

MARKEDSRAPPORT
SKAGEN



DET ER RESULTATENE PÅ LANG SIKT SOM TELLER

Stang ut

En aktiv forvalters langsiktige resultater kan først og fremst forklares med dyktighet og udyktighet. Men i det korte bildet påvirkes også resultatet av en dose flaks eller uflaks.

Eller som de sier det på fotballspråket, stang inn eller stang ut. Et utfall som kan være avgjørende for resultatet av kampen, men ikke hvor laget havner på tabellen når sesongen er slutt.

For en aktiv forvalter som oss varer sesongen i 4-5 år, tilsvarende den gjennomsnittlige tiden vi besitter et selskap i porteføljen.

Vi lar oss ikke påvirke av kortsiktige resultater. Men det er selvsagt aldri hyggelig å ligge etter referanseindeks, slik tre av våre fire aksjefond gjør etter årets tredje kvartal. I år har vi generelt sett blitt rammet av en relativt høy eksponering i Russland, på papiret verdens billigste aksjemarked. Også overvekten i Sør-Korea har slått negativt ut.

I Russland er det først og fremst investeringen i konglomeratet Sistema som har dratt ned avkastningen for både SKAGEN Global og SKAGEN Kon-Tiki. Arrestasjonen av den tilsynelatende Putin-vennlige oligarken og majoritetsaksjonæren i selskapet, Vladimir Evtushenkov, kom som lyn fra klar himmel. Myndighetenes mulige konfiskering av oljeselskapet Bashneft, samt flere milliarder i tidligere utbetalt utbytte, har ført til en kursmassakre i aksjen.

Inntil dette skjedde har Sistema vært en av de beste bidragsyterne til siste års resultater for SKAGEN Kon-Tiki. I fjor ble bidraget nesten en milliard kroner.

Grunnet dårlig(ere) behandling av aksjonærene har alle våre tre aksjefond (ikke SKAGEN m²) blitt rammet av et negativt sentiment til koreanske selskaper. Det var Hyundai Motor-Gruppens kjøp av en prestisjeeiendom i Seoul fra et statlig selskap, til langt over markedspris, som fikk investorene til å se rødt. Dette var penger vi som aksjonærer hadde forventet skulle deles ut i utbytte.

Hyundai Motor har siden vi kjøpte de første aksjene på vårparten i 2009 vært en meget god bidragsyter til SKAGEN Kon-Tiki. I fjor ble bidraget 2,5 milliarder kroner.

Noen ganger går det stang inn, som i fjor da SKAGEN Kon-Tiki slo sin referanseindeks med 13

prosentpoeng. Andre ganger stang ut, som i år.

Investeringer i aksjemarkedet, og spesielt valg av enkeltelskaper, vil alltid skje under betydelig usikkerhet. Derfor er vi forberedt på at flere av våre investeringer kan utvikle seg dårlig. Men hvis vi gjør jobben vår, og er tro mot investeringsfilosofien, oppveies de dårlige investeringene av de gode, med god margin.

De siste par årene har store selskaper med stabil inntjening og høy direkteavkastning fra utbyttet vært vinnere på børsen. Og da først og fremst amerikanske sådanne. Aksjer som i utgangspunktet var høyt priset, og som i takt med ytterligere fall i lange obligasjonsrenter har fått enda høyere prislapper. Vi har holdt oss til vår filosofi, om å besitte «billige», undervurderte, aksjer.

Under slike markedsforhold har SKAGEN Global ikke helt klart å henge med avkastningen til verdensindeksen, hvor amerikanske aksjer står for over 50 prosent. Ved utgangen av tredje kvartal hadde SKAGEN Global 28 prosent av porteføljen i USA.

Vår erfaring etter snart 21 år i de globale aksjemarkedene er at vi over lengre tidshorisonter får bedre betalt ved å eie undervurderte selskaper. Undersøkelser basert på parametre som Pris/fortjeneste, Pris/bok og Pris/salg underbygger dette.

Basert på forventet inntjening til selskapene i år prises våre aksjefond med en rabatt på 30-40 prosent til sine referanseindekser. I absolutte termer snakker vi om en avkastning fra selskapenes inntjening på rundt 10 prosent (E/P), mot 10-årige statsobligasjoner i Tyskland og USA som gir respektive en og snau 2,5 prosent løpende avkastning.

Det er et godt utgangspunkt for å lykkes, i det lange løp.

PS: Alle våre rentefond unntatt ett, ligger foran sine referanseindekser, både i det korte og lange løp. Og for orden skyld, av våre aksjefond er det SKAGEN M2 som ligger foran sin referanseindeks hittil i år.



I takt med at våre fond har vokst i størrelse og antall de siste årene, har Markedsrapporten også vokst. Med introduksjonen av SKAGEN Credit, vårt globale selskapsobligasjonsfond, har vi valgt å fokusere innholdet i Markedsrapporten rundt porteføljeforvalternes beretning. Våre temaartikler vil utelukkende bli publisert i digitale kanaler heretter.



– Harald Espedal
Administrerende direktør



Foto: Bloomberg

23

Vårt globale selskapsobligasjonsfond er nå på plass i Markedsrapporten. Barithi Airtel er den femte største posten i porteføljen til SKAGEN Credit.



Foto: Bloomberg

14

Brennbar cocktail: En laboratorietekniker ser på bensin i laboratoriet til et oljerafineri drevet av Bashneft i Russland. Selskapet er midt i bråket rundt det russiske investerings-selskapet Sistema, et selskap som inngår i porteføljene til SKAGEN Global og Kon-Tiki.

LEDER

Stang ut > 2
Harald Espedal

PORTEFØLJE-FORVALTERNES BERETNING

INNLEDNING

Mange hendelser på få måneder > 5
Kriser er alle muligheters mor, heter det. I så fall har dette kvar-talet vært rikt på muligheter.

AKSJEFOND

SKAGEN Vekst > 8
Greit resultat på selskapsnivå

SKAGEN Global > 11
Lite tilfredsstillende

SKAGEN Kon-Tiki > 14
Særdeles skuffende

SKAGEN m² > 17
Eiendom – en stadig mer populær investering

RENTEFOND

Rentekommentaren > 20
Du må snakke om pris-fleksibilitet, Mario Draghi!

SKAGEN Tellus > 21
Hipp, hipp, hurra for SKAGEN Tellus

SKAGEN Avkastning > 21
Fokus på Europa

SKAGEN Høyrente > 22
Lave renter overalt

SKAGEN Høyrente Institusjon > 22
Lave renter overalt

SKAGEN Credit NOK > 23
En tøff start

SKAGEN Balanse 60/40 > 24

REGNSKAP

Avkastning- og risikomåling > 25

Regnskap > 38

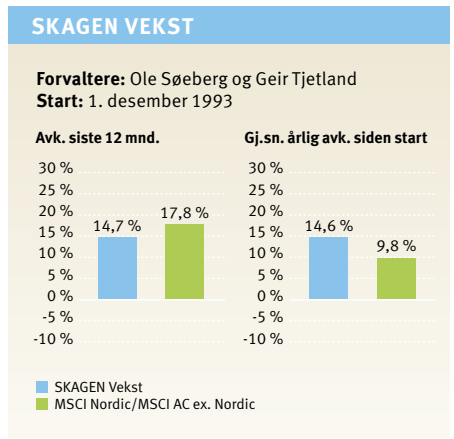
SKAGEN søker etter beste evne å sikre at all informasjon gitt i denne rapporten er korrekt, men tar forbehold for eventuelle feil og utelatelser. Uttalelsene reflekterer porteføljeforvalternes syn på ett bestemt tidspunkt, og dette synet kan endres uten varsel.

Rapporten skal ikke forstås som et tilbud eller en anbefaling om kjøp eller salg av finansielle instrumenter. SKAGEN påtar seg intet ansvar for direkte eller indirekte tap eller utgifter som skyldes bruk eller forståelse av rapporten. SKAGEN anbefaler alle som ønsker å investere i våre fond å ta kontakt med en kvalifisert kunde-rådgiver på telefon 04001. Du kan også sende epost til kundeservice@skagenfondene.no.

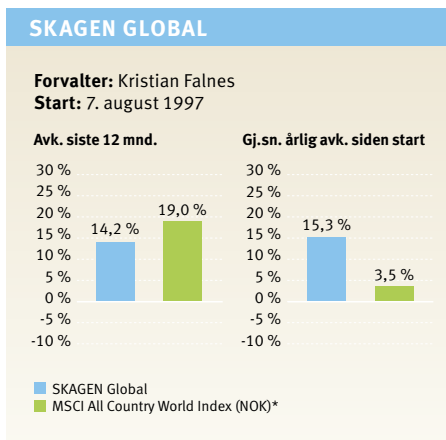
Utvikling

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. september 2014.

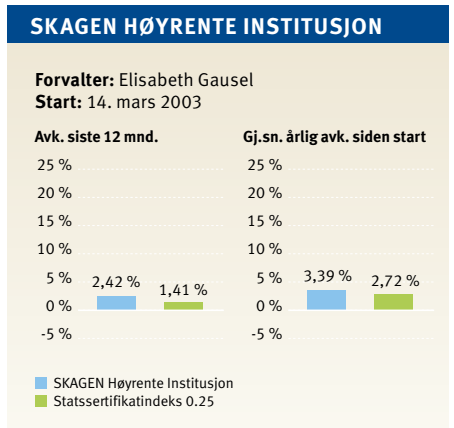
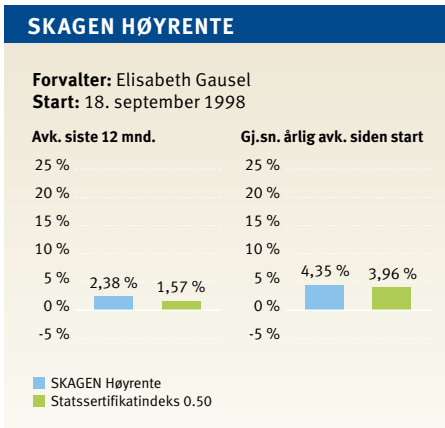
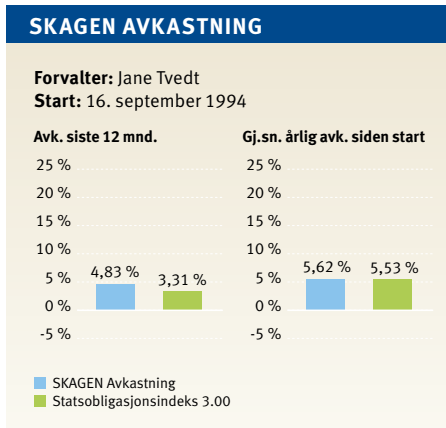
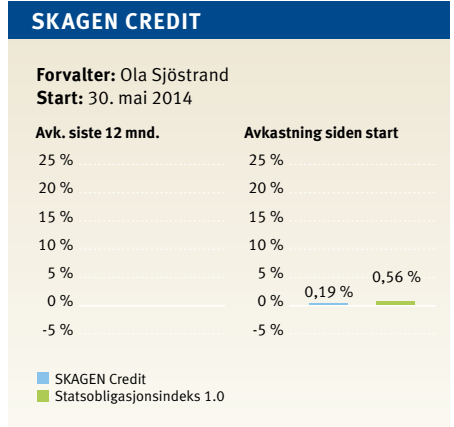
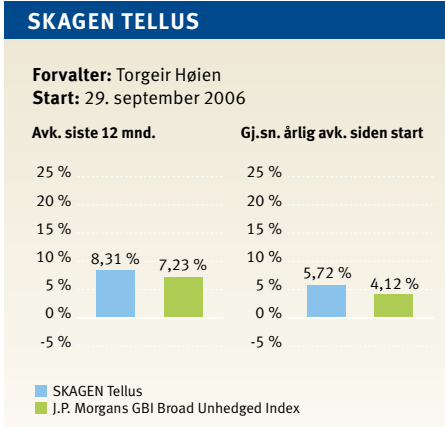
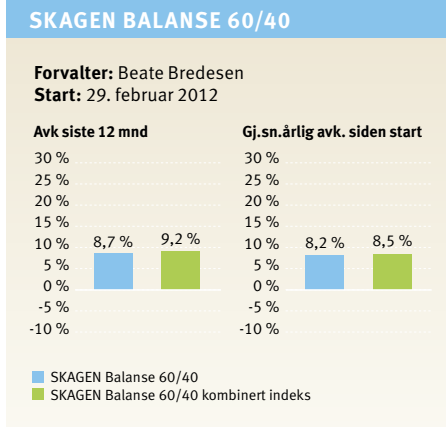
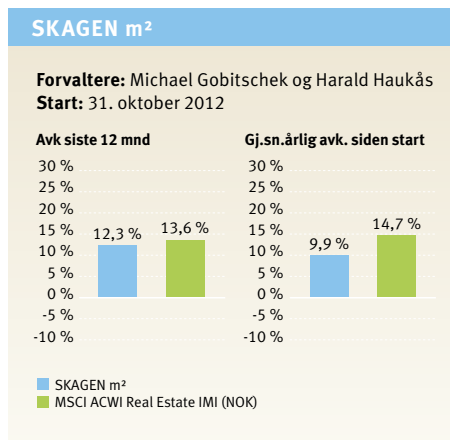
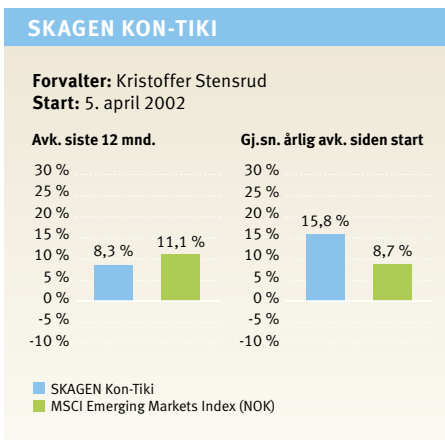
■ Aksjefond ■ Rentefond



* Før 1.1.2010 var indeks OSEBX



* Før 1.1.2010 var indeks MSCI World (NOK)





Macao er fortsatt verdens største gamblingby til tross for varslar om strengere kontroll og undersøkelser av virksomheten. Kinesiske gamblere ligger lavt og omsetningen i Macao har falt tre måneder på rad.

Porteføljeforvalternes beretning

Introduksjon

- › Utviklingstrekk i Russland, Japan, Brasil og India kan gi langsiktige gevinster ved omhyggelig aksjeplukking.
- › Utstedelsen av høyrisikoobligasjoner når nye rekordnivåer og Mario Draghi har lite ammunisjon igjen til å gjenopplive økonomien i eurosonen.
- › ”Korea-rabatten” ser ut til å vedvare, med mindre selskapene begynner å allokere kapital mer effektivt, samtidig som kinesiske reformer fortsatt preger utviklingen i landet.
- › SKAGENS porteføljer er fortsatt attraktivt prisede og godt posisjonert for å kunne dra nytte av ineffektiviteter i globale markeder.



Den brasilianske presidentkandidaten Marina Silva har trykket mange hender i valgkampen, men ble slått i første valgrunde av den sittende presidenten Dilma Rousseff i valget i oktober.



Lederen for den Europeiske Sentralbanken (ECB) Mario Draghi har en lang liste med utfordringer foran seg. Her er Draghi avbildet på en pressekonferanse i Napoli der han kunngjorde bankens rentebeslutning i oktober.

Mange hendelser på få måneder

Kriser er alle muligheters mor, heter det. I så fall har dette kvartalet vært rikt på muligheter.

I løpet av våren har media vært fulle av spekulasjoner om at den amerikanske dollaren kunne bli svekket som verdensvaluta til fordel for det digitale betalings-systemet Bitcoin. I stedet har den amerikanske dollaren styrket seg betydelig med en stigning på 7,4 prosent mot sentrale verdensvalutaer i tredje kvartal. Bitcoin, derimot, har mistet 58 prosent av sin verdi fra toppen i januar i år. Nok en gang lønner det seg å stille spørsmålstegn ved allmenne oppfatninger. I løpet av kvartalet steg aksjer i fremvoksende markeder 1,2 prosent og 2,6 prosent i utviklede markeder, målt i NOK.

Russland – tilbake til normalen?

I SKAGEN støtter vi ordtaket «en krise er alle muligheters mor». Denne oppfatningen har blitt testet flere ganger i Russland i år, spesielt i tredje kvartal, da det russiske markedet falt 4,4 prosent i lokal valuta. Som i alle perioder med store omveltninger er det ingen klar løsning i sikte, og utviklingen forandrer seg fra dag til dag. Tilsvarende finnes det ingen åpenbare signaler som forteller oss at det nå er på tide å gå inn i eller komme seg ut av markedet. Dette forvirrer investorene og gjør dem tilbøyelige til å overreagere, noe som får aktivaprisene til å avvike vesentlig fra de virkelige verdiene. I et slikt investeringsmiljø lønner det seg å være pragmatisk og tenke langsiktig, som er i tråd med vårt syn her i SKAGEN. Med en pris på bare fem ganger neste års inntjening er russiske aksjer blant de billigste i verden, noe som gjenspeiler negative utsikter av historiske dimensjoner. Selv om det finnes en risiko for ytterligere sanksjoner og statlig beslagleggelse av aktiva, er sjansen større for en mer langsiktig løsning med grunnlag i gjensidige avhengighetsforhold globalt. I mellomtiden kan enkelte russiske aksjer gi en mulighet for asymmetrisk gevinst,

med større oppsidemuligheter enn nedside-derisiko. Omhyggelig aksjeplukking og en hensiktsmessig fordeling av posisjoner er sentralt for å kunne oppnå gode resultater på lang sikt.

Utviklingstrekk i USA og Japan

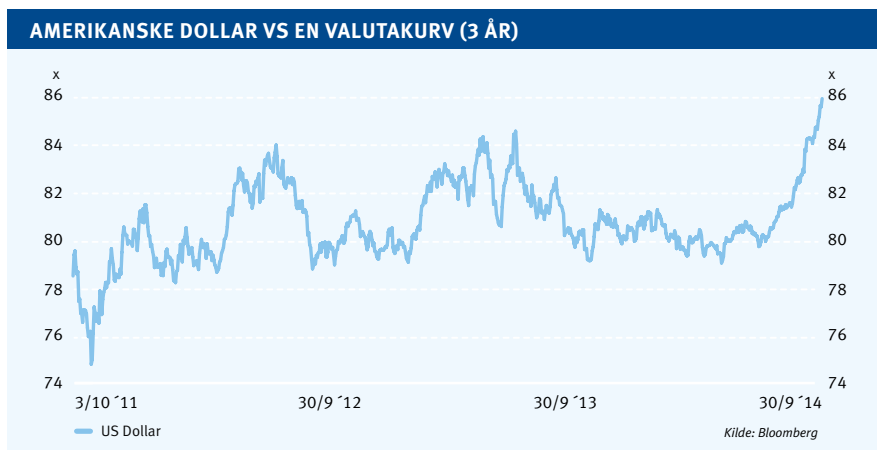
I USA vokste økonomien med 4,6 prosent i andre kvartal, den raskeste veksten siden 2011. Bedriftenes investeringer fortsatte å stige i august, noe som indikerer en styrket fremtidstro i den amerikanske økonomien. Nå som samlebåndene blir travlere på amerikanske fabrikker og amerikanerne mer optimistiske, diskuterer politikerne hvor lenge det er hensiktsmessig for Federal Reserve å holde rentene nær null. Svaret vil avhenge av et bedre arbeidsmarked, et marked som mistet noe fart i august. Foreløpig priser det amerikanske pengemarkedet inn en renteoppgang fra juni 2015.

Dollaren har styrket seg mot de fleste valutaer, særlig mot japanske yen, som har nådd sitt laveste nivå på seks år. De siste tallene fra japansk økonomi har vært skuffende, men deflasjonstrusselen synes avtakende nå som tomteprisene har sta-

bilisert seg og selskapenes regnskaper generelt ser sunne ut. Japanske aksjekurser har ennå til gode å reflektere denne positive utviklingen, selv om P/E-multiple-ene er i tråd med utviklede markeder. Siden japanske selskaper har en tendens til å underrapportere inntjening av skattemessige grunner, er P/E-forholdene i praksis mye lavere. Til sammenligning handles japanske selskaper med en rabatt på ca. 15 prosent basert på pris/kontantstrøm, i forhold til utviklede markeder. Vi mener japanske aksjer har et solid oppsidepotensial basert på dagens verdivurderinger.

Desperat risikotaking

Sjefen for den europeiske sentralbanken (ECB), Mario Draghi, og hans stab har lite ammunisjon igjen med tanke på å gjenopplive økonomien i eurosonen. Etter å ha uttømt tiltak basert på konvensjonell pengepolitikk, har ukonvensjonelle metoder, herunder lån og bytteavtaler, hatt en ubetydelig effekt på inflasjonen og aktiviteten i økonomien. Problemet er ikke mangel på likviditet, men manglende risikoappetitt. Både Frankrike og Tyskland avviste nylig et forslag om å la ECB kjøpe aktivasikrede



Vårens spådom om dollarens fall viste seg å være prematur. Dollaren styrket seg betraktelig gjennom tredje kvartal, som vist på grafen i forhold til en kurv bestående av seks større valutaer.

verdipapirer av lavere kvalitet, slik Federal Reserve gjorde under den første runden med kvantitative lettelse i USA. De høye nominelle lønssatsene i Europa er også en utfordring. Mario Draghis hovedutfordring nå er å få beslutningstakere i EU-området til å forstå viktigheten av deregulerte arbeidsmarkeder. Dyrebar politisk kapital må brukes på kontroversielle tiltak som å myke opp arbeidslovgivningen, særlig lovgivning knyttet til minstelønn. Samtidig utstedes det flere europeiske høyriskoblingsobligasjoner enn noensinne, med en total utstedelse på EUR 67,4 milliarder i september mot totalt EUR 70,1 milliarder i hele 2013. Obligasjoner med middels kredittkvalitet er fortsatt de mest attraktivt prisede.

Korea-rabatten

I juli kunngjorde det sørkoreanske finansdepartementet at det gjennom en straffeskatt vil forsøke å hindre bedriftene fra å hamstre kontanter. Målet er å få kontantene ut av selskapenes regnskaper og inn i økonomien – enten gjennom lønninger, investeringer eller aksjonærutbytter. Disse nyhetene ble tatt godt imot, særlig blant utenlandske investorer som eier en tredjedel av Sør-Koreas 200 største selskaper, hovedsakelig gjennom preferanseaksjer. Nyhetene presset KOSPI-indeksen opp 3,7 prosent (i koreanske won, KRW) i juli. Korea har en elendig utbyttehistorikk med en utdeling på bare 21 prosent, omtrent halvparten av det globale gjennomsnittet. Selv om koreanske selskaper er gjerrige med utbytterne, har de imidlertid bidratt betydelig til SKAGENS avkastning gjennom årene. Under den asiatiske valutakrisen i 1997 fikk mange koreanske selskaper farlig lite kontanter, og enkelte selskaper gikk konkurs som følge av plutselig kapitalmangel. Frykten for en gjentakelse gjennomsyrrer fortsatt beslutningene i landets næringsliv. Lave utbytter er en av de største årsakene til den lave verddivurderingen av koreanske selskaper i forhold til lignende selskaper globalt, kjent som "Korea-rabatten". Denne rabatten kommer neppe til å endre seg i særlig grad, med mindre selskapene velger å allokere kapitalen på en mer effektiv måte og unngå prosjekter med avkastning under pari.

Søvnløs i Macau

Offentlige reformer fortsetter å prege utviklingen i Kina, inkludert den etter lengtede gjennomgangen av selskapenes

ledelse og eierstyring. Kinesiske selskaper skårer i dag tredje dårligst blant asiatiske land, bare foran Filippinene og Indonesia, på målinger av potensielle interessekonflikter, transparens og revisjonskvalitet. Antikorrupsjonsreformer feier nå gjennom både offentlig og privat sektor. I lys av den intensiverte kontrollen ligger storspillerne lavt og foretrekker i stedet gamblingsteder som Manila, Australia og Las Vegas. Som følge av dette opplevde Macau tre strake måneder med fallende omsetning i tredje kvartal. Til tross for nedgangen er Macau fortsatt verdens største gamblingsted, og kasinoene genererte en omsetning på USD 45,2 milliarder i 2013 – syv ganger mer enn Las Vegas Strip.

Størrelsen på det kinesiske markedet gjør det attraktivt for investorene, og i løpet av kvartalet har flere høyprofilerte teknologiselskaper gått på børs i landet. I dag er det 618 millioner Internett-brukere i Kina. Innen 2015 kan dette tallet vokse til over 850 millioner. Nettsalgmarkedet i Kina ventes å nå en omsetning på USD 395 milliarder innen 2015, rundt en tredobling siden 2011. Den sterke veksten innen e-handel vil også gi seg utslag i bedre infrastruktur, mobile betalingsløsninger og vekst for logistikk-selskaper.

Valg og usikkerhet i Brasil

Man vet det ikke er lenge til valg når kandidaten kjenner deg igjen fra andre siden av gaten! Den brasilianske presidentkandidaten Marina Silva har hilst på horder av velgere, men ble slått i første runde av den sittende presidenten Dilma Rousseff ved valget i oktober, som var det mest uforutsigbare på mange år. Marina Silva har et markedsvennlig rykte og sterke bånd til miljøbevegelsen, noe som bidro til at brasilianske aksjer styrket seg med 1,8 prosent i tredje kvartal målt i lokal valuta. Valgvinneren vil imidlertid møte motvind fra en lunken økonomi med en BNP-vekst på bare 0,5 prosent hittil i år, noe som også er reflektert i Moody's nylige nedvurdering av Brasil til Baa2 (negativ), bare to nivåer over spekulasjonsklassifisering. Som verdens nest største jernmalmproducent bak Australia er Brasils økonomi fortsatt sårbar for svingninger i råvareprisene. Jernmalmprisene nådde i september sitt laveste nivå på fem måneder, som følge av svakere etterspørsel fra Kina kombinert med nyere kapasitetsøkninger. Kobberprisene falt også med 4,2 prosent (i USD) i løpet av kvartalet og nærmet seg nye

bunnpunkter i september. Prisfalltrendene innen råvarer signaliserer en svakere økonomisk utvikling globalt som kan komme til å holde de globale rentene lave en god stund fremover og styrke verdsettelsen av aksjer og obligasjoner.

"Made in India"

I India jobber statsminister Narendra Modi med å løfte landet sitt fra den laveste levestandarden blant de fremvoksende markedene. Den indiske økonomien sliter med å gjenopprette vekstratene på over syv prosent som landet opplevde tidligere i dette tiåret, samtidig som inflasjonen er på over syv prosent. Mye vil avhenge av om landet klarer å tiltrekke globale produsenter av ferdigvarer ettersom nesten 300 millioner indere – en fjerdedel av den totale økningen i den globale arbeidsstokken siden 2010 – vil være arbeidssøkende i de tre tiårene fram mot 2040. Regjeringen arbeider for å øke produksjonsandelen i den indiske økonomien – en økonomi på hele USD 1,9 billioner – til 25 prosent fra dagens 15 prosent. Til sammenligning har Kina en produksjonsandel på 32 prosent. Likevel er India fortsatt et utfordrende sted å drive næringsvirksomhet, og landet ble rangert så lavt som 134. plass av 189 økonomier i Verdensbankens "Ease of Doing Business"-indeks. En forbedring av forutsetningene for å drive næringsvirksomhet vil være sentralt for at landet skal kunne trekke til seg globale produsenter, samt for en videre oppjustering av indiske aksjer.

Sikkerhetsmarginer

Porteføljeteamene i SKAGEN ønsker alltid å ha en sikkerhetsmargin på sine investeringer. Med andre ord jobber vi for å kunne være med opp når en aksje eller obligasjon stiger i kurs, i større grad enn vi er med på nedturen. For å nå dette målet ser vi etter aksjer og obligasjoner som er undervurderte i markedet, og som trenger noen år på realisere sin faktiske verdi. Vi har derfor både verddivurderingene og tiden på vår side når vi jobber for å dra nytte av ineffektiviteten i de globale markedene.

SKAGEN Vekst

- › Det geopolitiske klimaet hadde negativ innvirkning.
- › Redusert eksponering mot energisektoren.
- › Porteføljen handles med betydelig rabatt mot referanseindeks.

Greit resultat på selskapsnivå

SKAGEN Vekst fikk en bra start på året, men utviklingen i tredje kvartal var ikke like positiv.

Bedre drift og et sterk kostnadsfokus har vært positive drivere for flere av de største posisjonene i porteføljen vår, mens geopolitiske spenninger og usikkerhet knyttet til den økonomiske veksten globalt, har påvirket fondets generelle resultater, og enkelte selskapsvurderinger er nå tynget med mer risiko.

oppkjøpsaktiviteten globalt og vil mest sannsynlig føre til økte krav til selskapene om å generere investeringsavkastning og handle i aksjonærenes beste interesse. Dessverre har et av våre koreanske selskaper ikke fullt ut forstått hvordan dette fungerer.

Av nordiske markedene var Danmark best, etterfulgt av Sverige og Norge. Finland har hatt den svakeste utviklingen.

Økt aktivitet på slutten av sommeren

Etter en varm og nokså rolig sommer i Nord-Europa har vi mot slutten av tredje kvartal opplevd en "Indian summer", med økt aktivitet i aksjemarkedene gjennom flere nye fusjoner og oppkjøp, og flere nye selskaper som blir tatt på børs. Fortsatt lave renter har gitt bedriftene muligheter til videre refinansiering på rekordlave rentenivåer og for stadig lengre perioder, noe som indikerer at investorenes fremtidssyn begynner å reflektere sentralbankenes uttalelser om at rentene kommer til å forbli lave en tid fremover.

Selskaper som har hamstret kontanter i løpet av de siste fem årene, opplever også et økt press fra investorene om å bruke kontantene mer aktivt eller betale dem ut til aksjonærene. Dette økte fokuset på kapitalstyring har også økt fusjons- og

Geopolitiske skyer på himmelen

Etter hvert som spenningen mellom Russland og Ukraina har forverret seg i tredje kvartal, har vi sett at økt frykt og usikkerhet har styrket risikopremien ved investeringer i selskaper med eksponering ikke bare i Russland, men også andre steder i Europa. Situasjonen kan påvirke store deler av den europeiske økonomien.

Selv om SKAGEN Veksts direkte eksponering mot Russland bare er på 1,7 prosent av fondet gjennom vår investering i Sberbank, har situasjonen også påvirket ikke-russiske selskaper som har store deler av sin virksomhet i Russland, som Raiffeisen International, Carlsberg, Nokian Tyres og Kinnevik.

AVKASTNING 3. KV. 2014* SISTE 12 MND*

SKAGEN Vekst	-2,4%	14,7%
MSCI Nordic/MSCI AC ex. Nordic	0,0%	17,8%

* Per 30. september 2014.



Porteføljeforvaltere

Geir Tjetland, Ole Sæberg, Erik Bergö og Alexander Stensrud (junior porteføljeforvalter et års engasjement)

NØKKELTALL FOR DE STØRSTE POSTENE TIL SKAGEN VEKST (PER 30.09.2014)

Selskap	Postens størrelse	Kurs	P/E 2014E	P/E 2015E	P/BV siste	Kursmål
Royal Caribbean Cruises Ltd	8,2	67,2	19,2	15,0	1,7	85
Samsung Electronics	6,5	898 000	6,0	5,3	0,8	1500000
Norsk Hydro	6,1	35,9	31,3	16,3	1,0	57,5
Teva Pharmaceutical	5,8	53,7	11,2	11,0	1,9	65
Continental AG	4,3	150,1	11,6	10,3	3,1	225
Norwegian Air Shuttle	4,0	224,1	64,0	10,2	2,7	340
Kia Motors	3,1	53 700	5,8	5,5	1,0	90000
Philips	3,7	25,2	11,6	9,0	2,2	40
Danske Bank A/S	3,1	160,2	12,3	10,6	1,1	205
TeliaSonera AB	2,9	49,9	12,3	11,7	1,9	70
Vektet topp 10	47,9		11,9	9,5	1,4	46 %
Vektet topp 35	76,1		9,7	7,7	1,5	
Referanseindeks (MSCI Nordic/MSCI AC ex. Nordic)			16,4	13,8	2,1	

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



Photo: Bloomberg

Bra bidragsyter: Royal Caribbean Cruises utgjør 8,2 prosent av fondet og fortsatte å levere i tredje kvartal. Voyager of the Seas avbildet på Ohj-verftet i Tokyo.

Fallende oljepris og kostnadskontroll i de store oljeselskapene

I SKAGEN Vekst fortsetter vi å fokusere på absoluttavkastning og verdivurderingen av investeringene vi gjør. I løpet av det siste året har vi argumentert for at store oljeselskaper vil måtte se en større avkastning på selskapenes investerte kapital, og hittil i 2014 har vi redusert eksponeringen vår mot energisektoren til 10 prosent. I løpet av tredje kvartal solgte vi ned posisjonen vår i det norske statskontrollerte oljeselskapet Statoil, etter at aksjekursen hadde steget til et nivå der den lavere kostnadsbasen var reflektert i prisen. Ettersom prisen var nær kursmålet vårt for Statoil, reduserte vi posisjonen vår og brukte midlene til å investere i selskaper der vi ser et større potensial for avkastning og mindre ned-

siderisiko i tiden fremover.

Vår norske flåte av forsynings- og undervannsfartøy eid gjennom Solstad, DOF og Siem (og som utgjør totalt 3,9 prosent av fondet), hadde alle et dårlig kvartal med et verdifall på mellom 15 og 26 prosent. Selv om selskapene har levert i tråd med forventningene og har lange kontrakter (liten eksponering mot spotmarkedet), kan det se ut som om den nylige nedgangen i oljeprisen kombinert med økt kostnadsfokus i de store oljeselskapene har påvirket investorenes vurderinger. Slik vi ser det, finnes det nå gode muligheter for sektoren til å fortsette utviklingen mot å bli en mindre syklisk industri, og man bør vurdere mulighetene for konsolideringer innenfor de ulike segmentene. Solstad Offshore har vært et godt eksempel på et solid selskap som har fortsatt overgangen

fra å være et forsynings-selskap til å bli et veldrevet internasjonalt undervannsselskap med et sterkt aksjonærfokus. Dessverre ble ikke selskapet belønnet for dette i aksjemarkedet i tredje kvartal.

Lavere energipriser er gode nyheter for cruise- og flyselskapene

Royal Caribbean Cruises (som utgjør 8,2 prosent av fondet) har vært en god bidragsyter til SKAGEN Vekst i år, og de sterke resultatene fortsatte i tredje kvartal. Cruisereederiet fortsetter å levere sterke resultater, og selskapets rapport for andre kvartal viste en imponerende passasjervekst på ni prosent og god kontroll på utgiftene. I løpet av kvartalet har vi sett aksjekursen stige med 21,5 prosent, og med en utbytteøkning på 20 prosent ser vi at selskapet er i stand til å betjene og redusere gjelden sin, samtidig som det fortsetter å gjøre investeringer som kan skape økte verdier for aksjonærene.

Innenfor reisesegmentet så vi også Norwegian Air Shuttle (som utgjør 3,9 prosent av fondet) generere sterke kvartalsresultater, basert på en sterk passasjervekst og lanseringen av en ny base i Gatwick som bringer selskapet nærmere kundene deres i Storbritannia. Mange hadde fryktet at det norske lavprisselskapets nye langdistanseruter ville føre til stygge verdinedvurderinger, men så langt har selskapet levert

SKAGEN VEKST 3. KV. 2014 (MILL. NOK)

De 5 største positive bidragsytere

Royal Caribbean Cruises Ltd	161
Norsk Hydro ASA	44
Teva Pharmaceutical-Sp ADR	36
Norwegian Air Shuttle ASA	34
Koninklijke Philips NV	15

De 5 største negative bidragsytere

Samsung Electronics Co Ltd Pref	-97
Continental AG	-58
Sberbank of Russia Pref	-45
DOF ASA	-37
Rec Silicon ASA	-28

5 største kjøp

Teliasonera AB	159
Volvo AB	50
Golar LNG Ltd	27
Toto Ltd	22
Nokian Renkaat OY	20

5 største salg

Statoil ASA	-159
Royal Caribbean Cruises Ltd	-86
Danske Bank A/S	-53
LG Corp	-41
Avance Gas Holdings Ltd	-38



Photo: Bloomberg

Normand Flipper, drevet av Solstad, seiler ut fra Aberdeen havn. Solstad Offshore er et tydelig eksempel på et selskap som har endret seg fra et supplyskip-selskap til et internasjonalt sub-sea selskap. Så langt er dette ikke anerkjent i markedet.

nokså greie passasjertall og klart å fly flere personer lenger og til lavere priser. Nå som priskrigen i Norge ser ut til å dempes noe, bør selskapet være i stand til å bedre resultatene og fortsette sin verdiskapende ekspansjon internasjonalt.

Selv om vi ikke har noen magisk krystallkule som kan fortelle oss hva oljeprisen vil være i fremtiden, vil 15 prosent av selskapene påvirkes positivt av lavere energipriser, mens 10 prosent av posisjonene våre kan oppleve ytterligere motvind dersom oljeprisen skulle fortsette å falle.

Forbedringer på vei

Det israelsk-amerikanske legemiddelselskapet Teva (som utgjør 5,8 prosent av fondet) fulgte opp sine sterke tall fra

første kvartal med fortsatt organisk vekst i både omsetning og lønnsomhet. Den viktigste driveren bak dette var overgangen fra en-gang-om-dagen-versjonen av suksessmedikamentet Copaxone til en tre-ganger-i-uken-versjon. Patentet på den opprinnelige versjonen av legemiddelet utløp tidligere i år, men den nye versjonen forlenger Tevas grep om markedet. Videre er det også oppmuntrende å se ansettelser av ny intern ledelse med erfaring og kompetanse, og deres uttalelser om fortsatt satsing innen generiske legemidler på organisk vekst og å styrke og utvikle den delen av virksomheten. Selskapet er nå på vei mot en mer balansert legemiddelportefølje bestående av både spesialmedikamenter og generiske legemidler.

Selv om markedet vaklet noe mot slutten av september, fortsetter de enkelte selskapene i porteføljen vår å levere sterke resultater. Med rekordlave renter og en forventning om at et slikt rentebilde vil vedvare i noen år fremover, bør selskapene fortsette sin positive utvikling gjennom høyere inntjening. Basert på inntjeningsestimatene for 2014 handles SKAGEN Vekst nå til en P/E-multipel på 9,7. Til sammenligning er tallet 16,4 for referanseindeksen. Videre handles SKAGEN Vekst-porteføljen til en P/B på 1,4, mens P/B for referanseindeksen er 2,1.

SKAGEN Global

- › Fortsatt turbulent i Russland
- › Det største selskapet – Samsung – falt 15 prosent i kvartalet
- › Dixon ut av porteføljen etter firedobling i verdi

AVKASTNING	3. KV. 2014*	SISTE 12 MND*
SKAGEN Global	-2,0%	14,2%
MSCI World AC	2,5%	19,0%

* Per 30. september 2014.



Porteføljeforvaltere

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

Lite tilfredsstillende

Svak kursutvikling for flere av våre russiske selskaper samt fondets største investering, Samsung Electronics, førte til et lite tilfredsstillende kvartal for SKAGEN Global.

Ytterligere eskalering av den spente situasjonen mellom Russland og Vesten førte til at det russiske aksjemarkedet, og rubelen, svekket seg gjennom kvartalet. Målt i norske kroner var det russiske aksjemarkedet ned 14 prosent.

SKAGEN Global hadde ved utgangen av kvartalet 4,8 prosent av fondet plassert i russiske selskaper, med Gazprom som den største posten (1,9%).

Relativt sett led fondet også under den fortsatt sterke utviklingen i det amerikanske aksjemarkedet, som var opp seks prosent, målt i norske kroner. Amerikanske aksjer prises nå til godt over historisk gjennomsnitt, samtidig som resultatmarginene er på «all time high».

SKAGEN Global har 28 prosent av midlene plassert i amerikanske selskaper, mens fondets referanseindeks, MSCI All Country, består av drøye 50 prosent amerikanere.

Citigroup bidro mest

Kvartalets beste bidragsyter var den amerikanske banken Citigroup, fondets nest største investering, 6,2 prosent. Målt i dollar var aksjen opp 11 prosent. Banken rapporterte bedre resultater enn forventet for andre kvartal.

Det var særlig tallene fra «investment banking» som dro opp. Betyggende var det også å se at kostnadsnivået går riktig vei, nedover. Kostnadskutt er en viktig ingrediens i den økte lønnsomheten vi forventer for Citigroup i tiden fremover.

Det koreanske industrikonglomeratet LG Corp steg 23 prosent i lokal valuta. Her er

det først og fremst en reduksjon av konglomeratrabatten som har vært utslagsgivende. Selv etter kursoppgangen er rabatten i forhold til de underliggende verdiene fortsatt 45 prosent.

Grovt undervurdert

Fondets største post, Samsung Electronics utgjør 6,7 prosent av porteføljen. Selskapet leverte svakere tall enn forventet for andre kvartal, og endte ned 15 prosent i lokal valuta. Sterkere won fikk negativ resultateffekt, men det var først og fremst svekkede marginer innen smarttelefoner, som ble dårlig mottatt av investorene.

Den svekkede lønnsomheten innen mobiltelefoner har gjort at vi har redusert våre forventninger til årets resultat med 25 prosent. Vi forventer imidlertid at en ny produktgenerasjon minnebrikker skal føre til en sterk vekst i inntjeningen for denne divisjonen fremover.

At Samsung Electronics styreformann, Lee Kun-Hee er alvorlig syk har ført til at beslutningen om hva som skal skje med den betydelige kontantbeholdningen selskapet sitter på er satt på vent. Samsung har uttalt at utbyttet til aksjonærene på sikt skal økes, men vi er ikke helt overbevist. Selskapet har nå en netto kontantbeholdning som utgjør en tredjedel av markedsverdien på børsen.

Selv etter nedjusteringen av resultatforventningene prises våre preferanseaksjer til rundt seks ganger årets inntjening (P/E på 6). Usikkerhet med hensyn til utviklingen for mobildivisjonen, utbyttepolitikk,

SKAGEN GLOBAL 3. KV. 2014 (MILL. NOK)

De 5 største positive bidragsytere		5 største kjøp	
Citigroup Inc	396	Volvo AB	531
LG Corp	216	NN Group NV	495
Microsoft Corp	159	Koninklijke DSM NV	278
Bunge Ltd	96	Deutz AG	137
Teva Pharmaceutical-Sp ADR	85	Gap Inc/The	136
De 5 største negative bidragsytere		5 største salg	
Samsung Electronics Co Ltd Pref	-544	Hannover Rueckversicherung AG	-345
Sistema Jscf	-252	Vale Sa Spons ADR	-282
Renault SA	-166	China Unicom Hong Kong Ltd	-281
Hyundai Motor Co Pref	-156	Bunge Ltd	-217
OMV AG	-123	Oracle Corp	-212



Solid inntjening: Citigroup er nest største post i porteføljen og leverte solid inntjening i kvartalet. Vi forventer økt lønnsomhet på grunn av kostnadsutt. På bildet: fotgjengere utenfor en av Citibanks filialer i New York.



Største post: Samsung Electronics falt 15 prosent i kvartalet. Vi har senket våre forventninger til årets resultater med 25 prosent på grunn av dårligere lønnsomhet for smarttelefoner.

styreformannens sykdom og kommende generasjonsskifte har medført at Samsung-aksjen i våre øyne fremstår som grovt undervurdert.

Husarrest og kursmassakre

Kvartalets nest største negative bidragtyper, Sistema, opplevde en kursmassakre på over 70 prosent. Foranledningen var at selskapets majoritetseier Vladimir Evtushenkov ble satt i husarrest beskyldt for hvitvasking av store beløp i forbindelse med kjøpet av oljeselskapet Bashneft for fem år siden. Markedet priser nå inn at både Bashneft og tidligere utbetalte utbytter fra selskapet blir konfiskert.

Det generelt dårlige sentimentet for

russiske aksjer hjelper selvfølgelig ikke på situasjonen. Sistema prises nå med en betydelig rabatt i forhold til markedsverdien av selskapets eierskap på 53,5 prosent i Russlands største mobilaktør, MTS. Dramatikken rundt Sistema har ført til at risikopremien for russiske aksjer har steget til historisk høye nivåer.

Størst i verden på lastebiler

Svenske Volvo har kommet inn som et nytt selskap i porteføljen. Selskapet er verdens største produsent av lastebiler, og har en solid posisjon også innen produksjon av busser og anleggsmaskiner.

Volvos lønnsomhet har i lang tid vært lite tilfredsstillende, men har nå introdusert et

betydelig kostnadsuttprogram. Sammen med introduksjon av nye modeller bør dette kunne føre til økt lønnsomhet fremover. Som følge av kostnadene i forbindelse med restruktureringen må vi nok vente til 2015-regnskapet før dette kommer frem på bunnlinjen. På kort sikt slår også svekket etterspørsel fra byggebransjen i Kina og dårlig marked for lastebiler i Brasil negativt ut.

Dagens lave marginer og upopularitet er etter vårt skjønn et godt klima for å investere i et selskap som om et par år kommer til å vise betydelig bedret lønnsomhet. Basert på forventet inntjening i 2016/17 ser vi for oss et potensial for en kursstigning på 50 prosent.

Nederlandsk liv

I forbindelse med børsnoteringen av NN Group i juli ble det nederlandske livsforsikrings-selskapet tatt inn i porteføljen. Også her er økt effektivitet og bedret kapitaldisiplin viktige ingredienser i investeringshypotesen. NN Group verdsettes til kun 0,5 ganger bokført egenkapital. Dette korresponderer bra med selskapets lave egenkapitalavkastning, som forventes å bli bare på fem prosent i 2015. Potensialet for økt lønnsomhet er betydelig. Etter løsrivelsen fra det nederlandske finanshuset ING har NN Group igangsatt betydelige effektiviseringsprogrammer, som vi mener ikke er reflektert i dagens aksjekurs. Vi tror økt egenkapitalavkastning fører til at forholdet mellom pris og bokført egenkapital i løpet av en toårs periode øker til 0,7. Tilsvarende en kursoppgang på 40 prosent.

Ut etter firedobling i Dixons

Som følge av sterk kursutvikling ble Oracle og RCL priset opp mot våre kursmål, og vi valgte å selge oss helt ut av begge, med god gevinst. Etter sterk kursutvikling for Bunge, Goldman Sachs, Microsoft, Cheung Kong, RSA og Hannover Re, ble disse innehavene skalert ned. I likhet med tilfellet Oracle og RCL, kunne ikke vår fundamentale oppfatning av selskapene justeres opp i takt med kursstigningen.

Etter en firedobling av vår investering i Dixons Retail, har vi også solgt oss betydelig ned i dette selskapet.

Dixons fusjonerte nylig med Carphone Warehouse for med det å være bedre posisjonert for salg av mobiltelefoner og annen elektronikk knyttet opp mot internett. Vi synes fusjonen vannet ut potensialet vi så



Foto: Volvo

Vi har styrt den svenske lastebilprodusenten Volvo inn i porteføljen. Selskapet er upopulært av flere grunner og vi forventer kostnadsutt og nye modeller kan drive aksjen opp med rundt 50 prosent i løpet av et par år.

for økt lønnsomhet i «gamle» Dixons, samtidig som vi frykter marginene til «gamle» Carphone blir presset ytterligere ned - fra et forholdsvis høyt nivå.

Vale har ikke fungert

Investeringen i det brasilianske gruveselskapet Vale har ikke fungert etter intensjonen fra vi kjøpte oss inn for litt over ett år siden. Selskapets virksomhet er konsentrert rundt salg av jernmalm til Kina. Kombinasjonen av et kraftig fall i prisen på jernmalm som følge av økt tilbudsside og en betydelig svakere produksjon av stål i Kina har rammet Vales bunnlinje.

Det er vanskelig å se at den betydelige overkapasiteten av jernmalm absorberes med det første. Vi har derfor tatt konsekvensen av dette og solgt våre Vale-aksjer med tap.

Støttes godt av rekordlave renter

Selv om enkelte «lommer» i aksjemarkedet i dag prises relativt høyt, er vår oppfatning at prisingen generelt ikke er faretruende høyt i historisk kontekst. Basert på dagens

historisk lave obligasjonsrenter er det lett å argumentere med at det globale aksjemarkedet kan prises langt høyere enn i dag.

Porteføljen til SKAGEN Global verdsettes som alltid langt lavere enn verdensindeksen, og tilbyr etter vårt skjønn fortsatt god valuta for pengene. Ser en på inntjeningsestimaterne for inneværende år verdsettes de 35 største selskapene i porteføljen til bok-

ført egenkapital, og kun 10 ganger inntjeningen. Utbytteavkastningen fra selskapene er til dels betydelig høyere enn rentene på statsobligasjoner. Selv om det fortsatt må påregnes kurssvingninger og markedskorreksjoner underveis, er SKAGEN Global fortsatt et godt investeringsalternativ til verdiorienterte langsiktige aksjeinvestor.

NØKKELTALL FOR DE STØRSTE POSTENE TIL SKAGEN GLOBAL (PER 30.09.2014)

Selskap	Postens størrelse	Kurs	P/E 2014E	P/E 2015E	P/BV siste	Kursmål
SAMSUNG ELECTRONICS	6,7	898 000	6	6,2	0,8	1 300 000
CITIGROUP	6,3	51,8	10,8	9,6	0,8	75
AIG	3,6	54	11,7	10,8	0,7	80
LG CORP	2,5	76 800	13	10,9	1,1	100 000
NORDEA	2,4	93,90	11,8	11	1,4	105
MICROSOFT	2,3	46,40	16,6	14,3	4,3	50
TEVA	2,2	53,80	11	11	1,9	65
ROCHE	1,9	283,10	19,1	17,9	13,8	380
GAZPROM	1,9	7,00	2,8	3	0,3	11
RENAULT	1,9	57,40	8,8	6,3	0,7	80
Topp 10 vektet gjennomsnitt	31,5		8,5	8,1	0,9	37 %
Topp 35 vektet gjennomsnitt	62,5		10,1	9	1	
Referanseindeks (MSCI ACWI)			15,3	13,7	2	

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.

Særdeles skuffende

I september ble SKAGEN Kon-Tiki rammet av to hendelser som skal ha mye av «æren» for at resultatet for tredje kvartal ble særdeles skuffende.

Men en dags mellomrom fikk vi to slag i ansiktet. Ett fra vår største investering, Hyundai Motor, og ett fra russiske Sistema. Begge medførte - hver for seg - et tap for fondet på drøye to prosentpoeng i kvartalet.

Monument over egen dårskap

For å stimulere økte investeringer har myndighetene i Sør-Korea signalisert innføring av en skatt på overskuddslikviditet i koreanske selskaper. Mange sørkoreanske selskaper, inkludert våre Hyundai Motor og Samsung Electronics, har store kontantbeholdninger med «død kapital». Penger vi som aksjonærer forventet skulle deles ut som utbytter.

Hyundai Motor foretok i stedet et mildt sagt lite aksjonærvennlig kjøp av en prestisjeeiendom i Seoul, til langt over estimert markedspris. Et monument over eget dårskap til 10 milliarder dollar!

Vår investering i Hyundai Motor var først og fremst basert på god fundamental utvikling, og lav absolutt vurdering. En sentral kurstrigger var at de sakte men sikkert kunne vise til bedre selskapsstyring.

Siste tids kursfall mer enn overstiger nevnte eiendomsinvestering, og Hyundai Motor fremstår nå meget attraktivt priset. Med nye bilmodeller på trappene, ser også fremtiden lys ut. Selv etter årets begredelig tredje kvartal fremstår Hyundai Motor som en bærebjelke for resultatene til SKAGEN

Kon-Tiki i siste fem års periode.

For at posten i Hyundai Motor ikke skulle bli for stor har vi i takt med den sterke kursutviklingen i forkant av eiendomskjøpet solgt oss ned i selskapet. I løpet av siste 12 måneder er vårt innehav, målt i antall aksjer, redusert med 25 prosent.

Hyundai Motors eiendommelige kjøp har ført til at investorene krever en enda høyere risikopremie generelt for å eie koreanske aksjer. For vår del førte det til ett prosentpoengs «ekstra» kursfall i tredje kvartal, absolutt og relativt.

Dramatisk for Sistema

Mens det som har skjedd i Hyundai Motor kan karakteriseres som et midlertidig tilbakeslag, er situasjonen for vår investering i russiske Sistema mer dramatisk. Dette var en investering vi anså som forholdsvis risikofri, til russiske aksjer å være.

Sistema var ikke utsatt for sanksjoner, og et godt eksempel på en aktør innen privat sektor som kan vise til god vekst og rentabilitet. Selskapet var også politisk nøytralt i forhold til gjeninnføring av tsarvelde i Russland.

I perioden 2005 - 09 deltok Sistema i privatiseringen av det russiske oljeselskapet Bashneft. Med svært gode resultater. I og med at dette fant sted under nåværende regime, trodde vi prosessen skulle gå politisk problemfritt. Skjønt vi syntes nok prislappen på Bashneft var i laveste laget,

AVKASTNING 3. KV. 2014* SISTE 12 MND*

SKAGEN Kon-Tiki	-5,9%	8,3%
MSCI Emerging Markets	1,1%	11,1%

* Per 30. september 2014.



Porteføljeformålere

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



Foto: Bloomberg

Sistema, opplevde en kursmassakre på over 70 prosent etter at majoritetseieren Vladimir Evtushenkov ble beskyldt for hvitvasking i forbindelse med kjøpet av oljeselskapet Bashneft for fem år siden.



Hyundai Motors Chung Mong Koo kjøpte en prestisjeeiendom i Gangnamområdet i Seoul, til rundt tre ganger estimert markedspris. På bildet: lederne for Sør-Koreas to største bilprodusenter Hyundai og Kia på et møte i Seoul i januar 2014.

Foto: Bloomberg

selv om den ble satt i finanskrisetider.

Stor var derfor overraskelsen da Sistemas majoritetseier, oligark Vladimir Evtushenkov, måtte i husarrest for mistanke om hvitvasking av rubler i forbindelse med kjøpet av Bashneft. Frykten for at selskapet må leveres tilbake til Staten, og tidligere betalte utbytter også blir krevd tilbakebetalt, har ført til en kursmassakre i Sistema-aksjen.

Det som nå skjer i Sistema setter et stort spørsmålsteget ved investeringer generelt i russiske selskaper. Vi har vært forsiktige med å investere i selskaper hvor revansjismen fra 1990-årenes privatiseringer gir fundamental risiko.

I forkant av at oligark Evtushenkov ble satt i husarrest hadde vi redusert posten vår i Sistema, og realisert en betydelig gevinst. Som følge av fortsatt høy risiko knyttet til Sistemas skjebne, har vi i etterkant av det betydelige kursfallet for Sistema redusert vårt innehav ytterligere. Med «gevinst». Ved utgangen av september utgjorde Sistema-posten 0,7 prosent av fondet, mot tre prosent ved inngangen til 2014.

Hva enden på Sistema-visen blir, vet vel bare Putin og hans nærmeste våpen- dragere. Episoden får selvfølgelig dype konsekvenser for vurderingen av russiske aksjer generelt, som på papiret er verdens billigste.

Gjennom å selge oss ned i selskaper som synes å være sanksjonsutsatte har vi tatt ned risikoen i Russland. Vi har beholdt posisjonene i selskaper hvor sanksjonsrisikoen vurderes som lav, og prislappen likeså. Samtidig som vekstutsiktene er gode fremover.

Den svake økonomiske utviklingen i Russland har dessverre også fått negative ringvirkninger til våre investeringer i Øster-

rike og Ungarn. For de som liker historiske paralleller.

I god gammel SKAGENånd gjelder det i slike usikre tider å holde hodet kaldt, tunge rett i munnen og ha et godt hjerte for gode investeringer.

Minnet stadig viktigere

Samsung Electronics var også med i budrunden om nevnte eiendom i Seoul, men vant heldigvis for aksjonærene ikke frem. En planlagt investering i en fabrikk for produksjon av minnebrikker synes å være betydelig bedre pengebruk. Fabrikken har en estimert kostpris på 15 milliarder dollar. Samsung Electronics besitter i dag en kontantbeholdning på rundt 40 milliarder dollar.

Med fallende marginer og markedsandeler for mobildivisjonen blir bidraget fra minnebrikker stadig viktigere fremover. Her peker både salg, marginer og markedsandeler i riktig retning, oppover.

Siste tids kursfall for Samsung Electronics skyldes investorenes ensidige fokus og frykt for hvor ille det kan gå med mobildivisjonen, hvor kinesiske billigprodusenter spiser markedsandeler. Samtidig som Apple holder stand i high end segmentet. Kombinasjonen av økt satsing på billigere smarttelefoner samt økt inntjening for minnebrikker fremover kan overraske på oppsiden. Mye negativt er nå innbakt i Samsung-kursen.

Når vi er i gang, et par tema vi har i porteføljen, nemlig europeiske selskaper med stort engasjement i globale vekstmarkeder og alternativ energi har heller ikke vært strålende. Første skyldes generell skepsis til europeisk økonomi, noe som egentlig gjør casene bedre. Det siste skyldes skuffelse over at Kina i første halvår bare nådde

20 prosent av årets mål for installert solkapasitet. Men innførte politiske tiltak kan rette dette opp på kort tid.

Opptur for våre indere

2014 har vært året hvor den politiske agendaen har stått sentralt i vekstmarkedene. Valgutfallene i både India og Indonesia fikk klare aksjemarkeds vennlige utfall. Våre investeringer i India, med Bahrti Airtel (3,6%), Mahindra & Mahindra (3,2%) og State Bank of India (2,9%) inne på topp ti listen, har utviklet seg særst godt på børsen i år.

Valgresultatet i Tyrkia var nøytralt, og legger ingen hinder i veien for en god utvikling også fremover for våre investeringer i landet. I skrivende stund er ikke valgresultatet i Brasil klart. Aksjemarkedet har vært volatilt. Våre selskaper kan generelt sett vise til en god utvikling, og verddivurderingene er fortsatt moderate.

Fra optimisme til pessimisme

Mange hadde forventet at aksjemarkedene i de forskjellige regionene rundt om i verden skulle utvikle seg mer i takt i år. En sentral drivkraft var stigende optimisme i Kina og Europa. Etter årets ni første måneder er ikke det tilfellet.

Investorenes fokus har dreid mot negative realøkonomiske forhold, mens fundamentale vurderinger av selskapene er kommet i annen rekke. Det skaper gode muligheter for aktive verdiforvaltere som oss.

Den kraftige styrkingen av dollaren gjennom kvartalet har historisk sett vært synonymt med svake globale vekstmarkeder. Slik tilfellet var i fjor sommer. Men da var det mer strukturelle enn konjunkturelle forhold som var forklaringen.

SKAGEN KON-TIKI 3. KV. 2014 (MILL. NOK)

De 5 største positive bidragsytere

Bharti Airtel Ltd	359
Mahindra & Mahindra Ltd	306
Banco Do Estado Rio Grande Do Sul SA Pref	154
Lenovo Group Ltd	147
Great Wall Motor Co Ltd	145

De 5 største negative bidragsytere

Sistema Jscf	-1 227
Hyundai Motor Co Pref	-1 113
Samsung Electronics Co Ltd Pref	-598
Raiffeisen Bank International AG	-182
Vale Sa Spons pref ADR	-181

5 største kjøp

Casino Guichard Perrachon SA	836
Golar LNG Ltd	372
Moscow Exchange MICEX-RTS OAO	323
Hindalco Industries Ltd	316
Cosan Ltd	209

5 største salg

Sistema Jscf	-245
Exxaro Resources Ltd	-130
Hyundai Motor Co Pref	-99
Lenovo Group Ltd	-79
Royal Unibrew A/S	-69

NØKKELTALL FOR DE STØRSTE POSTENE TIL SKAGEN KON-TIKI (PER 30.09.2014)

Selskap	Postens størrelse	Kurs	P/E 2013	P/E 2014E	P/BV siste	Kursmål
Hyundai Motor	6,9	118 000	3,6	3,3	0,5	250 000
Samsung Electronics	6,5	898 000	4,4	6,0	0,8	1500000
Bharti Airtel	3,6	405,2	57,7	16,9	2,7	450
Great Wall Motor	3,2	29,65	8,5	7,9	2,5	50
Mahindra & Mahindra	3,2	1 360,80	17,2	15,1	3,4	1500
State Bank of India	2,9	2 445,70	12,0	9,8	1,2	3600
AP Moller-Maersk	2,9	14 000	15,8	12,3	1,3	15000
Heineken	2,6	59,24	25,0	18,0	2,9	66
Sabancı Holding	2,4	9,58	11,3	8,0	1,1	12
ABB	2,3	162,30	20,6	18,0	3,1	190
Richter Gedeon	1,9	3 850	15,4	19,3	1,3	5000
Vale	1,9	23,78	4,2	4,3	0,8	40
Topp 10 vektet gjennomsnitt	40,2		7,4	7,1	1,1	49 %
Topp 35 vektet gjennomsnitt	67,6		9,3	8,7	1,2	
Referanseindeks (MSCI EM)			12,0	11,6	1,4	

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

Årets dollaroppgang kan i stor utstrekning forklares med forskjeller i hastigheten på økonomisk vekst. Noe kan også relateres til en kompensasjon for fallende råvarepriser. Som i fjor mener vi dette gir bedre konkurransedyktighet og lavere inflasjon i vekstmarkedene, enn hva vi tradisjonelt har sett.

Paradigmeskifte

Kinesisk økonomi seiler opp til å bli verdens største. 2014 ser ut til å bli året da vekstmodellen endrer seg fra kvantitativ fysisk

vekst, til kvalitativ vekst innen tjenester, miljø og større sosial sikkerhet. Det gir betydelige friksjonsproblemer, og konsekvenser for investorenes valg av selskaper.

Vi er derfor svært forsiktige med investeringer i kinesisk finansvesen, men følger nøye med på om det kommer konkrete utspill til bedre selskapsstyring innen statsdominerte selskaper.

I en lengre periode har vi vært skeptiske og undervurdert råvarer, energi og delvis varetransport. Globale vekstmarkeder ser generelt ut til å gå direkte over i en mer digi-

tal og mindre ressurskrevende vekstmodell. Paradigmeskiftet som finner sted fører til at tradisjonelle modeller for verdivurdering av selskaper blir vanskelig å bruke.

Nye porteføljeselskaper av betydning i kvartalet er Casino Guichard (ny detaljhandel) Massmart (det samme) Kerry Logistics (varedistribusjon/ny varehandel), brasilianske MRV Engenharia (sosial boligbygging), Cosan Ltd (alternativ energi) Golar LNG (det samme) og Hindalco Industries (resirkulering).

Største salg har vært Sistema, Exarro (råvarer) og Hyundai Motors (før fallet) Samlet vurdering av porteføljen er lavere enn ved forrige kvartalsskifte – naturlig nok – men porteføljesammensetningen er sannsynligvis bedre.

Filosofien består

Vi balanserer porteføljen så godt vi kan, med et våkent øye for selskaper med for høye vurderinger. I et villnis av slett selskapsstyring og politiske tilfældigheter er det essensielt at verdiskapningen i selskapene står i stil til risikoen vi påtar oss.

Essensielt for oss er det å konstatere at tapene i tredje kvartal ikke skyldes at vi har handlet i strid med vår verdibaserte investeringsfilosofi, som har tjent oss og dere andelseiere i snart 22 år. Av og til må vi imidlertid belage oss på at lyn kan slå ned fra en tilsynelatende klar himmel, og at sterkt undervurderte selskaper kan vise seg å være verdifeller.

Verdifeller eller ei, for en verdibasert forvalter er det betryggende å vite at selskapene i porteføljen prises til en solid rabatt i forhold til det generelle vekstmarkedet. Men ikke minst - i en verden full av lave renter - at avkastningen fra selskapenes forventede inntjening i år ligger på rundt 11 prosent (E/P).

Foto: Bloomberg



Ansatte installerer innvendige paneler i en XUV 500 SUV i fabrikk til Mahindra & Mahindra i Chakan, India.

Foto: Samsung Electronics



Mens marginene faller for Samsung Electronics' mobiltelefoner, øker lønnsomheten innen minnebrikker.

SKAGEN m²

- › Nye kursrekorder i kvartalet og god avkastning hittil i år
- › Verdens pensjonister blir eldre og stadig flere søker seg til eiendom som en stabil aktivaklasse
- › Uro for renteøkning og styrking av amerikanske dollar kombinert med svingninger på eiendomsmarkedet i Kina og Brasil tynget kvartalet

Eiendom – en stadig mer populær investering

I tredje kvartal satte SKAGEN m² nye kursrekorder før verdens børser falt tilbake i september, og oppgangstrenden ble brutt. Fondet har hatt en svært god avkastning hittil i år, blant annet på grunn av globale investorers voksende interesse for eiendom.



Foto: Bloomberg

Investorer er villige til å betale stadig mer for eiendommer med sentral beliggenhet. Et eksempel er den 180 meter høye skyskraperen i Londons finansdistrikt som populært kalles The Gherkin (sylteagurken), som nylig ble lagt ut for salg. Bygget er tegnet av det britiske arkitektkontoret Foster and Partners og ble innviet i 2004.

AVKASTNING 3. KV. 2014* SISTE 12 MND*

SKAGEN m ²	0,8%	12,3%
MSCI All Country World Index Real Estate IMI	1,6%	13,6%

* Per 30. september 2014.



Porteføljeforvaltere

Michael Gobitschek og Harald Haukås

Et aktuelt eksempel på denne voksende interessen for eiendom er den japanske statens pensjonskasse (GPIF) som uttalte i september at de kommer til å plassere 63 milliarder dollar over hele verden de neste årene. Initiativet vil gjøre GPIF til verdens største eiendomsinvestor, etter det norske Oljefondet som «kun» investerer 60 milliarder dollar i eiendom.

Trenden er tydelig: økte investeringer i eiendom drives av en raskt voksende og aldrende befolkning, hvis pensjonskapital må forrentes. Eiendom er en aktivaklasse som over tid har gitt god og stabil avkastning, og som også diversifiserer risikoen i totalporteføljen. Det historisk lave rentenivået er naturligvis en medvirkende årsak til at langsiktige investorer kjøper eiendom, som i mange tilfeller fortsatt gir langt bedre avkastning enn rentemarkedet, men til noe høyere risiko. I tillegg kommer en voksende bølge av nye private pensjonspenger fra eksempelvis Kina, der forsikrings- og sparebransjen nå liberaliseres.

Urbane kvalitetseiendommer

Investorer er villige til å betale stadig mer for sentralt beliggende eiendommer, og i storbyer som London og New York har avkastningskravet sunket til rekordlave nivåer. Et aktuelt eksempel er en av Londons mest kjente nåværende landemerker, den 40 etasjer høye The Gherkin. Da bygningen ble lagt ut for salg i sommer kom det inn over 200 bud fra 40 land, sammenlignet med 40 bud da den sist ble solgt i 2006.

Interessen belyser etterspørselen etter A-klasse eiendommer i sentral-London i et allerede hett marked. Utviklingen er gunstig for våre porteføljeselskaper British Land, Gecina og SL Green som har eiendommer i London, Paris og New York. Den harde konkurransen, der stadig mere penger trekkes mot samme objekt, kan i noen tilfeller være veksthemmende. For såkalte REIT-selskaper (med spesiell skattestatus) kan regler om belåning og utdeling hindre dem i å legge for høye lånefinansierte konkurrerende bud.

Med et dyrere primærmarked søker investorer stadig oftere objekter som ennå ikke verdsettes like høyt, for eksempel klasse A-eiendommer i geografisk B-beligenhet, eller B-eiendommer med A-beligenhet. Spørsmålet er bare hvor lenge prisøkningen kan fortsette på enkelte steder før den etterspørselstyrte prisøkningen erstattes av ren spekulasjon.

Små posisjoner med stort positivt gjennomslag

Thailand er det beste eiendomsmarkedet både hittil i år og i kvartalet. Tross militærkupp i mai og politisk ustabilitet har det thailandske aksjemarkedet gitt 47 prosent avkastning i lokal valuta siden årsskiftet. Med en oppgang på 55 prosent i lokal valuta er Ananda Development tross sin lille størrelse i SKAGEN m²'s portefølje en av våre største absolutte bidragsytere hittil i år og toppet bidragslisten i kvartalet.

Ananda er et tydelig eksempel på hvordan SKAGEN m² nå arbeider med høyrisikoselskap. Disse kan gi betydelige bidrag til porteføljen, tross den beskjedne størrelsen, hvor vi venter oss ned for å holde et akseptabelt risikonivå. Anandas salg, gevinst og økende utbytte har overtruffet

våre forventninger. Selskapet har, på linje med andre eiendomsselskaper, profittert på det oppdemte forbruksbehovet og den nåværende politiske stabiliteten etter militærkuppet.

Et annet vinner-selskap finner vi i Indonesia, som har vært det nest beste markedet både hittil i år og i kvartalet. Industriutviklings-selskapet Bekasi Fajar hadde en avkastning på 39 prosent i lokal valuta i løpet av tredje kvartal. Den sterke utviklingen, som falt tilbake i september, skyldtes valgresultatet i juli med en ny regjering som lovet økonomiske reformer. Reformene er en fordel for Bekasi siden utenlandske direkteinvesteringer med tiden kan øke, etter de økonomiske problemene i 2013 og usikkerhet rundt valget. Den positive trenden ble brutt i og med at opposisjonen er blitt sterkere enn forventet og derfor blokkerer deler av beslutningene.

Det filippinske selskapet SM Prime var også en lysende stjerne i kvartalet. Selskapet klarte å snu en lengre negativ trend i virksomhetsområdet for boliger og overrasket positivt med sterke salgstall og høyere marginer. Dessuten slo effektiviseringsgevinstene fra en tidligere konsolidering til.

To tyske forandringer

Ny i porteføljen er tyske Westgrund som investerer i flermannsboliger i Tyskland. Majoriteten av leieboerne er lav- og midtelsinntektsmottakere som bor i små- og mellomstore byer med god vekst. Westgrund har hatt stor fremgang med å kjøpe billig, pusse opp og få ned antallet tomme boliger. Selskapet kjøpte nylig 12.000 leiligheter i Berlin, og økte antallet enheter til totalt 20.000. Ambisjonen er å doble antallet leiligheter de nærmeste årene. Etter kjøpet har selskapet en forventet driftsmargin på 7,8 prosent og ledighetsgraden er 8,2 prosent, med stort potensial for å redusere sistnevnte.

I løpet av kvartalet doblet vi vår posisjon i det tyske kontorselskapet DIC Asset, men dessverre var selskapet den dårligste bidragsyteren i perioden. Det innebærer likevel at vi kjøpte aksjene til en god kurs. Aksjekursen har lenge vært påvirket av en allmenn misnøye med dårlige beslutninger fra ledelsen, høy gjeld og en rekke uvelkomne emisjoner. Selskapet handles fortsatt til en kraftig rabatt som fort kan reduseres om ledelsen gjør som de sier, eller om markedet forbedres fundamentalt. Sannsynligvis står det tyske kontormarkedet foran en nødvendig konsolidering som kan bli en katalysator for hele sektoren.

Fra Manila til Mumbai

I løpet av kvartalet kjøpte vi også indiske Oberoi Realty, etter å ha solgt ut størstedelen av det tilsvarende filippinske selskapet Century Properties. Begge selskapene utvikler kvalitetsboliger i de kraftig voksende byene Manila og Mumbai. Vi solgte ned Century Properties for å minske landeksponeringen mot Filippinene, hvor eiendomsaksjer har hatt en god utvikling i år.

Dessuten kan renten bli hevet for å parere et høyt inflasjonsnivå, noe som normalt rammer dyrere objekter.

Oberoi har et veldig sterkt varemerke lokalt og er helt sentralt i Mumbai med omegn, der de eier et strategisk plassert landområde som kommer til å utvikles de nærmeste årene. Oberoi har også en andel i kommersielle eiendommer som genererer løpende leieinntekter, som parerer svingninger i kontantstrømmen. Dersom den indiske regjeringen lykkes med å sette de økonomiske reformene ut i livet står landet trolig foran et kraftig økonomisk oppsving. Veksten kommer et selskap som

SKAGEN m² 3. KV. 2014 (MILL. NOK)

De 5 største positive bidragsytere		5 største kjøp	
Ananda Development PCL-Nvdr	4	Westgrund AG	9
Bekasi Fajar Industrial Estate Tbk PT	2	Dic Asset AG	8
SM Prime Holdings Inc	1	Oberoi Realty Ltd	7
General Growth Properties Inc	1	CSI Properties Ltd	5
Shimao Property Holdings Ltd	1	CBL & Associates Properties Inc	4
De 5 største negative bidragsytere		5 største salg	
Dic Asset AG	-2	Ananda Development PCL-Nvdr	-5
Emlak Konut Gayrimenkul Yatirim Ortakligi AS	-1	Siam Future Development NVDR	-3
Hovnanian Enterprises Inc	-1	Indiabulls Real Estate Ltd	-3
Brandywine Realty Trust	-1	Century Properties Group Inc	-2
BR Properties SA	-1	BR Malls Participacoes SA	-2

NØKKELTALL FOR DE STØRSTE POSTENE TIL SKAGEN m² (PER 30.09.2014)

Selskap	Postens størrelse	Kurs	P/NAV siste	Dividend Yield 2014E	EBITDA 2014E/EV
General Growth Properties Inc	4,0%	23,64	92 %	2,7%	5,2%
Brandywine Realty Trust	3,8%	14,24	100 %	4,2%	7,5%
HCP Inc	3,4%	40,04	119 %	5,5%	6,4%
Ashford Hospitality Trust	3,2%	10,45	80 %	4,6%	8,0%
Columbia Property Trust	3,2%	24,10	80 %	5,0%	6,4%
PS Business Parks	3,1%	76,27	100 %	2,6%	6,0%
Global Logistic Properties	3,0%	2,71	90 %	1,7%	4,0%
Mercialys SA	2,9%	17,28	96 %	5,2%	5,4%
Deutsche Wohnen AG	2,9%	16,94	138 %	2,7%	4,6%
Apartment Investment	2,9%	32,07	100 %	3,2%	5,8%
Topp 10 vektet gjennomsnitt	32,5%		98 %	3,8%	6,0%
Topp 35 vektet gjennomsnitt	77,5%			3,9%	6,8%
Referanseindeks (MSCI ACWI Real Estate IMI)				3,4%	

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



Foto: Ananda

Den thailandske eiendomsutvikleren Ananda Development er et tydelig eksempel på hvordan SKAGEN m2 nå jobber med høyrisikoselskaper. Disse kan gi betydelige bidrag til porteføljen tross den moderate størrelsen, hvor porteføljeforvalterne vektet ned i en oppgangsfase for å redusere risikoen. Ananda er SKAGEN m2's beste bidragsyter både hittil i år og i tredje kvartal.

Oberoer til gode, som vender seg mot den raskt voksende skaren av kapitalsterke middelklasseforbrukere.

Boligmarkedet i Mumbai har hatt en negativ utvikling de siste tre årene, men nå er det tegn til bedring. Det indiske eiendomsmarkedet var, sammen med det politisk urolige Tyrkia, de dårligste eiendomsmarkedene i tredje kvartal.

CSI Properties i Hongkong er nok et nytt selskap i porteføljen, som også eier kommersielle eiendommer. Hongkong har de siste årene hatt en sterk prisutvikling på eiendommer. Det har fått regjeringen til å innføre diverse prisdempende tiltak for om lag et år siden. Den forventede prisnedgangen medførte en nedvurdering av disse selskapene mot slutten av fjoråret og begynnelsen på innværende. Fortsatt lav rente var en sentral årsak til at kursfallet stoppet opp.

Ett unntak var CSI Properties som vi kjøpte på lave nivåer. Selskapet handles fortsatt med betydelig rabatt i skyggen av de store aktørene. I september fikk usikkerheten rundt den kinesiske regjeringens håndtering av demokratidemonstrasjonene i Hongkong de lokale markedene til å falle. Dette er for øvrig vår eneste eksponering mot Hongkong. I perioden solgte vi Ticon Property Fund på gode nivåer selv om aksjen har vært en relativ skuffelse. Vi solgte også den thailandske

kjøpesenteraktøren Siam Future for å minske landeksponeringen.

Nervøst rentemarked dro USA ned

I tredje kvartal falt det amerikanske eiendomsmarkedet målt i lokal valuta. I september falt de etter spekulasjoner om kommende renteøkninger i USA samtidig som at dollaren styrket seg. Vår største post både i USA og i fondet leverte likevel generelt sett bra, i likhet med mange andre såkalte blue chip-selskaper i eiendomssektoren.

Vi eier dessuten en del mindre selskaper som er mer volatile og sammenfattet underpresterte vår amerikanske portefølje i forhold til referanseindeksen. Den amerikanske eiendomsutvikleren Hovnanian var en av de dårligste bidragsyterne i perioden. Vi har valgt å beholde vår lille eksponering tross et år med dårligere salgstill, på grunn av den strenge og lange vinteren i år. Vi tror at selskapet kommer til å dra langsiktig fordel av USAs gode demografiske utvikling og det voksende behovet for boliger. Våre amerikanske aksjer utgjør rundt 30 prosent av porteføljen, mot rundt 50 prosent av referanseindeksen.

Brasil og Kina tynget slutten av kvartalet

I Brasil, som gjennomgår økonomiske problemer og valget er nært forestående, eier vi kjøpesenterselskapet General

Shopping. Selskapet rapporterte bra tall i kvartalet og en tydelig forbedring av virksomheten. Høy gjeld og store investeringer i nye kjøpesentre gir likevel negativ kontantstrøm. Etter kunngjøringen falt rabatten som følge av en rekke positive anbefalinger, og vi benyttet anledningen til å redusere posten til en prosent. I tillegg har vi en god gevinst på selskapets obligasjon som vi også eier. Det brasilianske eiendomsmarkedet falt kraftig i september etter en god utvikling i vår og sommer.

Det kinesiske eiendomsmarkedet fortsatte sin tilbakegang på grunn av usikkerheten rundt landets økonomi generelt og tilstanden til de mer pressede boligutviklerne spesielt. Diverse stimulerings tiltak rettes mot boligkjøpere, uten noe stort gjennomslag. Kjøperne har vært avventende i påvente av ytterligere rabatter. Mange selskaper vil få problemer med å innfri volum- og prismålene for 2014. Vi har valgt å redusere vår beholdning i boligutvikleren Frashion Properties og økt i Soho China som utvikler og eier kommersielle eiendommer.

Du må snakke om prisleksibilitet, Mario Draghi!

Pilene i eurosoneen peker mot deflasjon. For å bekjempe en ytterligere resesjon nå som styringsrentene er på bunnivåer, må sjefen for den europeiske sentralbanken, Mario Draghi, lære Europa om nødvendigheten av prisleksibilitet. Ideen om at nominelle lønninger ikke kan eller ikke bør falle, må forkastes. Hvis ikke vil eurosoneen bryte sammen under byrden av ledige ressurser.

Ifølge Mario Draghi er alle tiltak i henhold til konvensjonell pengepolitikk nå oppbrukte. Det finnes derfor ingen flere finansantidepressiva tilgjengelig hvis høstdepresjonen skulle forverres. Løfter om å holde styringsrentene på dagens lave nivåer er ingen erstatning for midlertidige aggressive lettelser. For paradoksalt nok er inflasjonsdemping en forutsigbar langsiktig effekt av passive "raske penger". Den europeiske sentralbanken håper at pengepolitiske tiltak kan løse alle problemer. Det er en luftspeiling. Bortsett fra å pumpe opp sentralbankens likviditet, som kutter pengemarkedsrentene med noen få basispunkter, har sentralbankinitierte låne- og byteavtaleprogrammer en ubetydelig effekt så lenge finansmarkedene fungerer som de skal. Dette har blitt ettertrykkelig bevist i tiden som har gått siden den japanske sentralbanken fant opp kvantitative lettelser. Hva så med å heve inflasjonsmålet for å senke realrentene? Problemet er ikke målene, men kunsten å balansere uten å falle. Når sentralbankens mål er 2 %, men resultatet 0,3 %, hvorfor skulle det da utgjøre noen forskjell å heve målet til for eksempel 4 %? Men snakket de ikke opp inflasjonen i Japan? Selv om Abenomics lyktes med å heve inflasjonen i begynnelsen, bøyer "den første pila" nå mer enn en ødelagt iPhone 6. Hvorfor? "Et troverdig løfte om å være uansvarlig" – Paul Krugmans berømte ord om løsningen på en likviditetsfelle – er en selvmotsigelse. Uansvarlige menn kan ikke gi troverdige løfter. I tillegg krever den typen uansvarlighet som kan løfte

inflasjonen, mer enn en galning ved roret i ECB. Høy inflasjon er et fiskalt fenomen (veien til Weimar var brolagt med offentlig gjeld) som krever en helsprø kansler i Berlin og uansvarlige småfyrster i de andre hovedstedene. Selv om det finnes enkelte ivrige kandidater, har velgerne heldigvis så langt sørget for å holde dem i skyggen. For hvis disse kom til makten, ville de ikke klare å levere nok inflasjon til å bringe realrenten i tråd med dens likevektspris. I stedet ville høy inflasjon rasert næringsvirksomheten og gitt oss en trist reprise med stagflasjon.

Nå som inflasjonen er på vei mot null – hva bør Mario Draghi gjøre? Han bør forberede europeerne på en runde med deflasjon. Deflasjon i seg selv er ikke farlig. Bare se til Japan! Siden Japans konsumprisindeks begynte å falle i 1998, har Japans BNP per innbygger steget med bare 0,3 prosentpoeng mindre enn i Frankrike – en forskjell som forsvinner når man justerer for ulike arbeidsmarkedstrender. Deflasjon er bare et problem hvis ikke alle priser kan falle fritt. Økonomer antar som regel at lønnssetninger er seige. I Japan økte arbeidsledigheten fra 3,5 % i 1997 til 5,4 % i 2002, men falt senere tilbake. En del av forklaringen var sannsynligvis at lønningene i begynnelsen ikke justerte seg ned i tråd med deflasjonen. Mario Draghis viktigste oppgave er derfor å få europeerne til å forstå viktigheten av å deregulere arbeidsmarkedene; kombinasjonen av sterke fagforeninger, minstelønnslovgivning og gunstige ytelser til de arbeidsledige gjør det vanskelig å gjøre noe med de nominelle lønningene. Dette nominelle prisgulvet på arbeidskraft må forsvinne dersom konsumprisindeksen begynner å falle. Hvis ikke vil arbeidsledigheten stige til nye høyder. Men vil ikke et fall i lønningene sende økonomien inn i en nedadgående spiral mot et svart deflasjonshull? Enkelte økonomer advarer mot prisleksibilitet i arbeidsmarkedet basert på en slik frykt. Det er misforstått. Hyper-

inflasjon har man sett ofte nok, men ordet "hyperdeflasjon" finnes ikke i ordbøkene. Hvorfor ikke? Når prisene faller, øker realverdien av statens gjeld. Den nedre prisnivågrensen nås når folk begynner å behandle statsgjeld som en varm potet. Når alle ønsker å kvitte seg med gjelden, vil prisnivået klatre tilbake til sin langsiktige trend. Hvis dette høres for akademisk ut – se på hvordan USA kom seg ut av sin laissez-faire-resesjon i 1921–1922!

Mario Draghi er på god vei mot Tokyo. Han er kanskje ikke klar over det selv, men hans egne ord betyr at han i praksis avsetter seg selv som sentralbanksjef. Han er en snekker uten verken tre eller spiker, og inflasjonen – nå på bare 0,3 % – seiler sin egen sjø. Mario Draghi bør bruke ferien på å samle nok intellektuell ammunisjon til å kunne få gjennomslag for ideen om at generell prisleksibilitet er avgjørende, og kanskje vil han lykkes med å overtale enkelte toneangivende politikere. En brå resesjon med fastlåste lønninger vil bli stygg og brutal – og sannsynligvis bety slutten for eurosonesamarbeidet. Gjennom arbeidsmarkedets reformer vil man derimot kanskje oppdage at det til tross for et deflasjonssjokk finnes flere kilder til en mulig konjunkturoppgang mellom Nikosia og Helsinki enn man noen gang har turt å drømme om i sentralbanktårnet i Frankfurt.



– Torgeir Høien
Porteføljeforvalter SKAGEN Tellus

SKAGEN Tellus

AVKASTNING 3. KV. 2014* SISTE 12 MND*

SKAGEN Tellus -0,69% 8,31%

J.P. Morgan GBI
Broad Index 1,06% 7,23%
Unhedged

* Per 30. september 2014.



Porteføljeforvaltere

Torgeir Høien og Jane Tvedt

Hipp, hipp, hurra for SKAGEN Tellus

SKAGEN Tellus fylte 8 år 30. september. Vi håper de andelseiere som har vært med oss så langt er godt fornøyd, og vi tror de resultatene fondet har oppnådd vil bidra til at enda flere skjønner at SKAGEN som fondsforvalter også kan investering i internasjonale obligasjonsmarkeder.

SKAGEN Tellus, som kun investerer i statsobligasjoner, sikter mot å få en meravkastning på 1.5 prosentpoeng i forhold til referanseindeksen. I løpet av de 8 årene har årlig meravkastningen vært 1.6 prosentpoeng. Og vi har klart dette ved å ta mindre risiko enn markedet generelt. Målt med månedlige svingninger i fondskursen har risikoen vært 1.6 prosentpoeng lavere enn i referanseindeksen. Fondet har altså høyere og jevnere avkastning enn man hadde investert pengene i markedet.

Fondet tar valutarisiko og absoluttavkastningen avhenger i hvilken valuta man måler i. Dette er noe vi har gjort våre andelseiere klar over fra dag 1. Men det er

også viktig å påpeke at i det lange løp har de velutviklede lands valutaer en tendens til å holde sitt vekslingsforhold noenlunde i sjakk. Målt i kroner har årlig avkastning i SKAGEN Tellus vært 5,7 prosent. Målt i euro har den årlige avkastningen vært 6 prosent. Da Norge vurderte å bli med i EU og det planlagte eurosamarbeidet sa tidligere sentralbanksjef Hermod Skånland at vi enten måtte gå med eller bli gode i 8-gangen. Så langt har det holdt tritt.

Kanskje kronen stikker av den ene eller andre veien på kort sikt – mye avhenger av oljeprisen – men det er verdt å merke seg at hvis man holder seg til anbefalt investeringshorisont på tre år, så har kronens gang hatt relativt lite å si for andelseiernes avkastning i kroner.

Mens fondet vokser de neste årene, og det har vært god tegning hittil i år, skal vi sørge for å gjøre vårt ytterste for at andeleirene fortsatt gis god risikostjert avkastning på pengene de lar oss forvalte.

SKAGEN Avkastning

AVKASTNING 3. KV. 2014* SISTE 12 MND*

SKAGEN Avkastning 0,68% 4,83%

Statsobligasjons-
indeks 3.00 0,31% 3,31%

* Per 30. september 2014.



Porteføljeforvaltere

Jane Tvedt og Torgeir Høien

Fokus på Europa

SKAGEN Avkastning hadde samlet sett et godt tredje kvartal, både absolutt og sammenlignet med referanseindeksen.

Den utenlandske delen av porteføljen bidro positivt, men med varierende avkastning. Kvartalet var preget av svake utsikter for europeisk økonomi, lavere inflasjon og ytterligere pengepolitiske stimulanser fra den europeiske sentralbanken. Dette har gitt rentefall i mange av eurolandene.

Våre investeringer i Litauen, Portugal og Slovenia hadde en positiv utvikling med rentefall på mellom 40 og 50 basispunkter. På den annen side økte renten på investeringen vår i Hellas. Det skyldes blant annet usikkerhet om regjeringspartiene vil søke å øke oppslutningen gjennom å gå ut av redningsprogrammet til EU/IMF tidligere enn planlagt og dermed kunne slakke av på innstrammingsprogrammene.

I tillegg økte renten på den mexicanske obligasjonen mot slutten av måneden. Denne økningen kom blant annet som følge av frykt for at den amerikanske sentral-

banken vil sette opp renten raskere enn markedet forventer.

Selv om rentene har falt betydelig noe som har gitt kursgevinster på obligasjonene i Sør-Europa, så mener vi det er fortsatt mer å hente. Vi mener den Europeiske Sentralbanken vil bruke alle midler for å prøve å få opp inflasjonen, inkludert kjøp av medlemslandenes statsobligasjoner, såkalte kvantitative lettelsener. Dette vil gi ytterligere fall i risikopremiene i de søreuropeiske landene. Videre tror vi de strukturelle endringene som skjer i Mexico vil gi grobunn for rentefall framover.

Til tross for at noen av de utenlandske obligasjonene ga en god avkastning, så er det i sum den norske delen av porteføljen som har bidratt mest til avkastningen i 3. kvartal. Kredittpremiene på de norske bankpapirene fortsatte å falle og har bidratt til en god og stabil utvikling på den norske delen av fondet.

Den effektive renten i fondet er 2,2 prosent. Rentefølsomheten er 1,8 år. Gjennomsnittlig løpetid på investeringene er 3,4 år.

SKAGEN Høyrente

Lave renter overalt

I dagens lavrenteklima vil SKAGEN Høyrente bli et enda bedre alternativ til bankkonto.

Avkastningen hittil i år for SKAGEN Høyrente er 1,83 %, mens indeksens avkastning har vært 1,07 %. Annualisert tilsvarende fondets avkastning 2,45 %. Det er denne annualiserte avkastningen man bør sammenligne med renten man får på bankkonto for å få et korrekt sammenligningsgrunnlag.

Norges Bank hadde rentemøte i slutten av september. Her ble renten som ventet holdt uendret på 1,50 %. Samtidig økte de rentebanene noe i den korte enden, slik at sjansen for et rentekutt i løpet av vinteren nå er fjernet. Neste renteøkning ble skjøvet ut i tid. Sentralbanken indikerer ingen renteøkning før i slutten av 2016. Med andre ord kan vi fremdeles forvente

en lang periode med historisk lave renter i Norge. Hovedårsaken til dette er lavere renteforventninger internasjonalt; Norges Bank kan ikke sette sin styringsrente uten å ta hensyn til rentenivået hos våre handelspartnere.

I dagens lavrenteklima er det ingen steder «å gjemme seg»; rentene av lave overalt. I tillegg er kredittspreadene lave. Bankene har varslet at de vil redusere sine innskuddsrenter ytterligere fremover. Dette betyr at SKAGEN Høyrente blir et enda bedre alternativ til bankkonto. Hos oss får du en jevn og god avkastning gitt dagens rentenivå. Avkastningen i fondet følger markedsrentene tett. Så dersom man vil slippe å følge med på hvilken bank som til enhver tid tilbyr den beste renten, er SKAGEN Høyrente et veldig godt alternativ.

AVKASTNING 3. KV. 2014* SISTE 12 MND*

SKAGEN Høyrente	0,57%	2,38%
-----------------	-------	-------

Statsobligasjonsindeks 0.50	0,32%	1,57%
-----------------------------	-------	-------

* Per 30. september 2014.



Porteføljeforvaltere

Elisabeth Gausel og Ola Sjöstrand

SKAGEN Høyrente Institusjon

Fokus på lav risiko

SKAGEN Høyrente Institusjon har hatt en avkastning på 1,83 % hittil i år. Indeksens avkastning i samme periode har kun vært 0,97 %. Annualisert tilsvarende fondets avkastning for årets ni første måneder 2,45 %.

Kredittspreadene i det norske rentemarkedet lå mer eller mindre på stedet hvil gjennom sommeren. Da aktiviteten tok seg opp igjen mot slutten av august gikk de litt ned fra et allerede lavt nivå. Kredittspreadene er nå på god vei tilbake til de lave nivåene vi hadde før finanskrisen.

I løpet av det siste kvartalet har vi opprettholdt den relativt høye andelen bankinnskudd i fondet. Dette er fordi vi fremdeles får betydelig bedre betalt for bankinnskudd enn vi får ved å kjøpe korte bankpapiere. Fondet kan kun plassere maksimalt 25 % i bankpapiere med forfall mellom ett og tre år. Det resterende må plasseres i papirer med løpetid kortere

enn ett år eller som bankinnskudd. Vi får veldig dårlig betalt for disse korte papirene. I tillegg er det veldig få slike papirer tilgjengelige i markedet, siden bankene selv gjerne vil kjøpe tilbake sine egne papirer når de nærmer seg forfall. Derfor velger vi heller bankinnskudd hvor vi har forhandlet oss frem til gode betingelser.

Det kan være lett å falle for fristelsen det er å investere i banker med noe høyere risiko for på den måten oppnå litt høyere avkastning i fondet. Man kan også få betalt litt ekstra ved å velge banker med få papirer ute i markedet, men da påtar man seg samtidig en høyere likviditetsrisiko, siden slike papirer er vanskeligere å få omsatt i annenhåndsmarkedet. Med dagens lave renter og lave kredittspreader er det ekstra viktig å holde fokus på lav risiko og å opprettholde en god likviditet i fondet.

AVKASTNING 3. KV. 2014* SISTE 12 MND*

SKAGEN Høyrente Institusjon	0,61%	2,42%
-----------------------------	-------	-------

Statsobligasjonsindeks 0.25	0,28%	1,41%
-----------------------------	-------	-------

* Per 30. september 2014.



Porteføljeforvaltere

Elisabeth Gausel og Ola Sjöstrand

SKAGEN Credit NOK

AVKASTNING

3. KV. 2014 2014*

SKAGEN Credit -0,12% 0,19%

Oslo Børs
Statsobligasjonsindeks 1.0. 0,31% 0,56%

* Avkastning siden fondets oppstart 30. mai 2014.



Porteføljeforvaltere

Ola Sjöstrand og Tomas Nordbø Middelthon



Foto: Bloomberg

Prisen på våre selskapsobligasjoner i visse regioner, inkludert India, økte. Avbildet: Bharti Airtels hovedutsalg i Mumbai, India. Selskapets obligasjon er den femte største investeringen i fondet.

En tøff start

Siden oppstarten av SKAGEN Credit har markedet for selskapsobligasjoner vært relativt turbulent.

SKAGEN Credit investerer i selskapsobligasjoner over hele verden, og er på lik linje med aksjefond utsatt for markedssvingninger. Mens vi låner ut penger til bedriftene, i form av obligasjonslån, blir du ved kjøp av aksjer eier av en del av selskapets egenkapital.

Vi pleier å si at å investere i SKAGEN Credit er en mellomting mellom å ha penger i banken og investere i aksjer. Som långiver får vi renter på obligasjonene, mens du ved å ha penger i banken får betalt en innskuddsrente.

Verdien på selve obligasjonen bestemmes, i likhet med aksjer, daglig av markedssaktørene på børsene rundt om i verden. Prisingen baseres på risikoen knyttet til selskapets evne til å betale gjelden sin, men blir også påvirket av de generelle markedsutsiktene som forventet økonomisk vekst og politisk risiko i det enkelte land.

I de fire månedene siden oppstarten av SKAGEN Credit har rentebetalingene på obligasjonene blitt spist opp av kursfall, slik at vinningen så langt har gått opp i spinningen.

Anbefaler to års horisont

Som investor i selskapsobligasjoner må man med andre ord forvente at kursene svinger noe. I og med at SKAGEN Credit er et internasjonalt fond som har mange ben å stå på vil mange faktorer påvirke,

noen positivt og noen negativt. Sentrale negative bidragsytere har vært uro og konflikt i Russland og Ukraina, skepsis til om amerikansk økonomi kan holde koken fremover, lite futt i Europa og generell frykt for lavere økonomisk vekst globalt.

Når den verste uroen legger seg vil obligasjonskursene snu oppover igjen, og etterhvert ta igjen det tapte. Som følge av at perioder vi nå har opplevd inntreffer med ujevne mellomrom anbefaler vi at andelseiere i SKAGEN Credit har en sporehorisont på minst to år for å få betalt for risikoen de tar.

Til syvende og sist er det selskapene resultatutvikling og evne til å betjene gjelden som avgjør resultatene for våre investeringer. Og hvis denne evnen er undervurdert av markedet kan vi oppnå en «ekstra» gevinst.

Porteføljen til SKAGEN Credit består av selskaper godt spredd på både bransjer og land, som leverer stabilt gode resultater over tid. Men når det er uroligheter i finansmarkedene blir også våre selskaper rammet, gjennom økt risikopremie og fallende obligasjonskurser.

Økt politisk risiko har gjort at våre russiske investeringer har fått unngjelde i tredje kvartal, mens i andre områder som India og Sør-Europa har våre selskapsobligasjoner steget i kurs.

SKAGEN Balanse 60/40

SKAGEN Balanse 60/40



Porteføljeforvalter
Beate Bredeesen

Verdipapir	Antall	Kjøpsverdi NOK	Markeds-kurs	Valuta	Markeds-verdi NOK	Urealisert gevinst/tap	Prosent fordeling
AKSJEFOND							
SKAGEN Global	72 733	75 536	1 150,75		83 698	8 162	29,63 %
SKAGEN Kon-Tiki	64 771	38 533	626,93		40 607	2 074	14,37 %
SKAGEN Vekst	24 694	38 097	1 702,92		42 053	3 956	14,88 %
Sum Aksjefond		152 166			166 357	14 191	58,88 %
RENTEFOND							
SKAGEN Avkastning	205 225	28 130	138,65	646	29 100	325	10,30 %
SKAGEN Høyrente Institusjon	418 458	41 799	99,78	808	42 562	-45	15,07 %
SKAGEN Høyrente	423 047	42 822	101,09	821	43 588	-54	15,43 %
Sum Rentefond		112 750			115 250	226	40,80 %
Sum verdipapirportefølje		264 916		2 274	281 607	14 417	99,68 %
Disponibel likviditet					914		0,32 %
Sum andelskapital					282 521		100,00 %
Basiskurs per 30.09.2014			122,6705				

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 30.09.2014	1 år	Siste år	Siste 2 år	Siste 3 år	Siste 5 år	Siste 7 år	Siste 10 år	Siden start
SKAGEN Vekst A	6,1%	14,7%	16,9%	15,6%	7,9%	1,8%	10,2%	14,6%
MSCI Nordic/MSCI AC ex. Nordic	8,3%	17,8%	17,9%	19,5%	13,6%	3,1%	10,8%	9,8%
SKAGEN Global A	5,1%	14,2%	18,7%	18,5%	11,7%	5,2%	11,1%	15,3%
MSCI World AC	10,1%	19,0%	21,4%	20,1%	12,3%	4,7%	6,2%	3,5%
SKAGEN Kon-Tiki A	0,9%	8,3%	10,4%	11,4%	7,9%	5,0%	14,1%	15,8%
MSCI Emerging Markets	8,4%	11,1%	8,7%	10,5%	6,5%	2,3%	10,2%	8,7%
SKAGEN m2 A	13,0%	12,3%						9,9%
MSCI All Country World Index Real Estate IMI	13,3%	13,6%						14,7%
SKAGEN Balanse 60/40	3,5%	8,7%	10,6%					8,2%
SKAGEN Balanse 60/40 kombinert indeks	4,6%	9,2%	10,1%					8,5%
SKAGEN Tellus A	8,12%	8,31%	9,15%	8,24%	6,25%	6,62%		5,72%
J.P. Morgan GBI Broad Index Unhedged in EUR	7,41%	7,23%	3,48%	2,32%	3,36%	6,19%		4,12%
SKAGEN Credit NOK	0,19%							0,19%
Statsobligasjonsindeks 1.0	0,56%							0,56%
SKAGEN Avkastning	4,19%	4,83%	4,19%	4,88%	3,93%	3,56%	4,09%	5,62%
Statsobligasjonsind. 3.00	2,52%	3,31%	1,85%	2,08%	3,54%	4,33%	3,76%	5,53%
SKAGEN Høyrente	1,83%	2,38%	2,59%	2,97%	2,88%	3,63%	3,41%	4,35%
Statsobligasjonsind. 0.50	1,07%	1,57%	1,61%	1,64%	1,95%	2,77%	2,77%	3,96%
SKAGEN Høyrente Institusjon	1,83%	2,42%	2,52%	2,86%	2,86%	3,63%	3,40%	3,39%
Statsobligasjonsind. 0.25	0,97%	1,41%	1,51%	1,56%	1,84%	2,58%	2,64%	2,72%

Risiko og prestasjonsmåling

per 30.09.2014	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	12,7%	11,1%	13,1%	6,9%	1,3%	0,2%	0,2%
Standardavvik, referanseindeks	11,1%	8,7%	12,3%	9,9%	2,2%	0,3%	0,2%
Sharpe-ratio, fond	0,45	0,84	0,44	0,61	1,54	5,47	6,25
Sharpe-ratio, referanseindeks	0,98	1,12	0,37	0,15	0,75	0,43	0,00
Tracking Error/Relativ volatilitet	5,6%	4,9%	4,8%	5,8%	2,6%	0,3%	0,2%
Informasjonsratio	-0,93	-0,10	0,26	0,48	0,15	2,78	4,78
Korrelasjon	0,90	0,90	0,93	0,82	-0,04	-0,08	0,19
alfa	-5,5%	-2,2%	1,4%				
beta	1,02	1,14	0,99				
R2	80%	81%	86%				

GEVINST OG TAPSANALYSE SISTE 5 ÅR

Relativ gevinst	91%	115%	109%	89%	81%	444%	-
Relativt tap	123%	131%	102%	61%	44%	29%	-
Relativ gevinst/tap-ratio	0,74	0,88	1,07	1,45	1,84	15,28	-
Positive indekssavvik	5,5	6,7	7,0	9,1	3,87	1,0	1,01
Negative indekssavvik	10,6	6,8	5,4	6,2	3,41	0,1	0,02
Indeksavvik-ratio	0,52	0,98	1,29	1,48	1,14	10,01	63,88
Mengde positive avvik	34%	49%	56%	60%	53%	91%	98%
Mengde positive avvik, oppgang	34%	60%	53%	22%	18%	73%	-
Mengde positive avvik, nedgang	35%	29%	59%	93%	95%	100%	-
Konsistens	40%	48%	50%	60%	55%	85%	95%
Konsistens, oppgang	38%	55%	50%	35%	24%	76%	-
Konsistens, nedgang	43%	35%	50%	86%	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%	-2,6%	-2,5%	-3,4%	-1,4%	-0,1%	0,0%

GEVINST OG TAPSANALYSE SIDEN OPPSTART

Relativ gevinst	97%	153%	119%	71%	102%	-	-
Relativt tap	79%	103%	97%	71%	97%	-	-
Relativ gevinst/tap-ratio	1,23	1,48	1,22	1,00	1,05	-	-
Positive indekssavvik	14,07	18,72	12,19	11,06	4,35	-	-
Negative indekssavvik	9,80	8,29	5,84	12,16	4,18	-	-
Indeksavvik-ratio	1,44	2,26	2,09	0,91	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 velkomstmøtet 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 (STIX). 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 indeksen 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. Informasjon ratio brukes også som et mål på risikojustert meravkastning der risiko tolkes som faren for ujevn meravkastning. Informasjon ratio måler dermed forvalters evne til å skape sikker meravkastning, mens relativ volatilitet måler evnen til jevn meravkastning.

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

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



SKAGEN VEKST

Den smale sti til velstand*

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



Morningstar kvantitativ:



Fondets startdato 1. desember 1993

Avkastning siden oppstart 1 603%

Gjennomsnittlig avkastning per år 14,58%

Forvaltningskapital 8 312 mill NOK

Antall andelseiere 74 184

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 250 NOK

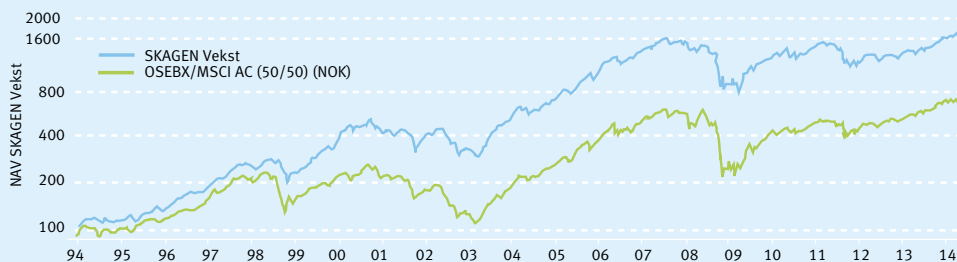
Godkjent for markedsføring i Norge, Sverige, Danmark, Island, Tyskland, Sveits Belgia, Nederland, Luxemburg, Storbritannia og Irland.

Referanseindeks MSCI Nordic/ MSCI AC ex. Nordic

UCITs-fond Ja

Porteføljeforvaltere Geir Tjetland, Ole Sæberg, Erik Bergöö og Alexander Stensrud (junior porteføljeforvalter et års engasjement)

HISTORISK KURSUTVIKLING SKAGEN VEKST



Verdipapir	Antall	Kjøpsverdi NOK*	Markedsverdi NOK*	Urealisert gevinst/tap NOK*	Prosentvis fordeling	Børs
ENERGI						
Solstad Offshore ASA	1 982 746	99 498	178 447	78 949	2,14 %	Oslo Børs
DOF ASA	5 762 213	110 022	132 531	22 509	1,59 %	Oslo Børs
Ganger Rolf ASA	1 213 817	124 262	125 630	1 368	1,51 %	Oslo Børs
Bonheur ASA	1 192 594	88 117	122 241	34 124	1,47 %	Oslo Børs
Statoil ASA	537 489	77 016	94 168	17 152	1,13 %	Oslo Børs
Rec Silicon ASA	29 162 486	42 190	75 356	33 166	0,91 %	Oslo Børs
GCL-Poly Energy Holdings Ltd	30 000 000	59 320	70 674	11 354	0,85 %	Hong Kong
Siem Offshore Inc	8 036 317	68 365	49 423	-18 942	0,59 %	Oslo Børs
Lundin Petroleum AB	301 000	35 402	32 558	-2 844	0,39 %	Stockholm
Eidesvik Offshore ASA	1 027 641	38 194	29 699	-8 495	0,36 %	Oslo Børs
Sevan Drilling ASA	13 252 171	83 460	28 360	-55 101	0,34 %	Oslo Børs
REC Solar AS	311 524	6 230	25 296	19 065	0,30 %	Oslo Børs
Småposter		68 319	19 980	-48 340	0,24 %	
Sum Energi		900 396	984 363	83 966	11,83 %	
RÅVARER						
Norsk Hydro ASA	14 042 679	355 936	504 694	148 758	6,07 %	Oslo Børs
OCI Co Ltd	39 000	33 003	30 796	-2 207	0,37 %	Seoul
Småposter		43 238	20 424	-22 814	0,25 %	
Sum Råvarer		432 176	555 913	123 737	6,68 %	
KAPITALVARER, SERVICE OG TRANSPORT						
Norwegian Air Shuttle ASA	1 488 707	94 140	333 619	239 479	4,01 %	Oslo Børs
Koninklijke Philips NV	1 518 075	304 812	310 576	5 764	3,73 %	Amsterdam
Kongsberg Gruppen ASA	1 166 746	48 461	170 928	122 467	2,05 %	Oslo Børs
Wilh. Wilhelmsen Holding ASA	900 275	64 294	157 548	93 254	1,89 %	Oslo Børs
AirAsia Bhd	24 244 100	125 235	119 903	-5 333	1,44 %	Kuala Lumpur
Stolt-Nielsen Ltd	781 341	96 892	97 277	385	1,17 %	Oslo Børs
ABB Ltd	657 625	83 190	94 747	11 557	1,14 %	Stockholm
LG Corp Pref	222 192	25 533	64 782	39 249	0,78 %	Seoul
Avance Gas Holdings Ltd	401 974	43 913	59 090	15 177	0,71 %	Oslo Børs
FLSmidth & Co A/S	170 000	54 249	52 241	-2 007	0,63 %	København
Golar LNG Ltd	75 000	27 542	32 470	4 927	0,39 %	NASDAQ
Odjell SE-A	1 219 521	54 595	32 439	-22 156	0,39 %	Oslo Børs
Goodtech ASA	2 116 842	48 135	28 683	-19 452	0,34 %	Oslo Børs
Småposter		78 964	41 921	-37 043	0,50 %	
Sum Kapitalvarer, service og transport		1 149 956	1 596 225	446 269	19,19 %	
INNETKSAVHENGIGE FORBRUKSVARER						
Royal Caribbean Cruises Ltd	1 580 982	242 413	683 333	440 920	8,21 %	New York
Continental AG	293 500	147 369	358 752	211 383	4,31 %	Frankfurt
Kia Motors Corporation	800 000	240 727	260 945	20 218	3,14 %	Seoul
Volvo AB	2 050 000	173 095	142 666	-30 429	1,71 %	Stockholm
Toshiba Corp	3 300 000	83 962	98 247	14 286	1,18 %	Tokyo
Hurtigruten ASA	21 130 567	75 985	78 817	2 832	0,95 %	Oslo Børs
Nokian Renkaat OYJ	325 000	74 156	63 066	-11 091	0,76 %	Helsinki
Nippon Seiki Co Ltd	230 000	22 272	33 550	11 278	0,40 %	Tokyo
Fjord Line AS	3 622 985	33 138	21 738	-11 400	0,26 %	Unotert
Toto Ltd	300 000	22 486	21 195	-1 291	0,25 %	Tokyo
Småposter		13 262	13 245	-17	0,16 %	
Sum Inntektsavhengige forbruksvarer		1 128 865	1 775 555	646 689	21,34 %	

Verdipapir	Antall	Kjøpsverdi NOK*	Markedsverdi NOK*	Urealisert gevinst/tap NOK*	Prosentvis fordeling	Børs
DEFENSIVE KONSUMVARER						
Casino Guichard Perrachon SA	191 785	130 604	133 052	2 449	1,60 %	Paris
Carlsberg AS-B	182 852	111 490	104 437	-7 054	1,26 %	København
Royal Unibrew A/S	95 000	29 419	101 588	72 169	1,22 %	København
Sodastream International Ltd	315 000	75 696	59 806	-15 891	0,72 %	NASDAQ
Oriflame Cosmetics SA-SDR	462 367	68 397	51 246	-17 151	0,62 %	Stockholm
Yazicilar Holding AS	689 169	23 544	40 030	16 485	0,48 %	Istanbul
Småposter		18 929	144	-18 785	0,00 %	
Sum Defensiv konsumvarer		458 079	490 302	32 223	5,89 %	

MEDISIN						
Teva Pharmaceutical-Sp ADR	1 400 000	370 318	485 417	115 100	5,83 %	NASDAQ
Novo Nordisk A/S-B	290 250	62 218	89 099	26 882	1,07 %	København
Medi-Stim ASA	1 465 625	18 313	35 028	16 715	0,42 %	Oslo Børs
Småposter		43 235	12 604	-30 631	0,15 %	
Sum Medisin		494 084	622 150	128 066	7,48 %	

BANK OG FINANS						
Danske Bank A/S	1 500 000	153 995	261 511	107 517	3,14 %	København
Sberbank of Russia Pref	14 520 000	210 153	135 698	-74 455	1,63 %	Moscow
Korean Reinsurance Co	1 466 760	50 035	100 675	50 641	1,21 %	Seoul
Tribona AB	2 803 335	92 589	91 442	-1 147	1,10 %	Stockholm
Norwegian Finans Holding ASA	3 905 184	7 657	74 198	66 541	0,89 %	Unotert
Hitecvision AS	793 668	7 193	62 700	55 506	0,75 %	Unotert
Sparebanken Øst	1 124 204	19 925	56 098	36 172	0,67 %	Oslo Børs
Raiffeisen Bank International AG	275 577	65 960	38 576	-27 384	0,46 %	Wien
SBI Holdings Inc	400 000	33 171	28 776	-4 395	0,35 %	Tokyo
Småposter		4 046	934	-3 111	0,01 %	
Sum Bank og finans		644 723	850 609	205 886	10,22 %	

INFORMASJONSTEKNOLOGI						
Samsung Electronics Co Ltd Pref	99 660	589 917	543 604	-46 313	6,53 %	Seoul
SAP SE	440 000	176 334	203 146	26 812	2,44 %	Frankfurt
Q-Free ASA	3 182 604	44 688	40 578	-4 109	0,49 %	Oslo Børs
PSI Group ASA	3 796 612	43 431	22 932	-20 499	0,28 %	Oslo Børs
Småposter		43 357	41 249	-2 108	0,50 %	
Sum Informasjonsteknologi		897 726	851 508	-46 218	10,24 %	

TELEKOM						
TeliaSonera AB	5 500 000	247 957	243 002	-4 954	2,92 %	Stockholm
Kinnevik Investment AB-B	463 583	103 529	106 964	3 434	1,29 %	Stockholm
Sum Telekom		351 486	349 966	-1 520	4,21 %	

Sum verdipapirportefølje	6 457 493	8 076 591	1 619 098	97,08 %		
Disponibel likviditet		242 754		2,92 %		
Sum andelskapital		8 319 345		100,00 %		

Basiskurs per 30.09.2014

1 718,0542

* tall i 1000 NOK

Sum markedsverdi per 30.09.2014 er benyttet siste noterte kurs fra børs. For beregning av gevinst ved salg benyttes en gjennomsnittlig kostprismetode.

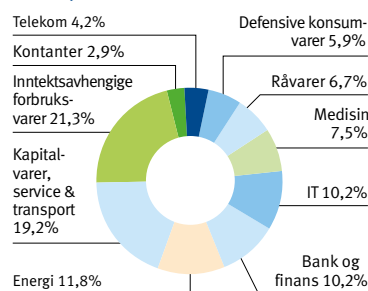


SKAGEN VEKST

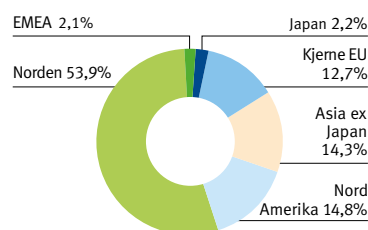
Den smale sti til velstand*

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

BRANSJEFORDELING



GEOGRAFISK FORDELING



DE 10 STØRSTE POSTENE

Royal Caribbean Cruises Ltd	8,21
Samsung Electronics Co Ltd	6,53
Norsk Hydro ASA	6,07
Teva Pharmaceutical Industries	5,83
Continental AG	4,31
Norwegian Air Shuttle ASA	4,01
Koninklijke Philips NV	3,73
Danske Bank A/S	3,14
Kia Motors Corp	3,14
TeliaSonera AB	2,92
SUM 10 STØRSTE UTSTEDERE (%)	47,91



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. 61 av 727
Fondets startdato	7 august 1997
Avkastning siden oppstart	1 051%
Gjennomsnittlig avkastning per år	15,31%
Forvaltningskapital	43 409 mill NOK
Antall andelseiere	86 860
Tegningsprovisjon	0%
Innløsningsprovisjon	0%
Forvaltningshonorar	1,0 % per år + 10 % av avkastningen utover referanseindeks
Minste tegningsbeløp	250 NOK
Godkjent for markedsføring i	Norge, Sverige, Danmark, Island, Finland, Tyskland, Sveits Belgia, Nederland, Luxemburg, Storbritannia og Irland.
Referanseindeks	MSCI AC (NOK)
UCITS-fond	Ja
Porteføljeforvaltere	Kristian Falnes, Søren Milo Christensen, Chris-Tommy Simonsen, Johan Swahn og Knut Gezelius

HISTORISK KURSUTVIKLING SKAGEN GLOBAL



Verdipapir	Antall	Kjøpsverdi NOK*	Markedsverdi NOK*	Urealisert gevinst/tap NOK*	Prosentvis fordeling	Børs
ENERGI						
Gazprom Oao ADR	19 257 618	1 265 425	870 736	-394 688	1,89 %	London Int
Baker Hughes Inc	1 936 624	504 834	825 397	320 563	1,79 %	New York
Weatherford Intl Ltd	5 075 556	416 419	692 062	275 643	1,50 %	New York
OMV AG	2 062 595	447 096	444 809	-2 288	0,96 %	Wien
Technip SA	792 594	472 276	428 137	-44 139	0,93 %	Paris
Surgutneftegas OAO Pref	85 936 900	326 692	382 594	55 902	0,83 %	Moscow
Kazmunaigas Exploration GDR	3 088 318	380 506	347 113	-33 393	0,75 %	London Int
Afren Plc	27 880 508	299 125	296 516	-2 609	0,64 %	London
Petroleo Brasileiro Pref ADR	2 541 548	383 577	243 055	-140 522	0,53 %	New York
BP Plc	4 370 384	218 026	206 065	-11 961	0,45 %	London
BP Plc ADR	625 673	182 516	177 113	-5 403	0,38 %	New York
Småposter		422 806	401 538	-21 267	0,87 %	
Sum Energi		5 319 297	5 315 136	-4 162	11,52 %	

RÅVARER						
Akzo Nobel NV	1 888 049	576 472	829 037	252 565	1,80 %	Amsterdam
Norsk Hydro ASA	19 810 878	535 467	712 003	176 536	1,54 %	Oslo Børs
Koninklijke DSM NV	1 309 536	535 980	518 978	-17 002	1,13 %	Amsterdam
Heidelbergcement AG	1 131 185	359 962	478 899	118 936	1,04 %	Frankfurt
Temium SA ADR	2 543 889	380 195	398 984	18 788	0,86 %	New York
OCI Co Ltd	438 528	416 480	346 473	-70 007	0,75 %	Seoul
Mayr-Melnhof Karton AG	383 450	177 617	262 465	84 848	0,57 %	Wien
Lundin Mining Corp	5 606 089	151 431	176 856	25 426	0,38 %	Toronto
Lundin Mining Corp SDR	5 540 346	145 036	175 738	30 702	0,38 %	Stockholm
UPM-Kymmene Oyj	1 796 493	119 102	164 966	45 864	0,36 %	Helsinki
Småposter		17 178	16 474	-704	0,04 %	
Sum Råvarer		3 414 920	4 080 872	665 952	8,85 %	

KAPITALVARER, SERVICE OG TRANSPORT						
LG Corp	2 450 793	686 437	1 143 922	457 485	2,48 %	Seoul
Tyco International Ltd	2 775 661	299 062	792 409	493 347	1,72 %	New York
Koninklijke Philips NV	2 511 400	454 500	515 112	60 612	1,12 %	Amsterdam
Bunge Ltd	899 297	315 729	486 960	171 231	1,06 %	New York
Siemens AG	482 469	274 741	369 340	94 599	0,80 %	Frankfurt
Stolt-Nielsen Ltd	2 865 551	463 181	356 761	-106 420	0,77 %	Oslo Børs
Mosaic Co/The	1 153 678	353 959	328 987	-24 971	0,71 %	New York
BW LPG Ltd	3 247 152	153 300	263 831	110 531	0,57 %	Oslo Børs
Prosegur Cia de Seguridad Sa	6 506 714	211 175	260 214	49 040	0,56 %	Madrid
China Communications Services Corp Ltd	76 087 294	274 371	227 211	-47 159	0,49 %	Hong Kong
Autoliv Inc	290 814	99 564	172 863	73 299	0,37 %	New York
Metso Oyj	749 260	118 856	171 458	52 603	0,37 %	Helsinki
Avance Gas Holdings Ltd	832 478	95 385	122 374	26 989	0,27 %	Oslo Børs
Småposter		584 255	462 018	-122 237	1,00 %	
Sum Kapitalvarer, service og transport		4 384 514	5 673 462	1 288 948	12,30 %	

INNETKTSAVHENGIGE FORBRUKSVARER						
Renault SA	1 861 779	487 037	864 169	377 132	1,87 %	Paris
Gap Inc/The	2 701 105	660 377	724 632	64 255	1,57 %	New York
General Motors Co	3 493 080	496 224	718 022	221 798	1,56 %	New York
Toyota Industries Corp	1 788 277	319 173	555 204	236 031	1,20 %	Tokyo
Comcast Corp	1 458 601	153 924	504 999	351 075	1,09 %	NASDAQ
Volvo AB	6 836 784	531 009	477 311	-53 697	1,03 %	Stockholm
Yamaha Motor Co Ltd	3 355 311	283 582	421 601	138 020	0,91 %	Tokyo
Hyundai Motor Co Pref (2pb)	552 537	155 829	402 969	247 139	0,87 %	Seoul
Tata Motors Ltd-A- DVR	8 226 456	111 027	295 270	184 243	0,64 %	Bombay
LG Electronics Inc Pref	1 090 448	278 239	235 267	-42 972	0,51 %	Seoul
Gafisa Sa	22 041 494	196 541	160 086	-36 455	0,35 %	Sao Paulo
Dixons Carphone Plc	3 729 216	33 780	142 291	108 511	0,31 %	London
CTC Media Inc	3 258 669	161 993	139 597	-22 396	0,30 %	NASDAQ
Global Mediacom Tbk PT	118 938 215	124 130	122 029	-2 101	0,26 %	Jakarta
Småposter		84 337	122 129	37 792	0,26 %	
Sum Inntektsavhengige forbruksvarer		4 077 203	5 885 577	1 808 374	12,76 %	

Verdipapir	Antall	Kjøpsverdi NOK*	Markedsverdi NOK*	Urealisert gevinst/tap NOK*	Prosentvis fordeling	Børs
DEFENSIVE KONSUMVARER						
Unilever NV-Cva	983 145	176 321	251 577	75 256	0,55 %	Amsterdam
Yazilcar Holding AS	3 928 265	95 143	227 937	132 795	0,49 %	Istanbul
Royal Unibrew A/S	187 221	47 481	200 129	152 648	0,43 %	København
United Intl Enterprises	134 792	24 216	167 439	143 223	0,36 %	København
Chiquita Brands International Inc	1 488 414	108 277	137 274	28 997	0,30 %	New York
Småposter		25 383	30 727	5 344	0,07 %	
Sum Defensiv konsumvarer		476 821	1 015 084	538 263	2,20 %	
MEDISIN						
Teva Pharmaceutical-Sp ADR	2 974 074	645 076	1 035 100	390 024	2,24 %	NASDAQ
Roche Holding AG-Genusschein	464 283	411 220	881 851	470 631	1,91 %	Zürich
Sanofi	582 614	347 732	424 121	76 389	0,92 %	Paris
Rhoen-Klinikum AG	2 055 663	231 909	400 375	168 465	0,87 %	Frankfurt
Varian Medical Systems Inc	397 935	195 622	206 660	11 039	0,45 %	New York
Sum Medisin		1 831 559	2 948 107	1 116 548	6,39 %	
BANK OG FINANS						
Citigroup Inc	8 597 367	1 968 692	2 885 115	916 423	6,25 %	New York
American International Group Inc	4 682 051	1 079 957	1 638 267	558 310	3,55 %	New York
Nordea Bank AB	13 236 133	929 847	1 102 064	172 217	2,39 %	Stockholm
NN Group NV	2 795 661	494 945	521 143	26 198	1,13 %	Amsterdam
Cheung Kong Holdings Ltd	4 587 798	367 340	485 384	118 044	1,05 %	Hong Kong
Goldman Sachs Group Inc	374 386	272 751	443 083	170 333	0,96 %	New York
Storebrand ASA	10 835 958	383 009	387 494	4 485	0,84 %	Oslo Børs
Banco Do Estado Rio Grande Do Sul SA Pref	9 980 716	234 211	366 896	132 685	0,80 %	Sao Paulo
EFG-Hermes Holding SAE	19 484 469	239 498	325 240	85 742	0,71 %	Cairo
Industrial Bank of Korea	3 151 655	234 928	305 512	70 583	0,66 %	Seoul
State Bank of India	1 198 198	234 433	304 785	70 352	0,66 %	National India
RSA Insurance Group Plc	5 280 921	230 281	266 242	35 962	0,58 %	London
Haci Omer Sabanci Holding AS	9 610 939	213 219	259 345	46 126	0,56 %	Istanbul
Sparebank 1 SR-Bank ASA	3 820 039	114 252	233 022	118 770	0,51 %	Oslo Børs
TAG Immobilien AG	2 492 482	144 744	180 978	36 234	0,39 %	Frankfurt
Talanx AG	779 319	108 233	166 136	57 903	0,36 %	Frankfurt
Irsa Sa ADR	1 839 371	152 910	163 618	10 708	0,35 %	New York
Sberbank of Russia Pref	17 251 109	207 658	161 735	-45 923	0,35 %	Moscow
Japan Securities Finance Co	4 192 475	239 849	157 424	-82 426	0,34 %	Tokyo
State Bank Of India GDR	296 738	108 798	150 561	41 762	0,33 %	National India
Småposter		424 015	411 582	-12 434	0,89 %	
Sum Bank og finans		8 383 571	10 915 625	2 532 054	23,66 %	
INFORMASJONSTEKNOLOGI						
Samsung Electronics Co Ltd Pref	503 892	1 220 474	2 750 061	1 529 587	5,96 %	Seoul
Microsoft Corp	3 494 146	555 636	1 040 389	484 753	2,26 %	NASDAQ
Lenovo Group Ltd	47 662 000	354 172	455 765	101 593	0,99 %	Hong Kong
Samsung Electronics Co Ltd Pref GDR	118 762	120 020	326 004	205 984	0,71 %	London Int
Google Inc CLASS C	60 125	105 140	223 486	118 346	0,48 %	NASDAQ
Google Inc CLASS A	53 735	93 966	203 606	109 640	0,44 %	NASDAQ
Sum Informasjonsteknologi		2 449 409	4 999 311	2 549 903	10,84 %	
TELEKOM						
Vimpelcom Ltd-Spon ADR	12 189 199	893 295	561 314	-331 981	1,22 %	New York
China Unicom Hong Kong Ltd	53 443 796	467 163	512 821	45 658	1,11 %	Hong Kong
First Pacific Co Ltd	45 234 923	285 825	302 714	16 889	0,66 %	Hong Kong
China Unicom Hong Kong Ltd ADR	2 044 203	188 499	197 134	8 635	0,43 %	New York
Global Telecom Holding	38 328 039	100 420	173 203	72 782	0,38 %	Cairo
Indosat Tbk PT	65 928 725	227 989	132 328	-95 661	0,29 %	Indonesia
Kinnevik Investment AB-B	568 011	29 692	131 512	101 819	0,29 %	Stockholm
Småposter		271 900	160 456	-111 444	0,35 %	
Sum Telekom		2 464 783	2 171 481	-293 302	4,71 %	
NYTTETJENESTER						
Centrais Eletricas Brasileiras SA Pref	7 369 985	455 723	194 594	-261 129	0,42 %	Sao Paulo
Småposter		217 184	45 886	-171 298	0,10 %	
Sum Nyttetjenester		672 907	240 480	-432 427	0,52 %	
Sum verdipapirportefølje		33 474 985	43 245 135	9 770 150	93,75 %	
Disponibel likviditet			2 884 256		6,25 %	
Sum andelskapital			46 129 391		100,00 %	
Basiskurs per 30.09.2014		1 159,4158				

* tall i 1000 NOK

Sum markedsverdi per 30.09.2014 er benyttet siste noterte kurs fra børs. For beregning av gevinst ved salg benyttes en gjennomsnittlig kostpris metode.

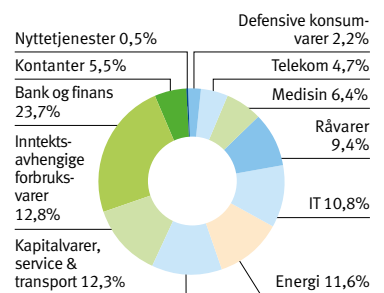


SKAGEN GLOBAL

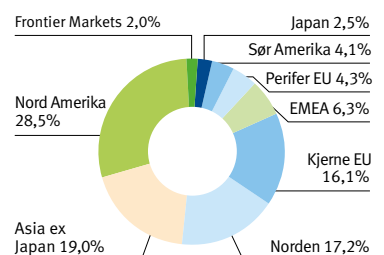
En verden av muligheter*

* 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	6,67
Citigroup Inc	6,25
American International Group I	3,55
LG Corp	2,49
Nordea Bank AB	2,39
Microsoft Corp	2,26
Teva Pharmaceutical Industries	2,24
Roche Holding AG	1,91
Gazprom OAO	1,89
Renault SA	1,87
SUM 10 STØRSTE UTSTEDERE (%)	31,53



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. 29 av 191

Fondets startdato 5. april 2002

Avkastning siden oppstart 527%

Gjennomsnittlig avkastning per år 15,84%

Forvaltningskapital 44 714 mill NOK

Antall andelseiere 72 490

Tegningsprovisjon 0%

Innløsningsprovisjon 0%

Forvaltningshonorar 2 % per år pluss/minus variabelt forvaltningshonorar

Minste tegningsbeløp 250 NOK

Godkjent for markedsføring i Norge, Sverige, Danmark, Island, Finland, Tyskland, Sveits, Belgia, Nederland, Luxemburg, Storbritannia og Irland.

Referanseindeks MSCI vekstmarkedsindeks (NOK)

UCITS-fond Ja

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

HISTORISK KURSUTVIKLING SKAGEN KON-TIKI



Verdipapir	Antall	Kjøpsverdi NOK*	Markedsverdi NOK*	Urealisert gevinst/tap NOK*	Prosentvis fordeling	Børs
ENERGI						
Tullow Oil Plc	8 461 624	793 317	568 066	-225 251	1,08 %	London
GCL-Poly Energy Holdings Ltd	213 713 000	350 278	503 833	153 555	0,96 %	Hong Kong
Gazprom Oao ADR	9 459 603	633 992	427 717	-206 275	0,81 %	London Int
Afren Plc	28 782 928	356 400	306 114	-50 287	0,58 %	London
Archer Ltd	25 327 048	405 547	228 450	-177 097	0,43 %	Oslo Børs
Rec Silicon ASA	83 201 594	133 426	214 993	81 566	0,41 %	Oslo Børs
Deep Sea Supply Plc	17 250 931	170 959	151 291	-19 669	0,29 %	Oslo Børs
Småposter		129 927	187 915	57 988	0,36 %	
Sum Energi		2 973 846	2 588 377	-385 469	4,91 %	

RÅVARER						
Vale Sa Spons pref ADR	14 722 805	1 442 210	898 309	-543 901	1,70 %	New York
UPL Ltd	10 294 488	191 091	364 091	173 000	0,69 %	National India
OCI Co Ltd	400 000	349 387	316 033	-33 354	0,60 %	Seoul
Hindalco Industries Ltd	18 981 352	316 239	309 454	-6 784	0,59 %	National India
LG Chem Ltd Pref	259 179	178 915	258 328	79 414	0,49 %	Seoul
Exxaro Resources Ltd	3 169 011	404 810	231 138	-173 671	0,44 %	Johannesburg
Asia Cement China Holdings	48 607 500	178 677	191 793	13 115	0,36 %	Hong Kong
Småposter		417 257	157 801	-259 455	0,30 %	
Sum Råvarer		3 478 585	2 726 947	-751 637	5,17 %	

KAPITALVARER, SERVICE OG TRANSPORT						
AP Moeller - Maersk A/S	100 000	805 315	1 525 510	720 195	2,89 %	København
ABB Ltd	8 530 512	808 037	1 229 101	421 064	2,33 %	Stockholm
Golar LNG Ltd	1 290 000	469 487	560 574	91 087	1,06 %	NASDAQ
AirAsia Bhd	108 152 800	413 212	535 651	122 440	1,02 %	Kuala Lumpur
CNH Industrial NV	9 338 348	567 834	472 015	-95 819	0,89 %	New York
Bidvest Group Ltd	2 878 881	335 297	467 671	132 373	0,89 %	Johannesburg
Frontline 2012 Ltd	12 005 000	315 941	462 193	146 252	0,88 %	Unotert
Empresas ICA S.A.B	32 729 853	448 729	363 083	-85 646	0,69 %	Mexico
OCI NV	1 825 927	455 606	362 369	-93 237	0,69 %	Amsterdam
Enka Insaat Ve Sanayi AS	20 782 815	217 528	304 407	86 879	0,58 %	Istanbul
Hitachi Ltd	5 695 000	253 599	279 396	25 797	0,53 %	Tokyo
Aveng Ltd	21 017 094	617 358	265 443	-351 915	0,50 %	Johannesburg
Harbin Electric Company Ltd	68 000 000	614 366	262 686	-351 681	0,50 %	Hong Kong
Norwegian Air Shuttle ASA	1 085 248	90 177	243 204	153 027	0,46 %	Oslo Børs
LG Corp Pref	808 430	118 266	235 837	117 571	0,45 %	Seoul
Yingli Green Energy Holding Co Ltd ADR	9 660 539	213 542	199 477	-14 065	0,38 %	New York
Nippon Yusen KK	11 728 000	231 788	198 547	-33 241	0,38 %	Tokyo
Golden Ocean Group Ltd	22 086 808	96 408	169 295	72 887	0,32 %	Oslo Børs
Kerry Logistics Network Ltd	16 775 000	168 906	167 903	-1 003	0,32 %	Hong Kong
Avance Gas Holdings Ltd	1 056 386	111 292	155 289	43 997	0,29 %	Oslo Børs
Småposter		5 770	5 871	101	0,01 %	
Sum Kapitalvarer, service og transport		7 358 460	8 465 522	1 107 062	16,05 %	

INNETKTSAVHENGIGE FORBRUKSVARER						
Hyundai Motor Co Pref (2pb)	2 631 943	420 219	1 919 492	1 499 273	3,64 %	Seoul
Hyundai Motor Co Pref (1p)	2 407 251	386 672	1 726 362	1 339 690	3,27 %	Seoul
Great Wall Motor Co Ltd	67 765 000	122 922	1 690 065	1 567 142	3,20 %	Hong Kong
Mahindra & Mahindra Ltd GDR	8 248 827	192 182	1 175 074	982 892	2,23 %	London Int
Naspers Ltd	1 139 544	333 530	806 407	472 878	1,53 %	Johannesburg
LG Electronics Inc Pref	3 050 000	823 954	658 047	-165 908	1,25 %	Seoul
Royal Caribbean Cruises Ltd	1 432 100	257 591	619 565	361 974	1,17 %	New York
Mahindra & Mahindra Ltd	3 623 003	292 672	512 773	220 101	0,97 %	National India
Apollo Tyres Ltd	20 406 475	158 544	432 442	273 897	0,82 %	National India
DRB-Hicom Bhd	88 408 800	365 449	394 597	29 148	0,75 %	Kuala Lumpur
Hengdeli Holdings Ltd	162 572 800	256 632	166 755	-89 876	0,32 %	Hong Kong
MRV Engenharia	7 940 800	169 282	161 569	-7 713	0,31 %	Sao Paulo
Småposter		148 746	171 781	23 035	0,33 %	
Sum Inntektsavhengige forbruksvarer		3 928 395	10 434 929	6 506 534	19,78 %	

Verdipapir	Antall	Kjøpsverdi NOK*	Markedsverdi NOK*	Urealisert gevinst/tap NOK*	Prosentvis fordeling	Børs
DEFENSIVE KONSUMVARER						
Heineken NV	2 811 758	935 935	1 348 678	412 743	2,56 %	Amsterdam
Cosan Ltd	12 991 033	786 886	899 443	112 557	1,71 %	New York
Casino Guichard Perrachon SA	1 223 074	967 748	847 788	-119 960	1,61 %	Paris
Distribuidora Internacional de Alimentacion SA	13 749 488	493 111	631 954	138 844	1,20 %	Madrid
X 5 Retail Group NV GDR	4 990 306	506 266	591 337	85 071	1,12 %	London Int
Marfrig Global Foods SA	32 957 200	518 291	572 923	54 632	1,09 %	Sao Paulo
Yazicilar Holding AS	8 837 139	222 040	512 774	290 734	0,97 %	Istanbul
Familymart Co Ltd	1 776 500	491 161	435 515	-55 646	0,83 %	Tokyo
Kulim Malaysia BHD	50 827 600	160 451	323 375	162 924	0,61 %	Kuala Lumpur
Massmart Holdings Ltd	4 189 594	319 449	292 313	-27 136	0,55 %	Johannesburg
PZ Cussons Plc	7 625 746	127 931	288 344	160 413	0,55 %	London
Royal Unibrew A/S	256 163	42 998	273 825	230 826	0,52 %	København
Cia Cervecerias Unidas SA ADR	1 538 270	280 090	215 190	-64 900	0,41 %	New York
Tata Global Beverages Ltd	12 304 260	167 952	203 925	35 972	0,39 %	National India
Podravka Prehrambena Ind DD	406 584	111 935	146 809	34 874	0,28 %	Zagreb
Småposter		240 217	302 622	62 405	0,57 %	
Sum Defensiv konsumvarer		6 372 461	7 886 815	1 514 354	14,95 %	

MEDISIN						
Richter Gedeon Nyrt	9 771 722	1 060 981	982 900	-78 080	1,86 %	Budapest
China Shineway Pharmaceutical	36 934 000	280 298	402 062	121 764	0,76 %	Hong Kong
Ranbaxy Laboratories Ltd	3 998 608	188 090	266 040	77 951	0,50 %	National India
Småposter		290 517	307 970	17 452	0,58 %	
Sum Medisin		1 819 885	1 958 972	139 087	3,71 %	

BANK OG FINANS						
State Bank of India	5 999 991	1 363 394	1 526 215	162 822	2,89 %	National India
Haci Omer Sabanci Holding AS	47 509 436	962 243	1 282 013	319 770	2,43 %	Istanbul
Banco Do Estado Rio Grande Do Sul SA Pref	20 354 500	482 469	748 240	265 771	1,42 %	Sao Paulo
Haitong Securities Co Ltd	59 435 600	492 612	588 998	96 386	1,12 %	Hong Kong
Raiffeisen Bank International AG	4 062 472	797 113	571 923	-225 190	1,08 %	Wien
SBI Holdings Inc	7 759 600	603 587	558 187	-45 400	1,06 %	Tokyo
Moscow Exchange MICEX-RTS OAO	54 263 060	578 348	512 172	-66 176	0,97 %	Moscow
JSE Ltd	6 464 519	249 899	361 895	111 995	0,69 %	Johannesburg
Korean Reinsurance Co	4 860 366	182 225	333 792	151 567	0,63 %	Seoul
Kiwoom Securities Co Ltd	1 043 205	190 648	324 615	133 967	0,62 %	Seoul
Kiatnakin Bank Plc	37 429 463	334 353	313 116	-21 237	0,59 %	Bangkok
EFG-Hermes Holding SAE	17 939 257	353 507	299 447	-54 060	0,57 %	Cairo
VTB Bank Ojsc GDR	15 522 312	462 834	198 490	-264 344	0,38 %	London Int
Ghana Commercial Bank Ltd	18 001 604	88 821	180 794	91 973	0,34 %	Ghana
Dragon Capital - Vietnam Enterprise Investments Ltd	9 000 000	111 229	171 676	60 447	0,33 %	Dublin
Diamond Bank Plc	678 971 941	145 604	167 147	21 543	0,32 %	Lagos
VTB Bank Ojsc	21 701 144 197	165 582	138 116	-27 466	0,26 %	Moscow
Value Partners Group Ltd	28 597 000	109 613	134 126	24 514	0,25 %	Hong Kong
Småposter		239 204	275 964	36 760	0,52 %	
Sum Bank og finans		7 913 285	8 686 928	773 643	16,47 %	

INFORMASJONSTEKNOLOGI						
Samsung Electronics Co Ltd Pref	424 937	1 049 840	2 319 153	1 269 313	4,40 %	Seoul
Samsung Electronics Co Ltd Pref GDR	399 732	393 328	1 097 273	703 946	2,08 %	London Int
Lenovo Group Ltd	100 868 000	578 685	964 543	385 858	1,83 %	Hong Kong
Tech Mahindra Ltd	2 529 440	408 241	654 988	246 747	1,24 %	National India
Småposter		110 340	125 958	15 618	0,24 %	
Sum Informasjonsteknologi		2 540 434	5 161 916	2 621 482	9,79 %	

TELEKOM						
Bharti Airtel Ltd	44 368 848	1 691 575	1 869 862	178 287	3,55 %	National India
Kinnevik Investment AB-B	2 624 324	458 112	607 610	149 498	1,15 %	Stockholm
Indosat Tbk PT	206 683 750	557 401	414 843	-142 558	0,79 %	Indonesia
Sistema Jscf GDR	4 319 499	344 836	191 423	-153 413	0,36 %	London Int
Sistema Jscf	71 610 460	487 565	150 777	-336 788	0,29 %	Moscow
Sum Telekom		3 539 488	3 234 514	-304 974	6,13 %	

Sum verdipapirportefølje	39 924 840	51 144 921	11 220 082	96,97 %		
Disponibel likviditet		1 600 130		3,03 %		

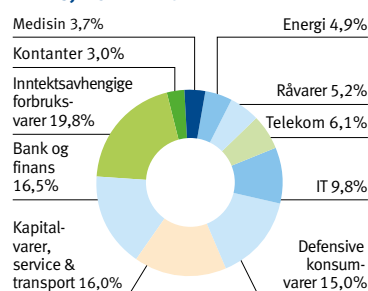
Sum andelskapital		52 745 052		100,00 %		
Basiskurs per 30.09.2014	631,2901					

* tall i 1000 NOK
Sum markedsverdi per 30.09.2014 er benyttet siste noterte kurs fra børs. For beregning av gevinst ved salg benyttes en gjennomsnittlig kostpris metode.

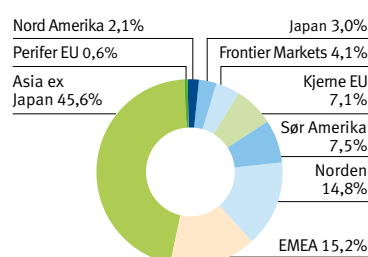


* Skagen Rev Fyrskib, 1892 (Utsnitt).
Av Carl Loger, en av Skagenmalerne.
Bildet tilhører Skagens Museum.

BRANSJEFORDELING



GEOGRAFISK FORDELING



DE 10 STØRSTE POSTENE

Hyundai Motor Co	6,91
Samsung Electronics Co Ltd	6,48
Bharti Airtel Ltd	3,55
Great Wall Motor Co Ltd	3,20
Mahindra & Mahindra Ltd	3,20
State Bank of India	2,89
AP Moeller - Maersk A/S	2,89
Heineken NV	2,56
Haci Omer Sabanci Holding AS	2,43
ABB Ltd	2,33
SUM 10 STØRSTE UTSTEDERE (%)	36,44

VERDIPAPIRPORTEFØLJE SKAGEN m² PER 30 SEPTEMBER 2014



SKAGEN m²

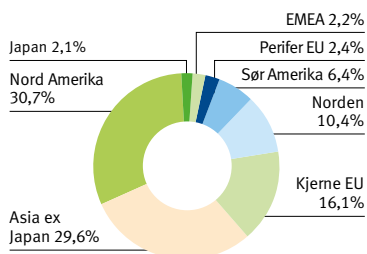
En andel i det globale eiendomsmarkedet*

*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	
1 2 3 4 5 6 7	
Fondets startdato	31. oktober 2012
Avkastning siden oppstart	20,00%
Gjennomsnittlig avkastning per år	9,86%
Forvaltningskapital	584 Million NOK
Antall andelseiere	5 614
Tegningsprovisjon	0%
Innløsningsprovisjon	0%
Forvaltningshonorar	1,5 % per år pluss/ minus variabelt forvaltningshonorar
Minste tegningsbeløp	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	156 000	21 050	23 686	2 635	4,05 %	New York
Brandywine Realty Trust	246 000	21 546	22 499	952	3,84 %	New York
HCP Inc	77 100	17 879	19 830	1 951	3,39 %	New York
Ashford Hospitality Trust	280 000	13 786	18 802	5 015	3,21 %	New York
Columbia Property Trust Inc	120 000	19 888	18 574	-1 314	3,17 %	New York
PS Business Parks Inc	36 500	16 403	17 880	1 477	3,05 %	New York
Global Logistic Properties Ltd	1 281 000	16 232	17 486	1 255	2,99 %	Singapore
Mercialys SA	123 000	15 577	17 238	1 662	2,94 %	Paris
Deutsche Wohnen AG	125 000	11 317	17 174	5 857	2,93 %	Frankfurt
Apartment Investmest & Management Co	82 000	14 437	16 890	2 453	2,88 %	New York
Olav Thon Eiendomsselskap ASA	123 000	11 638	14 268	2 630	2,44 %	Oslo Børs
Soho China Ltd	3 021 500	14 546	14 044	-502	2,40 %	Hong Kong
British Land Co Plc	190 000	9 751	13 856	4 105	2,37 %	London
SL Green Realty Corp	20 500	10 775	13 515	2 740	2,31 %	New York
SM Prime Holdings Inc	5 000 000	12 092	12 503	410	2,14 %	Philippines
Nomura Real Estate Office Fund Inc	425	11 782	12 493	711	2,13 %	Tokyo
CBL & Associates Properties Inc	106 700	11 754	12 208	454	2,09 %	New York
Lexington Realty Trust	190 000	12 861	12 093	-767	2,07 %	New York
Mapletree Logistics Trust	2 021 375	11 677	11 760	83	2,01 %	Singapore
CA Immobilien Anlagen AG	92 000	10 165	11 756	1 591	2,01 %	Wien
Unibail-Rodamco SE	7 020	11 116	11 626	510	1,99 %	Amsterdam
Ticon Industrial Connection Pcl-Nvdr	3 200 020	11 100	11 529	429	1,97 %	Bangkok
Dic Asset AG	212 000	13 443	11 486	-1 958	1,96 %	Xetra
Citycon Oyj	525 000	9 828	11 241	1 413	1,92 %	Helsinki
Affine SA	88 000	9 241	10 649	1 407	1,82 %	Paris
Phoenix Mills Ltd	273 778	7 519	9 643	2 124	1,65 %	National India
Franshion Properties China Ltd	5 832 000	11 033	9 116	-1 917	1,56 %	Hong Kong
Westgrund AG	300 000	8 637	8 628	-9	1,47 %	Xetra
Bekasi Fajar Industrial Estate Tbk PT	26 975 400	6 517	8 316	1 800	1,42 %	Indonesia
First Real Estate Investment Trust	1 323 829	7 317	8 202	885	1,40 %	Singapore
BR Properties SA	233 700	13 013	7 851	-5 163	1,34 %	Sao Paulo
Emlak Konut Gayrimenkul Yatirim Ortakligi AS	1 110 000	8 054	7 444	-610	1,27 %	Istanbul
BR Malls Participacoes SA	135 000	9 127	6 755	-2 372	1,15 %	Sao Paulo
Oberoi Realty Ltd	288 152	7 095	6 531	-564	1,12 %	National India
CapitaLand Ltd	400 000	6 017	6 447	430	1,10 %	Singapore
Ascendas India Trust	1 625 000	6 090	6 344	253	1,08 %	Singapore
Irsa Sa ADR	70 798	4 961	6 298	1 337	1,08 %	New York
General Shopping Brasil SA	249 400	7 542	6 118	-1 424	1,04 %	Sao Paulo
Gecina SA	7 000	5 027	5 910	883	1,01 %	Paris
Vista Land & Lifescapes Inc	6 639 700	5 315	5 860	545	1,00 %	Philippines
Keppel Land Ltd	325 000	5 733	5 730	-3	0,98 %	Singapore
Summarecon Agung Tbk PT	8 719 400	5 856	5 606	-250	0,96 %	Indonesia
Ananda Development PCL-Nvdr	6 819 200	2 153	5 561	3 408	0,95 %	Bangkok
Parkway Life Real Estate Investment Trust	472 000	5 732	5 492	-240	0,94 %	Singapore
Bumi Serpong Damai PT	6 686 500	6 032	5 444	-588	0,93 %	Indonesia
Shimao Property Holdings Ltd	414 500	5 315	5 389	74	0,92 %	Hong Kong
CSI Properties Ltd	20 000 000	5 252	5 376	124	0,92 %	Hong Kong
Etalon Group Ltd GDR	226 388	5 667	5 307	-360	0,91 %	London Int
Rockwell Land Corp	20 000 000	8 187	5 093	-3 094	0,87 %	Philippines
Atrium Ljungberg AB	50 280	4 602	4 622	20	0,79 %	Stockholm
Parque Arauco SA	349 321	3 977	4 273	296	0,73 %	Santiago
Hovnanian Enterprises Inc	160 000	4 771	3 861	-910	0,66 %	New York
Century Properties Group Inc	10 922 000	1 998	1 984	-13	0,34 %	Philippines
Sum Eiendomsselskaper inkl REITS		518 422	548 285	29 862	93,64 %	
RENTEINSTRUMENTER						
General Shopping Finance	1 000 000	5 429	6 328	899	1,08 %	Euroclear
Sum Renteinstrumenter		5 429	6 328	899	1,08 %	
Sum verdipapirportefølje		523 852	554 613	30 761	94,72 %	
Disponibel likviditet			30 915		5,28 %	
Sum andelskapital			585 528		100,00 %	
Basiskurs per 30.09.2014		120,2520				

* tall i 1000 NOK

Sum markedsverdi per 30.09.2014 er benyttet siste noterte kurs fra børs. For beregning av gevinst ved salg benyttes en gjennomsnittlig kostprismetode.

VERDIPAPIRPORTEFØLJE SKAGEN AVKASTNING PER 30 SEPTEMBER 2014

Verdipapir	Forfalls- dato	Kupong	Pålydende ***	Kostpris ***	Markeds- kurs	Pålept rente	Markeds- verdi ***	Markeds- verdi inkl. pløyt ***	Urealisert gevinst/ tap ***	Andel av fondet
RENTEPAPIRER MED FLYTENDE RENTE										
BN Bank ASA	07.03.2016	2,50	40 000	40 016	100,77	61	40 307	40 368	291	2,47 %
BN Bank ASA	15.03.2017	3,46	10 000	10 308	103,42	12	10 342	10 355	34	0,63 %
Bank 1 Oslo Akershus AS	15.02.2016	2,41	35 000	35 043	100,71	108	35 248	35 356	205	2,16 %
Bank 1 Oslo Akershus AS	16.09.2016	3,22	20 000	20 465	102,52	25	20 504	20 530	39	1,26 %
Fana Sparebank	09.05.2017	2,08	30 000	30 093	100,06	87	30 017	30 104	-76	1,84 %
Fana Sparebank	20.05.2015	3,08	20 000	20 108	100,75	70	20 151	20 221	43	1,24 %
Helgeland Sparebank	15.03.2017	3,41	33 000	34 119	103,53	47	34 164	34 211	45	2,09 %
Helgeland Sparebank	25.08.2016	3,11	40 000	40 901	102,22	124	40 890	41 014	-11	2,51 %
Kredittforeningen for Sparebanker	08.03.2016	2,60	40 000	40 201	100,91	64	40 365	40 428	164	2,47 %
Kredittforeningen for Sparebanker	01.10.2015	2,86	31 000	31 273	100,89	-2	31 276	31 273	3	1,91 %
Sparebanken Narvik	09.02.2015	2,55	5 500	5 519	100,24	19	5 513	5 533	-6	0,34 %
Sparebank 1 Østfold Akershus	20.09.2016	2,91	10 000	10 152	101,78	6	10 178	10 184	26	0,62 %
Sparebank 1 Østfold Akershus	15.05.2017	2,58	20 000	20 086	101,30	66	20 260	20 326	174	1,24 %
Sparebank 1 Østfold Akershus	27.06.2016	2,30	30 000	29 997	100,63	2	30 188	30 190	191	1,85 %
Pareto Bank ASA	09.01.2017	3,58	10 000	10 129	102,33	-9	10 233	10 224	104	0,63 %
Sparebanken Sør	09.05.2016	2,73	5 000	5 069	101,35	19	5 067	5 086	-1	0,31 %
Sparebanken Sør	18.02.2015	2,96	10 000	10 039	100,45	35	10 045	10 080	6	0,62 %
Sparebank 1 Søre Sunnmøre	15.09.2015	2,81	24 500	24 759	100,87	29	24 712	24 741	-47	1,51 %
Sparebank 1 Søre Sunnmøre	21.08.2017	3,47	5 000	5 198	103,86	19	5 193	5 212	-5	0,32 %
Sparebank 1 Buskerud-Vestfold	11.03.2016	2,41	30 000	30 057	100,76	38	30 227	30 265	170	1,85 %
Sparebank 1 Buskerud-Vestfold	25.09.2015	2,93	47 000	47 509	101,09	19	47 511	47 530	3	2,91 %
Skandiabanken	16.01.2015	2,22	30 000	29 996	100,12	141	30 037	30 177	41	1,85 %
Sparebank 1 SMN	16.03.2016	2,74	20 000	20 221	101,24	20	20 249	20 269	28	1,24 %
Sparebank 1 SMN	23.03.2015	2,61	34 000	34 201	100,39	17	34 133	34 150	-68	2,09 %
Sparebanken Sør	05.09.2016	3,15	15 000	15 355	102,30	33	15 345	15 378	-10	0,94 %
Sparebanken Sør	16.09.2015	2,71	49 000	48 497	100,83	48	49 405	49 453	908	3,03 %
Sparebanken Møre	05.12.2016	2,85	12 000	12 022	101,90	24	12 228	12 252	205	0,75 %
Sparebank 1 Nord-Norge	12.10.2015	2,74	2 000	1 986	100,87	-2	2 017	2 015	31	0,12 %
Sparebank 1 Nord-Norge	17.08.2016	3,00	35 000	35 623	102,01	125	35 704	35 829	81	2,19 %
Sparebank 1 Nord-Norge	19.02.2015	2,43	15 000	14 881	100,24	43	15 036	15 079	156	0,92 %
Sparebank 1 Nord-Norge	25.01.2016	2,80	46 000	46 612	101,22	240	46 561	46 801	-51	2,86 %
Sparebank 1 Nordvest	13.04.2015	2,97	15 000	15 203	100,57	-16	15 086	15 069	-117	0,92 %
Sparebank 1 Nordvest	29.06.2016	2,89	5 000	5 069	101,65	0	5 083	5 083	13	0,31 %
Sparebank 1 Nordvest	30.05.2017	2,17	20 000	20 006	100,16	39	20 032	20 070	26	1,23 %
Sparebank 1 Telemark	09.09.2016	3,16	27 000	27 689	102,40	50	27 648	27 698	-40	1,69 %
Totens Sparebank	08.06.2015	2,97	35 000	35 419	100,75	64	35 261	35 324	-158	2,16 %
Totens Sparebank	23.11.2015	2,98	40 000	40 116	101,19	119	40 474	40 593	358	2,48 %
STATSOBLIGASJONER										
Hellenic Republic Government	24.02.2027	2,00	10 500	61 699	571,91	1 017	60 051	61 068	-1 648	3,74 %
Lithuanian Government	22.01.2024	3,37	6 330	55 253	908,94	1 191	57 536	58 727	2 283	3,59 %
Portugese Government	15.02.2024	5,65	7 000	60 687	972,79	1 994	68 096	70 089	7 409	4,29 %
Slovenia Government	30.03.2026	5,12	7 000	56 205	984,95	1 466	68 947	70 413	12 742	4,31 %
Mexican Government	20.11.2036	10,00	100 000	60 297	64,72	1 354	64 720	66 075	4 423	4,04 %
Sum Verdipapirportefølje			1 198 076		8 805	1 226 040	1 234 844	27 964	75,55 %	
Disponibel likviditet			395 990		1 379	398 253	399 631	2 263	24,45 %	
TOTAL			1 594 066		10 183	1 624 292	1 634 476	30 226	100,00 %	
Nøkkeltall portefølje										
Effektiv underliggende avkastning	2,74 %									
Effektiv avkastning til kunder*	2,24 %									
Rentefølsomhet**	1,84									

* Effektiv underliggende avkastning justert for forvaltningshonorar.

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

*** Tall i 1000 NOK.

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

Verdipapirer er vurdert til markedskurs per 30.09.2014.

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

Andelskurs per 30.09.2014 141,7938



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



Morningstar **★★★**

Fondets startdato 16. september 1994

Avkastning siden oppstart 199%

Gjennomsnittlig avkastning per år 5,62%

Forvaltningskapital 1,635 Million NOK

Antall andelseiere 10 983

Tegningsprovisjon 0%

Innløsningsprovisjon 0%

Forvaltningshonorar 0,5% per år

Minste tegningsbeløp 250 NOK

Godkjent for markedsføring i Norge, Sverige, Danmark, Luxemburg og Nederland

Referanseindeks ST4X obligasjonsindeks

UCITS-fond Ja

Porteføljeforvaltere Jane Tvedt og Torgeir Høien

VERDIPAPIRPORTEFØLJE SKAGEN TELLUS PER 30 SEPTEMBER 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	56%
Gjennomsnittlig avkastning per år	5,72%
Forvaltningskapital	803 Million NOK
Antall andelseiere	2 252
Tegningsprovisjon	0%
Innløsningsprovisjon	0%
Forvaltningshonorar	0,8% per år
Minste tegningsbeløp	250 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
Porteføljeforvaltere	Torgeir Høien og Jane Tvedt

Verdipapir	Forfallsdato	Kupong	Pålydende ***	Kostpris ***	Markedskurs	Påløpt rente	Markedsverdi ***	Markedsverdi inkl. påløpt rente ***	Urealisert gevinst/tap ***	Andel av fondet
STATSOBLIGASJONER										
Brazilian Government	10.01.2028	10,25	16 400	46 095	258,38	787	42 374	43 161	-3 721	5,29 %
Chilean Government	05.08.2020	5,50	3 410 000	41 787	1,13	307	38 666	38 972	-3 122	4,77 %
European Bank Recon & Dev	17.06.2015	0,50	43 000	41 462	103,13	65	44 346	44 411	2 884	5,44 %
Colombian Government	14.04.2021	7,75	11 800 000	42 538	0,35	1 346	41 128	42 475	-1 410	5,20 %
Italian Government	02.02.2037	4,00	6 865	58 001	891,33	363	61 190	61 552	3 189	7,54 %
Hellenic Republic Government	24.02.2027	2,00	10 850	62 386	571,56	924	62 015	62 939	-371	7,71 %
Portugese Government	15.04.2021	3,85	6 750	52 513	885,03	969	59 740	60 709	7 227	7,44 %
Slovenia Government	30.03.2026	5,12	5 400	39 296	984,36	1 130	53 155	54 285	13 860	6,65 %
European Bank Recon & Dev	28.05.2015	5,00	315 000	31 587	10,31	561	32 479	33 040	892	4,05 %
Mexican Government	20.11.2036	10,00	40 000	24 368	64,58	541	25 831	26 371	1 462	3,23 %
Peruvian Government	12.08.2037	6,90	18 000	41 063	228,53	367	41 135	41 502	72	5,08 %
Turkish Government	08.03.2023	7,10	18 500	47 058	238,71	93	44 161	44 253	-2 898	5,42 %
Croatia Government International Bond	26.01.2024	6,00	3 000	20 571	686,51	205	20 595	20 801	25	2,55 %
Lithuanian Government	01.02.2022	6,62	5 500	42 570	767,97	383	42 238	42 621	-332	5,22 %
US Government	01.06.2015	0,25	13 000	81 715	642,68	68	83 548	83 616	1 832	10,24 %
US Government	31.08.2016	0,50	13 850	86 900	641,23	37	88 811	88 848	1 911	10,88 %
Sum Verdipapirportefølje				759 911		8 145	781 411	789 556	21 500	96,73 %
Disponibel likviditet				26 223		411	26 288	26 699	65	3,27 %
TOTAL				786 133		8 556	807 699	816 255	21 565	100,00 %

Nøkkeltall portefølje

Effektiv underliggende avkastning	4,02 %
Effektiv avkastning til kunder*	3,22 %
Rentefølsomhet**	5,77

* Effektiv underliggende avkastning justert for forvaltningshonorar.

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

*** Tall i 1000 NOK.

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

Verdipapirer er vurdert til markedskurser 30.09.2014.

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

Andelskurs per 30.09.2014 117,1496

VERDIPAPIRPORTEFØLJE SKAGEN HØYRENTE PER 30 SEPTEMBER 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	07.03.2016	2,50	62 000	62 500	100,77	95	62 476	62 571	-24	1,84 %
BN Bank ASA	26.01.2015	3,18	50 000	50 000	100,44	283	50 222	50 504	222	1,49 %
Bank 1 Oslo Akershus AS	22.10.2014	2,38	41 500	41 094	100,04	192	41 517	41 709	422	1,23 %
Eiendomskreditt AS	08.05.2015	2,55	40 000	40 000	100,22	150	40 088	40 238	88	1,19 %
Helgeland Sparebank	15.03.2017	3,41	12 000	12 427	103,53	17	12 423	12 440	-4	0,37 %
Helgeland Sparebank	21.11.2014	2,93	10 000	10 083	100,17	33	10 017	10 050	-65	0,30 %
Kredittforeningen for Sparebanker	03.10.2016	3,05	20 000	20 394	101,99	-5	20 398	20 393	4	0,60 %
Kredittforeningen for Sparebanker	01.10.2015	2,86	44 000	44 463	100,89	-3	44 391	44 388	-72	1,31 %
Kredittforeningen for Sparebanker	10.02.2017	2,55	30 000	30 125	101,21	106	30 362	30 468	236	0,90 %
Kredittforeningen for Sparebanker	18.04.2017	2,23	30 000	30 036	100,40	138	30 119	30 256	83	0,89 %
Sparebank 1 Østfold Akershus	20.09.2016	2,91	50 000	50 760	101,78	32	50 889	50 921	129	1,50 %
Pareto Bank ASA	04.11.2014	3,62	20 000	19 970	100,16	115	20 032	20 147	62	0,59 %
Sparebanken Sør	09.05.2016	2,73	27 000	27 290	101,35	102	27 363	27 466	73	0,81 %
Sparebanken Sør	17.10.2014	2,93	55 000	54 993	100,06	336	55 031	55 367	39	1,63 %
Sparebanken Sør	18.02.2015	2,96	53 000	53 451	100,45	187	53 239	53 426	-213	1,57 %
Sparebank 1 Buskerud-Vestfold	25.09.2015	2,93	50 000	49 926	101,09	20	50 544	50 564	618	1,49 %
Skandinaviske Enskilda Banken AB	20.02.2015	2,98	75 000	75 000	100,46	255	75 347	75 601	347	2,23 %
Sparebank 1 SMN	16.03.2016	2,74	68 000	68 721	101,24	67	68 846	68 913	125	2,03 %
Sparebanken Sogn og Fjordane	06.06.2017	2,39	60 000	60 456	101,07	88	60 640	60 728	184	1,79 %
Sparebanken Sør	05.09.2016	3,15	30 000	30 667	102,30	66	30 690	30 755	23	0,91 %
Sparebank 1 Nord-Norge	17.08.2016	3,00	34 000	34 660	102,01	122	34 684	34 806	24	1,03 %
Sparebank 1 Nord-Norge	19.02.2015	2,43	22 500	22 268	100,24	64	22 555	22 619	287	0,67 %
Sparebank 1 Nordvest	09.08.2016	2,93	18 000	18 323	101,74	73	18 314	18 387	-9	0,54 %
Sparebank 1 Nordvest	30.05.2017	2,17	50 000	50 015	100,16	96	50 079	50 176	64	1,48 %
Sparebank 1 Telemark	02.03.2017	3,45	25 000	25 878	103,49	67	25 873	25 940	-5	0,76 %
Sparebank 1 Telemark	10.02.2015	2,42	10 000	9 880	100,21	34	10 021	10 055	141	0,30 %
Sparebank 1 Telemark	21.12.2015	2,56	20 000	20 126	100,77	11	20 153	20 165	27	0,59 %
Totens Sparebank	02.12.2015	2,01	16 000	15 853	100,05	25	16 008	16 033	155	0,47 %
Totens Sparebank	14.10.2016	3,57	20 000	20 655	103,09	-28	20 618	20 590	-37	0,61 %
Totens Sparebank	23.11.2015	2,98	30 000	29 880	101,19	89	30 356	30 445	476	0,90 %
Industri										
AP Moeller - Maersk A/S	16.12.2014	3,57	95 000	96 337	100,33	132	95 317	95 449	-1 019	2,81 %
Entra Eiendom AS	09.11.2015	2,92	115 000	115 534	101,03	466	116 180	116 647	647	3,44 %
Entra Eiendom AS	25.11.2014	2,53	45 000	44 854	100,11	114	45 047	45 161	193	1,33 %
Felleskjøpet Agri SA	15.02.2016	3,42	60 000	60 000	101,66	274	60 998	61 272	998	1,80 %
Olav Thon Eiendomsselskap ASA	15.09.2015	2,81	39 000	39 290	100,81	46	39 317	39 363	27	1,16 %
Scania CV AB	17.06.2016	2,56	50 000	50 000	100,43	46	50 213	50 259	213	1,48 %
Schibsted ASA	16.12.2015	3,77	40 000	40 521	102,00	59	40 799	40 857	278	1,20 %
Tele2 AB	24.02.2015	3,43	50 000	50 460	100,92	172	50 270	50 441	-190	1,49 %
Kraft										
Agder Energi AS	02.03.2016	2,65	25 000	25 118	100,98	52	25 244	25 296	127	0,75 %
Agder Energi AS	28.10.2016	2,35	160 000	160 780	100,83	668	161 323	161 991	543	4,77 %
BKK AS	20.11.2015	2,68	100 000	100 006	100,86	305	100 862	101 167	856	2,98 %
BKK AS	22.08.2017	2,99	55 000	56 269	102,70	178	56 483	56 661	214	1,67 %
BKK AS	26.08.2016	2,68	150 000	151 068	101,32	391	151 987	152 378	920	4,49 %
RENTEPAPIRER MED FAST RENTE										
Industri										
Entra Eiendom AS	10.03.2015	2,00	50 000	50 000	100,04	137	50 022	50 159	22	1,48 %
Olav Thon Eiendomsselskap ASA	15.01.2015	2,15	30 000	30 009	100,06	456	30 019	30 475	10	0,90 %
Olav Thon Eiendomsselskap ASA	17.09.2015	2,03	50 000	50 000	100,00	36	50 000	50 036	0	1,47 %
Olav Thon Eiendomsselskap ASA	18.12.2014	2,10	70 000	70 001	100,04	1 031	70 026	71 057	25	2,09 %
Olav Thon Eiendomsselskap ASA	28.05.2015	2,25	50 000	50 000	100,17	385	50 087	50 472	87	1,49 %
Sum Verdipapirportefølje			2 320 138			7 774	2 327 489	2 335 262	7 351	68,78 %
Disponibel likviditet			1 057 974			2 137	1 057 974	1 060 112		31,22 %
TOTAL			3 378 113			9 911	3 385 463	3 395 374	7 351	100,00 %
Nøkkeltall portefølje										
Effektiv underliggende avkastning	2,23 %									
Effektiv avkastning til kunder*	1,98 %									
Rentefølsomhet**	0,13									

* Effektiv underliggende avkastning justert for forvaltningshonorar.

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

*** Tall i 1000 NOK.

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

Verdipapirer er vurdert til markedskurs per 30.09.2014.

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

Andelskurs per 30.09.2014 103,0346



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 tidshorisonnt på sparepen-
gene, og de som har en lengre
horisonnt, men ønsker minimal
risiko.**

* Fiskere trekker 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 98%

Gjennomsnittlig avkastning per år 4,35%

Forvaltningskapital 3,396 Million NOK

Antall andelseiere 7 150

Tegningsprovisjon 0%

Innløsningsprovisjon 0%

Forvaltningshonorar 0,25% per år

Minste tegningsbeløp 250 NOK

Godkjent for markedsføring i Norge

Referanseindeks ST2X statssertifikatin-
deks

UCITS-fond Ja

Porteføljeforvaltere Elisabeth Gausel
og Ola Sjøstrand



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	47%
Gjennomsnittlig avkastning per år	3,39%
Forvaltningskapital	933 Million NOK
Antall andelseiere	62
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
Porteføljeforvaltere	Elisabeth Gausel og Ola Sjøstrand

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										
Aurskog Sparebank	11.04.2016	2,88	13 000	13 193	101,36	-14	13 177	13 163	-16	1,41 %
BN Bank ASA	07.03.2016	2,50	23 000	23 120	100,77	35	23 177	23 212	57	2,49 %
Bank 1 Oslo Akershus AS	22.10.2014	2,38	26 500	26 389	100,04	123	26 511	26 633	122	2,85 %
Bank 1 Oslo Akershus AS	30.04.2015	2,83	15 000	14 990	100,60	73	15 090	15 163	100	1,62 %
Eiendoms kreditt AS	08.05.2015	2,55	40 000	40 000	100,22	150	40 088	40 238	88	4,31 %
Helgeland Sparebank	05.10.2015	2,88	8 000	8 096	100,99	-4	8 079	8 075	-17	0,87 %
Kredittforeningen for Sparebanker	03.10.2016	3,05	20 000	20 410	101,99	-5	20 398	20 393	-12	2,19 %
Kredittforeningen for Sparebanker	08.03.2016	2,60	60 000	60 203	100,91	95	60 547	60 643	345	6,50 %
Sparebank 1 Østfold Akershus	20.09.2016	2,91	37 000	37 562	101,78	24	37 658	37 682	95	4,04 %
Sparebank 1 Østfold Akershus	10.02.2015	2,82	14 000	14 017	100,36	55	14 050	14 105	34	1,51 %
Sparebank 1 Buskerud-Vestfold	16.02.2015	3,02	5 000	5 026	100,47	18	5 023	5 041	-3	0,54 %
Skandinaviske Enskilda Banken AB	20.02.2015	2,98	21 000	21 000	100,46	71	21 097	21 168	97	2,27 %
Skandiabanken	16.01.2015	2,22	20 000	20 031	100,12	94	20 024	20 118	-7	2,16 %
Sparebank 1 SMN	20.02.2015	2,28	9 000	9 026	100,19	23	9 017	9 040	-9	0,97 %
Sparebank 1 SMN	23.03.2015	2,61	10 500	10 557	100,39	5	10 541	10 546	-16	1,13 %
Sparebanken Hedmark	17.02.2017	2,12	15 000	15 002	100,37	38	15 056	15 094	54	1,62 %
Sparebanken Møre	03.08.2015	1,82	50 000	50 003	100,01	152	50 005	50 157	3	5,37 %
Sparebank 1 Nord-Norge	19.02.2015	2,43	13 000	13 061	100,24	37	13 032	13 068	-29	1,40 %
Sparebank 1 Nordvest	09.08.2016	2,93	16 500	16 804	101,74	67	16 788	16 855	-17	1,81 %
Sparebank 1 Telemark	02.03.2017	3,45	10 000	10 352	103,49	27	10 349	10 376	-3	1,11 %
Sparebank 1 Telemark	10.02.2015	2,42	5 000	5 025	100,21	17	5 011	5 027	-14	0,54 %
Totens Sparebank	14.10.2016	3,57	22 000	22 717	103,09	-31	22 679	22 649	-38	2,43 %
Sum Verdipapirportefølje				456 582		1 051	457 396	458 447	814	49,12 %
Disponibel likviditet				472 797		2 026	472 797	474 823		50,88 %
TOTAL				929 379		3 077	930 193	933 270	814	100,00 %

Nøkkeltall portefølje

Effektiv underliggende avkastning	2,36 %
Effektiv avkastning til kunder*	2,21 %
Rentefølsomhet**	0,06

* Effektiv underliggende avkastning justert for forvaltningshonorar.

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

*** Tall i 1000 NOK.

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

Verdipapirer er vurdert til markedskurser 30.09.2014.

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

Andelskurs per 30.09.2014 101,7112

VERDIPAPIRPORTEFØLJE SKAGEN CREDIT PER 30 SEPTEMBER 2014

Verdipapir	Valuta	Forfallsdato	Pålydende	Kupong	Markedsverdi NOK	Andel av fondet
SKAGEN Credit NOK	NOK		1 096 481		113 681 600	99,77
Likviditet					955 181	0,83
Sum Andelskapital					114 636 781	100

Valutasikringsgrad 97,12%, Eierandel av SKAGEN Credit 67,57%

SKAGEN Credit NOK/SEK/EUR/GBP er såkalte tilføringsfond eller en samling fond som investerer i masterfondet, som overvåker alle investeringer. Dette er en oversikt over porteføljen til SKAGEN Credit masterfond.

SKAGEN CREDIT MASTER FUND, NOK						
Verdipapir	Valuta	Forfallsdato	Pålydende	Kupong	Markedsverdi NOK	Andel av fondet

ENERGI						
Talisman Energy Inc	GBP	05.12.2017	550 000	6,63	6 731 030	4,03
Gazprom OAO Via Gaz Capital SA	USD	11.04.2018	800 000	8,15	5 858 285	3,51
Petrobras International Finance Co	USD	01.03.2018	800 000	5,88	5 557 292	3,33
Noble Group Ltd	USD	29.01.2020	550 000	6,75	3 976 053	2,38
Rosneft Oil Co via Rosneft International Finance Ltd	USD	07.03.2022	600 000	4,20	3 332 077	2,00
Seadrill Ltd	USD	15.09.2017	500 000	6,13	3 217 433	1,93
Sum Energi					28 672 170	17,19

RÅVARER						
Lafarge SA	EUR	13.04.2018	700 000	6,25	6 672 288	4,00
Braskem Finance Ltd	USD	15.04.2021	975 000	5,75	6 582 465	3,95
SSAB AB	EUR	10.04.2019	600 000	3,88	4 952 580	2,97
Glencore Funding LLC	USD	29.04.2019	475 000	3,13	3 098 712	1,86
Sum Råvarer					21 306 046	12,77

KAPITALVARER, SERVICE OG TRANSPORT						
Bombardier Inc	EUR	17.05.2021	600 000	6,13	5 424 925	3,25
Color Group AS	NOK	18.09.2019	5 000 000	6,94	5 111 567	3,06
Stena AB	EUR	01.02.2019	570 000	5,88	5 064 987	3,04
Frigoglass Finance BV	EUR	15.05.2018	375 000	8,25	3 161 950	1,90
Heathrow Funding Ltd	GBP	10.09.2018	250 000	6,25	2 926 996	1,75
Heathrow Finance Plc	GBP	01.03.2017	250 000	7,13	2 821 163	1,69
Bombardier Inc	USD	16.03.2020	200 000	7,75	1 409 819	0,85
Sum Kapitalvarer, service og transport					25 921 408	15,54

INNETKTSAVHENGIGE FORBRUKSVARER						
Fiat Finance & Trade SA	EUR	15.03.2018	700 000	6,63	6 464 212	3,87
Jaguar Land Rover Automotive Plc	USD	14.12.2018	850 000	4,13	5 617 154	3,37
Levi Strauss & Co	USD	15.05.2020	250 000	7,63	1 744 358	1,05
Sum Inntektsavhengige forbruksvarer					13 825 723	8,29

DEFENSIVE KONSUMVARER						
Safeway Ltd	GBP	10.01.2017	400 000	6,00	4 666 821	2,80
Avon Products Inc	USD	01.03.2019	400 000	6,50	2 788 129	1,67
Sum Inntektsavhengige forbruksvarer					7 454 950	4,47

BANK OG FINANS						
Bank of Baroda – London	USD	23.07.2019	750 000	4,88	5 125 142	3,07
Tyrkiye Halk Bankasi AS	USD	19.07.2017	750 000	4,88	4 994 213	2,99
Danske Bank AS	GBP	29.09.2021	450 000	5,38	4 951 786	2,97
Amlin Plc	GBP	18.12.2026	400 000	6,50	4 558 974	2,73
Akbank TAS	USD	24.10.2017	600 000	3,88	3 944 487	2,36
VTB Bank OJSC Via VTB Capital SA	USD	29.05.2018	500 000	6,88	3 340 978	2,00
Diamond Bank Plc	USD	21.05.2019	400 000	8,75	2 648 461	1,59
Akbank TAS	USD	09.03.2018	300 000	6,50	2 084 483	1,25
Sum Bank og finans					31 648 524	18,97

INFORMASJONSTEKNOLOGI						
Nokia OYJ	EUR	04.02.2019	400 000	6,75	3 984 100	2,39
Sum Informasjonsteknologi					3 984 100	2,39

TELEKOM						
Bharti Airtel International Netherlands BV	EUR	10.12.2018	700 000	4,00	6 379 626	3,82
VimpelCom Holdings BV	USD	01.03.2022	550 000	7,50	3 623 452	2,17
Portugal Telecom International Finance BV	EUR	17.04.2018	350 000	5,88	3 166 640	1,90
Sum Telekom					13 169 718	7,89

NYTTETJENESTER						
EP Energy AS	EUR	01.11.2019	575 000	5,88	5 453 532	3,27
EDP Finance BV	USD	01.10.2019	550 000	4,90	3 749 616	2,25
EDP Finance BV	EUR	21.09.2017	275 000	5,75	2 500 863	1,50
Sum Nyttetjenester					11 704 011	7,02

Sum verdipapirportefølje					157 686 650	94,53
---------------------------------	--	--	--	--	--------------------	--------------

DERIVATER						
IRS EUR 20180620	EUR	20.06.2018	4 000 000		-269 396	-0,16
IRS GBP 20180129	GBP	29.01.2018	1 200 000		-117 365	-0,07
IRS USD 20180620	USD	20.06.2018	5 500 000		-18 804	-0,01
IRS USD 20190820	USD	20.08.2019	2 000 000		72 569	0,05
Sum Derivater					-332 996	-0,20

Likviditet					9 478 265	5,68
Sum andelskapital					166 831 919	100



SKAGEN CREDIT

Plukker de beste eplene fra den globale frukthage*

SKAGEN Credit investerer i obligasjoner utstedt av selskaper i ulike bransjer over hele verden. Målet er å gi andelseiere best mulig risikojustert avkastning i forhold til fondets mandat.

* Epletrær, 1907. Av Michael Ancher. Bildet tilhører Skagens Museum (beskåret).

SKAGEN Credit NOK



Fondets startdato	30 mai 2014
Avkastning siden start	0,19%
Forvaltningskapital	114 millioner
Antall andelseiere	301
Effektiv underliggende avkastning:	4,14%
Effektiv avkastning til kunder:	3,34%
Rentefølsomhet:	1,23
Gjennomsnittlig tid til forfall:	4,2 år
Forvaltningshonorar	0,8% per år
Andelskurs per 30.09.2014:	100,1943
Minste tegningsbeløp	250 kroner
Referanseindeks	Statsobligasjonsindeks 1.0.
UCIT:s-fond	Ja
Markedsføringsstillatelse for SKAGEN Credit Masterfond	Norge, Sverige, Danmark, Island, Nederland, Luxemburg, Sveits, Storbritannia og Finland
Porteføljeforvaltere	Ola Sjøstrand og Tomas Nordbø Middelthon

REGNSKAP PER 30 SEPTEMBER 2014

Resultatregnskap (angitt i hele tusen kroner)	SKAGEN Vekst 1.–3. kv 2014	SKAGEN Global 1.–3. kv 2014	SKAGEN Kon-Tiki 1.–3. kv 2014	SKAGEN m ² 1.–3. kv 2014	SKAGEN Balanse 60/40 1.–3. kv 2014	SKAGEN Tellus 1.–3. kv 2014	SKAGEN Avkastning 1.–3. kv 2014
PORTEFØLJEINNETEKTER OG -KOSTNADER							
Renteinntekter/-kostnader	3 272	2 434	-8 695	617	1 907	16 875	33 101
Aksjeutbytte	151 691	894 384	713 772	15 066	-	-	-
Gevinst/tap ved realisasjon	816 640	2 442 878	1 701 961	-19 289	7 015	3 573	358
Endring urealiserte kursgevinster/tap	-409 760	-986 865	-1 880 704	74 566	-830	27 221	22 785
Garantiprovisjon	-	1 101	-	-	-	-	-
Kurtasje	-5 284	-25 466	-28 856	-749	-	-25	-13
Valutagevinst/tap	13 752	256 587	100 126	255	-	-889	3 795
PORTEFØLJERESULTAT	570 310	2 585 055	597 605	70 468	8 092	46 753	60 026
FORVALTNINGSINNTEKTER OG -KOSTNADER¹							
Forvaltningshonorar fast	-63 327	-342 694	-755 980	-5 849	-	-3 734	-5 292
Beregnet variabelt forvaltningshonorar *	-13 802	-	415 405	317	-	-	-
FORVALTNINGSRESULTAT	-77 130	-342 694	-340 576	-5 532	-	-3 734	-5 292
RESULTAT FØR SKATTEKOSTNAD	493 180	2 242 361	257 029	64 936	8 092	43 020	54 734
Skattekostnad	-3 531	-84 725	-65 297	-4 135	-605	-	-
PERIODE RESULTAT	489 649	2 157 636	191 732	60 801	7 487	43 020	54 734

Balanse	SKAGEN Vekst 30.9.2014	SKAGEN Global 30.9.2014	SKAGEN Kon-Tiki 30.9.2014	SKAGEN m ² 30.9.2014	SKAGEN Balanse 60/40 30.9.2014	SKAGEN Tellus 30.9.2014	SKAGEN Avkastning 30.9.2014
EIENDELER							
Norske verdipapirer til kostpris	2 038 558	1 668 437	1 503 550	11 638	238 416	-	903 936
Utenlandske verdipapirer til kostpris	4 418 935	31 806 548	38 421 290	512 214	26 500	759 911	294 141
Urealiserte kursgevinster/tap	1 619 098	9 770 150	11 220 082	30 670	14 417	21 500	27 964
Opptjente renter verdipapirer	-	-	-	91	2 274	8 504	9 249
SUM VERDIPAPIRPORTEFØLJE	8 076 591	43 245 135	51 144 921	554 613	281 607	789 915	1 235 289
Tilgodehavende aksjeutbytte	4 258	23 015	38 928	647	-	-	-
Opptjente renter bank	-	-	-	-	-	-	-
SUM OPPTJENTE, IKKE MOTTATTE INNTEKTER	4 258	23 015	38 928	647	-	-	-
Til gode fra meglere	-	379 173	12 912	1 677	-	26 962	-
Til gode fra forvaltningsselskapet	3	14	141 945	3	-	3	2
Tilgodehavende skatt på aksjeutbytte	2 108	38 340	5 016	519	-	940	-
Andre fordringer	-	-	-	284	-	336	-
SUM ANDRE FORDRINGER	2 111	417 527	159 874	2 483	-	28 242	2
Bankinnskudd	292 749	2 811 829	1 564 593	35 177	1 853	28 105	403 657
SUM EIENDELER	8 375 709	46 497 506	52 908 315	592 920	283 460	846 261	1 638 948
EGENKAPITAL¹							
Andelskapital til pålydende	488 525	4 010 567	8 419 365	488 290	230 456	699 478	1 154 349
Overkurs	-2 530 354	16 045 897	22 334 015	55 406	25 593	85 632	422 707
INNSKUTT EGENKAPITAL	-2 041 829	20 056 464	30 753 380	543 696	256 049	785 110	1 577 056
Opptjent egenkapital	10 361 059	26 095 890	22 038 273	43 517	26 653	32 775	59 720
SUM EGENKAPITAL	8 319 230	46 152 354	52 791 653	587 213	282 702	817 885	1 636 776
GJELD							
Utsatt skatt	-	-	-	378	61	-	-
Skyldig til meglere	19 426	191 351	104 583	592	-	26 850	-
Skyldig til forvaltningsselskapet	35 404	118 404	-	1 855	-	1 526	2 046
Annen gjeld	1 650	35 398	12 079	2 881	696	-	126
SUM ANNEN GJELD	56 479	345 152	116 662	5 707	757	28 376	2 172
SUM GJELD OG EGENKAPITAL	8 375 709	46 497 506	52 908 315	592 920	283 460	846 261	1 638 948
	Klasse						
Antall utstedte andeler	A	4 880 901	37 737 472	71 355 347	4 872 498	6 881 392	11 543 488
Basiskurs per andel 30.09.2014	A	1 702,9226	1 150,7457	626,9337	119,7343	122,6705	117,1496
Antall utstedte andeler	B	4 345	2 368 197	12 838 299	10 404	113 386	141,7938
Basiskurs per andel 30.09.2014	B	1 702,5503	1 150,9100	627,5001	119,5697	117,2917	

Note: Avvik på kursen i forhold til porteføljene skyldes periodiseringsavvik per 30.09.2014.

* Beregnet variabelt forvaltningshonorar per 30.09.14: I henhold til vedtektene skal endelig avregning skje per 31.12.2014 basert på verdutvikling resten av året. I SKAGEN Vekst belastes variabelt forvaltningshonorar kun dersom andelsverdien 31.12 er høyere enn andelsverdien ved forrige belastning/avregning (høyvannmerke).

¹⁾ Hvorfor fordeling på de respektive andelsklasser	Klasse	SKAGEN Vekst 1.–3. kv 2014	SKAGEN Global 1.–3. kv 2014	SKAGEN Kon-Tiki 1.–3. kv 2014	SKAGEN m ² 1.–3. kv 2014	SKAGEN Tellus 1.–3. kv 2014
Forvaltningshonorar fast	A	-63 308	-334 093	-710 782	-5 844	-3 721
Beregnet forvaltningshonorar variabelt	A	-13 802	-	375 125	315	-
Sum forvaltningshonorar	A	-77 110	-334 093	-335 657	-5 529	-3 721
Forvaltningshonorar fast	B	-20	-8 601	-45 199	-5	-13
Beregnet forvaltningshonorar variabelt	B	-	-	40 280	2	-
Sum forvaltningshonorar	B	-20	-8 601	-4 919	-3	-13
Sum fast og beregnet variabelt forvaltningshonorar	Alle	-77 130	-342 694	-340 576	-5 532	-3 734
¹⁾ Hvorfor fordeling på de respektive andelsklasser	Klasse	SKAGEN Vekst 30.9.2014	SKAGEN Global 30.9.2014	SKAGEN Kon-Tiki 30.9.2014	SKAGEN m ² 30.9.2014	SKAGEN Tellus 30.9.2014
Andelskapital til pålydende	A	488 090	3 773 747	7 135 535	487 250	688 139
Overkurs	A	-2 537 311	13 620 257	15 396 340	55 242	83 678
Sum innskutt egenkapital	A	-2 049 221	17 394 005	22 531 875	542 492	771 818
Andelskapital til pålydende	B	434	236 820	1 283 830	1 040	11 339
Overkurs	B	6 957	2 425 639	6 937 675	163	1 954
Sum innskutt egenkapital	B	7 392	2 662 459	8 221 505	1 204	13 292
Sum innskutt egenkapital	Alle	-2 041 829	20 056 464	30 753 380	543 696	785 110

Resultatregnskap (angitt i hele tusen kroner)	SKAGEN Høyrente 1.–3. kv 2014	SKAGEN Høyrente Inst. 1.–3. kv 2014	SKAGEN Krona** 1.–3. kv 2014	SKAGEN Credit 30.5–30.9.2014	SKAGEN Credit NOK 30.5–30.9.2014	SKAGEN Credit SEK** 30.5–30.9.2014	SKAGEN Credit EUR*** 30.5–30.9.2014	SKAGEN Credit GBP**** 30.5–30.9.2014
PORTEFØLJEINNTEKTER OG -KOSTNADER								
Renteinntekter/-kostnader	69 127	22 019	10 534	2 413	2 162	354	43,62	8,04
Aksjeutbytte	-	-	-	-	-	-	-	-
Gevinst/tap ved realisasjon	970	453	-	3	437	27	1,25	-0,35
Endring urealiserte kursgevinster/tap	-2 557	-813	-1 378	1 802	1 361	619	72,83	-9,14
Garantiprovisjon	-	-	-	-	-	-	-	-
Kurtasje	-3	-2	-9	-22	-5	-5	-0,24	-0,05
Valutagevinst/tap	-	-	-	400	-3 512	-917	-110,60	0,67
PORTEFØLJERESULTAT	67 538	21 656	9 147	4 597	443	78	6,87	-0,82
FORVALTNINGSINNTEKTER OG -KOSTNADER¹								
Forvaltningshonorar fast	-6 326	-1 267	-1 130	-	-286	-59	-6,47	-1,03
Beregnet variabelt forvaltningshonorar *	-	-	-	-	-	-	-	-
FORVALTNINGSRESULTAT	-6 326	-1 267	-1 130	-	-286	-59	-6,47	-1,03
RESULTAT FØR SKATTEKOSTNAD	61 212	20 389	8 018	4 597	157	19	0,40	-1,86
Skattekostnad	-	-	-	-	-	-	-	-
PERIODE RESULTAT	61 212	20 389	8 018	4 597	157	19	0,40	-1,86

Balanse	SKAGEN Høyrente 30.9.2014	SKAGEN Høyrente Inst. 30.9.2014	SKAGEN Krona** 30.9.2014	SKAGEN Credit 30.9.2014	SKAGEN Credit NOK 30.9.2014	SKAGEN Credit SEK** 30.9.2014	SKAGEN Credit EUR*** 30.9.2014	SKAGEN Credit GBP**** 30.9.2014
EIENDELER								
Norske verdipapirer til kostpris	2 320 138	456 582	-	5 089	110 392	26 898	2 906,15	492,96
Utenlandske verdipapirer til kostpris	-	-	693 388	147 454	-	-	-	-
Urealiserte kursgevinster/tap	7 351	814	427	1 802	1 361	619	72,83	-9,14
Opptjente renter verdipapirer	8 434	1 564	2 448	3 262	1 929	475	51,42	8,35
SUM VERDIPAPIRPORTEFØLJE	2 335 922	458 960	696 263	157 607	113 682	27 992	3 030,40	492,18
Tilgodehavende aksjeutbytte	-	-	-	-	-	-	-	-
Opptjente renter bank	-	-	-	-	-	-	-	-
SUM OPPTJENTE, IKKE MOTTATTE INNTEKTER	-	-	-	-	-	-	-	-
Til gode fra meglere	-	-	-	-	-	-	-	-
Til gode fra forvaltningsselskapet	-	-	-	-	-	-	0,02	-
Tilgodehavende skatt på aksjeutbytte	-	-	-	-	-	-	-	-
Andre fordringer	-	-	-	-	-	-	-	-
SUM ANDRE FORDRINGER	-	-	-	-	-	-	0,02	-
Bankinnskudd	1 062 153	474 696	12 345	10 123	1 598	127	25,06	6,00
SUM EIENDELER	3 398 076	933 656	708 608	167 730	115 279	28 118	3 055,47	498,18
EGENKAPITAL¹								
Andelskapital til pålydende	3 287 201	917 743	693 590	162 268	114 804	28 032	3 049,81	499,25
Overkurs	28 575	-6 354	4 252	866	90	17	0,05	-
INNSKUTT EGENKAPITAL	3 315 776	911 390	697 842	163 133	114 894	28 050	3 049,87	499,25
Opptjent egenkapital	71 036	21 887	9 936	4 597	157	19	0,40	-1,86
SUM EGENKAPITAL	3 386 812	933 276	707 778	167 730	115 051	28 069	3 050,27	497,39
GJELD								
Utsatt skatt	-	-	-	-	-	-	-	-
Skyldig til meglere	-	-	-	-	-	-	-	-
Skyldig til forvaltningsselskapet	2 178	380	366	-	228	49	5,21	0,79
Annen gjeld	9 085	-	464	-	-	-	0,00	-
SUM ANNEN GJELD	11 264	380	831	-	228	49	5,21	0,79
SUM GJELD OG EGENKAPITAL	3 398 076	933 656	708 608	167 730	115 279	28 118	3 055,47	498,18

	Klasse	SKAGEN Høyrente 30.9.2014	SKAGEN Høyrente Inst. 30.9.2014	SKAGEN Krona** 30.9.2014	SKAGEN Credit 30.9.2014	SKAGEN Credit NOK 30.9.2014	SKAGEN Credit SEK** 30.9.2014	SKAGEN Credit EUR*** 30.9.2014	SKAGEN Credit GBP**** 30.9.2014
Antall utstedte andeler	A	32 872 013	9 177 430	6 935 905	1 622 678	1 148 038	280 323	24 344	2 496
Basiskurs per andel 30.09.2014	A	103,0346	101,7112	102,0454	103,6786	100,1943	100,1216	9,9993	9,9573
Antall utstedte andeler	B	-	-	-	-	-	-	6 154	2 496
Basiskurs per andel 30.09.2014	B	-	-	-	-	-	-	10,0107	9,9690

Note: Avvik på kursen i forhold til porteføljene skyldes periodiseringsavvik per 30.09.2014.

* Beregnet variabelt forvaltningshonorar per 30.09.14: I henhold til vedtektene skal endelig avregning skje per 31.12.2014 basert på verdutvikling resten av året. I SKAGEN Vekst belastet variabelt forvaltningshonorar kun dersom andelsverdien 31.12 er høyere enn andelsverdien ved forrige belastning/avregning (høyvannsmerke).

** Angitt i hele tusen svenske kroner.

*** Angitt i tusen EUR.

**** Angitt i tusen GBP.

¹⁾ Hvorav fordeling på de respektive andelsklasser	Klasse	SKAGEN Credit EUR*** 30.5–30.9.2014	SKAGEN Credit GBP**** 30.5–30.9.2014
Forvaltningshonorar fast	A	-	-
Beregnet forvaltningshonorar variabelt	A	-5,55	-0,66
Sum forvaltningshonorar	A	-5,55	-0,66
Forvaltningshonorar fast	B	-0,92	-0,37
Beregnet forvaltningshonorar variabelt	B	-	-
Sum forvaltningshonorar	B	-0,92	-0,37
Sum fast og beregnet variabelt forvaltningshonorar	Alle	-6,47	-1,03
¹⁾ Hvorav fordeling på de respektive andelsklasser	Klasse	SKAGEN Credit EUR*** 30.9.2014	SKAGEN Credit GBP**** 30.9.2014
Andelskapital til pålydende	A	2 434,41	249,63
Overkurs	A	0,02	-
Sum innskutt egenkapital	A	2 434,44	249,63
Andelskapital til pålydende	B	615,40	249,63
Overkurs	B	0,03	-
Sum innskutt egenkapital	B	615,43	249,63
Sum innskutt egenkapital	Alle	3 049,87	499,25

Returadresse:
Skagen AS
Postboks 160
4001 Stavanger



SKAGENs Markeds- og Årsrapport blir digital



Fra og med denne utgaven vil vi kun sende ut Markeds- og Årsrapporter elektronisk - du vil altså ikke få en papirutgave i postkassen mer. Dersom du ikke gir oss beskjed sender vi deg markeds- og årsrapporter til e-postadressen vi har registrert på deg. Har du ikke registrert e-posten din hos oss?

Send oss e-posten din

1. Send en epost til kundeservice@skagenfondene.no
2. Oppgi hvilken e-postadresse du ønsker at vi skal benytte for å sende deg de nye publikasjonene. Legg gjerne ved navn og adresse slik at vi er sikre på at vi har riktig e-post til riktig kunde.
3. Når vi mottar din e-post kan du også få annen viktig informasjon, som våre månedlige nyhetsbrev, invitasjoner osv.

Har du ikke tilgang til e-post eller vil du fortsatt motta rapportene i papirformat ber vi deg ta kontakt med kundeservice på **telefon 04001** mellom klokken 8.00 og 21.00 på hverdager. Du kan også sende en e-post til kundeservice@skagenfondene.no

Våre kundeundersøkelser viser at flertallet av våre kunder ønsker å motta informasjon digitalt. En nyhet er at vi introduserer en såkalt ePub-løsning som gjør det mulig å lese rapporten på en mindre skjerm, for eksempel mobiltelefonen.

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
Vevika Sjøberg
Parisa Kate Lemaire
Anna S Marcus

Opplag: 37.000
Design: Werksemd og
Kaland Marketing
Forsidefoto: iStockphoto

