frankfurt
Q-Free ASA	3 182 604	44 688	45 193	505	0,53 %	Oslo Børs
Bang & Olufsen A/S	320 375	24 231	24 701	470	0,29 %	København
PSI Group ASA	3 796 612	43 431	23 425	-20 005	0,27 %	Oslo Børs
Proact IT Group AB	258 101	8 572	20 840	12 268	0,24 %	Stockholm
Precise Biometrics AB	2 362 593	2 436	2 189	-247	0,03 %	Stockholm
Oter Invest AS	2 566 891	6 980	1 283	-5 696	0,01 %	Unotert
Ceetron ASA	60 622	936	91	-845	0,00 %	Unotert
Sum Informasjonsteknologi		897 525	967 983	70 459	11,26 %	
TELEKOM						
Kinnevik Investment AB-B	463 583	103 529	121 483	17 954	1,41 %	Stockholm
Teliasonera AB	2 500 000	111 683	112 056	373	1,30 %	Stockholm
Sum Telekom		215 212	233 539	18 326	2,72 %	
Sum verdipapirportefølje		6 415 366	8 456 628	2 041 262	98,36 %	
Disponibel likviditet			141 327		1,64 %	
Sum andelskapital			8 597 955		100,00 %	

Basiskurs per 30.06.2014

1 763,6660

* tall i 1000 NOK

Sum markedsverdi per 30.06.2014 er benyttet siste noterte kurs fra børs. For beregning av gevinst ved salg benyttes en gjennomsnittlig kostprisemetode.

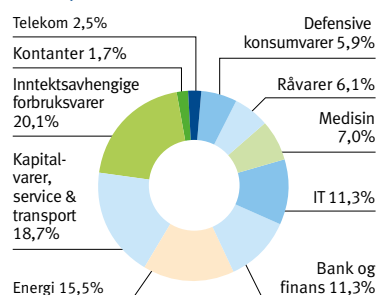


SKAGEN VEKST

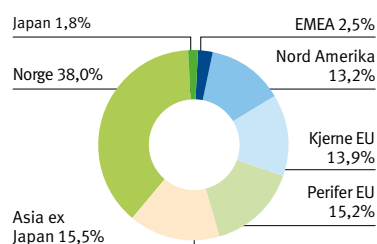
En håndplukket bukettt*

* Syklister på stranden. 1894 (Utsnitt).
Av Einar Hein, en av Skagenmalerne.
Bildet tilhører Skagens Museum.

BRANSJEFORDELING



GEOGRAFISK FORDELING



DE 10 STØRSTE POSTENE

Samsung Electronics Co Ltd	7,45
Royal Caribbean Cruises Ltd	7,11
Teva Pharmaceutical Industries	5,49
Norsk Hydro ASA	5,36
Continental AG	4,84
Danske Bank A/S	3,64
Koninklijke Philips NV	3,44
Kia Motors Corp	3,43
Norwegian Air Shuttle AS	3,39
Statoil ASA	2,76
SUM 10 STØRSTE UTSTEDERE	46,92



SKAGEN GLOBAL

En verden av muligheter*

Aksjefondet SKAGEN Global A 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.



Dine Penger (DP terning)



Morningstar quantitative rating



Lipper Europe 2014 beste fond over ti år Equity Global



Citywire (5 års periode)

nr. 16 av 660

Fondets startdato

7 august 1997

Avkastning siden oppstart

1 074 %

Gjennomsnittlig avkastning per år

15,70 %

Forvaltningskapital

46 795 mill NOK

Antall andelseiere

86 338

Tegningsprovisjon

0%

Innløsningsprovisjon

0%

Forvaltningshonorar

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

Minste tegningsbeløp

Engangstegning 250 NOK, spareavtale 250 NOK

Godkjent for markedsføring i

Norge, Sverige, Danmark, Finland, Nederland, Luxemburg, Island, Storbritannia og Sveits

Referanseindeks

MSCI AC (NOK)

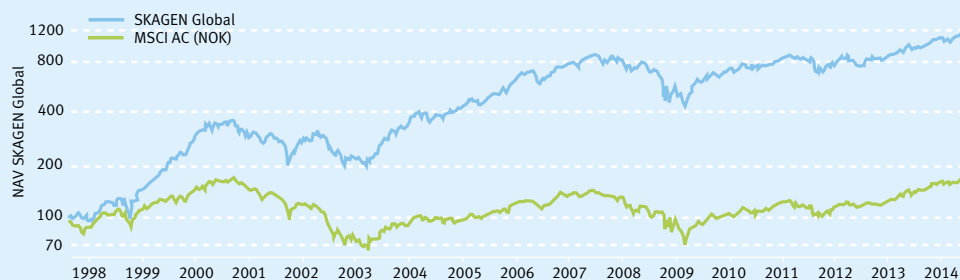
UCITs-fond

Ja

Porteføljeforvalter

Kristian Falnes

HISTORISK KURSUTVIKLING SKAGEN GLOBAL



Verdipapir	Antall	Kjøpsverdi NOK*	Markedsverdi NOK*	Urealisert gevinst/tap NOK*	Prosentvis fordeling	Børs
ENERGI						
Gazprom Oao ADR	19 272 618	1 277 378	1 030 435	-246 943	2,20 %	London Int
Baker Hughes Inc	1 936 624	504 834	873 501	368 667	1,87 %	New York
Weatherford Intl Ltd	5 822 007	477 661	809 570	331 909	1,73 %	New York
OMV AG	2 062 595	447 096	567 475	120 379	1,21 %	Wien
Surgutneftegas OAO Pref	93 876 900	356 876	473 928	117 052	1,01 %	Moscow
Technip SA	596 358	359 322	399 667	40 345	0,85 %	Paris
Afren Plc	23 356 508	246 481	356 276	109 796	0,76 %	London
Kazmunaigas Exploration GDR	3 210 987	395 620	314 598	-81 022	0,67 %	London Int
Petroleo Brasileiro Pref ADR	2 541 548	383 577	243 552	-140 024	0,52 %	New York
BP Plc	4 317 010	215 354	232 969	17 615	0,50 %	London
BP Plc ADR	618 040	180 221	199 934	19 713	0,43 %	New York
Sum mindre poster		388 207	461 277	73 070	1,0%	
Sum Energi		5 232 627	5 963 182	730 555	12,74 %	

Verdipapir	Antall	Kjøpsverdi NOK*	Markedsverdi NOK*	Urealisert gevinst/tap NOK*	Prosentvis fordeling	Børs
RÅVARER						
Akzo Nobel NV	1 888 049	576 472	867 340	290 868	1,85 %	Amsterdam
Norsk Hydro ASA	19 810 878	535 467	650 391	114 924	1,39 %	Oslo Børs
Heidelbergcement AG	1 131 185	359 962	591 753	231 791	1,26 %	Frankfurt
OCI Co Ltd	427 281	405 661	445 698	40 037	0,95 %	Seoul
Terminium SA ADR	2 543 889	380 195	433 554	53 358	0,93 %	New York
Mayr-Melnhof Karton AG	480 326	222 491	350 384	127 894	0,75 %	Wien
Koninklijke DSM NV	631 665	258 058	281 954	23 897	0,60 %	Amsterdam
Lundin Mining Corp SDR	7 792 226	198 346	258 165	59 819	0,55 %	Stockholm
Lundin Mining Corp	6 334 562	164 143	210 507	46 364	0,45 %	Toronto
Vale Sa Spons pref ADR	2 670 526	202 842	193 326	-9 516	0,41 %	New York
UPM-Kymmene Oyj	1 796 493	119 102	187 385	68 284	0,40 %	Helsinki
Vale Sa Spons ADR	1 717 891	145 339	138 327	-7 012	0,30 %	New York
Evonik Industries AG	51 752	12 223	12 617	395	0,03 %	Xetra
Sum Råvarer		3 580 301	4 621 403	1 041 101	9,88 %	

Verdipapir	Antall	Kjøpsverdi NOK*	Markedsverdi NOK*	Urealisert gevinst/tap NOK*	Prosentvis fordeling	Børs
KAPITALVARER, SERVICE OG TRANSPORT						
LG Corp	2 450 793	686 437	928 935	242 497	1,99 %	Seoul
Tyco International Ltd	3 177 161	342 322	889 215	546 894	1,90 %	New York
Bunge Ltd	1 313 117	461 015	610 801	149 786	1,31 %	New York
Stolt-Nielsen Ltd	2 865 551	463 181	429 833	-33 349	0,92 %	Oslo Børs
Siemens AG	482 469	274 741	390 765	116 024	0,84 %	Frankfurt
Koninklijke Philips NV	1 982 500	349 943	386 186	36 243	0,83 %	Amsterdam
Mosaic Co/The	1 103 401	339 466	334 879	-4 588	0,72 %	New York
BW LPG Ltd	3 247 152	153 300	292 244	138 943	0,62 %	Oslo Børs
Prosegur Cia de Seguridad Sa	6 506 714	211 175	287 433	76 258	0,61 %	Madrid
China Communications Services Corp Ltd	77 703 794	280 200	231 923	-48 277	0,50 %	Hong Kong
Metso Oyj	882 429	139 980	204 910	64 930	0,44 %	Helsinki
Autoliv Inc	309 564	105 984	202 109	96 126	0,43 %	New York
Sum mindre poster		548 001	553 216	5 215	1,2%	Helsinki
Sum Kapitalvarer, service og transport		4 355 745	5 742 448	1 386 703	12,27 %	

Verdipapir	Antall	Kjøpsverdi NOK*	Markedsverdi NOK*	Urealisert gevinst/tap NOK*	Prosentvis fordeling	Børs
INNETKTSAVHENGIGE FORBRUKSVARER						
Renault SA	1 861 779	487 037	1 030 392	543 355	2,20 %	Paris
General Motors Co	3 493 080	496 224	783 800	287 576	1,68 %	New York
Toyota Industries Corp	1 788 277	319 173	566 273	247 099	1,21 %	Tokyo
Gap Inc/The	2 211 305	524 511	560 966	36 455	1,20 %	New York
Hyundai Motor Co Pref (2pb)	552 537	155 829	536 142	380 313	1,15 %	Seoul
Comcast Corp	1 538 781	162 386	503 147	340 762	1,08 %	NASDAQ
Yamaha Motor Co Ltd	3 355 311	283 582	354 095	70 513	0,76 %	Tokyo
Dixons Retail Plc	67 060 684	94 155	349 936	255 781	0,75 %	London
CTC Media Inc	3 764 435	187 135	254 734	67 599	0,54 %	NASDAQ
Tata Motors Ltd-A- DVR	8 226 456	111 027	247 534	136 507	0,53 %	Bombay
LG Electronics Inc Pref	1 090 448	278 239	244 684	-33 555	0,52 %	Seoul
Sum mindre poster		379 789	533 760	153 972	1,1%	
Sum Inntektsavhengige forbruksvarer		3 479 088	5 965 463	2 486 376	12,75 %	

Verdipapir	Antall	Kjøpsverdi NOK*	Markedsverdi NOK*	Urealisert gevinst/tap NOK*	Prosentvis fordeling	Børs
DEFENSIVE KONSUMVARER						
Unilever NV-Cva	975 867	174 371	261 685	87 313	0,56 %	Amsterdam
Yazicilar Holding AS	3 928 265	95 143	213 184	118 041	0,46 %	Istanbul
United Intl Enterprises	149 768	26 906	193 220	166 314	0,41 %	København
Royal Unibrew A/S	187 221	47 481	180 574	133 093	0,39 %	København
Chiquita Brands International Inc	1 655 233	120 413	107 235	-13 178	0,23 %	New York
Apetit OYJ	228 600	25 383	33 981	8 598	0,07 %	Helsinki
Sum Defensiv konsumvarer		489 697	989 879	500 181	2,12 %	
MEDISIN						
Teva Pharmaceutical-Sp ADR	2 974 074	645 076	955 718	310 641	2,04 %	NASDAQ
Roche Holding AG-Genusschein	464 283	411 220	849 049	437 829	1,81 %	Zürich
Rhoen-Klinikum AG	2 055 663	231 909	417 098	185 188	0,89 %	Frankfurt
Sanofi	582 614	347 732	379 790	32 058	0,81 %	Paris
Varian Medical Systems Inc	299 140	143 700	151 653	7 953	0,32 %	New York
Sum Medisin		1 779 637	2 753 307	973 670	5,88 %	
BANK OG FINANS						
Citigroup Inc	8 398 467	1 908 168	2 429 373	521 204	5,19 %	New York
American International Group Inc	4 599 551	1 052 269	1 539 862	487 593	3,29 %	New York
Nordea Bank AB	13 236 133	929 847	1 144 274	214 428	2,45 %	Stockholm
Cheung Kong Holdings Ltd	5 893 098	471 853	641 515	169 662	1,37 %	Hong Kong
Goldman Sachs Group Inc	495 336	360 866	507 400	146 534	1,08 %	New York
Hannover Rueckversicherung AG	827 902	183 121	455 834	272 713	0,97 %	Frankfurt
RSA Insurance Group Plc	8 468 231	369 267	421 278	52 012	0,90 %	London
Storebrand ASA	10 460 958	369 839	361 217	-8 622	0,77 %	Oslo Børs
State Bank of India	1 198 198	234 433	328 582	94 149	0,70 %	National India
Banco Do Estado Rio Grande Do Sul SA Pref	9 980 716	234 211	295 422	61 211	0,63 %	Sao Paulo
Haci Omer Sabanci Holding AS	9 985 939	221 539	285 849	64 310	0,61 %	Istanbul
EFG-Hermes Holding SAE	19 484 469	239 498	257 315	17 817	0,55 %	Cairo
Sum mindre poster		1 755 091	1 939 800	184 709	4,2%	
Sum Bank og finans		8 330 002	10 607 722	2 277 720	22,67 %	
INFORMASJONSTEKNOLOGI						
Samsung Electronics Co Ltd Pref	503 892	1 220 474	3 239 231	2 018 757	6,92 %	Seoul
Microsoft Corp	3 975 450	632 173	1 023 374	391 201	2,19 %	NASDAQ
Lenovo Group Ltd	47 662 000	354 172	399 226	45 054	0,85 %	Hong Kong
Samsung Electronics Co Ltd Pref GDR	118 762	120 020	381 058	261 038	0,81 %	London Int
Google Inc CLASS A	60 555	105 892	217 333	111 441	0,46 %	NASDAQ
Google Inc CLASS C	60 555	105 892	214 045	108 153	0,46 %	NASDAQ
Oracle Corp	848 308	137 403	212 051	74 648	0,45 %	NASDAQ
Sum Informasjonsteknologi		2 676 026	5 686 318	3 010 292	12,15 %	
TELEKOM						
China Unicom Hong Kong Ltd	76 770 396	671 066	728 134	57 068	1,56 %	Hong Kong
Vimpelcom Ltd-Spon ADR	11 772 778	871 721	602 362	-269 360	1,29 %	New York
First Pacific Co Ltd	45 234 923	285 825	310 136	24 311	0,66 %	Hong Kong
Sistema Jscf GDR	1 423 965	150 295	269 068	118 773	0,58 %	London Int
China Unicom Hong Kong Ltd ADR	2 347 421	216 459	221 205	4 746	0,47 %	New York
Kinnevik Investment AB-B	738 060	38 582	193 347	154 766	0,41 %	Stockholm
Global Telecom Holding	38 328 039	100 420	169 380	68 960	0,36 %	Cairo
Sum mindre poster		296 455	228 640	-67 815	0,5%	
Sum Telekom		2 630 822	2 722 271	91 449	5,82 %	
NYTTETJENESTER						
Centrais Eletricas Brasileiras SA Pref	7 369 985	455 723	214 042	-241 681	0,46 %	Sao Paulo
Centrais Eletricas Brasileiras SA	2 804 245	233 863	49 896	-183 967	0,11 %	Sao Paulo
Sum Nyttetjenester		689 586	263 937	-425 649	0,56 %	
Sum verdipapirportefølje		33 243 531	45 315 930	12 072 399	96,85 %	
Disponibel likviditet			1 475 993		3,15 %	
Sum andelskapital			46 791 923		100,00 %	
Basiskurs per 30.06.2014		1 180,2152				

* tall i 1000 NOK

Sum markedsverdi per 30.06.2014 er benyttet siste noterte kurs fra børs. For beregning av gevinst ved salg benyttes en gjennomsnittlig kostpris metode.

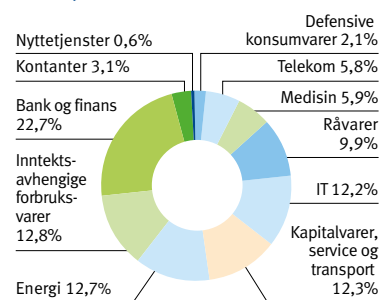


SKAGEN GLOBAL

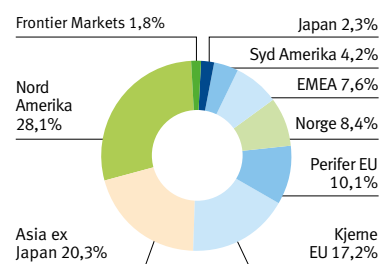
En verden av muligheter*

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

BRANSJEFORDELING



GEOGRAFISK FORDELING



DE 10 STØRSTE POSTENE

Samsung Electronics Co Ltd	7,74
Citigroup Inc	5,19
American International Group I	3,29
Nordea Bank AB	2,45
Gazprom OAO	2,20
Renault SA	2,20
Microsoft Corp	2,19
Teva Pharmaceutical Industries	2,04
China Unicom Hong Kong Ltd	2,03
LG Corp	2,00
SUM 10 STØRSTE UTSTEDERE	31,32



SKAGEN KON-TIKI

Viser vei i nytt farvann*

Aksjefondet SKAGEN Kon-Tiki A 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 quantitative rating	★★★★★
Lipper Europe 2014, beste fond over ti år Equity Emerging Markets	
Citywire (5 års periode)	nr. 6 av 160
Fondets startdato	5. april 2002
Avkastning siden oppstart	566 %
Gjennomsnittlig avkastning per år	16,76 %
Forvaltningskapital	55 120 mill NOK
Antall andelseiere	72 311
Tegningsprovisjon	0%
Innløsningsprovisjon	0%
Forvaltningshonorar	2 % per år pluss/ minus variabelt forvaltningshonorar
Minste tegningsbeløp	Engangstegning 250 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 NOK*	Prosentvis fordeling	Børs
ENERGI						
Tullow Oil Plc	8 111 624	765 458	723 764	-41 694	1,31 %	London
Gazprom Oao ADR	9 459 603	633 992	505 770	-128 223	0,92 %	London Int.
Afren Plc	28 782 928	356 400	439 050	82 650	0,80 %	London
GCL-Poly Energy Holdings Ltd	213 713 000	350 278	438 219	87 941	0,80 %	Hong Kong
Rec Silicon ASA	83 201 594	133 426	295 033	161 606	0,54 %	Oslo Børs
Archer Ltd	25 327 048	405 547	278 598	-126 950	0,51 %	Oslo Børs
Deep Sea Supply Plc	17 250 931	170 959	171 647	688	0,31 %	Oslo Børs
REC Solar AS	1 482 786	35 590	138 566	102 976	0,25 %	Oslo Børs
Siem Offshore Inc	10 977 629	94 336	91 993	-2 344	0,17 %	Oslo Børs
Sum Energi		2 945 987	3 082 639	136 652	5,59 %	

RÅVARER						
Vale Sa Spons pref ADR	14 722 805	1 442 210	1 065 823	-376 387	1,93 %	New York
Exxaro Resources Ltd	4 669 011	596 420	372 960	-223 460	0,68 %	Johannesburg
UPL Ltd	10 294 488	191 091	358 840	167 749	0,65 %	National India
OCI Co Ltd	300 000	253 944	312 931	58 987	0,57 %	Seoul
LG Chem Ltd Pref	233 606	148 700	273 426	124 726	0,50 %	Seoul
Asia Cement China Holdings	48 607 500	178 677	188 949	10 272	0,34 %	Hong Kong
Vale SA-Pref A	1 231 900	210 807	89 289	-121 518	0,16 %	Sao Paulo
Drdgold Ltd ADR	3 724 701	206 450	65 811	-140 639	0,12 %	NASDAQ
Sum Råvarer		3 228 298	2 728 028	-500 270	4,95 %	

KAPITALVARER, SERVICE OG TRANSPORT						
AP Moeller - Maersk A/S	100 000	805 315	1 524 493	719 178	2,77 %	København
ABB Ltd	8 530 512	808 037	1 204 208	396 171	2,18 %	Stockholm
Frontline 2012 Ltd	12 005 000	315 941	570 238	254 297	1,03 %	Unotert
AirAsia Bhd	107 652 800	410 921	473 402	62 481	0,86 %	Kuala Lumpur
Bidvest Group Ltd	2 878 881	335 297	469 194	133 897	0,85 %	Johannesburg
CNH Industrial NV	7 310 545	449 860	458 815	8 955	0,83 %	New York
OCI NV	1 825 927	455 606	437 496	-18 110	0,79 %	Amsterdam
Enka Insaat Ve Sanayi AS	20 782 815	217 528	345 879	128 351	0,63 %	Istanbul
Empresas ICA S.A.B	28 597 736	400 315	345 561	-54 754	0,63 %	Mexico
Aveng Ltd	21 017 094	617 358	280 615	-336 743	0,51 %	Johannesburg
Hitachi Ltd	5 695 000	253 599	255 851	2 251	0,46 %	Tokyo
Harbin Electric Company Ltd	68 000 000	614 366	253 027	-361 339	0,46 %	Hong Kong
Golden Ocean Group Ltd	21 821 808	93 558	223 892	130 334	0,41 %	Oslo Børs
Yingli Green Energy Holding Co Ltd ADR	9 660 539	213 542	222 838	9 296	0,40 %	New York
Nippon Yusen KK	11 728 000	231 788	207 346	-24 442	0,38 %	Tokyo
LG Corp Pref	808 430	118 266	201 013	82 747	0,36 %	Seoul
Norwegian Air Shuttle ASA	997 061	73 389	200 808	127 419	0,36 %	Oslo Børs
Avance Gas Holdings Ltd	1 206 386	127 095	189 403	62 308	0,34 %	Oslo Børs
Golar LNG Ltd	170 000	56 250	62 107	5 857	0,11 %	NASDAQ
Kerry Logistics Network Ltd	1 770 000	16 506	17 152	646	0,03 %	Hong Kong
Kuribayashi Steamship Co Ltd	288 000	5 770	5 650	-120	0,01 %	Tokyo
Sum Kapitalvarer, service og transport		6 620 307	7 948 988	1 328 681	14,42 %	

INNETKTSAVHENGIGE FORBRUKSVARER						
Hyundai Motor Co Pref (2pb)	2 633 025	420 391	2 554 898	2 134 506	4,64 %	Seoul
Hyundai Motor Co Pref (1p)	2 507 251	402 735	2 303 610	1 900 876	4,18 %	Seoul
Great Wall Motor Co Ltd	67 765 000	122 922	1 545 107	1 422 185	2,80 %	Hong Kong
Mahindra & Mahindra Ltd GDR	8 248 827	192 182	974 677	782 496	1,77 %	London Int.
Naspers Ltd	1 139 544	333 530	822 854	489 325	1,49 %	Johannesburg
LG Electronics Inc Pref	3 050 000	823 954	684 384	-139 570	1,24 %	Seoul
Royal Caribbean Cruises Ltd	1 432 100	257 591	487 353	229 763	0,88 %	New York
Apollo Tyres Ltd	21 068 598	163 689	428 229	264 540	0,78 %	National India
Mahindra & Mahindra Ltd	3 623 003	292 672	424 304	131 632	0,77 %	National India
DRB-Hicom Bhd	88 408 800	365 449	373 563	8 114	0,68 %	Kuala Lumpur
Hengdeli Holdings Ltd	162 572 800	256 632	173 757	-82 875	0,32 %	Hong Kong
Ghabbour Auto	1 568 410	37 200	43 067	5 867	0,08 %	Cairo
Sum Inntektsavhengige forbruksvarer		3 668 947	10 815 805	7 146 858	19,62 %	

Verdipapir	Antall	Kjøpsverdi NOK*	Markedsverdi NOK*	Urealisert gevinst/tap NOK*	Prosentvis fordeling	Børs
DEFENSIVE KONSUMVARER						
Heineken NV	2 811 758	935 935	1 237 366	301 431	2,24 %	Amsterdam
Cosan Ltd	10 319 782	577 467	857 871	280 405	1,56 %	New York
Distribuidora Internacional de Alimentacion SA	12 266 933	417 657	695 802	278 146	1,26 %	Madrid
X 5 Retail Group NV GDR	4 836 025	487 681	640 551	152 870	1,16 %	London Int.
Marfrig Global Foods SA	32 957 200	518 291	554 287	35 995	1,01 %	Sao Paulo
Yazicilar Holding AS	8 750 391	217 127	474 877	257 750	0,86 %	Istanbul
Familymart Co Ltd	1 776 500	491 161	469 503	-21 658	0,85 %	Tokyo
Kulim Malaysia BHD	50 827 600	160 451	333 327	172 876	0,60 %	Kuala Lumpur
Royal Unibrew A/S	317 977	53 374	306 688	253 314	0,56 %	København
PZ Cussons Plc	7 625 746	127 931	277 365	149 434	0,50 %	London
Cia Cervecerias Unidas SA ADR	1 538 270	280 090	221 492	-58 598	0,40 %	New York
Tata Global Beverages Ltd	12 304 260	167 952	216 991	49 039	0,39 %	National India
Casino Guichard Perrachon SA	264 535	213 056	214 232	1 176	0,39 %	Paris
Massmart Holdings Ltd	2 000 000	154 436	152 262	-2 174	0,28 %	Johannesburg
Podravka Prehranbena Ind DD	406 584	111 935	137 282	25 346	0,25 %	Zagreb
East African Breweries Ltd	5 774 866	88 566	116 504	27 938	0,21 %	Nairobi
United Intl Enterprises	68 500	12 939	88 374	75 435	0,16 %	København
Pivovarna Lasko	499 286	138 712	49 395	-89 317	0,09 %	Ljubljana
Kulim Malaysia BHD Warrants	8 437 550	-	14 842	14 842	0,03 %	Kuala Lumpur
Sum Defensiv konsumvarer		5 154 761	7 059 010	1 904 249	12,81 %	

MEDISIN						
Richter Gedeon Nyrt	9 771 722	1 060 981	1 140 926	79 945	2,07 %	Budapest
China Shineway Pharmaceutical	36 934 000	280 298	397 673	117 375	0,72 %	Hong Kong
Ranbaxy Laboratories Ltd	4 198 608	197 497	221 426	23 929	0,40 %	National India
Supermax Corp BHD	30 573 600	117 548	122 756	5 208	0,22 %	Kuala Lumpur
Eis Eczacibasi Ilac Ve Sanayi	19 410 554	133 038	122 475	-10 564	0,22 %	Istanbul
Eczacibasi Yatirim Holding	3 362 732	39 931	51 098	11 167	0,09 %	Istanbul
Sum Medisin		1 829 293	2 056 353	227 060	3,73 %	

BANK OG FINANS						
State Bank of India	5 999 991	1 363 394	1 645 379	281 985	2,99 %	National India
Haci Omer Sabanci Holding AS	47 509 436	962 243	1 359 966	397 723	2,47 %	Istanbul
Banco Do Estado Rio Grande Do Sul SA Pref	20 364 200	482 699	602 765	120 065	1,09 %	Sao Paulo
SBI Holdings Inc	7 759 600	603 587	582 573	-21 015	1,06 %	Tokyo
Haitong Securities Co Ltd	59 435 600	492 612	565 603	72 991	1,03 %	Hong Kong
Raiffeisen Bank International AG	2 887 873	605 678	562 914	-42 764	1,02 %	Wien
JSE Ltd	6 464 519	249 899	357 555	107 655	0,65 %	Johannesburg
Moscow Exchange MICEX-RTS OAO	25 683 060	267 228	312 338	45 110	0,57 %	Moscow
Kiatnakin Bank Plc	37 429 463	334 353	311 428	-22 925	0,57 %	Bangkok
Korean Reinsurance Co	4 860 366	182 225	308 023	125 799	0,56 %	Seoul
VTB Bank Ojsc GDR	19 865 944	592 349	297 380	-294 970	0,54 %	London Int.
Kiwoom Securities Co Ltd	1 043 205	190 648	264 767	74 119	0,48 %	Seoul
EFG-Hermes Holding SAE	17 939 257	353 507	236 909	-116 598	0,43 %	Cairo
Ghana Commercial Bank Ltd	18 001 604	88 821	179 145	90 324	0,33 %	Ghana
VTB Bank Ojsc	21 701 144 197	165 582	160 813	-4 769	0,29 %	Moscow
Dragon Capital - Vietnam Enterprise Investments Ltd	9 000 000	111 229	152 945	41 716	0,28 %	Dublin
Nordnet AB	5 007 907	69 539	147 911	78 372	0,27 %	Stockholm
Value Partners Group Ltd	28 597 000	109 613	117 503	7 890	0,21 %	Hong Kong
Diamond Bank Plc	378 971 941	79 310	91 438	12 128	0,17 %	Lagos
VinaCapital Vietnam Opportunity Fund Ltd	4 062 000	44 474	62 333	17 859	0,11 %	London
Trimegah Securities Tbk PT	700 000 000	67 131	28 618	-38 513	0,05 %	Jakarta
Norfinance AS	285 996	28 600	28 600	0	0,05 %	Unotert
Norfinance AS Konv	21 272 400	21 272	21 272	0	0,04 %	Unotert
EFG-Hermes Holding GDR	202 863	8 188	5 103	-3 085	0,01 %	London Int.
Sum Bank og finans		7 474 181	8 403 279	929 098	15,25 %	

INFORMASJONSTEKNOLOGI						
Samsung Electronics Co Ltd Pref	424 937	1 049 840	2 731 675	1 681 835	4,96 %	Seoul
Samsung Electronics Co Ltd Pref GDR	399 732	393 328	1 282 576	889 248	2,33 %	London Int.
Lenovo Group Ltd	108 958 000	625 098	912 652	287 554	1,66 %	Hong Kong
Tech Mahindra Ltd	2 529 440	408 241	555 694	147 453	1,01 %	National India
Skyworth Digital Holdings Ltd	37 784 181	110 340	110 681	341	0,20 %	Hong Kong
Sum Informasjonsteknologi		2 586 847	5 593 278	3 006 431	10,15 %	

TELEKOM						
Sistema Jscf GDR	9 911 992	791 297	1 872 941	1 081 644	3,40 %	London Int.
Bharti Airtel Ltd	43 368 848	1 656 791	1 491 584	-165 207	2,71 %	National India
Kinnevik Investment AB-B	2 624 324	458 112	687 485	229 373	1,25 %	Stockholm
Indosat Tbk PT	206 683 750	557 401	394 143	-163 257	0,72 %	Indonesia
Sum Telekom		3 463 601	4 446 154	982 553	8,07 %	

Sum verdipapirportefølje	36 972 222	52 133 534	15 161 311	94,58 %		
Disponibel likviditet		2 986 095		5,42 %		
Sum andelskapital		55 119 629		100,00 %		

Basiskurs per 30.06.2014

672,4689

* tall i 1000 NOK

Sum markedsverdi per 30.06.2014 er benyttet siste noterte kurs fra børs. For beregning av gevinst ved salg benyttes en gjennomsnittlig kostpris metode.

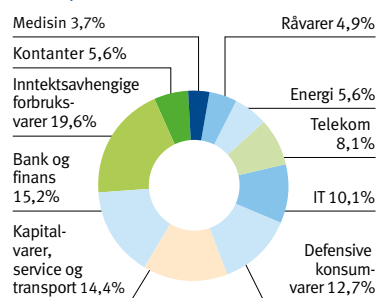


SKAGEN KON-TIKI

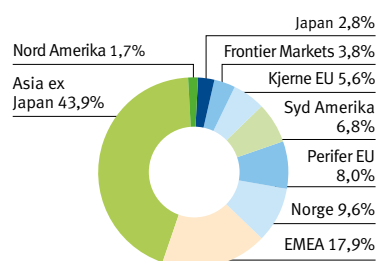
Viser vei i nytt farvann*

* Skagen Rev Fyrskib, 1892 (Utsnitt).
Av Carl Loger, en av Skagenmalerne.
Bildet tilhører Skagens Museum.

BRANSJEFORDELING



GEOGRAFISK FORDELING



DE 10 STØRSTE POSTENE

Hyundai Motor Co	8,81
Samsung Electronics Co Ltd	7,28
Sistema JSFC	3,40
State Bank of India	2,99
Great Wall Motor Co Ltd	2,80
AP Moeller - Maersk A/S	2,77
Bharti Airtel Ltd	2,71
Mahindra & Mahindra Ltd	2,54
Haci Omer Sabanci Holding AS	2,47
Heineken NV	2,24
SUM 10 STØRSTE UTSTEDERE (%)	38,01

VERDIPAPIRPORTEFØLJE SKAGEN m² PER 30 JUNI 2014



SKAGEN m²

En andel i det globale eiendomsmarkedet*

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

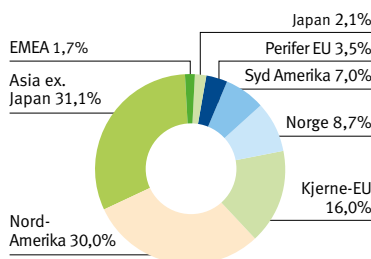
AKSJEFONDET SKAGEN m²

Risiko

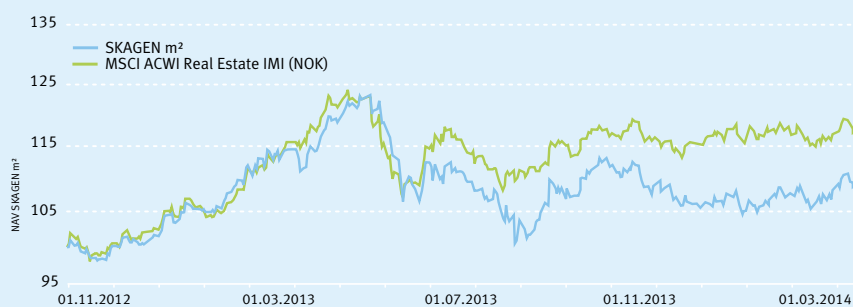


Fondets startdato	31. oktober 2012
Avkastning siden oppstart	18,82 %
Gjennomsnittlig avkastning per år	10,93 %
Forvaltningskapital	532 Million NOK
Antall andelseiere	5 128
Tegningsprovisjon	0%
Innløsningsprovisjon	0 %
Forvaltningshonorar	1,5 % per år pluss/ minus variabelt forvaltningshonorar
Minste tegningsbeløp	Engangstegning 250 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	Michael Gobitschek og Harald Haukås

GEOGRAFISK FORDELING



HISTORISK KURSUTVIKLING SKAGEN m²



Verdipapir	Antall	Kjøpsverdi NOK*	Markedsverdi NOK*	Urealisert gevinst/tap NOK*	Prosentvis fordeling	Børs
EIENDOMSSLESKAPER INKL REITS						
General Growth Properties Inc	150 000	20 061	21 538	1 477	4,05 %	New York
Brandywine Realty Trust	208 000	17 925	19 842	1 917	3,73 %	New York
Ashford Hospitality Trust	265 000	12 475	18 773	6 298	3,53 %	New York
Deutsche Wohnen AG	140 000	12 633	18 509	5 876	3,48 %	Frankfurt
Columbia Property Trust Inc	105 800	17 667	16 750	-917	3,15 %	New York
HCP Inc	64 700	14 683	16 352	1 669	3,07 %	New York
Apartment Investment & Management Co	80 000	13 753	15 848	2 095	2,98 %	New York
Mercialys SA	109 000	13 552	15 523	1 971	2,92 %	Paris
PS Business Parks Inc	29 000	12 599	14 767	2 168	2,78 %	New York
British Land Co Plc	200 891	10 270	14 753	4 483	2,77 %	London
Global Logistic Properties Ltd	1 096 000	13 705	14 561	856	2,74 %	Singapore
Soho China Ltd	2 721 500	13 082	13 170	88	2,48 %	Hong Kong
Ticon Industrial Connection Pcl-Nvdr	3 839 220	12 648	12 639	-9	2,38 %	Bangkok
Lexington Realty Trust	183 500	12 568	12 442	-126	2,34 %	New York
Olav Thon Eiendomsselskap ASA	106 000	9 696	12 031	2 335	2,26 %	Oslo Børs
Mapletree Logistics Trust	1 960 753	11 329	11 240	-89	2,11 %	Singapore
Nomura Real Estate Office Fund Inc	385	10 623	11 159	535	2,10 %	Tokyo
SM Prime Holdings Inc	5 000 000	12 092	11 154	-939	2,10 %	Philippines
SL Green Realty Corp	16 500	8 101	11 024	2 923	2,07 %	New York
Franshion Properties China Ltd	6 684 000	12 599	10 799	-1 799	2,03 %	Hong Kong
Unibail-Rodamco SE	6 000	9 433	10 689	1 256	2,01 %	Amsterdam
CA Immobilien Anlagen AG	87 000	9 501	10 037	536	1,89 %	Wien
Affine SA	76 000	7 773	9 320	1 547	1,75 %	Paris
Phoenix Mills Ltd	275 000	7 552	9 022	1 470	1,70 %	National India
Citycon Oyj	400 000	6 828	9 004	2 176	1,69 %	Helsinki
BR Malls Participacoes SA	170 000	11 546	8 794	-2 753	1,65 %	Sao Paulo
CBL & Associates Properties Inc	70 169	7 436	8 133	697	1,53 %	New York
Ascendas India Trust	1 884 000	7 134	7 741	607	1,46 %	Singapore
First Real Estate Investment Trust	1 302 000	7 150	7 592	442	1,43 %	Singapore
Emlak Konut Gayrimenkul Yatirim Ortakligi AS	935 000	6 746	7 198	453	1,35 %	Istanbul
Dic Asset AG	105 000	6 829	7 038	209	1,32 %	Xetra
Ananda Development PCL-Nvdr	13 819 200	5 738	6 955	1 217	1,31 %	Bangkok
Irsa Sa ADR	69 500	4 847	6 891	2 044	1,30 %	New York
CapitaLand Ltd	400 000	6 017	6 298	281	1,18 %	Singapore
General Shopping Brasil SA	282 000	8 536	6 022	-2 514	1,13 %	Sao Paulo
BR Properties SA	160 000	10 258	5 911	-4 347	1,11 %	Sao Paulo
Gecina SA	6 500	4 494	5 806	1 312	1,09 %	Paris
Summarecon Agung Tbk PT	9 673 800	6 248	5 682	-566	1,07 %	Indonesia
Bekasi Fajar Industrial Estate Tbk PT	25 856 300	6 162	5 647	-515	1,06 %	Indonesia
Parkway Life Real Estate Investment Trust	472 000	5 732	5 481	-251	1,03 %	Singapore
Keppel Land Ltd	325 000	5 733	5 405	-328	1,02 %	Singapore
Shimao Property Holdings Ltd	476 000	6 108	5 368	-740	1,01 %	Hong Kong
Rockwell Land Corp	20 000 000	8 187	5 260	-2 926	0,99 %	Philippines
Vista Land & Lifescapes Inc	6 039 700	4 818	5 199	381	0,98 %	Philippines
Century Properties Group Inc	23 832 000	4 608	4 559	-49	0,86 %	Philippines
Hovnanian Enterprises Inc	130 000	3 950	4 102	152	0,77 %	New York
Atrium Ljungberg AB	40 280	3 654	3 988	334	0,75 %	Stockholm
Parque Arauco SA	349 321	3 977	3 863	-113	0,73 %	Santiago
Bumi Serpong Damai PT	4 986 500	4 580	3 832	-748	0,72 %	Indonesia
Indiabulls Real Estate Ltd	300 000	2 211	3 061	850	0,58 %	National India
Siam Future Development NVDR	2 547 787	2 835	2 675	-159	0,50 %	Bangkok
Etalon Group Ltd GDR	70 000	1 727	1 907	180	0,36 %	London Int.
Ticon Property Fund	889 197	2 147	1 867	-280	0,35 %	Bangkok
Citycon Oyj Right	400 000	-	14	14	0,00 %	Helsinki
Sum Bank og finans		462 552	493 232	30 680	92,73 %	
RENTEINSTRUMENTER						
General Shopping Finance	1 000 000	5 429	5 796	367	1,09 %	Euroclear
Sum Renteinstrumenter		5 429	5 796	367	1,09 %	
Sum verdipapirportefølje		467 982	499 028	31 046	93,82 %	
Disponibel likviditet			32 850		6,18 %	
Sum andelskapital			531 878		100,00 %	
Basiskurs per 30.06.2014		118,8935				

* tall i 1000 NOK
Sum markedsverdi per 30.06.2014 er benyttet siste noterte kurs fra børs. For beregning av gevinst ved salg benyttes en gjennomsnittlig kostprismetode.

VERDIPAPIRPORTEFØLJE SKAGEN AVKASTNING PER 30 JUNI 2014

Verdipapir	Forfalls- dato	Kupong	Pålydende ***	Kostpris ***	Markeds- kurs	Pålept rente	Markeds- verdi ***	Markeds- verdi inkl. pålept rente ***	Urealisert gevinst/ tap ***	Andel av fondet
RENTEPAPIRER MED FLYTENDE RENTE										
BN Bank ASA	07.03.2016	2,64	40 000	40 016	100,76	59	40 305	40 364	290	2,67 %
BN Bank ASA	15.03.2017	3,58	10 000	10 308	103,46	12	10 346	10 358	38	0,68 %
Bank 1 Oslo Akershus AS	15.02.2016	2,51	35 000	35 043	100,71	112	35 249	35 362	206	2,34 %
Bank 1 Oslo Akershus AS	16.09.2016	3,32	20 000	20 465	102,62	26	20 524	20 549	58	1,36 %
Fana Sparebank	20.05.2015	3,18	20 000	20 108	101,00	72	20 200	20 273	92	1,34 %
Helgeland Sparebank	15.03.2017	3,52	30 000	31 011	103,59	41	31 078	31 119	66	2,06 %
Helgeland Sparebank	25.08.2016	3,21	20 000	20 436	102,30	62	20 460	20 523	25	1,36 %
Kredittforeningen for Sparebanker	08.03.2016	2,74	20 000	20 013	100,93	30	20 186	20 217	174	1,34 %
Kredittforeningen for Sparebanker	01.10.2015	2,83	31 000	31 273	101,03	-2	31 319	31 317	46	2,07 %
Sparebanken Narvik	09.02.2015	2,64	5 500	5 519	100,37	21	5 520	5 541	1	0,37 %
Sparebank 1 Østfold Akershus	20.09.2016	3,02	10 000	10 152	101,77	8	10 177	10 185	25	0,67 %
Sparebank 1 Østfold Akershus	15.05.2017	2,68	20 000	20 086	101,09	68	20 218	20 287	132	1,34 %
Sparebank 1 Østfold Akershus	27.06.2016	2,37	30 000	29 997	100,52	6	30 155	30 161	158	1,99 %
Pareto Bank ASA	09.01.2017	3,56	10 000	10 129	102,11	-9	10 211	10 202	82	0,67 %
Sparebanken Sør	09.05.2016	2,82	5 000	5 069	101,39	20	5 070	5 090	1	0,34 %
Sparebanken Sør	18.02.2015	3,06	10 000	10 039	100,70	36	10 070	10 106	31	0,67 %
Sparebank 1 Søre Sunnmøre	15.09.2015	2,92	24 500	24 759	101,01	28	24 748	24 776	-11	1,64 %
Sparebank 1 Buskerud-Vestfold	11.03.2016	2,53	30 000	30 057	100,75	40	30 226	30 266	169	2,00 %
Sparebank 1 Buskerud-Vestfold	25.09.2015	3,01	47 000	47 509	101,28	20	47 604	47 623	95	3,15 %
Skandiabanken	16.01.2015	2,25	30 000	29 996	100,19	141	30 057	30 198	61	2,00 %
Sparebank 1 SMN	16.03.2016	2,86	20 000	20 221	101,32	19	20 265	20 284	43	1,34 %
Sparebank 1 SMN	23.03.2015	2,72	34 000	34 201	100,56	18	34 189	34 207	-12	2,26 %
Sparebanken Sør	05.09.2016	3,25	15 000	15 355	102,38	34	15 356	15 390	1	1,02 %
Sparebanken Sør	16.09.2015	2,83	49 000	48 497	100,97	46	49 477	49 523	980	3,27 %
Sparebanken Møre	05.12.2016	2,95	12 000	12 022	101,86	25	12 223	12 248	201	0,81 %
Sparebank 1 Nord-Norge	12.10.2015	2,76	2 000	1 986	101,00	-2	2 020	2 018	34	0,13 %
Sparebank 1 Nord-Norge	17.08.2016	3,10	35 000	35 623	102,07	127	35 724	35 850	101	2,37 %
Sparebank 1 Nord-Norge	19.02.2015	2,52	15 000	14 881	100,36	44	15 054	15 098	173	1,00 %
Sparebank 1 Nord-Norge	25.01.2016	2,85	46 000	46 612	101,33	240	46 613	46 853	1	3,10 %
Sparebank 1 Nordvest	13.04.2015	2,99	15 000	15 203	100,79	-17	15 119	15 101	-84	1,00 %
Sparebank 1 Nordvest	29.06.2016	2,96	5 000	5 069	101,69	0	5 084	5 084	15	0,34 %
Totens Sparebank	08.06.2015	3,11	35 000	35 419	100,97	60	35 340	35 400	-79	2,34 %
Totens Sparebank	23.11.2015	3,07	40 000	40 116	101,34	130	40 535	40 664	418	2,69 %
STATSOBLIGASJONER										
Hellenic Republic Government	24.02.2027	2,00	10 500	61 699	626,82	608	65 816	66 425	4 117	4,39 %
Lithuanian Government	22.01.2024	3,37	4 600	39 524	914,05	568	42 046	42 614	2 522	2,82 %
Portugese Government	15.02.2024	5,65	7 000	60 687	973,95	1 140	68 176	69 316	7 490	4,58 %
Slovenia Government	30.03.2026	5,12	7 000	56 205	976,23	759	68 336	69 095	12 131	4,57 %
Mexican Government	20.11.2036	10,00	100 000	60 297	66,11	131	66 110	66 242	5 813	4,38 %
Sum Verdipapirportefølje			1 055 601			4 721	1 091 208	1 095 929	35 607	72,42 %
Disponibel likviditet			422 729			491	416 831	417 322	-5 898	27,58 %
TOTAL			1 478 330			5 212	1 508 039	1 513 251	29 709	100,00 %

Nøkkeltall portefølje

Effektiv underliggende avkastning	2,89 %
Effektiv avkastning til kunder*	2,39 %
Rentefølsomhet**	1,94

* 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 30.06.2014.

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

Andelskurs per 30.06.2014 140,8322



SKAGEN AVKASTNING

Aktiv renteforvaltning*

SKAGEN Avkastning er et obligasjonsfond som kun investerer i lån med lav utstederisiko. 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 rentemarkedene til enhver tid for aktiv allokering av sine rentemidler.

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

Risiko



Morningstar

★★★★

Fondets startdato 16. september 1994

Avkastning siden oppstart 197%

Gjennomsnittlig avkastning per år 5,66 %

Forvaltningskapital 1,513 Million NOK

Antall andelseiere 10 872

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, Luxemburg og Nederland

Referanseindeks ST4X obligasjonsindeks

UCITS-fond Ja

Porteføljeforvalter Jane Tvedt

VERDIPAPIRPORTEFØLJE SKAGEN TELLUS PER 30 JUNI 2014



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.

* Interiør. Brøndums annek, ca. 1920. (Utsnitt). Av Anna Ancher, en av Skagenmalerne. Bildet tilhører Skagens Museum.



Morningstar ★★★★★

Fondets startdato	29. september 2006
Avkastning siden oppstart	57%
Gjennomsnittlig avkastning per år	6,01%
Forvaltningskapital	687 Million NOK
Antall andelseiere	2 099
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

Verdipapir	Forfallsdato	Kupong	Pålydende ***	Kostpris **	Markedskurs	Pålyt rente	Markedsverdi ***	Markedsverdi inkl. pålyt rente ***	Urealisert gevinst/tap ***	Andel av fondet
STATSOBLIGASJONER										
Brazilian Government	10.01.2028	10,25	13 200	37 822	296,22	1 784	39 101	40 885	1 280	5,95 %
Chilean Government	05.08.2020	5,50	3 410 000	41 787	1,17	841	39 737	40 577	-2 051	5,90 %
European Bank Recon & Dev	17.06.2015	0,50	43 000	41 462	98,48	8	42 347	42 354	884	6,16 %
Colombian Government	14.04.2021	7,75	10 500 000	37 602	0,38	368	39 427	39 795	1 824	5,79 %
Danish Government	16.11.2015	4,00	17 000	19 631	118,74	476	20 186	20 662	555	3,01 %
Italian Government	02.02.2037	4,00	6 865	58 001	887,50	949	60 927	61 876	2 926	9,00 %
Hellenic Republic Government	24.02.2027	2,00	8 350	47 610	626,57	484	52 318	52 803	4 709	7,68 %
Lithuanian Government	22.01.2024	3,37	2 000	17 208	914,54	247	18 291	18 538	1 083	2,70 %
Portugese Government	15.04.2021	3,85	6 750	52 513	880,79	454	59 453	59 908	6 940	8,71 %
Slovenia Government	30.03.2026	5,12	5 400	39 296	976,78	586	52 746	53 332	13 450	7,76 %
UK Government	08.09.2014	5,00	3 440	35 528	1 057,04	563	36 362	36 926	834	5,37 %
European Bank Recon & Dev	28.05.2015	5,00	240 000	23 976	10,09	111	24 225	24 336	249	3,54 %
Mexican Government	20.11.2036	10,00	40 000	24 368	66,13	53	26 454	26 506	2 085	3,86 %
New Zealand Government	15.04.2015	6,00	2 000	10 596	547,45	134	10 949	11 083	353	1,61 %
Peruvian Government	12.08.2037	6,90	12 000	26 728	229,39	694	27 527	28 221	799	4,11 %
Turkish Government	08.03.2023	7,10	11 000	28 399	261,45	639	28 759	29 398	360	4,28 %
US Government	21.08.2014	0,00	12 500	74 159	614,42	0	76 802	76 802	2 643	11,17 %
US Government	18.09.2014	0,00	3 000	18 444	614,42	0	18 432	18 432	-12	2,68 %
Sum Verdipapirportefølje				635 131		8 391	674 044	682 434	38 913	99,27 %
Disponibel likviditet				4 888		0	4 997	4 997	109	0,73 %
TOTAL				640 018		8 391	679 040	687 431	39 022	100,00 %

Nøkkeltall portefølje

Effektiv underliggende avkastning	4,11 %
Effektiv avkastning til kunder*	3,31 %
Rentefølsomhet**	5,74

* 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 30.06.2014.

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

Andelskurs per 30.06.2014

117,9636

VERDIPAPIRPORTEFØLJE SKAGEN HØYRENTE PER 30 JUNI 2014

Verdipapir	Forfalls- dato	Kupong	Pålydende ***	Kostpris ***	Markeds- kurs	Pålept rente	Markeds- verdi ***	Markeds- verdi inkl. pålept rente ***	Urealisert gevinst/ tap ***	Andel av fondet
RENTEPAPIRER MED FLYTENDE RENTE										
Finans										
BN Bank ASA	26.01.2015	3,25	50 000	50 000	100,75	284	50 374	50 658	374	1,58 %
Bank 1 Oslo Akershus AS	22.10.2014	2,42	41 500	41 094	100,17	192	41 569	41 762	475	1,31 %
Eiendomsrett AS	08.05.2015	2,65	40 000	40 000	100,31	156	40 123	40 279	123	1,26 %
Helgeland Sparebank	15.03.2017	3,52	12 000	12 427	103,59	16	12 431	12 447	4	0,39 %
Helgeland Sparebank	21.11.2014	3,02	10 000	10 083	100,43	34	10 043	10 077	-39	0,32 %
Kredittforeningen for Sparebanker	03.10.2016	3,04	20 000	20 394	102,00	-5	20 400	20 394	6	0,64 %
Kredittforeningen for Sparebanker	01.10.2015	2,83	44 000	44 463	101,03	-3	44 453	44 450	-10	1,39 %
Kredittforeningen for Sparebanker	10.02.2017	2,65	30 000	30 125	101,04	108	30 312	30 421	187	0,95 %
Kredittforeningen for Sparebanker	18.04.2017	2,28	30 000	30 036	100,12	131	30 035	30 166	-1	0,94 %
Sparebanken Narvik	29.09.2014	3,13	15 000	15 012	100,30	0	15 045	15 045	32	0,47 %
Sparebank 1 Østfold Akershus	20.09.2016	3,02	50 000	50 760	101,77	42	50 885	50 927	125	1,59 %
Pareto Bank ASA	04.11.2014	3,74	20 000	19 970	100,53	116	20 106	20 222	136	0,63 %
Sparebanken Sør	09.05.2016	2,82	27 000	27 290	101,39	110	27 376	27 486	85	0,86 %
Sparebanken Sør	17.10.2014	2,98	55 000	54 993	100,33	314	55 181	55 495	189	1,73 %
Sparebanken Sør	18.02.2015	3,06	78 000	78 548	100,70	278	78 549	78 827	1	2,46 %
Sparebanken Sør	25.08.2014	2,67	15 000	14 960	100,12	39	15 019	15 058	59	0,47 %
Sparebank 1 Buskerud-Vestfold	25.09.2015	3,01	50 000	49 926	101,28	21	50 642	50 663	716	1,58 %
Skandinaviske Enskilda Banken AB	20.02.2015	3,08	75 000	75 000	100,72	263	75 538	75 801	538	2,37 %
Sparebank 1 SMN	05.08.2014	2,74	50 000	50 018	100,09	213	50 043	50 256	25	1,57 %
Sparebank 1 SMN	16.03.2016	2,86	68 000	68 721	101,32	65	68 899	68 964	179	2,16 %
Sparebanken Sogn og Fjordane	06.06.2017	2,51	60 000	60 456	100,85	100	60 508	60 608	52	1,89 %
Sparebanken Sør	05.09.2016	3,25	30 000	30 667	102,38	68	30 713	30 780	46	0,96 %
Sparebank 1 Nord-Norge	17.08.2016	3,10	34 000	34 660	102,07	123	34 703	34 826	43	1,09 %
Sparebank 1 Nord-Norge	19.02.2015	2,52	22 500	22 268	100,36	66	22 581	22 647	313	0,71 %
Sparebank 1 Telemark	10.02.2015	2,52	10 000	9 880	100,32	34	10 032	10 066	152	0,31 %
Sparebank 1 Telemark	21.12.2015	2,67	20 000	20 126	100,81	10	20 162	20 173	36	0,63 %
Totens Sparebank	02.12.2015	2,11	16 000	15 853	99,96	26	15 993	16 019	140	0,50 %
Totens Sparebank	14.10.2016	3,59	20 000	20 655	103,22	-28	20 643	20 615	-12	0,64 %
Totens Sparebank	23.11.2015	3,07	30 000	29 880	101,34	97	30 401	30 498	521	0,95 %
Skandiabanken	08.07.2014	2,05	30 000	29 997	100,00	-14	30 001	29 988	4	0,94 %
Industri										
AP Moeller - Maersk A/S	16.12.2014	3,67	95 000	96 337	100,71	136	95 678	95 814	-659	3,00 %
Entra Eiendom AS	09.11.2015	3,01	115 000	115 534	101,15	500	116 318	116 818	784	3,65 %
Entra Eiendom AS	25.11.2014	2,63	45 000	44 854	100,22	115	45 101	45 216	246	1,41 %
Felleskjøpet Agri SA	15.02.2016	3,50	60 000	60 000	101,64	280	60 981	61 261	981	1,92 %
Olav Thon Eiendomsselskap ASA	15.09.2015	2,92	39 000	39 290	100,92	44	39 361	39 405	71	1,23 %
Scania CV AB	17.06.2016	2,67	50 000	50 000	100,29	48	50 143	50 191	143	1,57 %
Schibsted ASA	16.12.2015	3,87	40 000	40 521	102,30	60	40 920	40 980	399	1,28 %
Tele2 AB	24.02.2015	3,53	50 000	50 460	100,70	172	50 352	50 524	-108	1,58 %
Kraft										
Agder Energi AS	02.03.2016	2,75	25 000	25 118	101,03	53	25 257	25 311	140	0,79 %
Agder Energi AS	25.08.2014	2,73	52 000	52 168	100,12	138	52 064	52 202	-104	1,63 %
Agder Energi AS	28.10.2016	2,42	130 000	130 570	100,73	551	130 945	131 495	375	4,11 %
BKK AS	20.11.2015	2,78	100 000	100 006	100,95	317	100 953	101 269	947	3,17 %
BKK AS	22.08.2017	3,10	55 000	56 269	102,59	185	56 422	56 607	153	1,77 %
BKK AS	26.08.2016	2,78	100 000	100 395	101,32	270	101 325	101 595	930	3,18 %
RENTEPAPIRER MED FAST RENTE										
Industri										
Olav Thon Eiendomsselskap ASA	15.01.2015	2,15	30 000	30 009	100,02	293	30 006	30 299	-3	0,95 %
Olav Thon Eiendomsselskap ASA	18.09.2014	2,46	30 000	30 000	100,08	576	30 024	30 600	24	0,96 %
Olav Thon Eiendomsselskap ASA	18.12.2014	2,10	70 000	70 001	100,00	660	69 998	70 658	-4	2,21 %
Olav Thon Eiendomsselskap ASA	28.05.2015	2,25	50 000	50 000	100,12	102	50 059	50 160	59	1,57 %
Sum Verdipapirportefølje			2 199 793			7 360	2 208 665	2 216 025	8 872	69,27 %
Disponibel likviditet			982 177			754	982 177	982 931		30,73 %
TOTAL			3 181 970			8 114	3 190 842	3 198 956	8 872	100,00 %
Nøkkeltall portefølje										
Effektiv underliggende avkastning	2,38 %									
Effektiv avkastning til kunder*	2,13 %									
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 markedskurs per 30.06.2014.

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

Andelskurs per 30.06.2014 102,4461



SKAGEN HØYRENTE

Sammen for bedre renter*

**SKAGEN Høyrente er et penge-
markedsfond som investerer i
sertifikater og obligasjoner med
god kredittkvalitet, samt bank-
innskudd. SKAGEN Høyrente er
et godt alternativ til høyrente-
konto i bank. Fondet har lave
kostnader, noe som bidrar til
høyere avkastning for fondets
andelseiere. SKAGEN Høyrente
passer for investorer som har
kort tidshorizont på sparepen-
gene, og de som har en lengre
horizont, men ønsker minimal
risiko.**

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



Fondets startdato 18. september 1998

Avkastning siden oppstart 97%

Gjennomsnittlig avkastning per år 4,38 %

Forvaltningskapital 3,199 Million NOK

Antall andelseiere 7 229

Tegningsprovisjon 0 %

Innløsningsprovisjon 0 %

Forvaltningshonorar 0,25 % per år

Minste tegningsbeløp Engangstegning
1 000 NOK,
spareavtale 1 000 NOK

Godkjent for markedsføring i Norge

Referanseindeks ST2X statssertifikatin-
deks

UCITS-fond Ja

Porteføljeforvalter Elisabeth Gausel



SKAGEN HØYRENTE INSTITUSJON

Sammen for bedre renter*

SKAGEN Høyrente Institusjon er et pengemarkedsfond som kun investerer i pengemarkedsinstrumenter 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.

* Skagen Sønnerstrand. Septemberdag, 1893. (Utsnitt). Av Michael Ancher, en av Skagenmalerne.

Bildet tilhører Skagens Museum.

Risiko



Fondets startdato	14. mars 2003
Avkastning siden oppstart	46 %
Gjennomsnittlig avkastning per år	3,41 %
Forvaltningskapital	1,003 Million NOK
Antall andelseiere	63
Tegningsprovisjon	0 %
Innløsningsprovisjon	0 %
Forvaltningshonorar	0,15 % per år
Minste tegningsbeløp	Engangstegning 5 000 000 NOK,
Godkjent for markedsføring i	Norge
Referanseindeks	ST1X statssertifikatindeks
UCITs-fond	Ja
Porteføljeforvalter	Elisabeth Gausel

Verdipapir	Forfallsdato	Kupong	Pålydende ***	Kostpris ***	Markeds-kurs	Påløpt rente	Markeds-verdi ***	Markeds-verdi inkl. påløpt rente ***	Urealisert gevinst/tap ***	Andel av fondet	
RENTEPAPIRER MED FLYTENDE RENTE											
BN Bank ASA	07.03.2016	2,64	48 000	48 178	100,76	70	48 366	48 437	188	4,83 %	
BN Bank ASA	26.08.2014	3,13	30 000	30 264	100,19	91	30 058	30 149	-207	3,01 %	
Bank 1 Oslo Akershus AS	22.10.2014	2,42	26 500	26 389	100,17	123	26 544	26 667	156	2,66 %	
Bank 1 Oslo Akershus AS	30.04.2015	2,91	15 000	14 990	100,82	74	15 122	15 196	132	1,52 %	
Eiendoms kreditt AS	08.05.2015	2,65	40 000	40 000	100,31	156	40 123	40 279	123	4,02 %	
Helgeland Sparebank	05.10.2015	2,86	8 000	8 096	101,15	-4	8 092	8 088	-4	0,81 %	
Kredittforeningen for Sparebanker	03.10.2016	3,04	20 000	20 410	102,00	-5	20 400	20 394	-10	2,03 %	
Kredittforeningen for Sparebanker	08.03.2016	2,74	60 000	60 203	100,93	91	60 559	60 651	357	6,05 %	
Sparebanken Narvik	29.09.2014	3,13	10 000	10 008	100,30	0	10 030	10 030	22	1,00 %	
Sparebank 1 Østfold Akershus	20.09.2016	3,02	37 000	37 562	101,77	31	37 655	37 686	93	3,76 %	
Sparebank 1 Østfold Akershus	10.02.2015	2,92	14 000	14 017	100,57	56	14 080	14 135	63	1,41 %	
Skandinaviske Enskilda Banken AB	20.02.2015	3,08	21 000	21 000	100,72	74	21 151	21 224	151	2,12 %	
Skandiabanken	16.01.2015	2,25	20 000	20 031	100,19	94	20 038	20 132	7	2,01 %	
Sparebank 1 SMN	16.03.2016	2,86	6 000	6 070	101,32	6	6 079	6 085	9	0,61 %	
Sparebanken Hedmark	17.02.2017	2,22	20 000	20 002	100,13	52	20 026	20 078	24	2,00 %	
Sparebanken Møre	01.08.2014	2,05	25 000	25 007	100,02	84	25 004	25 088	-3	2,50 %	
Sparebank 1 Nord-Norge	19.03.2015	2,52	13 000	13 061	100,36	38	13 047	13 085	-14	1,30 %	
Sparebank 1 Nordvest	09.08.2016	3,02	16 500	16 804	101,76	72	16 790	16 862	-14	1,68 %	
Sparebank 1 Telemark	10.02.2015	2,52	5 000	5 025	100,32	17	5 016	5 033	-9	0,50 %	
Totens Sparebank	14.10.2016	3,59	22 000	22 717	103,22	-31	22 708	22 677	-9	2,26 %	
Skandiabanken	08.07.2014	2,05	30 000	29 998	100,00	-14	30 001	29 988	3	2,99 %	
RENTEPAPIRER MED FAST RENTE											
Skandiabanken	29.08.2014	2,19	20 000	20 000	100,04	366	20 009	20 375	9	2,03 %	
Sum Verdipapirportefølje				509 833			1 441	510 898	512 339	1 065	51,08 %
Disponibel likviditet				489 967			699	489 967	490 666		48,92 %
TOTAL				999 799			2 140	1 000 864	1 003 004	1 065	100,00 %

Nøkkeltall portefølje

Effektiv underliggende avkastning	2,46 %
Effektiv avkastning til kunder*	2,31 %
Rentefølsomhet**	0,07

* 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 30.06.2014.

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

Andelskurs per 30.06.2014 101,0968

KVARTALSREGNSKAP PER 30. JUNI 2014

Resultatregnskap (angitt i hele tusen kroner)	SKAGEN Vekst 1. halvår 2014	SKAGEN Global 1. halvår 2014	SKAGEN Kon-Tiki 1. halvår 2014	SKAGEN m ² 1. halvår 2014	SKAGEN Tellus 1. halvår 2014	SKAGEN Avkastning 1. halvår 2014	SKAGEN Høyrente 1. halvår 2014	SKAGEN Høyrente Inst. 1. halvår 2014	SKAGEN Krona** 1. halvår 2014	SKAGEN Balanse 60/40 1. halvår 2014
PORTEFØLJEINNTEKTER OG -KOSTNADER										
Renteinntekter/-kostnader	2 369	1 917	-5 652	336	9 741	20 461	45 592	15 300	7 415	1 094
Aksjeutbytte	142 317	682 073	444 149	11 260	-	-	-	-	-	-
Gevinst/tap ved realisasjon	641 037	1 435 971	1 313 524	-24 100	-2 255	358	1 068	570	-	3 848
Endring urealiserte kursgevinster/tap	12 404	1 315 558	2 060 526	74 858	44 633	30 428	-1 035	-563	-525	7 656
Garantiopvisjon	-	1 101	-	-	-	-	-	-	-	-
Kurtasje	-4 378	-14 582	-17 587	-548	-10	-7	-2	-1	-7	-
Valutagevinst/tap	-201	64 135	60 786	-256	-762	-4 216	-	-	-	-
PORTEFØLJERESULTAT	793 547	3 486 173	3 855 746	61 551	51 347	47 024	45 623	15 307	6 883	12 598
FORVALTNINGSINNTEKTER OG -KOSTNADER¹										
Forvaltningshonorar fast	-41 726	-224 290	-482 498	-3 677	-2 207	-3 246	-4 148	-887	-763	-
Beregnet variabelt forvaltningshonorar *	-50 445	-548	-2 408	-202	-	-	-	-	-	-
FORVALTNINGSRESULTAT	-92 170	-224 838	-484 906	-3 879	-2 207	-3 246	-4 148	-887	-763	-
RESULTAT FØR SKATTEKOSTNAD	701 376	3 261 334	3 370 841	57 671	49 140	43 778	41 475	14 419	6 120	12 598
Skattekostnad	-7 254	-61 508	-42 644	-3 132	-	-	-	-	-	-429
PERIODE RESULTAT	694 122	3 199 826	3 328 197	54 540	49 140	43 778	41 475	14 419	6 120	12 168

Balanse	SKAGEN Vekst 30.06.2014	SKAGEN Global 30.06.2014	SKAGEN Kon-Tiki 30.06.2014	SKAGEN m ² 30.06.2014	SKAGEN Tellus 30.06.2014	SKAGEN Avkastning 30.06.2014	SKAGEN Høyrente 30.06.2014	SKAGEN Høyrente Inst. 30.06.2014	SKAGEN Krona** 30.06.2014	SKAGEN Balanse 60/40 30.06.2014
EIENDELER										
Norske verdipapirer til kostpris	2 189 674	1 655 267	1 499 714	9 696	-	777 189	2 199 793	509 833	-	211 300
Utenlandske verdipapirer til kostpris	4 225 692	31 588 265	35 472 509	458 286	635 131	278 412	-	-	739 279	26 500
Urealiserte kursgevinster/tap	2 041 262	12 072 399	15 161 311	30 959	38 913	35 607	8 872	1 065	1 279	22 903
Opptjente renter verdipapirer	-	-	-	87	8 585	5 248	8 165	2 008	2 354	1 223
SUM VERDIPAPIRPORTEFØLJE	8 456 628	45 315 930	52 133 534	499 028	682 629	1 096 456	2 216 830	512 905	742 912	261 926
Tilgodehavende aksjeutbytte	11 882	66 658	51 527	938	-	-	-	-	-	-
Opptjente renter bank	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
SUM OPPTJENTE, IKKE MOTTATTE INNTEKTER	11 882	66 658	51 527	938	-	-	-	-	-	-
Utsatt skattefordel	-	-	-	244	-	-	-	-	-	-
Til gode fra meglere	90 667	39 992	24 789	1 745	-	-	-	-	-	-
Til gode fra forvaltningsselskapet	3	11	22	3	3	2	-	-	-	-
Tilgodehavende skatt på aksjeutbytte	3 193	50 114	3 833	441	967	-	-	-	-	-
Andre fordringer	-	-	-	268	-	7 887	-	-	-	-
SUM ANDRE FORDRINGER	93 863	90 117	28 644	2 701	970	7 889	-	-	-	-
Bankinnskudd	188 689	1 649 556	3 813 173	34 481	20 366	425 613	985 060	490 369	37 176	2 095
SUM EIENDELER	8 751 062	47 122 261	56 026 878	537 148	703 965	1 529 958	3 201 890	1 003 274	780 087	264 021
EGENKAPITAL¹										
Andelskapital til pålydende	492 397	3 978 583	8 290 728	447 872	584 474	1 081 553	3 119 715	992 041	742 155	211 543
Overkurs	-2 466 761	15 698 924	21 597 575	45 271	65 089	392 879	24 894	-5 093	5 176	20 886
INNSKUTT EGENKAPITAL	-1 974 364	19 677 507	29 888 303	493 143	649 562	1 474 431	3 144 609	986 948	747 331	232 429
Opptjent egenkapital	10 565 533	27 138 080	25 174 738	37 257	38 896	48 764	51 300	15 917	8 038	31 335
SUM EGENKAPITAL	8 591 169	46 815 587	55 063 041	530 400	688 458	1 523 195	3 195 909	1 002 865	755 369	263 764
GJELD										
Utsatt skatt	-	-	-	-	-	-	-	-	-	111
Skyldig til meglere	78 229	61 740	686 889	2 891	13 741	5 030	-	-	19 925	-
Skyldig til forvaltningsselskapet	71 726	113 095	250 282	2 078	1 189	1 733	2 059	410	374	-
Annen gjeld	9 938	131 839	26 665	1 779	576	-	3 922	-	4 420	146
SUM ANNEN GJELD	159 893	306 674	963 837	6 749	15 507	6 762	5 981	410	24 719	257
SUM GJELD OG EGENKAPITAL	8 751 062	47 122 261	56 026 878	537 148	703 965	1 529 958	3 201 890	1 003 274	780 087	264 021

	Klasse	SKAGEN Vekst 1. halvår 2014	SKAGEN Global 1. halvår 2014	SKAGEN Kon-Tiki 1. halvår 2014	SKAGEN m ² 1. halvår 2014	SKAGEN Tellus 1. halvår 2014
Antall utstedte andeler	A	4 920 567	37 710 693	71 385 509	4 468 315	5 835 215
Basiskurs per andel 30.06.2014	A	1744,7817	1174,3599	665,9245	118,8249	117,9636
Antall utstedte andeler	B	3 403	2 075 141	11 521 768	10 404	9 524
Basiskurs per andel 30.06.2014	B	1745,9567	1173,6974	667,4529	118,6007	118,0016

Note: Avvik på kursen i forhold til porteføljene skyldes periodiseringsavvik per 30.06.2014.

* Beregnet variabelt forvaltningshonorar per 30.06.14: I henhold til vedtektene skal endelig avregning skje per 31.12.2014 basert på verdiutvikling resten av året. I SKAGEN Vekst belastes variabelt forvaltningshonorar kun dersom andelsverdien 31.12 er høyere enn andelsverdien ved forrige belastning/avregning (høyvannsmerke).

** Angitt i hele tusen svenske kroner

¹⁾ Hvorav fordeling på de respektive andelsklasser	Klasse	SKAGEN Vekst 1. halvår 2014	SKAGEN Global 1. halvår 2014	SKAGEN Kon-Tiki 1. halvår 2014	SKAGEN m ² 1. halvår 2014	SKAGEN Tellus 1. halvår 2014
Forvaltningshonorar fast	A	41 719	221 108	469 057	3 676	2 207
Beregnet forvaltningshonorar variabelt	A	50 427	-	-334	203	-
Sum forvaltningshonorar	A	92 146	221 108	468 723	3 879	2 207
Forvaltningshonorar fast	B	7	3 182	13 440	1	-
Beregnet forvaltningshonorar variabelt	B	17	548	2 742	-1	-
Sum forvaltningshonorar	B	24	3 730	16 182	-	-
Sum fast og beregnet variabelt forvaltningshonorar	Alle	92 170	224 838	484 906	3 879	2 207
²⁾ Hvorav fordeling på de respektive andelsklasser	Klasse	SKAGEN Vekst 30.06.14	SKAGEN Global 30.06.14	SKAGEN Kon-Tiki 30.06.14	SKAGEN m ² 30.06.14	SKAGEN Tellus 30.06.14
Andelskapital til pålydende	A	492 057	3 771 069	7 138 551	446 832	583 521
Overkurs	A	-2 472 158	13 591 576	15 409 135	45 108	64 954
Sum innskutt egenkapital	A	-1 980 102	17 362 646	22 547 686	491 939	648 476
Andelskapital til pålydende	B	340	207 514	1 152 177	1 040	952
Overkurs	B	5 398	2 107 348	6 188 440	163	134
Sum innskutt egenkapital	B	5 738	2 314 862	7 340 617	1 204	1 087
Sum innskutt egenkapital	Alle	-1 974 364	19 677 507	29 888 303	493 143	649 562

Den som jobber mest, vinner

Med mange investeringsidéer og en sterk tro på fakta og hardt arbeid, har SKAGEN Globals nye teammedlem allerede markert seg.

– Anna Marcus
Kommunikasjonsrådgiver



Johan Swahn, porteføljeforvalter
SKAGEN Global

For å illustrere SKAGENs verdibaserte investeringsfilosofi pleier vi, litt forenklet, å si at vi har som mål å kjøpe en krone for 50 øre. Denne målsettingen vil SKAGEN Globals nye porteføljeforvalter, Johan Swahn, komplettere

ved at det i enkelte tilfeller kan være bra å kjøpe selskaper verdt tre kroner for to kroner. Med det mener han at noen kvalitetsselskaper som i dag regnes for å være dyre trolig kommer til å bli enda dyrere i fremtiden.

Compounders kaller Johan Swahn slike selskaper, et begrep han har lånt av investorguruen Warren Buffett. Dette er selskaper som over lang tid har uvanlig god avkastning på kapitalen og som over tid gir aksjonærene en akkumulert verdi – en slags rentes renteeffekt. Som eksempel nevner han det amerikanske medisinteknikkselskapet Varian, som har vært høyt vurdert på børsen lenge. Selskapet har bra produkter som trolig kommer til å generere inntekter i lang tid fremover. Den amerikanske klesgiganten Gap er en annen av Johan Swahns investeringsidéer. Et selskap han mener har en lys fremtid, etter at den nye sjefen for et par år siden klarte å snu salget, og nå øker sin tilstedeværelse i flere vekstmarkeder.

Stille kunnskap

- Som investor er jeg ekstremt faktabasert. Det er for eksempel lett å se seg blind på analytikernes resultatprognoser, men disse slår som oftest veldig feil på et par års sikt. Da er det mer interessant

å se hva selskapene faktisk har levert, og samle inn data selv, sier Johan.

Han mener at for å bli en flink investor må man være klar over sine egne fordommer og den menneskelige psykologien. Hjernene våre lurer oss. Vi er for eksempel mer redd for å tape ti kroner enn vi blir glade for å tjene samme beløp.

Fakta og en viss distanse er det som fungerer best i analysefasen, men i idéprosessen er det intuisjonen, eller den samlede «stille kunnskapen» basert på års erfaring, som styrer.

- Det er egentlig ingen mangel på ideer. Jo mer man leser, desto flere impulser får man. Trikket er å orke å følge dem opp. Det gjelder å verifisere, lese om selskapets kontantstrøm, sjekke hva ledelsen gjør, ringe sine kontakter. Til syvende og sist er det den som jobber mest som vinner.

Annerledes investeringsmiljø

Å jobbe i Stavanger er ikke vesentlig annerledes enn å jobbe i hjembyen Gøteborg, ifølge Johan. Begge steder er brusert fra havet sterkere enn suset fra finansverden. Det er mindre som distraherer og enklere å gå sin egen vei.

- Da jeg tidligere jobbet midt i informasjonsstrømmens sentrum i London, kjente jeg fort et behov for å skjerme meg.

Første dag på det nye arbeidsstedet startet med et analyse møte i Stavanger og sluttet først når ingen orket å diskutere mer i de tidlige timer. Alle forvaltere var samlet i et rom og snakket selskaper og aksjemarkeder med stor innlevelse. Til middag ble det servert skrei. For Johan var det andre besøket i Stavanger et av de første møtene med SKAGEN.

- Det var annerledes og morsomt. Det er ikke overalt man opplever et slikt engasjement for aksjer, sier han.

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

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

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

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
Christian Jessen
Parisa Kate Lemaire
Anna S Marcus

Opplag: 110.000
Design: Werksemd og Kaland Marketing
Forsidefoto: Fotolia