

MARKEDSRAPPORT

SKAGEN



HOLDER
KURSEN

...OG TØR Å VÆRE KONTRÆRE

Sikt langt

Noen ganger er det lurt å ha litt perspektiv på tingene.

Starten av 2015 kan karakteriseres som mer av det som skjedde i fjor. Aksjemarkedene gjorde det sterkt i årets første kvartal. Prisene på aksjer har steget jevnt over lengre tid, og euforien er i ferd med å bli den permanente tilstanden. Det er i slike situasjoner man skal la sin indre skeptiker slippe til. I 2014 og så langt i 2015 er det de store og ofte dyre selskapene som har vært populære. Vi i SKAGEN mener at det nå er viktigere enn på lenge å finne de virkelig gode selskapene, og unngå å kjøpe de som har steget mest.

Vi kommer ikke til å vinne noen popularitetskonkurranser ved å påpeke dette. Det er heller ikke meningen. Vi vet nemlig av erfaring at på sikt så lønner det seg å kjøpe gode selskaper billig, og være investert i dem helt til resten av verden kommer etter. Det samme mener forskere, nå sist professor Roger Ibbotson ved Yale University, som gjennom sine studier har funnet at upopulære verdiaksjer (som SKAGEN investerer i) over tid har gjort det bedre enn vekstaksjer. Så langt er det såkalte vekstaksjer som er i vinden, men det vet vi vil snu. Vi vet bare ikke når.

For å prestere bedre enn referanseindeks, må en aktiv forvalter som SKAGEN investere i andre selskaper enn indeksen. I tider hvor passiv forvaltning har stor fremgang kan det være fristende å legge seg litt for nærme indeksen. Derfor har det vært ekstra interessant å se myndighetene i både Norge og andre lands økte interesse for såkalte «skapindeksforvaltere», altså forvaltere som hevder å være aktive men som i praksis ligger nære indeks. SKAGEN vil garantert holde fast på sin aktive investeringsfilosofi.

De som ser fremover har en rekke fordeler. For det første er de ofte flinke investorer som klarer å holde fast ved målene sine. Jo lengre du er investert desto mer øker sannsynligheten for at du oppnår god avkastning. I tillegg er det enklere å holde balansen om du ser opp og frem i stedet for ned på skotuppene dine. Vi anbefaler alle som investerer langsiktig å spre sparingen over flere fond, gjerne en kombinasjon av aksje- og rentefond. Som man ofte sier: legger du alle eggene i en kurv øker også risikoen.

Det er mange gode ting i vente. Vi i SKAGEN gleder oss over den positive responsen vi har fått på vårt nye globale aksjefond. Neida, det er ikke startet opp riktig ennå, men tilbakemeldingene på selve ideen bak fondet har vært gode. Det er noe å se fram til!



Professor Roger G. Ibbotson ved Yale University har skrevet en rekke bøker og vitenskapelige artikler. Blant annet har han undersøkt ulike kriterier for investeringer i aksjer som likviditet og selskapenes størrelse i perioden 1996 til 2014. Ett av funnene er at mindre selskaper har gjort det bedre enn større selskaper. Ikke fordi risikoen har vært høyere men på grunn av deres lave popularitet. Større selskaper med høy likviditet er populære blant institusjonelle investorer, en trend som forsterkes i takt med at investorene blir mer kortsiktige. Ibbotsons undersøkelse viser blant annet at upopulære selskaper har vært bedre investeringer enn populære.

Les mer på www.som.yale.edu/roger-g-ibbotson



– Leif Ola Rød
Administrerende direktør



Foto: Bloomberg

15

SKAGEN Kon-Tiki tror på utsiktene for Petrobras - det skandaleomsuste brasilianske oljeselskapet som nå gjør comeback i porteføljen.



Foto: Bloomberg

12

Den nordiske banken Nordea leverte høyere utbytte enn forventet, som sendte aksjen opp 22 prosent. Selskapet endte som en av SKAGEN Globals beste bidragsyttere i kvartalet. På bildet: Adm. dir. Christian Clausen

LEDER

Sikt langt > 2
Leif Ola Rød

OM SKAGEN

Utvikling > 4
Avkastning- og risikomåling > 27

PORTEFØLJE-FORVALTERNES BERETNING

INNLEDNING

Binder oss til masten > 5
Gode selskaper er som gode skip – de seiler stødig i all slags vær

AKSJEFOND

SKAGEN Vekst > 9
Motvind fra oljeindustrien

SKAGEN Global > 12
På vei tilbake

SKAGEN Kon-Tiki > 15
Bedring i sikte

SKAGEN m² > 18
Eiendom viser fortsatt styrke – og har mer å gi

KOMBINASJONSFOND

SKAGEN Balanse 60/40 > 25

RENTEFOND

Rentekommentaren > 21
Lave renter kan bli enda lavere

SKAGEN Credit > 22
Rask opphenting

SKAGEN Tellus > 24
Fristende greske obligasjoner

SKAGEN Høyrente > 25
God avkastning tross lave renter

SKAGEN Høyrente Institusjon > 25
Lav risiko er hovedfokus

SKAGEN Avkastning > 26
Draghi leverte varene

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

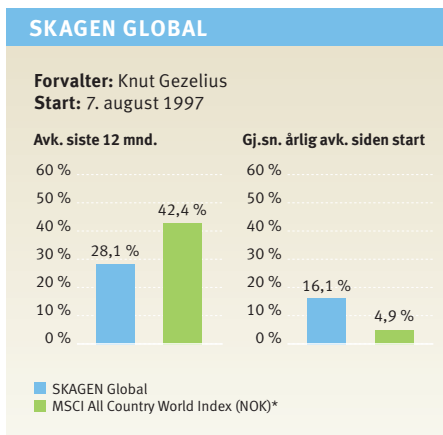
Rapporten skal ikke forstås som et tilbud eller en anbefaling om kjøp eller salg av finansielle instrumenter. SKAGEN påtar seg intet ansvar for direkte eller indirekte tap eller utgifter som skyldes bruk eller forståelse av rapporten. SKAGEN anbefaler alle som ønsker å investere i våre fond å ta kontakt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

Utvikling

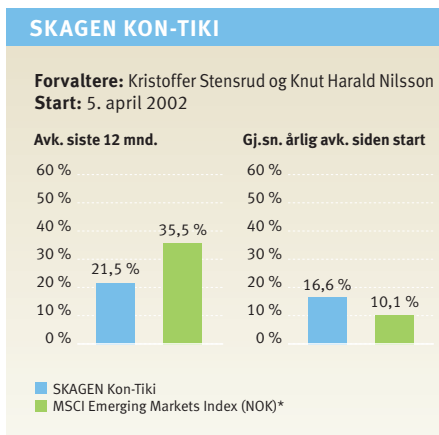
I tabellene vises avkastningen i SKAGENS fond i forhold til de respektive referanseindekser. Med mindre annet er oppgitt er alle avkastningstall i denne markedsrapporten knyttet til klasse A, og oppgis etter fradrag for gebyrer. Fondenes avkastningstall er oppdatert per 31. mars 2015.

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

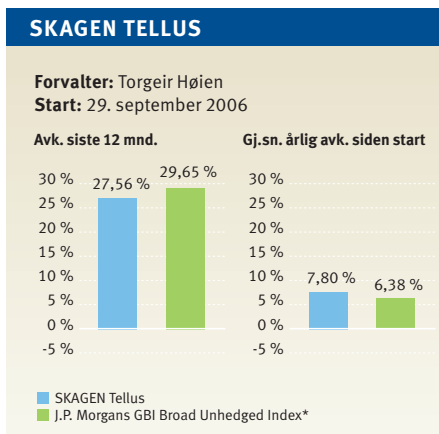
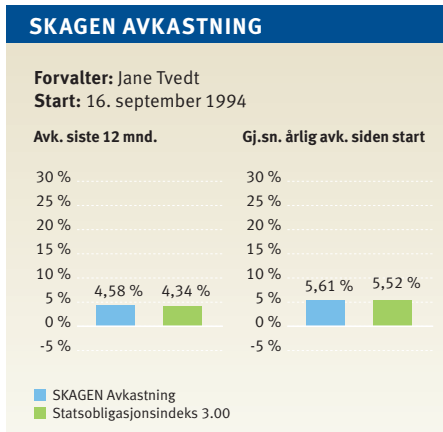
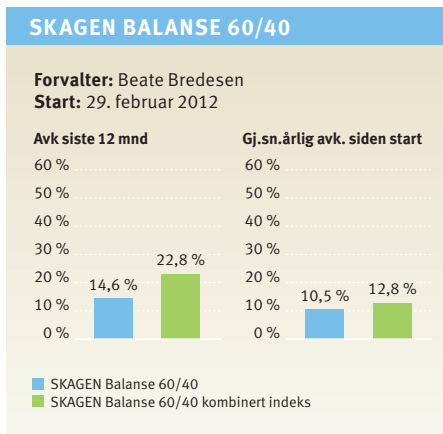
■ Aksjefond ■ Rentefond



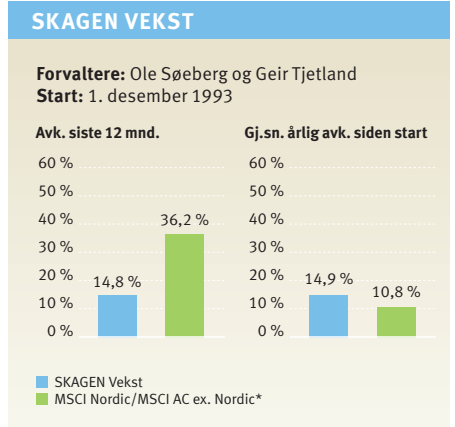
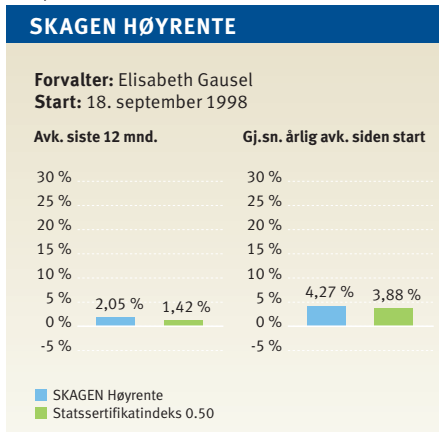
* Før 1.1.2010 var indeks MSCI World (NOK)



* Før 1.1.2004 var indeks verdensindeksen



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



* Investeringsmandatet endret 1.1 2014. Mer informasjon på side 9. Før 1.1.2010 var indeks OSEBX

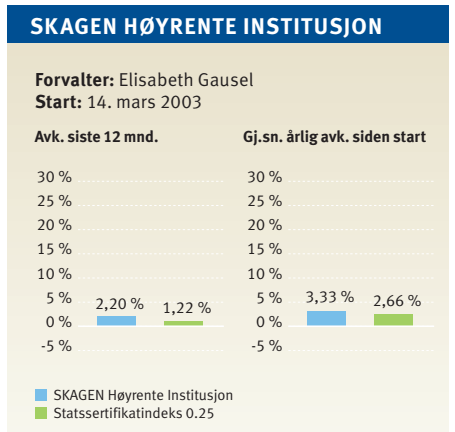
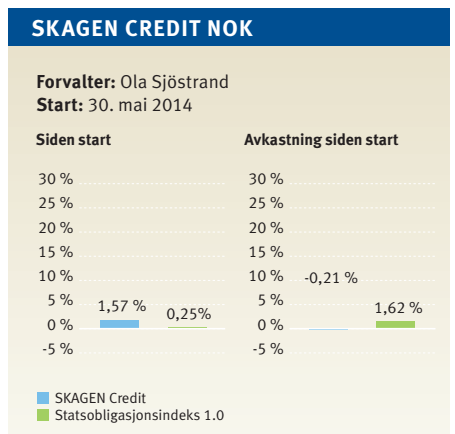
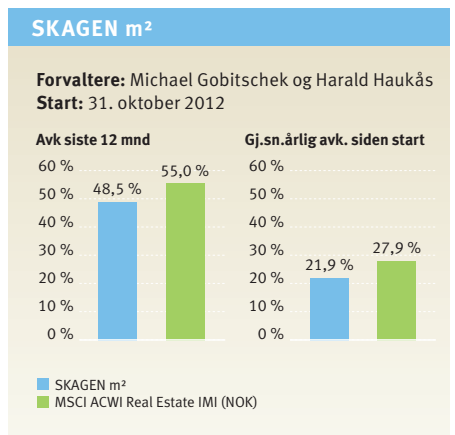




Foto: Bloomberg

Etter noen tøffe kvartaler mener vi det er flere triggere for overraskelser på oppsiden for Samsung - blant dem lanseringen av mobiltelefonen Galaxy S6.

Porteføljeforvalternes beretning

Innledning

- › Alle fondene våre leverte god absolutt avkastning, selv om aktive og verdibaserte forvaltere fortsatte å kjempe i motvind i første kvartal
- › Kraftige valutasvingninger har ført til uforutsigbare resultatoppdateringer fra selskapene – SKAGEN er godt posisjonert til å dra nytte av dette
- › Makrodriverne har fortsatt å være stimulerende i første kvartal 2015 med vedvarende lave energipriser og ytterligere fall i rentene
- › Volumvekst og økt produktivitet vil vare ved i 2015, og ergo er nøkkeldriverne for et fortsatt godt aksjemarked til stede



Foto: Bloomberg

Energiprisene er uendret, men råvareprisene er ned 6 prosent. Positivt for den økonomiske aktiviteten.



Foto: Bloomberg

Thomas Jordan i den sveitsiske nasjonalbanken offentliggjorde overraskende at den ville frigjøre sveitsiske franc fra euro, som førte til at franc styrket seg mot euro med 13 prosent.

Binder oss til masten

Gode selskaper er som gode skip – de seiler stødig i all slags vær

Fondene våre har levert god absolutt avkastning så langt i 2015. Likevel har aksjefondene gjort det svakere enn sine respektive referanseindekser, på samme måte som i andre halvdel av 2014. De fleste aktive og verdibaserte investorer får det tøffere når passive fond og smarte beta-fond løper etter de dyre selskapene. Vi har imidlertid ingen intensjoner om å endre investeringsfilosofien som har vist seg å fungere godt de siste 22 årene.

Mer spesifikke detaljer om resultatene og utsiktene til de forskjellige fondene finner du i de enkelte fondenes resultatoppdatering.

Valutasvingninger gir dårligere sikt

Verden kan sees fra mange vinkler. Avhengig av hvor man står, bør ens handlinger vurderes med omhu.

2015 har begynt som fjoråret sluttet. Vi har sett betydelige valutasvingninger, og en amerikansk dollar som har styrket seg på bekostning av andre valutaer. Av de store valutaene har euroen svekket seg med elleve prosent mot amerikanske dollar og tolv prosent mot japanske yen. Valutabevegelser i denne størrelsesordenen gir betydelige utslag i tallene som selskapene rapporterer, og vi har sett amerikanske selskaper melde at inntjeningen i utlandet vil komme inn lavere.

I perioder med store, kortsiktige valuta-bevegelser, bør man ikke ta beslutninger som er av langsiktig og ugjenkallelig karakter. I løpet av første kvartal i år har vi sett

flere selskaper oppdatere guidingen for 2015 basert utelukkende på valutabevegelser og endrede forutsetninger. Aksjene har reagert nærmest mekanisk på nyhetene. Men dersom ledelsen skulle forsøke å endre kurs på grunn av valutabevegelser som er ugunstige på kort sikt, vil dette gi økt risiko. Så langt har vi ikke sett tegn på slike beslutninger. Selskapene er vanligvis ikke så dyktige på å spå valutakursens utvikling på kort til mellomlang sikt, så de mest pragmatiske selskaper velger bare å posisjonere seg der de kan skape mest mulig verdi over tid, for eksempel med produksjon og distribusjon nær de lønnsomme kundene.

Ta Roche som et eksempel. Dette sveitsiske legemiddelelskapet har vokst og skapt betydelige verdier for aksjonærene i flere tiår til tross for konstant motvind i form av en stadig sterkere sveitsisk franc. Eksempelet med Roche viser hvordan ledelsen i et selskap kan navigere under varig utfordrende valutaforhold ved hjelp av selvstendig tenkning og klok bruk av selskapets ressurser. Hadde ikke ledelsen i Roche ekspandert virksomheten med lokal satsing i et globalt perspektiv, så hadde gjerne Roche fremdeles vært et lokalt apotek i Sveits. Roche er i dag en av de ti største investeringene i SKAGEN Global og utgjør to prosent av SKAGEN Vekst.

Det er vår oppgave å finne lavt prisede selskaper med en kultur for god markedsforståelse og smarte veivalg, som kan skape betydelige verdier for aksjonærene over tid. Våre koreanske eksport-ener, Samsung Electronics og Hyundai Motor Group, har demonstrert denne evnen. Hadde ikke menneskene bak roret i disse virksomhetene hatt en stor global visjon, så ville gjerne Samsung fortsatt vært en komponentprodusent og Hyundai et byggefirma.

Selskapene planlegger neste års budsjett eller rullerende økonomiplaner for

“Bedrifter styres via budsjetter og planer, så når det skjer store valutaendringer, ser man ofte at navigasjonsinstrumentene til ledelsen blir mindre nøyaktige.”

å optimalisere fordelingen av ressurser. Stort sett fungerer dette godt, men i perioder med store valutasvingninger eller økonomisk turbulens, kan både budsjetter og planer fort forvandles til unøyaktige navigasjonsinstrumenter. Hva gjør man da? Historien har vist at dersom man er forberedt og forvalter midlene godt, vil valutabevegelser få en begrenset langsiktig effekt. Nøkkelen til gode resultater er god forvaltning av ressursene.

Aksjemarkedet liker selskaper med høy visibilitet, og dersom utsiktene oppfattes som gode, vil dette ofte gi en høy-

ere verdsettelse av virksomheten. I noen ekstreme tilfeller har man også opplevd at utsiktene kun er en luftspeiling, som IT-boblen i 1999-2000.

Når utsiktene er uklare, er verdsettelsen ofte lav fordi investorene er nervøse og usikre på de fremtidige kontantstrømmene.

De betydelige valutasvingningene den siste tiden gjør at selskapenes resultatopp-

dateringer for årets første kvartal vil være mer volatile og uforutsigbare. Dette kan i sin tur føre til en mer volatil periode for aksjer i tiden som kommer. For en aktiv og verdiorientert forvalter som SKAGEN er dette en mulighet som vi står klar til å utnytte. I SKAGEN ser vi tre til fire år fremover i selskapene for å identifisere verdiskaping som har til gode å bli reflektert i

aksjekursen. I perioder med høyere usikkerhet, vil markedet kun se to til tre kvartaler fremover, noe som gir oss et godt utvalg av investeringskandidater. Derfor liker vi en og annen korreksjon i aksjemarkedet.



De viktigste makrodriverne i første kvartal har vært:

- Energiprisene er uendret, men samlet er råvareprisene ned 6 prosent – positivt for den økonomiske aktiviteten.
- De lange rentene har falt 20-30 basispunkter i Europa og Nord-Amerika, ligget flat i Japan og gått opp i Brasil – positivt for boligpriser og forbruk.
- Den økonomiske veksttakten har tatt seg opp i Europa, men viser tegn til å sakke ned i Nord-Amerika, Kina og Latin-Amerika. Den globale veksten er 3,5 prosent i 2015.

ÅRETS FØRSTE PITSTOPP

Makrodriverne har fortsatt å være stimulerende i første kvartal 2015 med vedvarende lave energipriser og ytterligere fall i rentene.

Den samlede visdommen til alle investorer – det globale aksjemarkedet – har belønnet utviklingen i første kvartal med en verdiøkning på to prosent målt i amerikanske dollar. Imidlertid er den underliggende regionale utviklingen langt mer variert. Europa er opp 17 prosent i lokal valuta (7 prosent i amerikanske dollar), USA er uendret og på bunn finner man Latin-Amerika, ned 11 prosent i amerikanske dollar. Markedets budskap er tydelig; den svake euroen vil styrke Europas konkurransevne og økonomiske aktivitet, mens den sterke dollaren gir motsatt effekt på den andre siden av dammen. Oppstyret rundt korrupsjon i Latin-Amerika bør ikke komme som en overraskelse, men det ser ut som om investorene er gått lei. For kontrære investorer kan tiden være moden for å utforske regionen nærmere.

Verdivurderingen av det globale aksjemarkedet er nøytral på 16,6 ganger inntjeningen for 2015. Dette tilsvarer en 6,0 prosent inntjeningsyield, som er konkurransedyktig vis-à-vis 10-årsrenten på 0-2 % i utviklede markeder. Fremvoksende markeder er priset til bare 12.2x inntjeningen eller 8,2 % inntektsyield. De 10-årige obligasjonsrentene i fremvoksende markeder varierer imidlertid 2-13 prosent.

HVA ER I VENDE FOR RESTEN AV 2015?

Selskapene forbereder nå rapportene for første kvartal 2015, og finansavdelingene er opptatt med å konsolidere inntektsstrømmer, kostnader og finansiell eksponering før offentliggjøringen.

Investorene vil trolig støte på noen overraskelser i form av uforutsette valutaeffekter, men sett bort fra det, ser det ut til at veksten i volum og produktivitet vil vare ved, og ergo er nøkkeldriverne for et fortsatt godt aksjemarked til stede.

Markedet er ikke preget av urealistiske illusjoner i dag og de få tilfellene av overprisede aktiva, slik som nye forretningsmodeller bygget på mobilapper, er nok utilstrekkelig til å skape de helt store bølgene.

Derfor er vi fortsatt positive. Hvis vi ser tegn til den tradisjonelle "sell in May and go away", vil vi anse dette mer som en mulighet enn som starten på en lengre negativ periode for finansmarkedene. Det er rett og slett for tynt med negative ingredienser.



HVA KAN SKAPE BØLGER LENGRE INN I 2015?

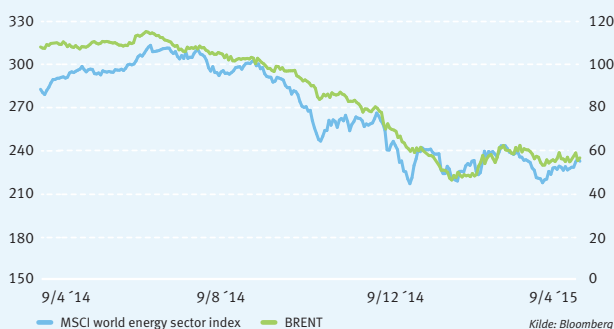
Siden den arabiske våren i 2011, har antallet smarttelefoner i omløp vokst med mer enn 500 millioner enheter per år. Dermed kan mer enn to milliarder mennesker uttrykke sine synspunkter til et svært bredt publikum. For tradisjonelt undertrykkende politiske systemer, kan spredningen av demokrati gjennom smarttelefonen være en "game changer", men så langt har det vært begrenset med uro og opprør. Dette må overvåkes fra et vidt perspektiv ettersom alvorlige omveltninger vil kunne påvirke verdien på finansielle aktiva.

Halveringen av oljeprisen har hatt en rekke konsekvenser. For forbrukerne har det frigjort midler til andre utgifter, men for oljeselskapene og leverandørene deres, har det medført hodebry. Brysomt kan det også bli for bankene dersom store energiprojekter eller oljeserviceleverandører kommer i brudd med forpliktelsene sine. For forbrukerne i vekstmarkeder, som bruker en stor del av sin disponible inntekt på energi, er den lavere oljeprisen en kraftig katalysator for økt forbruk på andre ting.

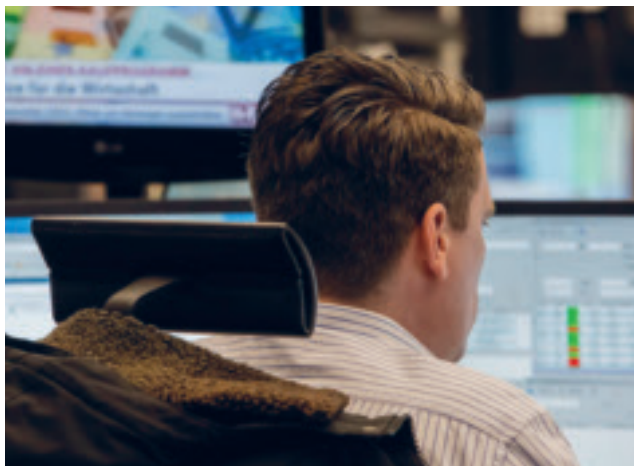


Smartphone democracy – a game changer?

FALL I OLJEPRISEN - ULIKE ETTERVIRKNINGER



Energiaksjer har vært den desidert dårligste sektoren i den siste ett- og femårsperioden, så hvis energiprisene får et bærekraftig løft, vil verdiutviklingen i denne delen av markedet kunne skille seg ut svært positivt. Men per i dag er ikke dette tilfellet.



SKAGEN Vekst

- › Dårlege tider i oljeservice påvirket resultatet
- › Nykommerne bidro positivt
- › Continental igjen på bidragstoppen

AVKASTNING	KV 1/-15*	12 M.*
SKAGEN Vekst	4,5%	14,8%
MSCI Nordic/MSCI AC ex. Nordic	12,7%	36,2%

* Per 31 mars 2015.



Porteføljeforvaltere

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

* Junior porteføljeforvalter.

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

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



Foto: Bloomberg

Norske oljeserviceselskaper har lenge vært et stort innslag i porteføljen. Men selv etter betydelig nedslag i fjor, fortsetter denne dårlige tidene i denne sektoren å påvirke resultatet negativt.

Motvind fra oljeindustrien

Dårlege tider i oljeindustrien påvirket avkastningen til SKAGEN Vekst i første kvartal.

Vi har nå lagt bak oss fem kvartaler siden SKAGEN Vekst endret mandatet fra norsk/globalt til nordisk/globalt. Norske oljeserviceselskaper har i mange år fylt en stor del av porteføljen, og selv med en betydelig nedvektning gjennom fjoråret ble sektoren et relativt dyrt bekjentskap i første kvartal. Dessuten var det ytterligere to faktorer som preget perioden: Kronesvekkelsen mot amerikanske dollar fortsatte inn i første kvartal, og selskaper som vi har vurdert som for høyt priset fortsatte oppgangen gjennom kvartalet. I sum førte dette til at fondet underpresterte mot referanseindeksen.

Kan vi da konkludere med at selskapsplukkingen har vært feil? Kortsiktig er selvsagt svaret ja, men i et noe lengre perspektiv vil vi fortsatt hevde at våre selskaper, som har en lavere verdsettelse enn markedet generelt og som har en vekst- og lønnsomhetsprofil på nivå med markedet, vil gi en langsiktig meravkastning. SKAGEN's investeringsfilosofi (undervurderte, upopulære og underanalyserte selskaper) ligger fast selv om vi vet at det i perioder kan gå på bekostning av relativ avkastning.

NØKKELTALL FOR DE STØRSTE POSTENE I SKAGEN VEKST (PR. 31.03.2015)

Selskap	Postens størrelse %	Kurs	P/E 2014e	P/E 2015e	P/B siste	Kursmål
Samsung Electronics	7,8	1 104 000	7,9	7,4	1,0	1 500 000
Norsk Hydro	6,9	42	12,1	10,6	1,2	58
Continental AG	5,8	219	15,0	13,2	4,1	240
TeliaSonera AB	5,1	55	13,7	13,4	2,1	70
Citigroup	4,6	52	8,9	7,5	0,8	75
Norwegian Air Shuttle	4,3	240	7,7	6,3	4,0	340
Danske Bank A/S	4,1	184	11,7	11,0	1,2	205
Philips	4,0	26	17,6	15,5	2,2	33
ABB	4,0	183	15,1	13,1	3,3	250
SAP	3,7	68	21,4	19,5	4,2	75
Vektet topp 10	50,2		11,4	10,2	1,58	
Vektet topp 35	87,3		11	9,4	1,34	
Referanseindeks			15,2	13,7	2,15	

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

Foto: Bloomberg



Foto: Bloomberg



Foto: Bloomberg



GODE NYKOMMERE

Tre av porteføljens relativt ferske nordiske investeringer bidro godt i første kvartal; Volvo, Carlsberg og TeliaSonera. Carlsberg har med 3.5 prosent vektning blitt fondets 11. største investering. Aksjemarkedet har lenge vært negative til Carlsberg, i hovedsak på grunn av selskapets eksponering mot Russland. Vi velger å se Carlsberg som verdens fjerde største bryggeri, med en sterk posisjon i Europa, gode strategiske posisjoner i Asia og nå med godt under en femtedel av inntjeningen fra Russland. Vi ser liten grunn til at selskapet skal handles med over 30 prosent rabatt til de andre store bryggeriene.

TeliaSonera er fondets fjerde største investering med i overkant av 5 prosent. Selskapet driver bra operasjonelt, men det har vært stor usikkerhet knyttet til eierandelene i Megafon og Turkcell. Disse to investeringene utgjør rundt 13 prosent av markedsverdien. Nylig kom nyheten om at eierne i Turkcell endelig hadde blitt enig i å betale utbytte for perioden 2010-2014. TeliaSonera eier direkte og indirekte 38 prosent av Turkcell og kan dermed motta 4,5 milliarder SEK i utbytte. Vi tror dette vil bidra til å skape trygghet for at TeliaSonera vil opprettholde det generøse utbyttet på 5,5 prosent i årene fremover.

DETTE FUNGERTE I FØRSTE KVARTAL

Som så mange ganger før ble Continental, fondets beste bidragsyter. Da vi gjorde den første investeringen i Continental i 2011 var omsetningen 30 milliarder euro med en margin på 8.6 prosent mens nettogjelden var 7 milliarder euro. Lønnsomhetsutviklingen har vært meget god og selskapet ser ut til å kunne være gjeldfritt i løpet av to år. Dette er tysk kapitaldisiplin på sitt aller beste. Bilindustrien er selvsagt syklisk, men gitt selskapets vekst og lave finansielle risiko ser vi fortsatt betydelig oppside. Vi forventer at tydeligere signaler om utbytte og tilbakekjøp av aksjer vil bidra til videre kursoppgang.

Samsung bidro også positivt gjennom kvartalet. Verdiskapningen i selskapet kommer mer og mer fra semiconductor-divisjonen og viser med all tydelighet at selskapet ikke er så avhengig av inntjening fra mobil/lesebrett divisjonen som hittil har vært gjengs oppfatning.

DETTE FUNGERTE IKKE I FØRSTE KVARTAL

Nok en gang finner vi norske supply/subsea selskaper øverst på denne listen. Solstad Offshore og DOF ble fondets største negative bidragsytere. Selv om begge selskapene har god kontraktsdekning for inneværende år og dermed har inntjening på nivå med fjoråret, har aksjene falt omkring 40 prosent hittil i år. Dette skyldes at aksjemarkedet fokuserer på risikoen for liten aktivitet i 2016-2017, og at dette i kombinasjon med høy gjeldsetting kan gå fryktelig galt. Samlet utgjør nå selskapene i nevnte sektor mindre enn to prosent av porteføljens og vi ser også risikoen for at nachspillet etter den store kontraheringsfesten kan bli vond. Samtidig trengs det bare en liten bedring i ventet aktivitetsnivå de neste par årene, før vi ser en helt annen prising av sektoren. Vi velger å sitte på den opsjonen.

Norwegian ble en stor negativ bidragsyter i kvartalet. Dette skyldes først og fremst rapporten om et svakt fjerde kvartal 2014, men selvsagt også den langvarige streiken i mars. Hvor mye streiken kostet selskapet er fortsatt uklart, men vi tror ikke streiken vil gi Norwegian langvarige sår. Vi ser betydelig oppside i investeringen og fremholder fortsatt at langdistansesatsingen er den største usikkerhetsfaktoren knyttet til selskapet.



Finske Kemira er en nykommer i porteføljen. Selskapet har spesialisert seg på kjemikalier til bruk i vannkrevende industri som papir- og oljeutvinning.

KJØP I KVARTALET

Vi har tatt inn tre nye selskaper i porteføljen, italienske Danieli, finske Kemira og Fredriksen's shippingsselskap Frontline 2012. Posisjonene i japanske Toshiba og SBI Holding ble økt i løpet av første kvartal.

Ved utgangen av mars prises fondet (35 største posisjoner utgjør 87 prosent av totalen) til 11x 2015 inntjeningen mot referanseindeks 15x inntjening. Prising i forhold til bokførte verdier viser også tydelig forskjell da vår portefølje prises til 1.35x bokførte verdier mot det generelle markedets 2.15x bokførte verdier. Dette viser at porteføljen er godt posisjonert til å levere god risikojustert avkastning i tiden fremover.

SKAGEN VEKST 1. KV. 2015 (MILL. NOK)

De 5 største positive bidragsytere

Continental AG	90
Samsung Electronics Co Ltd Pref	83
Volvo AB	42
SAP SE	33
Novo Nordisk A/S-B	32

De 5 største negative bidragsytere

Solstad Offshore ASA	-62
Norwegian Air Shuttle ASA	-56
DOF ASA	-38
Kia Motors Corporation	-23
Siem Offshore Inc	-17

5 største kjøp

Roche Holding AG-Genuschein	167
Carlsberg AS-B	111
SBI Holdings Inc	51
Kemira OYJ	47
FLSmidth & Co A/S	46

5 største salg

Teva Pharmaceutical-Sp ADR	-328
Kongsberg Gruppen ASA	-135
Samsung Electronics Co Ltd Pref	-75
Royal Unibrew A/S	-70
Continental AG	-59

SALG I KVARTALET

I løpet av kvartalet har fondet solgt seg helt ut av det israelsk-amerikanske legemiddelselskapet Teva og norske Kongsberg Gruppen. I Tevas tilfelle nådde aksjekursen vårt kursmål, USD 60, og vi valgte derfor å realisere en betydelig gevinst i et selskap som fremdeles er meget avhengig av ett produkt, Copaxone. Selskapet har vært tydelige på at de ønsker å kjøpe seg vekst innenfor andre områder for å gjøre seg mindre avhengige av MS-medisinen Copaxone. Dette vil bety en kursendring for selskapet som godt mulig lykkes, men som samtidig øker risikoen med investeringen da man beveger seg inn i mer ukjent farvann. Da selskapet ble priset på 12x 2016 inntjeningen har også rabatten mot farmasiindustrien generelt blitt betydelig redusert. Vi valgte å bruke store deler av salgsprovenyet til å investere i farmasigiganten Roche som er godt posisjonert til å kapitalisere på sin unike kvalitet innenfor ulike kreftmedisiner. Kampen mot kreftsykdommer ser dessverre ut til fortsatt å være i global vekst. Prisingen av Roche er per dato nesten 17x 2016 inntjeningen og kan dermed sies å være noe krevende. Men vi tror Roche med sin posisjon innenfor kreftområdet mer enn forsvarer denne prisingen.

Kongsberg Gruppen har vært en vesentlig investering i SKAGEN Vekst i over et tiår. Vi har over en lengre periode redusert dette innehavet, og siste rest av Kongsberg forsvant altså ut nå. Selskapet har vært gjennom en meget positiv utvikling siste 10 år, og er etter vår mening et ledende norsk industriselskap, men etter senere tids kursoppgang mener vi at det meste av potensialet er tatt ut.

To mindre norske investeringer forlot fondet i løpet av kvartalet, kjemikalie-rederiet Odfjell og teknologiselskapet Qfree. I tillegg reduserte vi innehavet noe i Royal Unibrew, Novo Nordisk, Bank Norwegian, Sparebanken Øst, Continental og Samsung.

SKAGEN Global

- › Fondet leverte god positiv avkastning i kvartalet men ligger noe bak referanseindeks.
- › En mer konsentrert portefølje sammen med vår investeringsfilosofi vil gi andelseierne betydelig verdi over tid
- › Porteføljen er priset med stor rabatt i forhold til indeksen



Foto: Roche

Den Sveitsiske farmagiganten Roche kom raskt tilbake etter styrkingen av sveitsiske franc.

På vei tilbake

I kvartalet ga SKAGEN Global en avkastning på 9,2 prosent, mens referanseindeksen MSCI World AC var 1,2 prosentpoeng bedre med en oppgang på 10,4 prosent.

I dette kvartalet var det Europa som dominerte nyhetene på makronivå. Først lanserte den europeiske sentralbanken et program med én trillion euro i kvantitative lettelser. Dette ga en oppgang for europeiske aksjer som førte en avkastning på 17 prosent i kvartalet. Deretter besluttet den sveitsiske sentralbanken (SNB) uventet å oppheve den faste tilknytningen mellom sveitsiske franc og euro. Sveitsiske franc har siden steget 13 prosent mot euro, en bevegelse som helt klart er ufordelaktig for selskaper med en stor kostnadsbase i sveitsiske franc. SKAGEN Global har en posisjon i Roche, et sveitsisk legemiddelselskap, som først gikk tilbake da nyheten kom. I betraktning av at Roche bare har rundt 15 prosent av sin kostnadsbase i Sveits, var vi av den oppfatning at beslutningen til SNB ikke ville være vesentlig ufordelaktig for Roche. Aksjen har siden kommet seg fra det midlertidige nedsalget og er fortsatt en av våre topp-10-posisjoner.

I USA ble det ikke noe av den forventede renteøkningen fra Federal Reserve, selv om språket i veiledningen var endret for å forberede markedet for en senere heving av rentene. Ikke desto mindre har de siste økonomiske tallene fra USA vært svakere enn forventet, noe som satte tilbake konsensusforventningene om når den første renteøkningen blir kunngjort. Den effektive renten på amerikanske 10-års statsobligasjoner falt med 24 basispoeng og avsluttet kvartalet på 1,92 prosent. Samtidig ga S&P 500 en totalavkastning på 1,0 prosent i kvartalet og satte ny rekord på 2110 i februar. Kursoppgangen for amerikanske dollar fortsatte, noe som var negativt for fondet, gitt vår undervekt i det amerikanske markedet.

AVKASTNING	KV 1/-15*	12 M.*
SKAGEN Global	9,2%	28,1%
MSCI ACWI	10,4%	42,4%

* Per 31 mars 2015.



Porteføljeforvaltere

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

SKAGEN GLOBAL 1. KV. 2015 (MILL. NOK)

De 5 største positive bidragsytere		5 største kjøp	
Samsung Electronics Co Ltd Pref	316	General Electric Co	1 540
Renault SA	289	Lundin Petroleum AB	274
Nordea Bank AB	214	Columbia Property Trust Inc	255
CK Hutchison Holdings Ltd	190	American International Group Inc	211
China Unicom Hong Kong Ltd	167	Lundin Mining Corp	130
De 5 største negative bidragsytere		5 største salg	
Afren Plc	-140	Renault SA	-1 389
Banco Do Estado Rio Grande Do Sul SA Pref	-93	Baker Hughes Inc	-746
State Bank of India	-68	Gazprom Oao ADR	-674
Hyundai Motor Co Pref	-53	Akzo Nobel NV	-670
Lundin Mining Corp	-45	Samsung Electronics Co Ltd Pref	-439

NYKOMMERE I FONDET

SKAGEN Global startet fire nye posisjoner i løpet av kvartalet: Columbia Property Trust, General Electric, Lundin Petroleum og Carlsberg.

INTERESSANT ASYMMETRI I VERDIVURDERINGEN

Columbia Property Trust (0,7 % av fondet) er det sjuende største fondet for investering i kontoreiendom i USA, med en markedsverdi på USD 3 milliarder. Med børsnotering på New York-børsen så nylig som 2013, er selskapet en nykommer på kapitalmarkedene, og privatinvestorer utgjør fortsatt hoveddelen av investorbasen. Følgelig har ikke markedet helt kjøpt Colombias strategi for å strømlinjeforme eiendelsporteføljen ved å fokusere på sentrale forretningsdistrikter i stedet for forstedsområder. Vi ser betydelig spillerom for Columbia til å gjøre forventningene til skamme og bygge troverdighet ved å gjennomføre et resirkuleringsprogram for eiendelene med minimal utvanning av kontantstrømmen. Siden Colombia omsettes med en betydelig rabatt i forhold til netto substansverdi, til tross for sin solide balanse og høye andel av leiekontrakter med mange blue chip-leietakere, er asymmetrien i verddivurderingen interessant for langsiktige investorer.

Foto: Bloomberg



MULIGHET FOR Å FÅ TILBAKE GLANSEN

General Electric (GE) (4,0 % av fondet) har ligget etter sammenlignbare selskaper i USA, S&P500 og MSCI World Index så og si hvert eneste år de siste 10 årene. I første del av det siste tiåret var de fleste amerikanske aksjer relativt underpresterende. I den andre delen måtte GE tåle motgang ettersom finanskrisen ga dets (svært så risikable) investeringsarm, GE Capital, en smell. I de siste årene har GE fått ca. 50 prosent av resultatet fra finansarmen, noe som har tatt fokus vekk fra kjernestyrken (GE Industrials) og senket resultat kvaliteten. For å gjenoppbygge tillit hos investorer planlegger GE å omforme konsernet ved å skjære ned GE Capital og ved å få 75 prosent konsernresultatet fra GE Industrials innen 2017. Investoroppfatningen er dårlig og markedet er fortsatt skeptisk, gitt GEs enorme størrelse og ledelsens svikt når det gjelder å skape aksjonærverdi i det mangeårige oppgangsmarkedet i USA.

Vårt differensierte syn fokuserer på muligheten som GE har for å gjenvinne sin fordums glans og lykkes med programmet for omforming av porteføljen. Flere mål indikerer at industrimarginer sakte men sikkert er i ferd med å stige (kostnadsutt, desinvestering av lavmarginvirksomheter). Drevet av den globale oppgangen bør GE være i stand til å kapitalisere på varemerket (nummer 6 i verden) og sin erfaring når industri- og infrastrukturveksten i verden tiltar. I tillegg til dette er det nettopp lansert et incentivprogram for å forsterke selvhjelpshistorien og "overtale" ledere i konsernet til å nå mål som driver opp aksjekursen. Med gode tider for finanshusene i USA kan GE til slutt være i stand til å generere høyere priser enn forventet for finansielle eiendeler som fisjoneres. GEs verddivurdering på 13,9 x 2016 P/E og 3,7 prosent utbytteavkastning ser attraktive ut med en viss defensiv legning, gitt den robuste balansen.

ATTRAKTIVT BAKTEPPE FOR FISJON AV EIENDELER

Etter det kraftige fallet i oljeprisen ser vi tegn til en mulighet i Lundin Petroleum (0,7 % av fondet). Lundin-familien har vært involvert i oljeleting og -produksjon i mer enn 30 år. Det familiekontrollerte selskapet eier lete- og produksjonsaktiva som er fokusert på to geografiske områder, Norge og Sørøst-Asia, og kan forlenge letesuksess til produksjonsfasen. Det kontrollerer rundt 20 prosent av Johan Sverdrup-feltet og 50 prosent av Edvard Grieg-feltet i Nordsjøen. Våre estimater indikerer totale funn med en netto kjernesubstansverdi i området SEK 175-200 per aksje, og det gir et attraktivt bakteppe for fisjoner og nedsidestøtte hvis oljeprisen forblir nedtrykket i en lengre periode.



Foto: Carlsberg

EVNE TIL Å ØKE KONTANTSTRØMMEN

I de siste sju årene har det danske ølbryggeriet Carlsberg (0,3 % av fondet) levert en årlig total aksjonæravkastning på 3 prosent, mot 20 prosent for dets to største konkurrenter. Situasjonen i Ukraina har videre rystet markedets tillit, gitt Carlsbergs betydelige eksponering mot russiske forbrukere. Vi mener imidlertid at markedet har oversett det faktum, etter alle resultatnedgraderingene, at Russland vil utgjøre 20, og ikke 40 prosent av inntjeningen. Vi kjøper derfor aksjen til en attraktiv avkastning på fri kontantstrøm på 7-8 prosent. Vi mener kontantstrømmen vil vokse på grunn av en mer effektiv kostnadsstruktur i Vest-Europa og god vekst i Asia, to markedsfaktorer som markedet har tapt av syne i kjølvannet av de geopolitiske urolighetene. En annen katalysator er en ny konsernsjef med solid merittliste og positive endringer i styrets sammensetning nylig. Med 15 x 2016 P/E omsettes Carlsberg til betydelig lavere kurser enn sammenlignbare selskaper.



Foto: Bloomberg



Foto: Bloomberg

UT AV ENERGI- OG RÅVARENAVN

Vi har gått ut av to posisjoner i oljeservice-sektoren (Weatherford, Baker Hughes) som virker hemmet av de gjeldende markedsforholdene. Energi- og råvarenavnene Afren, Gazprom, Mosaic og Petrobras er også ute av fondet, ettersom vi har funnet bedre muligheter andre steder. Vi gikk ut av Renault og Yamaha Motor da aksjene nådde våre prismål etter stor oppgang. Til slutt kvittet vi oss med våre små gjenværende poster i UIE og REC Silicon (konvertible).

Fondet økte vektningen av AIG til rundt 5 prosent av porteføljen og økte eksponeringen mot NN Group gjennom en emisjon fra majoritetseieren ING. Vi trimmet beholdningen av Technip- og Unilever-aksjer etter en sterk utvikling av aksjekursene.

VIDERE KONSENTRASJON AV PORTEFØLJEN

SKAGEN Global konsentrerte porteføljen ytterligere i løpet av kvartalet. I form av de ti største postene, steg konsentrasjonen fra 37 til 39 prosent og i form av de 35 største postene, steg konsentrasjonen fra 78 til 79 prosent. Vi avsluttet kvartalet med 60 poster i porteføljen, ned fra 66 ved utgangen av året.

Porteføljen er fortsatt attraktivt verdivurdert. Den vektete gjennomsnittlige verdivurderingen av de 35 største postene er 11,6 x 2015 P/E og 1,2 x 2014 P/B. Rabatten i forhold til indeksen er derfor 33 prosent på P/E (indeksen var på 17,3 x 2015 P/E) og 43 prosent på P/B (indeksen var på 2,1 x 2014 P/B). Vi ser for oss en gjennomsnittlig oppside på 30 prosent for våre 35 største posisjoner.

Selv om den relative utviklingen i kvartalet var negative 1,3 prosentpoeng, er størrelsen på mindreakkastningen betydelig mindre enn i de to foregående kvartalene. Vi er fast i troen på at kombinasjonen av en konsentrert portefølje med høy overbevisning og SKAGENS dokumenterte verdibaserte filosofi, vil levere betydelig verdi til våre andelseiere over tid. Vi vil fortsette å følge investeringsfilosofien på en disiplinert måte og med en langsiktig investeringshorisont.

VINNERE OG TAPERE

Absolutt sett var de tre beste bidragsyterne i kvartalet Renault, Samsung Electronics og Nordea. Resultatene til Renault var betydelig bedre enn forventet ettersom bekymringene om en begynnende nedbremsing av markedet virket å være overdrevet, og aksjen ga en avkastning på 40 prosent i kvartalet. Den nordiske banken Nordea økte utbyttet mer enn forventet, og det ga aksjen et løft på 22 prosent. Vår 6,5 prosent-posisjon i Samsung var til fondets fordel, ettersom selskapets preferanseaksjer ga en gevinst på 9 prosent i kvartalet.

De tre største negative bidragsyterne til den absolutte avkastningen var Afren, Banrisul og State Bank of India. Kombinasjonen av høy finansiell giring, reservedegraderinger og fallende oljepris straffet aksjekursen til Afren hardt. I Brasil dro negativ investorstemning ned kursen på banken Banrisul, selv om kvartalsresultatene var anstendige. State Bank of India fikk en litt svak utvikling, kanskje som følge av at investorer flyttet kapital til nye markeder etter Indias store fremgang i fjor.

NØKKELTALL FOR DE STØRSTE POSTENE I SKAGEN GLOBAL (PR. 31.03.2015)

Selskap	Postens størrelse %	Kurs	P/E 2015e	P/E 2016e	P/B siste	Kursmål
CITIGROUP	07,1	51,5	9,6	8,8	0,8	75
SAMSUNG ELECTRONICS	06,8	1 104 000	7,2	7,0	1,0	1 300 000
AIG	04,9	54,8	11,1	9,9	0,7	80
GENERAL ELECTRIC	04,0	24,8	14,4	13,7	1,9	34
NORDEA	03,2	105,3	12,5	11,8	1,5	150
ROCHE	03,0	268,1	19,1	17,6	11,6	380
LG CORP	02,7	61 300	9,4	8,6	0,9	84 000
GENERAL MOTORS	02,7	37,5	8,1	7,3	1,7	50
DSM	02,5	52,0	19,7	17,1	1,6	65
STATE BANK OF INDIA	02,4	267,1	11,8	9,4	1,4	380
Vektet topp 10	39,2		10,4	9,6	1,1	
Vektet topp 35	79,3		11,6	10,6	1,2	
Referanseindeks			17,3	14,8	2,1	

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

SKAGEN Kon-Tiki

- › Fondet ligger litt etter indeks på grunn av undervekt mot Kina og finans
- › Vi er fortsatt skeptisk til bank- og finans-sektoren i Kina
- › Etter fire år med svakere utvikling i de globale vekstmarkedene enn de utviklede markedene begynner mulighetene nå å vises – selektivt men ikke på bred basis

AVKASTNING	KV 1/-15*	12 M.*
SKAGEN Kon-Tiki	6,2%	21,5%
MSCI Emerging Markets	10,1%	35,5%

* Per 31 mars 2015.



Porteføljeforvaltere

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



Foto: Bloomberg

Kinesiske Great Wall Motor var kvartalets beste bidragsyter. Det er høye forventninger til selskapets luksus-SUV, Haval H8 som lanseres i slutten av april. På bildet sitter en man utenfor en Great Wall Motor-forhandler i Beijing.

Bedring i sikte

Siste års fallende kapitalavkastning i vekstmarkedene har økt rabatten til industrialiserte markeder. 2015 kan bli året da denne trenden stopper opp, og kanskje snur.

Med respektive 10,1 og 10,1 prosent avkastning, i norske kroner, opplevde vi et kvartal hvor avkastningen i de globale vekstmarkedene var på linje med de utviklede markedene. Men, som vanlig var forskjellene i kursutviklingen fra land til land betydelige. Valutakursene hadde uvanlige store utslag, i begge ender. Med andre ord avvek kursutviklingen for aksjer lokalt til dels betydelig i forhold til avkastningen «utenlandske» investorer oppnådde.

Bransjemessig var forskjellene mindre enn vanlig. Bare energi og nyttjetjenester var svakt negative. Investorene setter i det korte løp fortsatt høyest pris på selskaper med forutsigbar inntjening.

Interessant er det å notere seg at siste års vinnermarked, det amerikanske, under årets tre første måneder hadde en flat kursutvikling. Målt i en stadig sterkere dollar. Mens europeiske aksjer var opp hele 19 prosent, målt i en stadig svakere euro.

Globale amerikanske selskaper opplever derfor en tøffere konkurranse utenfor landets grenser. Ikke bare fra Europa, men også fra vekstmarkedsland hvor valutaene har svekket seg.

Både for amerikanske og kinesiske selskaper generelt forventes nå en svekket inntjening.

Kinesisk halleluja

Etter årets tre første måneder ligger SKAGEN Kon-Tiki litt bak vekstmarkedsindeksen. Noe av forklaringen er fondets undervekt i finans og Kina, hvor også valutakursen har styrket seg mot de fleste valutaer.

Det innenlandske kinesiske aksjemarkedet, representert ved Shanghai- og Shenzhen-børsen, er opp respektive 17 og 39 prosent. Disse børsene har ikke vært høyere på syv år.

Riktignok er døren for utenlandske investorer åpnet noe opp, men fortsatt er det lokale kortsiktige gamblere som preger de innenlandske kinesiske børsene. Den likvide Hong-Kong Børsen, hvor utlendinger har tilgang, er bare opp fire prosent i år. Det samme selskapet prises nå typisk 30 prosent høyere på Shanghai-børsen enn i Hong Kong!

I takt med nedjusteringer av veksten for kinesisk økonomi preges næringslivet fortsatt av pessimisme. For å stimulere vekst, er både renter og bankenes kapitaldekningskrav kuttet. Det er imidlertid vanskelig å se for seg at overgangen fra en investeringsstyrt økonomi til et nytt og kvalitativt bedre konsumbasert regime blir friksjonsløst.

Selv om nevnte forskjell i vurderingen av samme selskap notert lokalt i Kina (A-aksjer) og de som er tilgjengelige for internasjonale investorer (H-aksjer) begynner å bli høy, er vi likevel forsiktige. Vi er også fortsatt skeptisk til den høyt vektete bank og finanssektoren i Kina.

Finans er med sine nesten 30 prosent også den klart største sektoren i vekstmarkedsindeksen. I SKAGEN Kon-Tiki er denne rundt 10 prosentpoeng lavere.

Brasiliansk bank

På selskapsfronten var det koreanske Hyundai Motor og den brasilianske sparebanken Banrisul som ga oss de største negative bidragene.

Hva gjelder sistnevnte, Banrisul, har den svake utviklingen for brasiliansk økonomi ikke akkurat fått investorene til å trykke på kjøpsknappen. Skjønt hittil i år er det først og fremst valutasvekkelsen som har ført til at Banrisul ligger høyt oppe på taperlisten.

Banrisul er en meget solid bank, med bred og stor kundeportefølje. Brorparten av utlånsmassen er knyttet opp mot kundenes løpende lønnsinntekter. En bedret avkastning på egenkapitalen, gjennom både kostnadskutt og økte utlån, er sentrale triggerer for økt verdsettelse av banken.

Humper i veien

For fondets nest største investering, Hyundai Motor, har salgsvæksten stoppet opp. Men med nye bilmodeller på løpende bånd regner vi med både økt salg og inntjening utover i 2015. Hyundai Motor har vært gjennom en periode hvor lagrene til forhandlerne er blitt vesentlig redusert.

Våre preferanseaksjer i Hyundai Motor prises til bare litt over tre ganger årets forventede inntjening. En bebudet bedring i behandlingen av aksjonærene, gjennom kjøp av egne aksjer og økte utbytter, bør være godt drivstoff for en bedre kursutvikling i tiden som kommer.

Beste bidragsyter i kvartalet var en annen bilprodusent, kinesiske Great Wall Motor. Et selskap som i likhet med Hyundai Motor har gitt våre andelseiere meget god avkastning siden de kom inn i porteføljen i etterkant av finanskrisen.

Det knyttes nå forventninger til Great Wall Motors «high end SUV», Haval H8. Etter flere utsettelser skal denne lanseres under Shanghai Auto Show i slutten av april. Prismessig vil den være særdeles konkurransedyktig i forhold til de store SUVene fra konkurrerende tyske produsenter.

Mister ikke summetonen

Fondets fortsatt største investering, Samsung Electronics, ga - mot manges odds - et godt bidrag i kvartalet. Mange analytikere mente at selskapet kommer til å fortsette å tape markedsandeler på mobilfronten, i begge ender.

Riktignok har både salg, markedsandeler og marginer over flere kvartaler vist en negativ trend. Men vi tror Samsung Electronics klarer å slå tilbake. Lanseringen av det nye flaggskipet, Samsung Galaxy S6, har blitt mottatt med jubel blant både presse og analytikere.

En mer fokusert mobilportefølje, hvor lønnsomhet står i høysetet, kombinert med stadig bedre resultater fra minnesiden, kan føre til positive overraskelser på regnskapets bunnlinje. Foreløpige tall fra Samsung Electronics for årets første kvartal underbygger vår analyse.

Selv etter senere tids gode kursutvikling prises våre preferanseaksjer til attraktive syv ganger årets forventede inntjening.

Flere salg – nær og på kursmålet

For alle våre selskaper setter vi et kursmål basert på tilgjengelig informasjon og egne analyser. Ved ny informasjon, som påvirker vårt syn på selskapet, justeres kursmålet enten opp eller ned. Under første kvartal nærmet flere av selskapene i porteføljen seg kursmålet, og vi reduserte innehavet i Great Wall Motor, Bharti Airtel (tredje største bidragsyter i kvartalet), AP Møller-Mærsk og den spanske supermarkedkjeden DIA.

Da kursmålene ble oppnådd for Heineken, OCI NV, Rocket Internet og UIE, ble disse solgt helt ut av porteføljen.

Vi kastet også ut alle aksjene i det skandaleskutte oljeselskapet Afren (se statusrapport), og tok et tap. Posten i den franske, multinasjonale dagligvaregiganten Casino ble halvert, til fordel for selskapets datterselskap i Brasil, Pao de Acuar. Et generelt svakt brasiliansk aksjemarked hadde sendt Pao de Acuar-aksjen ned til et attraktivt nivå.

Bransjebalansen, den relative vurderingen, samt geografisk fordeling for SKAGEN Kon-Tiki er noenlunde uendret siden starten av året. Rabatten til vekstmarkedsindeksen er fortsatt behagelig stor, og kapitalavkastningen er mer enn tilfredsstillende i dagens lavrenteklima.

NØKKELTALL FOR DE STØRSTE POSTENE I SKAGEN KON-TIKI (PR. 31.03.2015)

Selskap	Postens størrelse %	Kurs	P/E 2014e	P/E 2015e	P/B siste	Kursmål
Samsung Electronics	8,4	1 104 000	7,1	6,7	1	1 500 000
Hyundai Motor	7,3	111 000	3,9	3,6	0,5	250 000
Great Wall Motor	4,9	54,8	16,5	11,2	4,3	60
State Bank of India	3,7	267	10,7	8,1	1,2	450
Mahindra & Mahindra	3,4	1 188	14	11,9	3	1 500
Bharti Airtel	2,9	393	24,6	19,7	2,6	450
ABB	2,9	183	22	15,3	3,4	205
Sabancı Holding	2,7	9,18	9	7,7	1	14
AP Møller-Mærsk	2,5	14 540	11,2	10	1,2	15 500
Naspers	2,4	1 859	53,1	37,2	9,8	2 100
Lenovo	2,2	11,3	17,4	12,6	3,9	14
Richter Gedeon	1,9	3 840	29	14	1,3	5 000
Vektet topp 12	45,3		9,2	7,8	1,2	
Vektet topp 35	72,4		10,5	8,2	1,1	
Referanseindeks			13,1	12	1,6	

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



Foto: Bloomberg

Selskapsstyringen er i bedring i land som Sør-Korea og Japan. Avbildet er lastebiler som kjører mellom containere i Uiwang containerdepot i Sør-Korea.

SELEKTIVE MULIGHETER

Etter fire år med svakere utvikling i globale vekstmarkeder enn utviklede markeder, begynner det nå å åpne seg muligheter. Ikke på bred basis, men selektivt.

Den gode økonomiske utviklingen i tiåret etter Asia-krisen førte til at søkelyset på nødvendige nasjonale reformer i flere vekstmarkedsland ble satt på alt for sent. Samtidig som det ble «avslørt» et brennende behov for bedret selskapsstyring.

Kapitalflukten etter finanskrisen ga overvurderte valutakurser i en rekke land, som først de siste par årene er blitt korrigeret. Den kraftige styrkingen av amerikanske dollar har også økt konkurransekraften, uten at det har ført til større generell kapitalflukt eller inflasjon.

Vi har i den senere tid sett at nødvendige reformer er satt i kraft i India og Indonesia. Prisfallet for råvarer, med oljen i spissen, har redusert det økonomiske og politiske handlingsrommet betydelig i både Brasil og Russland. Her kommer kravet om en mer ansvarlig økonomisk politikk på agendaen, samtidig som selskapenes konkurransedyktighet har økt i takt med fallende valutakurser.

Selskapsstyringen i land som Sør-Korea og Japan er også på bedringens vei. Dels som følge av at investorene - innenlandske som utenlandske - har blitt mer høylytte. Dels som følge av at avkastningen på kontanter er historisk lav. Resultatet kan bli reduserte rabatter og relativt sterke og aksjemarkeder.



BILLIG BRASILIANSK OLJE

Et nytt selskap av en viss dimensjon under årets første kvartal var det skandaleomstuste brasilianske oljeselskapet Petrobras. Et selskap som i de første leveårene til SKAGEN Kon-Tiki var blant fondets aller beste bidragsyttere.

Kombinasjonen oljeprisfall, lokal korrupsjonsskandale og det faktum at Petrobras ikke har levert et revidert regnskap siden andre kvartal i fjor, har gjort selskapet særdeles upopulært. Petrobras risikerer å komme i brudd med lånebetingelsene, som er alvorlig når man er blant verdens største låntagere.

Men ikke alt er svarte natta. Det dramatiske oljeprisfallet er (på kort sikt) faktisk positivt for Petrobras. Selskapet trenger nå ikke lenger å selge oljeprodukter lokalt i Brasil til priser langt under hva de kunne fått på verdensmarkedet.

En mer edruelig og effektiv investeringsprosess fremover, et betydelig fall i prisene på oljeservicetjenester samt bortfallet av dyre diskrediterte lokale leverandører bør gi store positive utslag på kontantstrømmen fremover, som tynnes av store investeringer.

Basert på dagens oljepriser, varslede salg av eiendeler og større nøkternhet på investeringsfronten, regner vi med at kontantstrømmen i 2015 og 2016 kan bli nøytral. I årene 2017-2020 kommer den store veksten i oljeproduksjonen, opp fra 2,5 til 4,0 millioner fat daglig. Det er verd å merke seg at mens spot-prisen på olje de siste ni månedene har falt med 50 dollar, har olje med levering i 2019 «bare» falt fra 92 til 74 dollar.

Foreløpig har vi en liten gevinst på aksjene i Petrobras, målt i lokal valuta. Posten utgjorde ved kvartalsskifte en prosent av porteføljen.

SKAGEN KON-TIKI 1. KV. 2015 (MILL. NOK)

De 5 største positive bidragsyttere

Great Wall Motor Co Ltd	752
Samsung Electronics Co Ltd Pref	498
Bharti Airtel Ltd	360
AP Moeller - Maersk A/S	311
Naspers Ltd	255

De 5 største negative bidragsyttere

Hyundai Motor Co Pref	-346
Banco Do Estado Rio Grande Do Sul SA Pref	-269
Marfrig Global Foods SA	-238
Vale SA-Pref A	-233
Haci Omer Sabanci Holding AS	-172

5 største kjøp

Petroleo Brasileiro Pref ADR	507
Cia Brasileira de Distribuicao - Pref	274
Hitachi Ltd	201
Haci Omer Sabanci Holding AS	84
Banco Do Estado Rio Grande Do Sul SA Pref	83

5 største salg

Heineken NV	-1 239
Great Wall Motor Co Ltd	-806
OCI NV	-579
Bharti Airtel Ltd	-555
Distribuidora Internacional de Alimentacion SA	-490

SKAGEN m²

- › Lave renter fortsatt gunstig for eiendomssektoren i første kvartal
- › Økt kjøpekraft, gunstig demografi og lite tilbud driver prisene på eiendom blant annet i Tokyo
- › Eiendom blir stadig høyere vurdert aktivaklasse men SKAGEN m²'s portefølje har fortsatt stort potensial



Foto: Bloomberg

Tross en stadig bedre økonomisk utvikling i USA mener SKAGEN m²'s forvaltere at renteøkningen kommer senere enn det markedet forventet. Det viktigste for den som investerer i eiendom er at renteutviklingen er stabil, det vil si å unngå rentesjokk. I skrivende stund virker det utelukket. Bildet viser fotgjengere i bydelen Soho i New York.

Eiendom viser fortsatt styrke – og har mer å gi

I første kvartal fortsatte eiendomsaksjer å prestere svært godt, og SKAGEN m² var intet unntak. Avkastningen på 11,8 % var på linje med markedet.

Eiendomssektoren fortsatte å nyte godt av både det lave rentenivået i utviklede land og av rentesenkninger i mange vekstmarkedsland. I første kvartal var aksje- og rentemarkedene nervøst avventende i påvente av en eventuell renteøkning i USA. Dette ble avspeilet i det amerikanske eiendomsmarkedet som hadde en midelmådig avkastning i lokal valuta i kvartalet. Tross en stadig bedre amerikansk økonomisk utvikling har vår antakelse lenge vært at renteøkningene kommer senere enn markedet har trodd, basert på det lave inflasjonstrykket i USA. Nå virker det imidlertid som om økningen vil skje gradvis med start i andre halvdel av 2015. Tross markedets syn holder vi det ikke for usannsynlig at denne tidsrammen forskyves ytterligere.

Det viktigste for oss som investerer i eiendommer er at renteutviklingen er stabil, det vil si at vi unngår rentesjokk. I skrivende stund virker det utelukket. Renteøkninger kommer generelt av god underliggende økonomisk utvikling som

er inflasjonsdrivende. Disse gode tidene innebærer som regel også positive justeringer for våre eiendomsselskapers leienivåer og fallende ledighetsgrader.

Akkurat som i fjor fortsatte dollaren å styrke seg mot den norske kronen men korrigerer noe mot slutten av kvartalet. I mange euroland har vi sett hvordan markedet har presset opp prisene når de har fått beskjed om at stimulanser kommer, lenge før de faktisk starter. Dette skjedde i kvartalet da den europeiske sentralbanken annonserte de lenge forventede stimulanse. En gladmelding for børsene generelt men særlig for eiendomsselskapene da rentenivåene forventes å holdes nede.

Best og dårligst

Den franske kjøpesenteroperatøren Mercialis og den spanske hotellkjeden Melia Hotels steg begge med rundt 30 prosent målt i euro i løpet av kvartalet. De var dermed de selskapene som presterte best presentvis. Den kinesiske regjeringen presenterte i kvartalets siste dager nye

AVKASTNING	KV 1/-15*	12 M.*
SKAGEN m ²	11,8 %	48,5 %
MSCI ACWI Real Estate IMI	12,3 %	55,0 %

* Per 31 mars 2015.



Porteføljeforvaltere

Michael Gobitschek og Harald Haukås

stimulansepakker for å få i gang boligkjøperne og den stagnerende veksten i økonomien. Dette ventes gi god hjelp til boligmarkedet og man kan ane en viss lysning. Kvartalets dårligste selskap målt i lokal valuta var China South City. Selskapet solgte ikke like bra i tredje kvartal som forventet. Det beste markedet var Filipinene med en oppgang på 30 prosent i euro, fulgt av Frankrike og Japan. Dårligst gikk det for brasilianske eiendommer som kun steg to prosent målt i euro.

Flere transaksjoner

I årets tre første måneder økte antall selskapstransaksjoner, og det tror vi kommer til å fortsette i løpet av året. Dette er en logisk utvikling siden finansieringen er billig og selskapenes substansverdi er høye. Det tillater at nye aksjer emitteres på gode nivåer. Samtidig er mange selskaper refinansiert og konsolidert etter finanskrisen og ser seg nå om etter vekst. Den raskeste måten er gjennom oppkjøp. SKAGEN m2 har i løpet av kvartalet vært involvert i en rekke budsituasjoner – på begge sider. I Tyskland la det tyske boligselskapet Deutsche Wohnen inn bud på det østerrikske selskapet Conwert. Om handelen går igjennom kompletteres beholdningen, blant annet med leieboliger i Berlin. Men det innebærer også at Deutsche Wohnen blir tvunget til å selge både boliger og kommersielle eiendommer som ikke tilhører kjernevirksomheten.

I Tyskland befinner vi oss også på den andre siden av bordet gjennom Adler Real Estates bud på vårt porteføljeselskap Westgrund. Budet er forankret blant de største eierne. Når det offisielt godkjennes blir Tysklands femte største aktør innen leieboliger skapt. Men vi hadde foretrukket at Westgrund fikk fortsette på egen hånd, siden selskapet er veldrevet har gjort en rekke positive kjøp.

Vårt brasilianske selskap BR Properties kom også i søkelyset for oppkjøp fra børsen. Resultatet er ennå uklart men prisen tilsvarer ikke våre forventninger, dessuten beholder vi gjerne vår eksponering siden BR Properties er det eneste noterte selskapet med høykvalitetseiendommer i Sao Paolo. Keppel Land, som er notert i Singapore, ble også tatt av børsen da den største eieren Keppel Corp la inn bud på hele selskapet, hvor både budet og premien var bra.



TOKYO FORTSETTER Å VISE STYRKE

Prisen på kommersielle tomter øker for første gang på mange år i Japan, selv om boligtomter fortsatt er i deflasjon. Storbyene har like fullt hatt en positiv utvikling en stund og leder an i prisoppgangen. Den gunstige leieutviklingen for kommersielle eiendommer kombinert med lavere ledighetsgrad ligger til grunn for prisøkningene. Ginza er fortsatt dyrest med over 2,3 millioner kroner per kvadratmeter. Selv prisen på boligtomter øker i storbyene, drevet av stor etterspørsel etter leiligheter i Tokyo, med kraftig boligprisøkning som resultat. Årsaken er at antallet leiligheter som bygges og er til salgs er rundt halvparten av tilbudet under finanskrisen.

En annen sterkt medvirkende årsak er økt kjøpekraft. I Japan er det ikke uvanlig med fastlånerente på rundt 1,6 prosent for et lån over 35 år. Dette øker husholdningenes forbruksmuligheter. Videre forventes Tokyo å vokse med omlag 75.000 husholdninger årlig de neste fem årene. Historisk har dette betydd behov for rundt 35.000 leiligheter hvert år.

Denne situasjonen er gunstig for SKAGEN m2's porteføljeselskap Mitsui Fudosan som driver både innen kommersielle eiendommer og boliger. Selskapet har vært den absolutt største bidragsyteren i porteføljen siden årsskiftet. I motsetning til mange andre investorer har vi valgt å øke vår eksponering i Japan siden de underliggende faktorene er blitt mer positive, samtidig som våre selskaper handles til svært rimelige nivåer. Vi tror på fortsatt stigende husleier og lavere ledighetsgrad på kontormarkedet. Dessuten ser vi fortsatt økte priser og volumer av boliger.

At Tokyo er en voksende og attraktiv by for eiendomsinvestorer ble bekreftet i mars av Oljefondet som for første gang besluttet å investere i asiatiske eiendom. Eiendom som aktivklasse blir stadig mer populært, og vi tar Oljefondets beslutning om å begynne å investere primært i verdensbyene Singapore og Tokyo som et kvalitetsstempel på SKAGEN m2's posisjonering der over lengre tid.

SKAGEN m² 1. KV. 2015 (MILL. NOK)

De 5 største positive bidragsytere		5 største kjøp	
Mitsui Fudosan Co Ltd	8	HCP Inc	30
Olav Thon Eiendomsselskap ASA	7	Ashford Hospitality Trust	27
Columbia Property Trust Inc	7	Soho China Ltd	22
Melia Hotels International	6	Mitsui Fudosan Co Ltd	21
Mercialys SA	5	Shangri-La Asia Ltd	21
De 5 største negative bidragsytere		5 største salg	
Bekasi Fajar Industrial Estate Tbk PT	-4	Keppel Land Ltd	-10
China South City Holdings Ltd	-3	Lexington Realty Trust	-10
Ticon Industrial Connection Pcl-Nvdr	-2	Unibail-Rodamco SE	-7
BR Malls Participacoes SA	-1	Citycon Oyj	-5
General Shopping Brasil SA	-1	CSI Properties Ltd	-1



Foto: © The View from The Shard

Londons høyest beliggende hotell: Shangri-La ligger i 34. etasje i ikoniske The Shard, tegnet av arkitekt Renzo Piano. Dette er Shangri-Las første hotell i Storbritannia.

HOTELL I ASIA

Shangri-La er et nytt selskap i porteføljen, som først og fremst eier og driver hoteller. Basert på eiendelene driver selskapet primært i Asia, men også i Europa, først og fremst i Paris. Shangri-La handles i dag med en stor rabatt og kursen ligger rundt samme nivåer som i 2009. Dette skyldes at selskapet har hatt motvind på sitt største marked Kina, hvor regjeringens anti-korrupsjonstiltak har ført til lavere etterspørsmål etter luksushotell, samtidig som tilbudet er stort. Selskapet har også hatt høy gjeld men den er nå redusert og håndterbar etter en refinansiering i fjor. Vi tror at Shangri-La er i slutten av en finansiell omstrukturingsfase og at det kinesiske hotellmarkedet har bunnet ut.

DYRE EIENDOMSAKSJER?

Etter den svært gode utviklingen i 2014 og årets første kvartal stiller stadig flere spørsmål om eiendomsaksjer begynner å bli for dyre. Eiendommenes verdi drives av lokale forutsetninger som ser ulike ut globalt, derfor er det vanskelig å svare generelt på spørsmålet. Men det blir stadig dyrere. Sektoren er fortsatt attraktiv vurdert ut fra kontantstrømmer, forskjellen mellom driftsnetto (yield) og de lave lange markedsrentene fortsetter å vokse og er i mange land rekordstor. Aksjekursene stiger i takt med sterkere og mer stabile gevinster i kombinasjon med langsiktig sterke balanseregnskaper.

Samtidig handles mange eiendomsselskaper, særlig i Europa og USA, til en høy premium på substansverdien. Dette er i enkelte tilfeller urovekkende. En forklaring er at historiske eiendomstransaksjoner veier tungt i vurderingen av objektene, det vil si at det fins et element av tidsforskyvning. Samtidig drives dagens synkende direkteavkastning av parametre som råder akkurat nå og som endres konstant, som rentenivå, ledighetsgrad og utleievokst som alle påvirker selskapenes kontantstrømmer.

Spørsmålet blir om markedet har gjort riktig vurdering av nåsituasjonen ut fra de transaksjoner som faktisk skjer nå, basert på de inntektsstrømmene og rentenivå i forhold til de historiske verdsettelsene. Investorer fortsetter likevel å fokusere på stabiliteten i kontantstrøm og utbytte snarere enn beregnet substansverdi – særlig i selskaper med høy kvalitet. Eiendom er mye mer enn renter – inntektssiden er som kjent ikke helt uten betydning. I mange deler av verden er veksten og det økonomiske klimaet godt, og det driver leiepriser og utleiegrad i kombinasjon med lavere finansieringskostnader.

SKAGEN m2's portefølje har fortsatt stort potensial siden vi investerer i selskaper globalt innen alle segmenter. Men uventet store renteøkninger eller kraftig nedjustert vekst kan legge en demper på oppgangen. Økt interesse for aktivaklassen driver også prisene på eiendom globalt. Børsnoterte eiendomsaksjer ses i økende grad som et tillegg til aksjer og renter. Fra og med neste år vil noterte eiendomsaksjer brytes ut fra verdensindeksen som en egen sektor, i stedet for som nå å inngå i finanssektoren. Dette vil trolig øke fokuset på eiendomssektoren og bety mindre volatilitet siden brede indeksinvestorer ikke behøver å gå via finansselskap for å investere i eiendom.

NØKKELTALL FOR DE STØRSTE POSTENE I SKAGEN M² (PR. 31.03.2015)

Selskap	Postens størrelse %	Kurs	P/NAV siste	Dividend Yield 2015E	EBITDA 2015E/EV
HCP Inc	4,0	43,21	133%	5,3%	5,9%
General Growth Properties	3,7	29,92	100%	2,3%	4,9%
Brandywine Realty Trust	3,7	16,15	100%	3,9%	7,1%
Global Logistic Properties	3,7	2,65	106%	2,3%	5,7%
Columbia Property Trust	3,6	26,87	85%	4,5%	6,3%
Ashford Hospitality Trust	3,5	9,69	85%	4,9%	4,9%
PS Business Parks	3,2	83,51	100%	2,4%	6,0%
Mitsui Fudosan Co	3,2	3529,5	111%	0,7%	5,0%
Apartment Investment & Man	3,2	39,84	105%	2,9%	5,3%
Olav Thon	3,2	159,5	100%	1,1%	5,9%
Vektet topp 10	34,6		104%	3,0%	5,9%
Vektet topp 35	81,6			3,1%	6,1%
Referanseindeks				3,2%	

Lave renter kan bli enda lavere

Det er liten tvil om at første kvartal var den europeiske sentralbankens (ESB) kvartal.

I januar offentliggjorde ESB at de ville utvide de kvantitative lettelsene og sette i gang med storstilt kjøp av statsobligasjoner for å stimulere økonomien og få opp inflasjonen. Mindre enn to måneder senere var de i gang og skal etter planen kjøpe hele EUR 60 milliarder i obligasjoner per måned fram til inflasjonen igjen er på vei mot målet på 2 prosent. I mars var inflasjonen i eurosonen -0,1 %.

Vellykket så langt

Politikken må så langt sies å være vellykket. Rentene har falt i alle euroland bortsett fra Hellas. Den tyske 10-årige statsrenten har i år falt fra 0,5 til 0,2 prosent. Til sammenligning har 10-åringen i Portugal falt med 100 basispunkter til 1,7 prosent.

Fallet i Portugal beviser det vi hele tiden har ment – at kvantitative lettelsene vil lede til rentefall generelt. Ikke minst i kredittpremiene, som er forskjellen mellom rentene i de ulike eurolandene og Tyskland, som ansees som den risikofrie renten i euroområdet.

At euroområdet består av ulike land med forskjellige kredittpremier gjør lettelsene mer effektive enn tilsvarende tiltak i USA, Japan og UK. I tillegg medfører knapphet på statsobligasjoner at effekten på renten kan bli større.

Knapphet gjør programmet mer effektivt

Ifølge avisen The Wall Street Journal skal Tyskland utstede EUR 147 milliarder i statsobligasjoner med en løpetid til og med 30 år i 2015, mens det samtidig forfaller EUR 132 milliarder i samme periode. Det betyr at det kun er netto EUR 15 milliarder i tyske statsobligasjoner tilgjengelig i markedet. ESB planlegger å kjøpe omkring EUR 12 milliarder per måned.

Resultatet er at det meste av statsobligasjonene blir kjøpt av markedsaktører og ikke i emisjoner. Mange av disse aktørene kan ikke selge på grunn av reguleringer og/eller mandater. De resterende må få

en pris det er verdt å selge til. Altså må rentene falle.

Dette er grunnen til at mange mener Portugal vil ha den største gevinsten av obligasjonskjøpene. Landet har relativt høy gjeldsgrad, men samtidig er forholdsvis liten andel som er omsettelige. Dette skyldes at mye av den portugisiske gjelden holdes av det internasjonale pengefondet og EU etter at landet ble reddet i 2012.

Renter under null

Rentefallet i første kvartal har ført til at rentene i noen land i eurosonen har falt under null i den korte enden av rentekurven.

Alle de nordlige eurolandene har negative renter fram til 2 år og noen også for lengre løpetider. I Tyskland er rentekurven negativ fram til 7 år. Negative renter har også smittet over på det sikreste av det sikre av selskapsobligasjoner.

Med et allerede stort rentefall, og en stor del av statsgjelden med negativ rente, er det naturlig å spørre om vi er nær rentebunnen.

Det er en ny tid der null ikke lenger er bunnen. Samtidig skal ikke renten bli for negativ før det blir mer attraktivt med penger i «madrassen» enn i markedet.

Hva er gulvet på de lange rentene?

ESB har sagt at de vil kjøpe statsobligasjoner så lenge den effektive renten er høyere enn egen innskuddsrente – finansieringskostnaden for obligasjonskjøpene - som p.t. er -0,2 prosent. Det vil si at de vil kjøpe så lenge de har positiv rentenetto. Hva vil dette så bety for de lengre rentene?

Vi tror gulvet på lange rentene vil være i nærheten av nivået på innskuddsrenten i ESB. Tiden vil vise om lange renter faller så langt. Det avhenger til syvende og sist av langt flere ting enn bare kvantitative lettelsene.

Skulle det vise seg at lettelsene ikke har den ønskede effekten er det ikke utenkelig at sentralbanken setter renten

ytterligere ned. Da vil bunnen flytte seg tilsvarende.

Selv om lange renter er veldig lave i Tyskland og de andre landene i nordlige deler av euroområdet, så er det mange land i sør som fortsatt har renter som er langt høyere enn null. Det er i disse landene vi tror det er størst potensiale for fortsatt effekt av de europeiske kvantitative lettelsene.

Og som vi skrev i årsrapporten, tror vi det blir et år med «eksflasjon» – vekst uten inflasjon. Det betyr at lange renter vil holde seg lave globalt. Selv om vi tror at det fortsatt er rom for videre rentefall så kommer rentebunnen nærmere.

Kan snu i tide

Hva gjør vi den dagen lange renter snur?

Det er viktig å huske at SKAGEN har fleksible mandater. SKAGEN Tellus og SKAGEN Avkastning kan ta renterisiko på henholdsvis 0-10 år og 0-3 år. Det betyr at vi kan ta høy renterisiko når vi forventer fall i lange renter. Det betyr også at vi kan ha veldig lav renterisiko når vi forventer at lange renter skal opp. Det skjedde i mai 2013.

SKAGEN Avkastning og SKAGEN Tellus solgte seg da ut av obligasjoner med lang rentedurasjon og slapp dermed å ta store tap som følge av et globalt løft i lange renter. Obligasjonsfondene kan endre porteføljene hurtig og er beredt på å snu i tide.

«Eksflasjon» og kvantitative lettelsene er det vi mener gjør 2015 til et spennende obligasjonsår. Lave renter kan bli lavere. Det er første kvartal et bevis på.



– Jane Tvedt
Porteføljeforvalter
SKAGEN Avkastning og SKAGEN Tellus

SKAGEN Credit

- › God utvikling i kvartalet
- › Flere nye obligasjoner i porteføljen og flere interessante står for tur
- › Økt prisvariasjon på markedet skaper muligheter for å finne feilprisede obligasjoner med oppgraderingspotensial.



Foto: Bloomberg

Mexicos største byggefirma Empresas er en av nykommerne i porteføljen i kvartalet. Avbildet er bygningsarbeidere ved oppføringen av et utleiekompleks i Mexico by.

Rask opphenting

Med flere interessante nykommerne i porteføljen siden årsskiftet ga SKAGEN Credit god avkastning i årets første kvartal.

Den fortsatte markedsuren påvirket flere av fondets investeringer negativt i januar. Deretter snudde det og avkastningen hentet raskt inn den mindre gode starten på året. Den europeiske sentralbanken (ECB) kunngjorde tidlig i kvartalet sitt program for støttekjøp som har ført til at kredittspredene på europeiske obligasjoner generelt har minsket kraftig*. Denne minskningen har til en viss grad påvirket fondet positivt, men investeringene har et langsiktig perspektiv og derfor diskvalifiseres mange obligasjoner utstedt i euro. Det skyldes at vi anser at nivåene generelt er for lave i forhold til risikoen. I mange tilfeller er de også helt avhengig av fortsatte støttekjøp fra ECB.

Sammenlignet med fondets start for ti måneder siden er det nå en større prisvariasjon på obligasjonsmarkedet. Det skaper muligheter for å finne feilprisede obligasjoner med potensial for oppgradering. Siden årsskiftet har vi investert i flere interessante nykommerne; blant annet det meksikanske selskapet Empresa ICA, det indiske IT-selskapet Rolta, flyselskapet Norwegian Air og det estiske cruiserederiet Tallink Group. Og vi ser på flere interessante obligasjoner.

*Kredittspreader: prisforskjellen mellom statsobligasjoner og selskapsobligasjoner

AVKASTNING	KV 1/-15*	12 M.*
SKAGEN Credit	1,57%	
ST3X	0,25%	

* Per 31 mars 2015.



Porteføljeforvaltere

Ola Sjöstrand og Tomas Nordbø Middelthon



Den kanadiske fly- og togprodusenten Bombardier er en av SKAGEN Credits største investeringer, som etter en nedgang har hentet seg betydelig inn igjen.

STORE BEVEGELSER

Et av fondets større investeringer, den kanadiske fly- og togprodusenten Bombardier, kom i januar med et resultatvarsel og besluttet å legge ned et av flyprosjektene sine. Som en følge av dette ble Bombardier nedgradert fra BB til B og obligasjonene sank kraftig i verdi i starten. Deretter har selskapet hentet inn ny kapital og obligasjonene har hentet seg betydelig inn. Den første reaksjonen ned i obligasjonskursen var åpenbart for stor, men slike store fall er ofte noe som skjer etter negative hendelser. Når alt er som vanlig og selskaper går bra, stiger obligasjonskursen sakte opp igjen. Da er det snakk om en gradvis økning og det skaper færre overskrifter.

Ytterligere et av fondets investeringer som har falt kraftig for siden å hente seg inn igjen er det brasilianske kjemiselskapet Braskem. Etter anklager om innblanding i en pågående korrupsjonsetterforskning falt obligasjonen med rundt 15 (!) prosent for deretter å stige med om lag 8 prosent. Dette er veldig store bevegelser for å være selskapsobligasjoner med investment grade rating. Det viser hvor irrasjonelt obligasjonsprisene kan utvikle seg når investorer ikke vet hva som vil skje med et selskap.



PORTUGISISK KRAFT

Fondets portugisiske kraftselskap EDP ble oppgradert av ratingbyrået Moody's til investment grade-status. Akkurat en oppgradering fra high yield til investment grade rating har vært en stor medvirkende faktor til at vi har investert i selskapets obligasjoner. Nå gjenstår bare at ratingselskapet S&P også skal oppgradere dem et hakk for at lykken skal bli fullkommen.

Store bevegelser som disse er heldigvis ikke normalen, men det viser også hvorfor vi anbefaler en tidshorisont på minst to år når man investerer i fondet. SKAGEN Credit investerer i globale selskapsobligasjoner og investeringene er spredt på mange land og flere sektorer. Det fører til at eksterne faktorer, som ligger utenfor selve selskapene, ikke påvirker alle investeringene i fondet samtidig, og heller ikke nødvendigvis i samme retning. Fondet har også en sunn diversifisering samtidig som hver investering foretas med utgangspunkt i det enkelte selskapet og til og med ut fra hver enkelt obligasjon.

Fristende greske obligasjoner

SKAGEN Tellus presterte bra i første kvartal og vi har høye forventninger til resten av 2015.

AVKASTNING	KV 1/-15*	12 M.*
SKAGEN Tellus	5,70%	27,56%
J.P. Morgan GBI Broad Index Unhedged	5,83%	29,65%

* Per 31 mars 2015.



Porteføljeforvaltere
Torgeir Høien og Jane Tvedt

De fleste av våre obligasjoner leverte solide resultater i første kvartal. Særlig var obligasjonene fra perifer Eurozone gunstige. Rentene falt markant i Italia, Portugal, Slovenia og Spania. SKAGEN Tellus fikk også god gevinst fra de fleste av sine posisjoner utenfor det felles valutaområdet. De dårligste bidragsyterne var Brasil og Tyrkia, hvor valutaene falt fortere enn obligasjonene steg. Det var ingen store endringer i fondets portefølje i årets tre første måneder.

Ingen rolle i gresk tragedie

SKAGEN Tellus har ikke hatt noen verdipapirer i Hellas i det siste. Men vi fortsetter likevel å følge situasjonen i landet nøye, siden statsobligasjoner nå kan handles til 50 prosent av pålydende. Effektiv rente på en 10-årsobligasjon er nå over 11 prosent. Det er fristende, men det er også en risiko. Og forholdet mellom avkastning og risiko indikerer at SKAGEN Tellus bør vente på sidelinjen.

Den greske situasjonen er i ferd med å bli prekær. Den europeiske sentralbankens (ECB) kvantitative lettelse, lansert i februar og iverksatt i mars, har ført til at rentedifferansen relativt til Tyskland er ned i hele valutaområdet unntatt Hellas.

Avtagende bekymring for en smitteeffekt fra en gresk statskonkurs og en utmeldelse fra Eurosonen har gitt EU-kommisjonen, ECB og det internasjonale pengefondet (IMF) større innflytelse i de pågående forhandlingene med Athen.

Faren for at forhandlingene mislykkes har økt siden Hellas har et primærover-skudd, altså at budsjettet ville vært i overskudd dersom landet ikke hadde trengt å betale renter på statsgjelden.

I skrivende stund kan det ikke utelukkes at Hellas forlater Eurosonen. Den kontantfattige regjeringen ledet av Alexis Tsipras kan være ute av stand til å betjene gjelden. En konkurs kan utløse press på bankene, kapitalkontroll, omgjøring

av valutaen fra euro til en ny valuta og at utenlandske kreditorers eurolån misligholdes.

Signalene fra Athen er blandete når det gjelder hvor mye kontanter det egentlig er i den greske sentralbanken. Det kan hende at dersom forhandlingene stopper så vil en Grexit kunne utsettes til midten av mai.

Hvem vil gi seg først?

Til syvende og sist kan Hellas' europartnere og de større kreftene som finansierer IMF bøye av og undertegne en avtale som er politisk akseptabel for statsminister Alexis Tsipras. Hovedgrunnen for å gjøre det er at det ikke bare handler om offentlige midler og de økonomiske konsekvensene av en Grexit, som vil være omveltende for Hellas og dempende for eurosonen. En Grexit vil avsløre at en felles valuta uten en felles skattepolitikk egentlig ikke er noe annet enn et system for multilaterale faste valutakurser.

I tillegg er de politiske ettervirkningene av en gresk «raptus», for å bruke den greske finansministerens ord, ansett som for risikable. Hellas er Europas utpost mot den muslimske delen av verden, og har tidligere vært i konflikt med naboen og NATO-medlem Tyrkia over det etniske delte Kypros. Den venstre-radikale regjeringen kan forkludre det allerede trøblete Euro-Russiske politiske forholdet. Når dette skriver har Alexis Tsipras nettopp besøkt Moskva.

Berlin, Paris, Washington DC ønsker ikke at EU- og NATO-medlem Hellas skal bli en løs kanon på den sør-østlige flanken.

Når støvet legger seg, kan det godt hende at SKAGEN Tellus investerer i greske statsobligasjoner. Men på det nåværende tidspunkt er fondet tilfreds med å sitte på sidelinjen og observere at greske statsobligasjoner faller videre i pris. Målt i forhold til risikoen er de fortsatt for dyre.

SKAGEN Høyrente

AVKASTNING	KV 1/-15*	12 M.*
SKAGEN Høyrente	0,43%	2,05%
Statsobligasjons- indeks 0.50	0,28%	1,42%

* Per 31 mars 2015.



Porteføljeforvaltere

Elisabeth Gausel og Ola Sjøstrand

Overrasket av Norges Bank

SKAGEN Høyrente hadde en avkastning på 0,43 % i første kvartal. Dette var bedre en indeksens 0,28 %. Annualisert tilsvarer fondets oppnådde avkastning en årsavkastning på 1,7 %.

Norges Bank hadde et rentemøte i mars med et mildt sagt overraskende utfall. Alle forventet at de ville kutte styringsrenten med 25 punkter, men de valgte å holde den uendret på 1,25 %. Etter at beslutningen ble kjent, steg de korteste pengeomarkedsrentene og FRA-kontraktene med omtrent 25 punkter. Økte markedsrenter har en negativ effekt på verdien av investeringene i SKAGEN Høyrente. Derfor fikk vi et fall i verdien av fondet den dagen rentebeslutningen ble kjent, men deretter har fondsverdien tikkert jevnt og trutt oppover igjen slik vi er vant til.

Reaksjonen i markedet kan tolkes som at et rentekutt var priset inn 100 % . Samtidig som Norges Bank unnlot å kutte styringsrenten i denne omgang, senket de rentebanen sin. Rentebanen er bankens beste estimat på hvordan de tror styringsrenten vil utvikle seg de neste årene. De signaliserer en høy sannsynlighet for et rentekutt til 1 % i løpet av sommeren, og at renten deretter vil ligge på dette historisk lave nivået i lang tid fremover.

Kredittspredene i det norske pengeomarkedet har holdt seg relativt stabile på et lavt nivå hittil i år. Dette gjelder for både bank- og industripapirer. Sammen med lave renter betyr det at den oppnådde avkastningen i fondet blir lav, gitt at vi skal holde en lav risiko. Vårt hovedfokus er fremdeles på lav risiko og at fondet skal ha en stabil avkastning.

SKAGEN Høyrente Institusjon

AVKASTNING	KV 1/-15*	12 M.*
SKAGEN Høyrente Institusjon	0,47%	2,20%
Statsobligasjons- indeks 0.25	0,23%	1,22%

* Per 31 mars 2015.



Porteføljeforvaltere

Elisabeth Gausel og Ola Sjøstrand

Mer svingninger enn vi er vant til

SKAGEN Høyrente Institusjon oppnådde en avkastning på 0,47 % i årets tre første måneder. Til sammenligning var indeksens avkastning 0,23 %. Avkastningen til fondet hittil i år tilsvarer en annualisert avkastning på 1,9 %, mens gjennomsnittlig 3 måneders NIBOR har vært 1,4 % i samme periode.

Markedsrentene steg etter rentebeslutningen til Norges Bank i mars, og dette hadde i første omgang en negativ effekt på avkastningen i fondet. Økte renter betyr som kjent en nedgang i verdien for obligasjoner og sertifikater. Heldigvis var denne effekten begrenset, siden det er en så lav rentedurasjon i fondet. Ved utgangen av mars lå denne nede på 0,07 %. Dette betyr at i løpet av en snau måneds tid har alle papirene i porteføljen enten har forfalt eller fått justert sin rente.

Den effektive renten har sunket jevnt og trutt gjennom kvartalet, før den gjorde et byks opp igjen etter rentebeslutningen. Gjennomsnittlig effektiv rente i første kvartal var 1,9 %. Norges Bank har signalisert en høy sannsynlighet for et rentekutt i løpet av sommeren. Dette vil i første omgang føre til at vi får et hopp i avkastningen, motsatt effekt av hva vi opplevde nå i slutten av mars. Deretter vil den effektive renten bli redusert. På grunn av beslutningene fra sentralbanken er det mer svingninger i fondets avkastning og den effektive renten nå enn vi er vant til i mer normale tider.

SKAGEN Avkastning

Draghi leverte varene

SKAGEN Avkastning har hatt en knallstart på året, både absolutt og relativt til referanseindeksen.

Fondet har til nå i år levert bedre avkastning enn det den gjennomsnittlige effektive renten skulle tilsi for året som helhet.

Det er kursgevinster på de utenlandske investeringene i SKAGEN Avkastning som har gitt den gode avkastningen i kvartalet. I løpet av årets tre første måneder fikk fondet god avkastning på alle de utenlandske obligasjonene i porteføljen, men det var obligasjonene i euroområdet som steg mest.

Den europeiske sentralbanken (ESB) satte i gang et mer omfattende program for kjøp av statsobligasjoner enn det markedet forventet. Det ga betydelig rentefall. Rentene på obligasjonene våre i Litauen, Portugal og Slovenia har falt med omkring 110 basis punkter fra årsskiftet og dette har gitt verdiøkning på obligasjonene på mellom 8 og 10 prosent.

Selv om rentene har falt betydelig og vi har fått betydelige kursgevinster på obligasjonene i Sør-Europa, så mener vi det er mer å hente. Den lange renten i det sikreste landet i euroområdet, Tyskland, er svært lav med 10-årige statsrente på omkring 0,2%. Vi tror at forskjellen mellom rentene i de andre eurolandene og tyske renter vil bli mindre jo mer statsobligasjoner ESB kjøper.

Vi tror også at renten på euro-denominerte obligasjoner utenfor euroområdet vil falle i takt med eurorentene. Derfor har vi investert i en kroatisk euro-denominert statsobligasjon som har en effektiv rente på knappe 3 prosent – noe som kan anses som en høy rente i dagens lavrenteklima.

Den effektive renten i fondet er 1,6 prosent. Utenlandshandelen er 20%. Rentefølsomheten er 1,7 år og gjennomsnittlig løpetid på investeringene er 3,2 år.

AVKASTNING KV 1/-15* 12 M.*

SKAGEN Avkastning 1,75% 4,58%

Statsobligasjonsindeks 3.00 0,08% 4,34%

* Per 31 mars 2015.



Porteføljeforvaltere

Jane Tvedt og Torgeir Høien

SKAGEN Balanse 60/40

SKAGEN Balanse 60/40



Porteføljeforvalter

Beate Bredesen

Verdipapir	Antall	KjøpsverdiNOK	Markedskurs	Urealisert gevinst/tap	Prosent fordeling
AKSJEFOND					
SKAGEN Global	79 207	87 632	1 385,06	22 074	30,22 %
SKAGEN Kon-Tiki	74 598	46 475	736,25	8 449	15,13 %
SKAGEN Vekst	28 275	46 073	1 931,44	8 539	15,04 %
Sum Aksjefond		180 180		39 062	60,39 %
RETEFOND					
SKAGEN Avkastning	252 634	34 924	142,48	1 072	10,05 %
SKAGEN Høyrente Institusjon	530 372	52 946	99,65	-93	14,63 %
SKAGEN Høyrente	536 333	54 232	100,82	-157	14,98 %
Sum Retefond		322 282		39 883	100,05 %
Sum verdipapirportefølje					-0,05 %
Disponibel likviditet					0,32 %
Sum andelskapital					100,00 %
Basiskurs per 31.03.2015			136,2148		

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 pluss/minus variabelt forvaltningshonorar: I SKAGEN Kon-Tiki fordeles verdiutvikling som er bedre enn MSCI vekstmarkedsindeks målt i norske kroner 90/10 mellom andelseierne og

forvaltningsselskapet. Samlet belastet forvaltningsgodtgjørelse per år kan likevel ikke overstige 4 prosent av gjennomsnittlig forvaltningskapital. Ved dårligere verdiutvikling enn MSCI vekstmarkedsindeks målt i norske kroner fordeles differansen 90/10 mellom andelseierne og forvaltningsselskapet. I SKAGEN m² er forvaltningshonorar 1,5 % per år pluss/minus variabelt forvaltningshonorar: I SKAGEN m² fordeles verdiutvikling som er bedre enn MSCI Real Estate IMI målt i norske kroner 90/10 mellom andelseierne og forvaltningsselskapet. Samlet belastet forvaltningsgodtgjørelse per år kan likevel ikke overstige 3 prosent av gjennomsnittlig forvaltningskapital. Ved dårligere verdiutvikling enn MSCI Real Estate IMI målt i norske kroner fordeles differansen 90/10 mellom andelseierne og forvaltningsselskapet. Samlet belastet forvaltningsgodtgjørelse per år kan likevel ikke bli lavere enn 0,75 prosent av gjennomsnittlig årlig forvaltningskapital. SKAGEN Global, SKAGEN Kon-Tiki og SKAGEN m² kan bli belastet variabelt forvaltningsgodtgjørelse selv om fondets avkastning har vært negativ, så lenge fondet har

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

I SKAGEN Tellus, SKAGEN 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 31.03.2015	1 år	Siste år	Siste 2 år	Siste 3 år	Siste 5 år	Siste 7 år	Siste 10 år	Siden start
SKAGEN Vekst A	4,5%	14,8%	20,5%	14,3%	7,3%	5,4%	9,5%	14,9%
MSCI Nordic/MSCI AC ex. Nordic	12,7%	36,2%	28,0%	22,3%	15,2%	9,6%	11,8%	10,8%
SKAGEN Global A	9,2%	28,1%	23,4%	19,0%	13,4%	10,1%	11,5%	16,1%
MSCI World AC	10,4%	42,4%	30,8%	24,5%	15,9%	11,5%	8,5%	4,9%
SKAGEN Kon-Tiki A	6,2%	21,5%	15,9%	11,6%	7,9%	9,7%	13,7%	16,6%
MSCI Emerging Markets	10,1%	35,5%	17,3%	12,6%	8,2%	7,5%	11,1%	10,1%
SKAGEN m2 A	11,8%	48,5%	19,0%	-	-	-	-	21,9%
MSCI All Country World Index Real Estate IMI	12,3%	55,0%	25,4%	-	-	-	-	27,9%
SKAGEN Balanse 60/40	4,6%	14,6%	13,3%	10,6%	-	-	-	10,5%
SKAGEN Balanse 60/40 kombinert indeks	6,5%	22,8%	16,0%	12,8%	-	-	-	12,8%
SKAGEN Avkastning	1,7%	4,6%	4,3%	4,8%	4,3%	4,5%	4,1%	5,6%
Statsobligasjonsind. 3.00	0,1%	4,3%	2,7%	2,7%	3,3%	4,3%	3,8%	5,5%
SKAGEN Tellus A	5,7%	27,6%	17,3%	14,8%	9,7%	10,1%	-	7,8%
J.P. Morgan GBI Broad Index Unhedged in EUR	5,8%	29,7%	16,2%	10,7%	7,7%	8,3%	-	6,4%
SKAGEN Credit NOK	1,6%	-	-	-	-	-	-	-0,2%
Statsobligasjonsindeks 1.0	0,2%	-	-	-	-	-	-	1,6%
SKAGEN Høyrente	0,4%	2,0%	2,3%	2,6%	2,8%	3,3%	3,4%	4,3%
Statsobligasjonsind. 0.50	0,3%	1,4%	1,6%	1,6%	1,9%	2,5%	2,8%	3,9%
SKAGEN Høyrente Institusjon	0,5%	2,2%	2,3%	2,6%	2,8%	3,4%	3,4%	3,3%
Statsobligasjonsind. 0.25	0,2%	1,2%	1,4%	1,4%	1,8%	2,3%	2,6%	2,7%

Risiko og prestasjonsmåling

per 31.03.2015	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	12,1%	10,3%	12,2%	1,4%	7,7%	0,2%	0,2%
Standardavvik, referanseindeks	10,7%	8,5%	11,8%	2,2%	10,8%	0,3%	0,2%
Sharpe-ratio, fond	0,44	1,06	0,48	1,81	0,97	5,04	6,03
Sharpe-ratio, referanseindeks	1,16	1,53	0,52	0,69	0,52	0,41	0,00
Tracking Error/Relativ volatilitet	5,6%	4,9%	4,8%	2,6%	5,6%	0,3%	0,2%
Informasjonsratio	-1,28	-0,45	-0,06	0,35	0,33	2,86	5,23
Korrelasjon	0,89	0,88	0,92	-0,04	0,86	0,04	0,33
alfa	-7,1%	-3,1%	0,1%	4,3%	4,7%	2,7%	2,2%
beta	1,00	1,06	0,95	-0,02	0,62	0,03	0,34
R2	78%	77%	85%	-2%	74%	-2%	10%

GEVINST OG TAPSANALYSE SISTE 5 ÅR

Relativ gevinst	86%	106%	104%	89%	-	458%	-
Relativt tap	130%	136%	108%	62%	-	28%	-
Relativ gevinst/tap-ratio	0,66	0,78	0,97	1,42	-	16,42	-
Positive indekssavvik	4,8	5,9	6,4	8,6	-	1,0	-
Negative indekssavvik	11,7	7,9	6,6	6,5	-	0,1	-
Indeksavvik-ratio	0,41	0,75	0,97	1,33	-	10,33	-
Mengde positive avvik	29%	43%	49%	-	-	57%	-
Mengde positive avvik, oppgang	30%	53%	45%	-	-	22%	-
Mengde positive avvik, nedgang	26%	24%	53%	-	-	93%	-
Konsistens	37%	45%	48%	60%	-	57%	95%
Konsistens, oppgang	34%	50%	47%	30%	-	33%	100%
Konsistens, nedgang	42%	33%	50%	96%	-	85%	94%

VALUE AT RISK 5 ÅR

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

GEVINST OG TAPSANALYSE SIDEN OPPSTART

Relativ gevinst	-	-	-	-	-	-	-
Relativt tap	-	-	-	-	-	-	-
Relativ gevinst/tap-ratio	-	-	-	-	-	-	-
Positive indekssavvik	-	-	-	-	-	-	-
Negative indekssavvik	-	-	-	-	-	-	-
Indeksavvik-ratio	-	-	-	-	-	-	-

* Alle avkastningstall utover 12 måneder er annualisert

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

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

²⁾ Før 1.1.2010 var indeks MSCI World (NOK)

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

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

ANGRERETT

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

ORDFORKLARING

Alle beregninger av mål er basert på månedlige observasjoner.

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

Relativ gevinst/Relativt tap er et mål på evnen til å oppnå meravkastning i henholdsvis oppgang- og nedgangsperioder. Et relativt tap på 80 prosent betyr at fondet har oppnådd et tap tilsvarende at fondet var investert 80 prosent i indeksen og 20 prosent i risikofri rente (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 indeks i den aktuelle perioden. Relativ volatilitet måler forvalters evne til å skape jevn meravkastning i forhold til referanseindeksen, men brukes ofte som et mål på et fonds uavhengighet av indeksen.

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

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

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

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 informasjonsratio 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 1831,4%

Gjennomsnittlig avkastning per år 14,9 %

Forvaltningskapital 8 642 mill NOK

Antall andelseiere 72 417

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

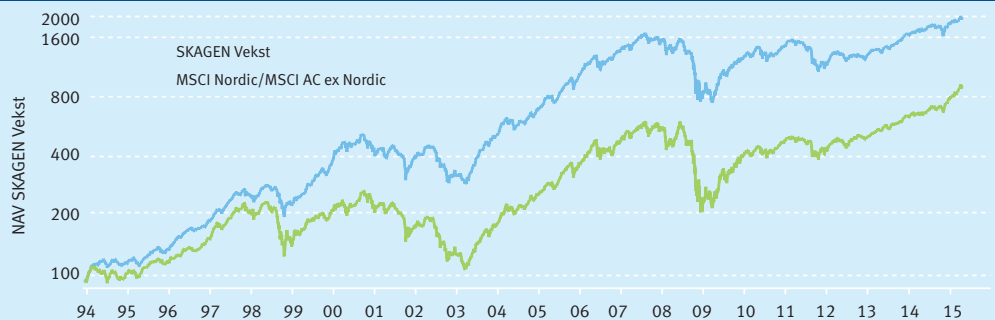
Godkjent for markedsføring i Norge, Sverige, Danmark, Island, Finland, Tyskland, Sveits Belgia, Nederland, Luxemburg, Storbritannia og Irland.

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						
Lundin Petroleum AB	1 820 000	177 567	202 335	24 768	2,34 %	Stockholm
Solstad Offshore ASA	1 982 746	99 498	94 974	-4 524	1,10 %	Oslo Børs
Ganger Rolf ASA	1 213 817	124 262	71 615	-52 647	0,83 %	Oslo Børs
Bonheur ASA	1 192 594	88 117	70 959	-17 158	0,82 %	Oslo Børs
Rec Silicon ASA	29 162 486	42 190	68 532	26 342	0,79 %	Oslo Børs
GCL-Poly Energy Holdings Ltd	30 000 000	59 320	64 095	4 775	0,74 %	Hong Kong
DOF ASA	5 762 213	110 022	47 826	-62 195	0,55 %	Oslo Børs
Småposter		256 220	54 045	-202 175	0,63 %	
Sum Energi		957 196	674 381	-282 815	7,80 %	

RÅVARER						
Norsk Hydro ASA	14 042 679	355 936	595 269	239 334	6,89 %	Oslo Børs
Kemira OYJ	462 500	46 621	46 132	-489	0,53 %	Helsinki
OCI Co Ltd	39 000	33 003	29 435	-3 568	0,34 %	Seoul
Småposter		44 274	19 204	-25 070	0,22 %	
Sum Råvarer		479 834	690 040	210 206	7,98 %	

KAPITALVARER, SERVICE OG TRANSPORT						
Norwegian Air Shuttle ASA	1 551 707	110 583	372 410	261 827	4,31 %	Oslo Børs
Koninklijke Philips NV	1 518 075	304 812	347 321	42 509	4,02 %	Amsterdam
ABB Ltd	2 000 000	286 086	343 626	57 540	3,98 %	Stockholm
Wilh. Wilhelmsen Holding ASA	875 275	62 508	138 293	75 785	1,60 %	Oslo Børs
AirAsia Bhd	24 244 100	125 235	125 805	570	1,46 %	Kuala Lumpur
FLSmidth & Co A/S	301 000	100 575	109 529	8 955	1,27 %	København
Golar LNG Ltd	190 000	58 722	50 733	-7 989	0,59 %	NASDAQ
Frontline 2012 Ltd	1 000 000	41 502	42 900	1 398	0,50 %	Unotert
Stolt-Nielsen Ltd	323 341	40 097	40 094	-2	0,46 %	Oslo Børs
Danieli & Officine Meccaniche SpA	197 000	26 382	26 200	-182	0,30 %	Brsaltaliana
Småposter		125 435	56 870	-68 565	0,66 %	
Sum Kapitalvarer, service og transport		1 281 937	1 653 782	371 845	19,13 %	

INNETEKSAVHENGIGE FORBRUKSVARER						
Continental AG	260 000	132 209	497 462	365 253	5,75 %	Frankfurt
Kia Motors Corporation	800 000	240 727	263 682	22 955	3,05 %	Seoul
Volvo AB	2 500 000	209 578	244 478	34 899	2,83 %	Stockholm
Toshiba Corp	6 500 000	177 812	220 890	43 078	2,56 %	Tokyo
Nokian Renkaat OYJ	315 898	70 959	76 402	5 443	0,88 %	Helsinki
Toto Ltd	550 000	43 403	66 170	22 767	0,77 %	Tokyo
Nippon Seiki Co Ltd	273 000	28 148	43 572	15 424	0,50 %	Tokyo
Småposter		33 138	9 057	-24 080	0,10 %	
Sum Inntektsavhengige forbruksvarer		935 973	1 421 713	485 739	16,45 %	

Verdipapir	Antall	Kjøpsverdi NOK*	Markedsverdi NOK*	Urealisert gevinst/tap NOK*	Prosentvis fordeling	Børs
DEFENSIVE KONSUMVARER						
Carlsberg AS-B	446 000	273 495	297 269	23 773	3,44 %	København
Casino Guichard Perrachon SA	330 000	225 751	235 312	9 561	2,72 %	Paris
Oriflame Cosmetics SA-SDR	800 912	103 916	85 967	-17 949	0,99 %	Stockholm
Royal Unibrew A/S	45 000	13 935	61 190	47 255	0,71 %	København
Sodastream International Ltd	365 000	82 946	58 689	-24 257	0,68 %	NASDAQ
Yazıçılar Holding AS	689 169	23 544	46 282	22 738	0,54 %	Istanbul
Småposter		11 591	140	-11 451	0,00 %	
Sum Defensiv konsumvarer		735 179	784 849	49 670	9,08 %	

MEDISIN						
Roche Holding AG-Genusschein	77 438	167 300	173 612	6 312	2,01 %	Zürich
Novo Nordisk A/S-B	150 000	32 719	65 356	32 637	0,76 %	København
Medi-Stim ASA	1 465 625	18 313	58 625	40 312	0,68 %	Oslo Børs
Småposter		25 235	19 107	-6 128	0,22 %	
Sum Medisin		243 567	316 701	73 134	3,66 %	

BANK OG FINANS						
Citigroup Inc	950 000	337 847	395 206	57 359	4,57 %	New York
Danske Bank A/S	1 650 000	184 737	352 077	167 340	4,07 %	København
SBI Holdings Inc	1 100 000	92 245	107 948	15 703	1,25 %	Tokyo
Tribona AB	2 803 335	92 589	99 950	7 361	1,16 %	Stockholm
Sberbank of Russia Pref	11 120 000	160 944	69 926	-91 018	0,81 %	Moscow
Korean Reinsurance Co	900 000	30 701	66 941	36 240	0,77 %	Seoul
Hitecvision AS	793 668	7 193	51 588	44 395	0,60 %	Unotert
Norwegian Finans Holding ASA	1 600 000	3 137	44 800	41 663	0,52 %	Unotert
Raiffeisen Bank International AG	306 524	69 052	34 992	-34 061	0,40 %	Wien
Småposter		6 801	8 894	2 093	0,10 %	
Sum Bank og finans		985 246	1 232 322	247 076	14,26 %	

INFORMASJONSTEKNOLOGI						
Samsung Electronics Co Ltd Pref	84 000	497 221	676 240	179 019	7,82 %	Seoul
SAP SE	545 000	230 275	320 491	90 216	3,71 %	Frankfurt
PSI Group ASA	3 796 612	43 431	32 651	-10 780	0,38 %	Oslo Børs
Bang & Olufsen A/S	291 332	22 046	21 670	-377	0,25 %	København
Småposter		6 980	26	-6 954	0,00 %	
Sum Informasjonsteknologi		799 953	1 051 078	251 125	12,16 %	

TELEKOM						
Teliaasonera AB	8 600 000	394 451	441 829	47 377	5,11 %	Stockholm
Kinnevik Investment AB-B	463 583	103 529	125 027	21 498	1,45 %	Stockholm
Sum Telekom		497 981	566 856	68 875	6,56 %	

Sum verdipapirportefølje		6 916 867	8 391 721	1 474 854	97,08 %	
Disponibel likviditet			252 315		2,92 %	
Sum andelskapital			8 644 036		100,00 %	

Basiskurs per 31.03.2015

1 978,8713

* 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.

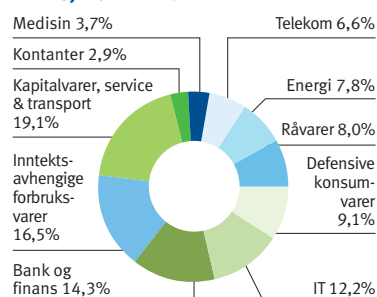


SKAGEN VEKST

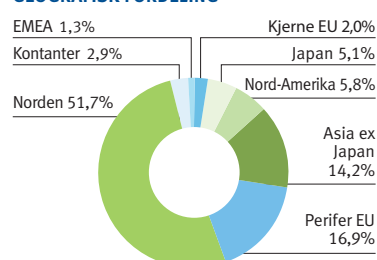
Den smale sti til velstand*

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

BRANSJEFORDELING



GEOGRAFISK FORDELING



DE 10 STØRSTE POSTENE

Samsung Electronics Co Ltd	7,82
Norsk Hydro ASA	6,89
Continental AG	5,75
Teliaasonera AB	5,11
Citigroup Inc	4,57
Norwegian Air Shuttle AS	4,31
Danske Bank A/S	4,07
Koninklijke Philips NV	4,02
ABB Ltd	3,98
SAP SE	3,71
SUM 10 STØRSTE UTSTEDERE (%)	50,23



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 porteføljene og redusere risikoen.



Morningstar quantitative rating



Lipper Europe 2014 beste fond over ti år Equity Global



Citywire (5 års periode) 132 av 739

Fondets startdato 7 august 1997

Avkastning siden oppstart 1285,1%

Gjennomsnittlig avkastning per år 16,1%

Forvaltningskapital 39 199 mill NOK

Antall andelseiere 86 780

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 Knut Gezelius
Søren Milo Christensen
Chris-Tommy Simonsen

KURSHISTORIK SKAGEN GLOBAL



Verdipapir	Antall	Kjøpsverdi NOK*	Markedsverdi NOK*	Urealisert gevinst/tap NOK*	Prosentvis fordeling	Børs
ENERGI						
Kazmunaigas Exploration GDR	3 038 139	372 416	302 589	-69 827	0,77 %	London Int.
Lundin Petroleum AB	2 535 490	274 446	281 129	6 683	0,72 %	Stockholm
Technip SA	482 540	266 436	235 162	-31 275	0,60 %	Paris
BP Plc	4 331 863	216 164	227 227	11 063	0,58 %	London
BP Plc ADR	606 673	177 095	191 738	14 643	0,49 %	New York
Sum Energi		1 306 556	1 237 845	-68 712	3,16 %	

RÅVARER						
Koninklijke DSM NV	2 160 701	894 313	968 893	74 580	2,47 %	Amsterdam
Heidelbergcement AG	1 210 994	400 738	775 053	374 315	1,98 %	Frankfurt
Norsk Hydro ASA	15 180 710	410 319	643 510	233 191	1,64 %	Oslo Børs
Akzo Nobel NV	989 421	320 688	602 946	282 258	1,54 %	Amsterdam
Lundin Mining Corp	13 568 535	387 661	447 139	59 479	1,14 %	Toronto
OCI Co Ltd	513 288	455 208	386 704	-68 504	0,99 %	Seoul
Ternium SA ADR	2 503 889	374 217	361 448	-12 769	0,92 %	New York
UPM-Kymmene Oyj	2 133 683	156 328	333 506	177 178	0,85 %	Helsinki
Mayr-Melnhof Karton AG	325 987	151 000	270 700	119 700	0,69 %	Wien
Lundin Mining Corp SDR	7 179 429	194 019	236 330	42 311	0,60 %	Stockholm
Sum Råvarer		3 744 491	5 026 230	1 281 739	12,82 %	

KAPITALVARER, SERVICE OG TRANSPORT						
General Electric Co	7 806 240	1 539 786	1 565 655	25 869	3,99 %	New York
LG Corp	2 391 893	669 940	1 067 284	397 344	2,72 %	Seoul
Tyco International Plc	2 435 862	262 451	848 623	586 172	2,16 %	New York
Koninklijke Philips NV	2 812 437	521 941	642 491	120 551	1,64 %	Amsterdam
Valmet Corp	3 202 627	219 542	308 054	88 512	0,79 %	Helsinki
Prosegur Cia de Seguridad Sa	6 360 714	206 436	289 956	83 520	0,74 %	Madrid
China Communications Services Corp Ltd	74 754 294	269 564	267 261	-2 303	0,68 %	Hong Kong
Autoliv Inc	276 314	94 600	264 214	169 614	0,67 %	New York
Autoliv Inc SDR	141 095	48 972	134 696	85 725	0,34 %	Stockholm
Sum Kapitalvarer, service og transport		3 833 232	5 388 235	1 555 003	13,74 %	

INNETKSAVHENGIGE FORBRUKSVARER						
General Motors Co	3 410 380	486 975	1 039 891	552 916	2,65 %	New York
Volvo AB	7 530 159	583 952	733 638	149 686	1,87 %	Stockholm
Comcast Corp	1 578 793	215 654	716 314	500 659	1,83 %	NASDAQ
Gap Inc/The	1 826 497	448 102	643 546	195 444	1,64 %	New York
Kingfisher Plc	12 076 432	397 075	549 842	152 767	1,40 %	London
Toyota Industries Corp	1 038 702	185 388	480 008	294 619	1,22 %	Tokyo
Hyundai Motor Co Pref (2pb)	518 537	146 240	430 291	284 051	1,10 %	Seoul
Tata Motors Ltd-A- DVR	8 181 421	114 603	350 002	235 399	0,89 %	Bombay
Global Mediacom Tbk PT	233 957 000	218 554	252 615	34 061	0,64 %	Jakarta
Småposter		34 943	81 149	46 206	0,21 %	
Sum Inntektsavhengige forbruksvarer		2 831 488	5 277 296	2 445 808	13,46 %	

DEFENSIVE KONSUMVARER						
Unilever NV-Cva	932 574	195 357	315 169	119 811	0,80 %	Amsterdam
Yazicilar Holding AS	3 849 265	93 229	258 236	165 006	0,66 %	Istanbul
Carlsberg AS-B	172 838	115 605	114 959	-645	0,29 %	København
Sum Defensiv konsumvarer		404 191	688 363	284 172	1,76 %	

Verdipapir	Antall	Kjøpsverdi NOK*	Markedsverdi NOK*	Urealisert gevinst/tap NOK*	Prosentvis fordeling	Børs
MEDISIN						
Roche Holding AG-Genusschein	525 108	633 837	1 172 154	538 317	2,99 %	Zürich
Sanofi	992 732	618 471	791 218	172 747	2,02 %	Paris
Varian Medical Systems Inc	649 382	332 011	496 411	164 399	1,27 %	New York
Teva Pharmaceutical-Sp ADR	853 631	188 205	434 870	246 665	1,11 %	NASDAQ
Sum Medisin		1 772 525	2 894 653	1 122 127	7,38 %	

BANK OG FINANS						
Citigroup Inc	6 663 367	1 525 830	2 766 372	1 240 542	7,06 %	New York
American International Group Inc	4 478 321	1 189 560	1 975 879	786 318	5,04 %	New York
Nordea Bank AB	12 756 133	896 126	1 254 703	358 576	3,20 %	Stockholm
Goldman Sachs Group Inc	522 136	464 857	799 121	334 264	2,04 %	New York
CK Hutchison Holdings Ltd	4 476 098	358 396	738 739	380 343	1,88 %	Hong Kong
State Bank of India	21 001 330	523 353	723 656	200 303	1,85 %	National India
NN Group NV	3 140 161	565 781	715 729	149 948	1,83 %	Amsterdam
Storebrand ASA	14 209 744	488 470	416 914	-71 556	1,06 %	Oslo Børs
Irsa Sa ADR	1 819 371	151 248	287 725	136 477	0,73 %	New York
Columbia Property Trust Inc	1 297 237	254 746	281 103	26 357	0,72 %	New York
EFG-Hermes Holding SAE	16 691 224	206 618	278 648	72 030	0,71 %	Cairo
Banco Do Estado Rio Grande Do Sul SA Pref	7 443 113	174 662	208 679	34 016	0,53 %	Sao Paulo
State Bank Of India GDR	593 476	108 798	202 452	93 654	0,52 %	National India
Småposter		71 422	93 079	21 657	0,24 %	
Sum Bank og finans		6 979 869	10 742 797	3 762 928	27,40 %	

INFORMASJONSTEKNOLOGI						
Samsung Electronics Co Ltd Pref	316 852	767 445	2 546 263	1 778 817	6,49 %	Seoul
Microsoft Corp	2 628 646	451 906	864 252	412 346	2,20 %	NASDAQ
Lenovo Group Ltd	49 790 000	374 239	585 773	211 534	1,49 %	Hong Kong
Google Inc CLASS C	50 875	88 965	226 615	137 650	0,58 %	NASDAQ
Google Inc CLASS A	45 315	79 242	204 795	125 552	0,52 %	NASDAQ
Samsung Electronics Co Ltd Pref GDR	27 312	27 601	108 940	81 338	0,28 %	London Int.
Sum Informasjonsteknologi		1 789 399	4 536 638	2 747 239	11,57 %	

TELEKOM						
China Unicom Hong Kong Ltd	46 395 472	405 552	568 982	163 430	1,45 %	Hong Kong
First Pacific Co Ltd	44 528 923	281 364	358 199	76 835	0,91 %	Hong Kong
Vimpelcom Ltd-Spon ADR	7 888 234	578 095	338 113	-239 983	0,86 %	New York
China Unicom Hong Kong Ltd ADR	1 998 875	184 319	246 474	62 155	0,63 %	New York
Indosat Tbk PT	65 422 055	226 138	172 158	-53 979	0,44 %	Indonesia
Global Telecom Holding	38 328 039	100 420	133 641	33 221	0,34 %	Cairo
Småposter		48 958	62 090	13 132	0,16 %	
Sum Telekom		1 824 846	1 879 657	54 811	4,79 %	

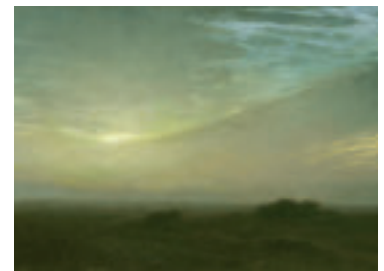
Sum verdipapirportefølje	24 486 597	37 671 713	13 185 116	96,08 %		
Disponibel likviditet		1 535 821		3,92 %		
Sum andelskapital		39 207 534		100,00 %		

Basiskurs per 31.03.2015

1 405,5074

* 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.

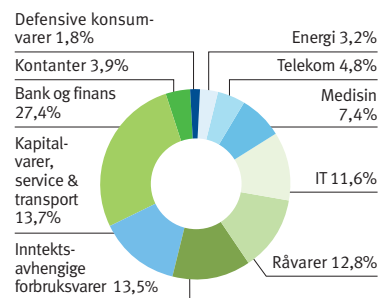


SKAGEN GLOBAL

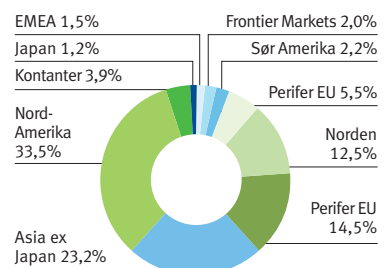
En verden av muligheter*

* 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

Citigroup Inc	7,06
Samsung Electronics Co Ltd	6,77
American International Group I	4,95
General Electric Co	3,99
Nordea Bank AB	3,20
Roche Holding AG	2,99
LG Corp	2,72
General Motors Co	2,65
Koninklijke DSM NV	2,47
State Bank of India	2,36
SUM 10 STØRSTE UTSTEDERE (%)	39,17



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.



Morningstar quantitative rating



Lipper Europe 2014, beste fond over ti år Equity Emerging Markets



Citywire (5 års periode) 70 676

Fondets startdato 5. april 2002

Avkastning siden oppstart 636,3 %

Gjennomsnittlig avkastning per år 16,6 %

Forvaltningskapital 51 236 mill NOK

Antall andelseiere 70 676

Tegningsprovisjon 0%

Innløsningsprovisjon 0%

Forvaltningshonorar 2 % per år pluss/ minus variabelt forvaltningshonorar

Minste tegningsbeløp 250 NOK

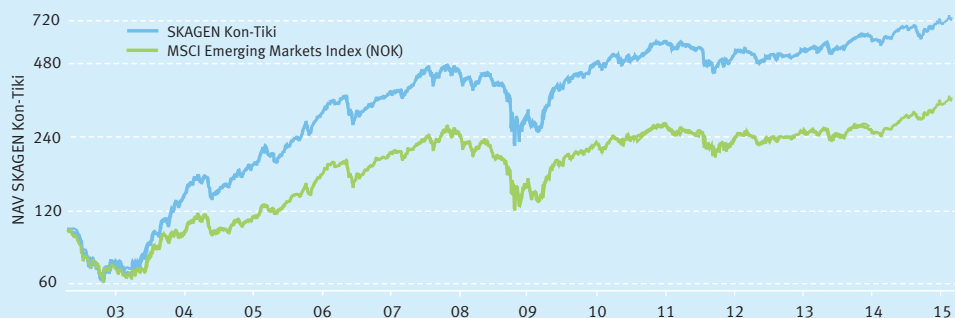
Godkjent for markedsføring i Norge, Sverige, Danmark, Island, Finland, Tyskland, Sveits, Belgia, Nederland, Luxemburg, Storbritannia og Irland.

Referanseindeks MSCI vekstmarkedsindeks (NOK)

UCITS-fond Ja

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

KURSHISTORIK SKAGEN KON-TIKI



Verdipapir	Antall	Kjøpsverdi NOK*	Markedsverdi NOK*	Urealisert gevinst/tap NOK*	Prosentvis fordeling	Børs
ENERGI						
Petroleo Brasileiro Pref ADR	9 864 888	506 969	480 516	-26 453	0,94 %	New York
GCL-Poly Energy Holdings Ltd	224 088 000	368 096	477 710	109 613	0,93 %	Hong Kong
Tullow Oil Plc	8 461 624	793 317	285 564	-507 752	0,56 %	London
Rec Silicon ASA	83 201 594	133 426	195 524	62 097	0,38 %	Oslo Børs
Småposter		670 843	143 336	-527 507	0,28 %	
Sum Energi		2 472 651	1 582 649	-890 002	3,09 %	

RÅVARER						
UPL Ltd	10 294 488	191 091	587 007	395 916	1,15 %	National India
Vale Sa Spons pref ADR	14 322 805	1 356 658	561 939	-794 719	1,10 %	New York
Hindalco Industries Ltd	30 031 830	504 565	499 620	-4 945	0,97 %	National India
OCI Co Ltd	600 000	455 623	451 945	-3 678	0,88 %	Seoul
LG Chem Ltd Pref	259 179	178 915	286 707	107 792	0,56 %	Seoul
Asia Cement China Holdings	48 551 500	178 471	211 043	32 571	0,41 %	Hong Kong
Småposter		493 174	136 899	-356 275	0,27 %	
Sum Råvarer		3 358 498	2 735 160	-623 338	5,34 %	

KAPITALVARER, SERVICE OG TRANSPORT						
ABB Ltd	8 530 512	808 037	1 460 912	652 874	2,85 %	Stockholm
AP Moeller - Maersk A/S	74 718	601 715	1 258 051	656 336	2,45 %	København
Hitachi Ltd	16 195 000	791 993	895 759	103 766	1,75 %	Tokyo
CNH Industrial NV	9 338 348	567 834	613 770	45 936	1,20 %	New York
Bidvest Group Ltd	2 800 000	326 110	612 168	286 058	1,19 %	Johannesburg
AirAsia Bhd	108 497 800	414 918	561 742	146 824	1,10 %	Kuala Lumpur
Frontline 2012 Ltd	12 706 335	327 355	545 102	217 746	1,06 %	Unotert
Golar LNG Ltd	1 298 301	471 325	347 505	-123 820	0,68 %	NASDAQ
Enka Insaat Ve Sanayi AS	20 782 815	217 528	335 581	118 054	0,65 %	Istanbul
Harbin Electric Company Ltd	60 656 000	548 015	304 027	-243 988	0,59 %	Hong Kong
Norwegian Air Shuttle ASA	1 048 248	98 311	251 580	153 269	0,49 %	Oslo Børs
Empresas ICA S.A.B	32 729 853	448 729	215 360	-233 369	0,42 %	Mexico
LG Corp Pref	808 430	118 266	206 217	87 951	0,40 %	Seoul
Kerry Logistics Network Ltd	16 905 000	170 210	200 758	30 548	0,39 %	Hong Kong
Aveng Ltd	21 017 094	617 358	157 281	-460 077	0,31 %	Johannesburg
Småposter		437 815	429 510	-8 305	0,84 %	
Sum Kapitalvarer, service og transport		6 965 520	8 395 322	1 429 802	16,38 %	

INNTEKTSAVHENGIGE FORBRUKSVARER						
Great Wall Motor Co Ltd	43 877 936	79 592	2 500 451	2 420 858	4,88 %	Hong Kong
Hyundai Motor Co Pref (2pb)	2 351 443	375 434	1 950 893	1 575 459	3,81 %	Seoul
Hyundai Motor Co Pref (1p)	2 234 715	358 958	1 805 258	1 446 300	3,52 %	Seoul
Mahindra & Mahindra Ltd GDR	8 161 588	190 149	1 260 439	1 070 289	2,46 %	London International
Naspers Ltd	1 000 919	292 956	1 237 737	944 780	2,41 %	Johannesburg
LG Electronics Inc Pref	3 050 000	823 954	617 076	-206 878	1,20 %	Seoul
Mahindra & Mahindra Ltd	3 103 503	250 706	475 405	224 700	0,93 %	National India
DRB-Hicom Bhd	88 408 800	365 449	378 879	13 430	0,74 %	Kuala Lumpur
Apollo Tyres Ltd	12 357 560	96 010	268 137	172 127	0,52 %	National India
Hengdeli Holdings Ltd	162 184 800	256 019	242 865	-13 155	0,47 %	Hong Kong
MRV Engenharia	8 095 400	172 461	166 467	-5 993	0,32 %	Sao Paulo
Sum Inntektsavhengige forbruksvarer		3 261 688	10 903 607	7 641 918	21,27 %	

Verdipapir	Antall	Kjøpsverdi NOK*	Markedsverdi NOK*	Urealisert gevinst/tap NOK*	Prosentvis fordeling	Børs
DEFENSIVE KONSUMVARER						
Cosan Ltd	13 091 033	791 870	676 722	-115 148	1,32 %	New York
X 5 Retail Group NV GDR	4 990 306	506 266	617 752	111 486	1,21 %	London Int.
Shiseido Co Ltd	4 166 700	448 244	597 156	148 912	1,16 %	Tokyo
Yazicilar Holding AS	8 837 139	222 040	592 728	370 689	1,16 %	Istanbul
Distribuidora Internacional de Alimentacion SA	8 706 469	324 648	546 375	221 728	1,07 %	Madrid
Casino Guichard Perrachon SA	681 741	539 422	487 277	-52 145	0,95 %	Paris
Familymart Co Ltd	1 407 900	389 252	476 768	87 516	0,93 %	Tokyo
Massmart Holdings Ltd	3 739 366	285 120	371 547	86 427	0,72 %	Johannesburg
Marfrig Global Foods SA	33 457 200	525 979	338 092	-187 887	0,66 %	Sao Paulo
PZ Cussons Plc	7 625 746	127 931	311 727	183 796	0,61 %	London
Kulim Malaysia BHD	50 827 600	160 451	302 963	142 512	0,59 %	Kuala Lumpur
Cia Brasileira de Distribuicao - Pref	1 128 000	274 289	272 999	-1 289	0,53 %	Sao Paulo
Cia Cervecerias Unidas SA ADR	1 538 270	280 090	254 601	-25 489	0,50 %	New York
East African Breweries Ltd	5 774 866	88 566	156 106	67 540	0,30 %	Nairobi
Podravka Prehrambena Ind DD	406 584	111 935	133 412	21 477	0,26 %	Zagreb
Småposter		138 712	98 508	-40 204	0,19 %	
Sum Defensiv konsumvarer		5 214 813	6 234 733	1 019 919	12,16 %	

MEDISIN						
Richter Gedeon Nyrt	8 936 510	970 296	991 361	21 064	1,93 %	Budapest
China Shineway Pharmaceutical	36 934 000	280 298	452 442	172 145	0,88 %	Hong Kong
Eis Eczacibasi Ilac Ve Sanayi	19 410 554	133 038	148 876	15 838	0,29 %	Istanbul
Supermax Corp BHD	30 573 600	117 548	139 671	22 123	0,27 %	Kuala Lumpur
Småposter		39 931	86 668	46 737	0,17 %	
Sum Medisin		1 541 111	1 819 018	277 907	3,55 %	

BANK OG FINANS						
State Bank of India	55 690 910	1 265 479	1 917 986	652 507	3,74 %	National India
Haci Omer Sabanci Holding AS	48 791 436	1 011 304	1 390 838	379 533	2,71 %	Istanbul
SBI Holdings Inc	7 759 600	603 587	759 111	155 524	1,48 %	Tokyo
Banco Do Estado Rio Grande Do Sul SA Pref	22 815 700	565 560	638 201	72 641	1,24 %	Sao Paulo
Moscow Exchange MICEX-RTS OAO	54 263 060	578 348	510 312	-68 037	1,00 %	Moscow
JSE Ltd	5 864 519	226 705	482 836	256 131	0,94 %	Johannesburg
Raiffeisen Bank International AG	4 062 472	797 113	455 653	-341 460	0,89 %	Wien
Kiatnakin Bank Pcl	37 429 463	334 353	361 434	27 081	0,71 %	Bangkok
Korean Reinsurance Co	4 860 366	182 225	360 797	178 572	0,70 %	Seoul
EFG-Hermes Holding SAE	17 939 257	353 507	299 455	-54 052	0,58 %	Cairo
Value Partners Group Ltd	28 597 000	109 613	217 385	107 772	0,42 %	Hong Kong
Ghana Commercial Bank Ltd	18 001 604	88 821	206 252	117 431	0,40 %	Ghana
Dragon Capital - Vietnam Enterprise Investments Ltd	9 000 000	111 229	200 323	89 094	0,39 %	Dublin
Nordnet AB	5 007 907	69 539	153 468	83 929	0,30 %	Stockholm
Kiwoom Securities Co Ltd	263 000	48 064	135 322	87 259	0,26 %	Seoul
Småposter		328 629	296 575	-32 054	0,58 %	
Sum Bank og finans		6 674 075	8 385 947	1 711 872	16,36 %	

INFORMASJONSTEKNOLOGI						
Samsung Electronics Co Ltd Pref	344 632	851 440	2 768 974	1 917 533	5,40 %	Seoul
Samsung Electronics Co Ltd Pref GDR	388 277	382 056	1 548 724	1 166 668	3,02 %	London Int.
Lenovo Group Ltd	97 150 000	557 355	1 143 618	586 263	2,23 %	Hong Kong
Tech Mahindra Ltd	8 784 608	354 450	713 386	358 936	1,39 %	National India
Skyworth Digital Holdings Ltd	32 870 181	95 990	208 508	112 519	0,41 %	Hong Kong
Sum Informasjonsteknologi		2 241 291	6 383 210	4 141 919	12,45 %	

TELEKOM						
Bharti Airtel Ltd	29 648 206	1 130 346	1 503 803	373 457	2,93 %	National India
Kinnevik Investment AB-B	2 624 324	458 112	706 149	248 037	1,38 %	Stockholm
Indosat Tbk PT	206 683 750	557 401	543 889	-13 511	1,06 %	Indonesia
Sistema Jsfc	71 610 460	487 565	175 197	-312 368	0,34 %	Moscow
Småposter		79 436	59 381	-20 055	0,12 %	
Sum Telekom		2 712 860	2 988 419	275 559	5,83 %	

Sum verdipapirportefølje	34 442 507	49 428 064	14 985 557	96,42 %
Disponibel likviditet		1 834 871		3,58 %
Sum andelskapital		51 262 936		100,00 %

Basiskurs per 31.03.2015

* 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.

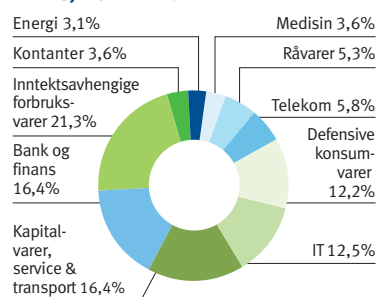


SKAGEN KON-TIKI

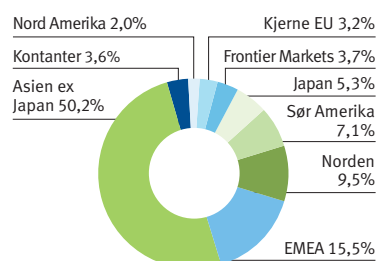
Viser vei i nytt farvann*

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

BRANSJEFORDELING



GEOGRAFISK FORDELING



DE 10 STØRSTE POSTENE

Samsung Electronics Co Ltd	8,42
Hyundai Motor Co	7,33
Great Wall Motor Co Ltd	4,88
State Bank of India	3,74
Mahindra & Mahindra Ltd	3,39
Bharti Airtel Ltd	2,93
ABB Ltd	2,85
Haci Omer Sabanci Holding AS	2,71
AP Moeller - Maersk A/S	2,50
Naspers Ltd	2,41
SUM 10 STØRSTE UTSTEDERE (%)	41,16

VERDIPAPIRPORTEFØLJE SKAGEN m² PER 31 MARS 2015



SKAGEN m²

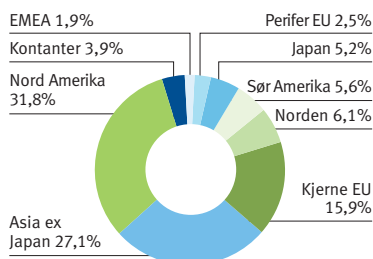
En andel i det globale eiendomsmarkedet*

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

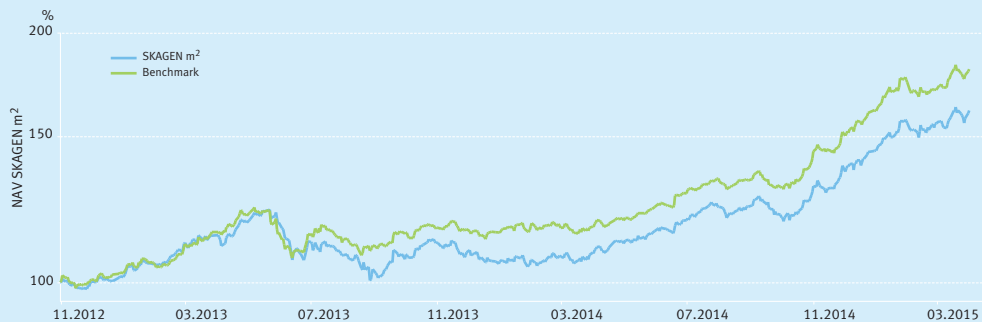
AKSJEFONDET SKAGEN m²

Risiko	
1 2 3 4 5 6 7	
Fondets startdato	31. oktober 2012
Avkastning siden oppstart	61,3 %
Gjennomsnittlig avkastning per år	21,9 %
Forvaltningskapital	1 456 Million NOK
Antall andelseiere	8 286
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



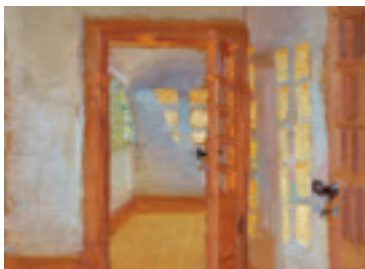
KURSHISTORIK SKAGEN m²



Verdipapir	Antall	Kjøpsverdi NOK*	Markedsverdi NOK*	Urealisert gevinst/tap NOK*	Prosentvis fordeling	Børs
EIENDOMSSLESKAPER INKL REITS						
HCP Inc	162 100	47 508	57 486	9 978	3,97 %	New York
General Growth Properties Inc	220 000	36 690	53 037	16 346	3,66 %	New York
Brandywine Realty Trust	407 000	41 408	52 966	11 558	3,66 %	New York
Global Logistic Properties Ltd	3 347 000	45 748	52 127	6 379	3,60 %	Singapore
Columbia Property Trust Inc	240 000	42 150	51 965	9 815	3,59 %	New York
Ashford Hospitality Trust	641 000	41 106	50 051	8 945	3,46 %	New York
PS Business Parks Inc	69 000	36 927	46 432	9 505	3,21 %	New York
Mitsui Fudosan Co Ltd	194 000	38 281	46 009	7 728	3,18 %	Tokyo
Apartment Investment & Management Co	143 000	33 202	45 907	12 705	3,17 %	New York
Olav Thon Eiendomsselskap ASA	286 156	34 782	45 642	10 860	3,15 %	Oslo Børs
Soho China Ltd	8 258 500	42 370	45 345	2 975	3,13 %	Hong Kong
SL Green Realty Corp	40 500	30 040	42 282	12 242	2,92 %	New York
CBL & Associates Properties Inc	234 000	31 567	37 485	5 919	2,59 %	New York
Melia Hotels International	372 462	30 189	36 902	6 712	2,55 %	Madrid
British Land Co Plc	365 000	25 741	36 510	10 769	2,52 %	London
Deutsche Wohnen AG	155 000	19 427	32 068	12 641	2,21 %	Frankfurt
Mercialys SA	148 471	20 839	30 454	9 615	2,10 %	Paris
CA Immobilien Anlagen AG	193 000	25 326	29 250	3 924	2,02 %	Wien
Nomura Real Estate Office Fund Inc	735	24 198	28 793	4 595	1,99 %	Tokyo
Mapletree Logistics Trust	3 895 242	24 331	28 501	4 170	1,97 %	Singapore
Dic Asset AG	353 000	23 701	28 446	4 745	1,96 %	Xetra
SM Prime Holdings Inc	7 850 000	21 196	28 279	7 082	1,95 %	Philippines
BR Malls Participacoes SA	548 200	27 269	23 702	-3 567	1,64 %	Sao Paulo
Ticon Industrial Connection Pcl-Nvdr	6 048 920	22 865	22 606	-259	1,56 %	Bangkok
Shangri-La Asia Ltd	2 010 000	20 953	22 282	1 329	1,54 %	Hong Kong
First Real Estate Investment Trust	2 692 706	17 566	22 155	4 589	1,53 %	Singapore
Westgrund AG	502 106	16 278	22 079	5 801	1,52 %	Xetra
Phoenix Mills Ltd	478 945	16 935	22 042	5 107	1,52 %	National India
BR Properties SA	661 700	25 341	21 969	-3 371	1,52 %	Sao Paulo
Affine SA	129 051	15 331	20 826	5 495	1,44 %	Paris
Emlak Konut Gayrimenkul Yatirim Ortakligi AS	2 260 000	18 718	20 688	1 970	1,43 %	Istanbul
Bekasi Fajar Industrial Estate Tbk PT	57 806 900	19 828	20 653	826	1,43 %	Indonesia
Irsa Sa ADR	125 319	11 432	19 737	8 305	1,36 %	New York
Gecina SA	18 000	15 809	19 586	3 777	1,35 %	Paris
Entra ASA	216 410	14 974	18 124	3 151	1,25 %	Oslo Børs
Vista Land & Lifescapes Inc	11 163 400	10 435	17 290	6 854	1,19 %	Philippines
Ashford Inc	15 957	10 639	15 751	5 112	1,09 %	New York
Oberoi Realty Ltd	398 152	10 967	14 597	3 630	1,01 %	National India
Shimao Property Holdings Ltd	844 500	12 312	14 315	2 003	0,99 %	Hong Kong
Ananda Development PCL-Nvdr	14 915 800	8 824	13 881	5 056	0,96 %	Bangkok
CapitaLand Ltd	650 000	10 803	13 676	2 873	0,94 %	Singapore
Atrium Ljungberg AB	105 280	10 366	12 984	2 618	0,90 %	Stockholm
Ascendas India Trust	2 324 000	9 588	12 293	2 704	0,85 %	Singapore
Bumi Serpong Damai PT	9 186 500	8 925	12 082	3 156	0,83 %	Indonesia
Citycon Oyj	451 000	10 310	11 746	1 437	0,81 %	Helsinki
Unibail-Rodamco SE	4 975	7 980	10 861	2 881	0,75 %	Amsterdam
China South City Holdings Ltd	3 870 000	11 834	10 222	-1 612	0,71 %	Hong Kong
Summarecon Agung Tbk PT	9 019 400	6 494	9 556	3 062	0,66 %	Indonesia
Etalon Group Ltd GDR	433 718	9 416	7 462	-1 955	0,52 %	London Int.
Hovnanian Enterprises Inc	260 000	7 598	7 563	-35	0,52 %	New York
Rockwell Land Corp	20 000 000	8 187	6 419	-1 768	0,44 %	Philippines
Parque Arauco SA	349 321	3 977	5 266	1 289	0,36 %	Santiago
General Shopping Brasil SA	246 900	7 466	3 928	-3 538	0,27 %	Sao Paulo
Småposter		3 306	3 432	126	0,24 %	
Sum Eiendomsselskaper inkl REITS		1 129 451	1 385 707	256 256	95,66 %	
RENTEINSTRUMENTER						
General Shopping Finance	1 000 000	5 429	6 653	1 224	0,46 %	Euroclear
Sum Renteinstrumenter		5 429	6 653	1 224	0,46 %	
Sum verdipapirportefølje		1 134 880	1 392 360	257 480	96,12 %	
Disponibel likviditet			56 157		3,88 %	
Sum andelskapital			1 448 517		100,00 %	
Basiskurs per 31.03.2015			163,7462			

* 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.

VERDIPAPIRPORTEFØLJE SKAGEN TELLUS PER 31 MARS 2015



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	89,28%
Gjennomsnittlig avkastning per år	7,79%
Forvaltningskapital	1 450 Million NOK
Antall andelseiere	2 859
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 ***	Markeds-kurs	Pålept rente	Markeds-verdi ***	Markeds-verdi inkl pålept rente ***	Urealisert gevinst/ tap ***	Andel av fondet
STATSOBLIGASJONER										
Brazilian Government	10.01.2028	10,25	20 400	58 683	269,53	1 184	54 985	56 168	-3 699	3,88 %
Chilean Government	05.08.2020	5,50	4 410 000	54 659	1,37	487	60 536	61 022	5 876	4,21 %
European Bank Recon & Dev	17.06.2015	0,50	43 000	41 462	130,94	221	56 303	56 524	14 841	3,90 %
Colombian Government	14.04.2021	7,75	13 400 000	48 232	0,35	3 106	46 481	49 587	-1 751	3,42 %
Italian Government	02.02.2037	4,00	10 065	89 559	1 174,18	560	118 182	118 742	28 623	8,20 %
Croatia Government International Bond	30.05.2022	3,87	6 700	60 280	914,97	1 890	61 303	63 193	1 023	4,36 %
Portugese Government	15.10.2025	2,87	14 000	130 953	965,97	670	135 236	135 906	4 283	9,39 %
Slovenia Government	30.03.2026	5,12	7 200	59 705	1 214,99	9	87 479	87 488	27 774	6,04 %
Spanish Government	30.04.2025	1,60	6 000	53 355	898,49	144	53 909	54 053	555	3,73 %
European Bank Recon & Dev	03.03.2016	6,00	270 000	31 395	12,93	160	34 904	35 064	3 508	2,42 %
European Bank Recon & Dev	28.05.2015	5,00	445 000	46 285	12,91	2 423	57 469	59 892	11 184	4,14 %
Mexican Government	20.11.2036	10,00	40 000	24 368	74,59	593	29 837	30 430	5 469	2,10 %
New Zealand Government	17.04.2023	5,50	8 000	54 358	700,73	1 219	56 058	57 278	1 701	3,96 %
Peruvian Government	12.08.2037	6,90	18 000	41 063	267,94	421	48 229	48 650	7 166	3,36 %
Turkish Government	08.03.2023	7,10	26 250	71 311	288,81	204	75 813	76 017	4 501	5,25 %
Lithuanian Government	01.02.2022	6,62	5 500	42 570	1 009,47	491	55 521	56 012	12 951	3,87 %
US Government	01.06.2015	0,25	21 800	140 994	809,31	147	176 431	176 577	35 437	12,20 %
US Government	31.08.2016	0,50	22 650	146 169	810,04	81	183 474	183 555	37 306	12,68 %
Sum Verdipapirportefølje				1 195 403		14 009	1 392 150	1 406 159	196 747	97,12 %
Disponibel likviditet				40 374			41 700	41 700	1 325	2,88 %
TOTAL				1 235 777		14 009	1 433 849	1 447 858	198 072	100,00 %

Nøkkeltall portefølje

Effektiv underliggende avkastning	3,36 %
Effektiv avkastning til kunder*	2,56 %
Rentefølsomhet**	5,35

* 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 31.03.2015.

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

Andelskurs per 31.03.2015 138,6816

VERDIPAPIRPORTEFØLJE SKAGEN HØYRENTE PER 31 MARS 2015

Verdipapir	Forfalls- dato	Kupong	Pålydende ***	Kostpris ***	Markeds- kurs	Pålept rente	Markeds- verdi ***	Markeds- verdi inkl. pålept ***	Urealisert gevinst/ tap ***	Andel av fondet
RENTEPAPIRER MED FLYTENDE RENTE										
Finans										
BN Bank ASA	07.03.2016	2,16	62 000	62 500	100,49	82	62 304	62 385	-196	2,11 %
BN Bank ASA	15.03.2017	3,04	80 000	82 389	102,68	88	82 148	82 236	-241	2,78 %
Eiendoms kreditt AS	08.05.2015	2,21	40 000	40 000	100,03	123	40 012	40 135	12	1,35 %
Helgeland Sparebank	15.03.2017	2,99	12 000	12 427	102,73	15	12 328	12 343	-99	0,42 %
Kredittforeningen for Sparebanker	03.10.2016	2,78	24 000	24 463	101,52	-13	24 365	24 352	-97	0,82 %
Kredittforeningen for Sparebanker	08.03.2016	2,26	10 000	10 076	100,59	14	10 059	10 072	-17	0,34 %
Kredittforeningen for Sparebanker	01.10.2015	2,57	44 000	44 463	100,46	-3	44 203	44 200	-260	1,49 %
Kredittforeningen for Sparebanker	10.02.2017	2,23	30 000	30 125	100,93	91	30 279	30 370	153	1,03 %
Kredittforeningen for Sparebanker	18.04.2017	1,92	30 000	30 036	100,29	114	30 087	30 201	51	1,02 %
Kredittforeningen for Sparebanker	29.09.2017	1,83	30 000	29 949	99,86	-2	29 959	29 958	10	1,01 %
OBOS-banken AS	25.08.2017	1,70	50 000	50 015	99,84	80	49 918	49 999	-97	1,69 %
Sparebank 1 Østfold Akershus	18.01.2018	2,46	43 000	43 869	101,65	209	43 711	43 920	-158	1,48 %
Sparebank 1 Østfold Akershus	20.09.2016	2,41	50 000	50 760	101,28	37	50 639	50 676	-121	1,71 %
Sparebanken Øst	03.07.2017	1,86	40 000	40 118	100,17	-14	40 067	40 052	-52	1,35 %
Sparebanken Sør	09.05.2016	2,39	27 000	27 290	100,90	90	27 243	27 333	-47	0,92 %
Sandnes Sparebank	19.03.2018	3,03	40 000	41 458	103,37	239	41 347	41 586	-111	1,40 %
SpareBank 1 BV	04.12.2017	1,68	50 000	49 995	99,95	63	49 975	50 038	-20	1,69 %
Sparebank 1 SMN	15.03.2017	3,19	71 500	74 171	103,12	82	73 733	73 816	-438	2,49 %
Sparebanken Sogn og Fjordane	06.06.2017	2,03	60 000	60 456	100,77	85	60 465	60 550	9	2,04 %
Sparebanken Sogn og Fjordane	21.08.2017	3,02	25 000	25 843	103,10	76	25 775	25 851	-67	0,87 %
Sparebanken Sør	05.09.2016	2,73	60 000	61 345	101,65	118	60 988	61 106	-358	2,06 %
Sparebanken Sør	30.11.2017	2,57	19 000	19 461	102,29	43	19 435	19 478	-26	0,66 %
Sparebanken Møre	18.12.2015	1,58	40 000	40 000	100,04	23	40 015	40 038	15	1,35 %
Sparebank 1 Nord-Norge	15.01.2018	2,49	44 000	44 933	101,97	228	44 868	45 096	-65	1,52 %
Sparebank 1 Nord-Norge	17.08.2016	2,68	51 000	51 993	101,44	159	51 735	51 895	-258	1,75 %
Sparebank 1 Nordvest	09.08.2016	2,59	18 000	18 323	101,28	65	18 230	18 295	-93	0,62 %
Sparebank 1 Nordvest	30.05.2017	1,77	50 000	50 015	100,06	79	50 031	50 109	16	1,69 %
Sparebank 1 Telemark	02.03.2017	3,05	25 000	25 878	102,70	61	25 676	25 737	-202	0,87 %
Sparebank 1 Telemark	21.12.2015	2,32	20 000	20 126	100,49	10	20 098	20 108	-28	0,68 %
Totens Sparebank	02.12.2015	1,61	16 000	15 853	100,00	21	16 000	16 020	147	0,54 %
Totens Sparebank	14.10.2016	3,25	20 000	20 655	102,36	137	20 472	20 609	-183	0,70 %
Totens Sparebank	23.11.2015	2,64	30 000	29 880	100,65	79	30 196	30 275	316	1,02 %
Industri										
Entra Eiendom AS	09.11.2015	2,58	115 000	115 534	100,56	412	115 643	116 055	109	3,92 %
Felleskjøpet Agri SA	15.02.2016	3,10	60 000	60 000	101,04	238	60 623	60 861	623	2,05 %
Olav Thon Eiendomsselskap ASA	15.09.2015	2,39	94 000	94 650	100,35	94	94 330	94 423	-320	3,19 %
Scania CV AB	17.06.2016	2,15	50 000	50 000	100,50	42	50 252	50 293	252	1,70 %
Schibsted ASA	16.12.2015	3,34	55 500	56 261	101,15	77	56 136	56 214	-125	1,90 %
Kraft										
Agder Energi AS	02.03.2016	2,25	25 000	25 118	100,58	45	25 145	25 190	28	0,85 %
Agder Energi AS	28.10.2016	2,01	160 000	160 780	100,62	554	160 986	161 540	206	5,45 %
BKK AS	22.08.2017	2,67	55 000	56 269	102,27	147	56 249	56 396	-20	1,90 %
BKK AS	26.08.2016	2,31	150 000	151 068	100,94	318	151 410	151 728	343	5,12 %
RENTEPAPIRER MED FAST RENTE										
Industri										
Olav Thon Eiendomsselskap ASA	17.09.2015	2,03	50 000	50 000	100,15	542	50 073	50 615	73	1,71 %
Olav Thon Eiendomsselskap ASA	28.05.2015	2,25	50 000	50 000	100,06	946	50 029	50 975	29	1,72 %
Sum Verdipapirportefølje			2 098 542		5 893	2 097 234	2 103 127	-1 308	70,99 %	
Disponibel likviditet			857 659		1 673	857 659	859 332		29,01 %	
TOTAL			2 956 201		7 566	2 954 893	2 962 459	-1 308	100,00 %	
Nøkkeltall portefølje										
Effektiv underliggende avkastning	2,05 %									
Effektiv avkastning til kunder*	1,80 %									
Rentefølsomhet**	0,11									

* Effektiv underliggende avkastning justert for forvaltningshonorar.
 ** Rentefølsomhet er et forenklet uttrykk for hvor mye kursen på rentepapiret vil endre seg dersom renten endrer seg 1 prosentpoeng.
 *** Tall i 1000 NOK.

Effektiv rente er den gjennomsnittlige årlige avkastningen på et rentepapir fram til det forfaller.
 Verdipapirer er vurdert til markedskurs per 30.09.2014.
 Obligasjoner og sertifikater der det ikke eksisterer "market-maker" kurser prises til en hver tid mot gjeldende yield-kurve.

Andelskurs per 31.03.2015 101,3892



SKAGEN HØYRENTE

Sammen for bedre renter*

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

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



Fondets startdato 18. september 1998

Avkastning siden oppstart 99,53%

Gjennomsnittlig avkastning per år 4,27%

Forvaltningskapital 2 960 Million NOK

Antall andelseiere 6 526

Tegningsprovisjon 0%

Innløsningsprovisjon 0%

Forvaltningshonorar 0,25% per år

Minste tegningsbeløp 250 NOK

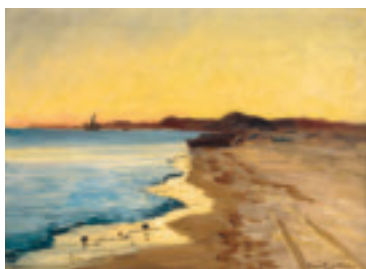
Godkjent for markedsføring i Norge

Referanseindeks ST2X statssertifikatindeks

UCITS-fond Ja

Porteføljeforvaltere Elisabeth Gausel og Ola Sjøstrand

VERDIPAPIRPORTEFØLJE SKAGEN HØYRENTE INSTITUSJON PER 31 MARS 2015



SKAGEN HØYRENTE INSTITUSJON

*Sammen for bedre renter**

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

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

Risiko



Fondets startdato	14. mars 2003
Avkastning siden oppstart	48,41%
Gjennomsnittlig avkastning per år	3,33%
Forvaltningskapital	694 Million NOK
Antall andelseiere	52
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	Forfalls-dato	Kupong	Pålydende ***	Kostpris ***	Markeds-kurs	Påløpt rente	Markeds-verdi ***	Markeds-verdi inkl. påløpt rente ***	Urealisert gevinst/ tap ***	Andel av fondet
RENTEPAPIRER MED FLYTENDE RENTE										
BN Bank ASA	14.11.2017	2,85	10 000	10 287	102,68	34	10 268	10 303	-19	1,48 %
BN Bank ASA	18.07.2017	1,80	20 000	19 997	99,98	71	19 997	20 068	0	2,89 %
Eiendomskreditt AS	08.05.2015	2,21	40 000	40 000	100,03	123	40 012	40 135	12	5,78 %
Kredittforeningen for Sparebanker	03.10.2016	2,78	20 000	20 410	101,52	-11	20 304	20 294	-106	2,92 %
Kredittforeningen for Sparebanker	08.03.2016	2,26	46 000	46 198	100,59	64	46 269	46 333	72	6,67 %
OBOS-banken AS	25.08.2017	1,70	20 000	20 006	99,84	32	19 967	20 000	-39	2,88 %
Sparebank 1 Østfold Akershus	20.09.2016	2,41	37 000	37 562	101,28	27	37 473	37 500	-90	5,40 %
Sparebank 1 Boligkreditt AS	20.01.2016	1,98	30 000	30 115	100,31	116	30 093	30 209	-21	4,35 %
Santander Consumer Bank AS	18.11.2015	2,35	60 000	60 308	100,35	161	60 212	60 373	-96	8,70 %
SpareBank 1 BV	04.12.2017	1,68	30 000	29 997	99,95	38	29 985	30 023	-12	4,32 %
Sparebanken Møre	18.12.2015	1,58	20 000	20 000	100,04	11	20 008	20 019	8	2,88 %
Sparebank 1 Telemark	02.03.2017	3,05	10 000	10 352	102,70	25	10 270	10 295	-82	1,48 %
Totens Sparebank	14.10.2016	3,25	22 000	22 717	102,36	151	22 519	22 670	-198	3,27 %
Sum Verdipapirportefølje				367 948		841	367 378	368 219	-570	53,03 %
Disponibel likviditet				325 115		978	325 115	326 093		46,97 %
TOTAL				693 063		1 819	692 493	694 312	-570	100,00 %

Nøkkeltall portefølje

Effektiv underliggende avkastning	2,14 %
Effektiv avkastning til kunder*	1,99 %
Rentefølsomhet**	0,07

* Effektiv underliggende avkastning justert for forvaltningshonorar.

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

*** Tall i 1000 NOK.

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

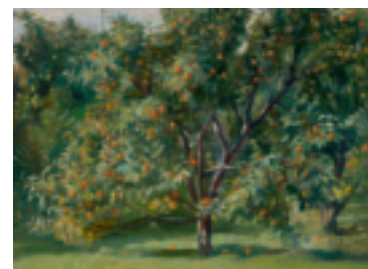
Verdipapirer er vurdert til markedskurser 31.03.2015.

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

Andelskurs per 31.03.2015 100,1307

VERDIPAPIRPORTEFØLJE SKAGEN CREDIT PER 31 MARS 2015

Verdipapir	Valuta	Forfallsdato	Pålydende	Kupong	Markedsverdi NOK	Andel av fondet
SKAGEN Credit	NOK		906 591		103 570 030	99,48
Likviditet					537 229	0,52
Sum andelskapital					104 107 259	100,00
Effektiv underliggende avkastning	5,20 %					
Effektiv avkastning til kunder	4,40 %					
Rentefølsomhet	1,21					
Andelskurs per 31.03.2015	99,7889					
Valutasikringsgrad	97,14 %					
Eierandel av SKAGEN Credit	61,43 %					
SKAGEN CREDIT MASTER FUND, NOK						
Verdipapir	Valuta	Forfallsdato	Pålydende	Kupong	Markedsverdi NOK	Andel av fondet
ENERGI						
Talisman Energy Inc	GBP	05.12.2017	500 000	6,63	6 845 191	4,06
Gazprom OAO Via Gaz Capital SA	USD	11.04.2018	700 000	8,15	6 132 476	3,63
Noble Group Ltd	USD	29.01.2020	650 000	6,75	5 549 073	3,29
Petrobras International Finance Co	USD	01.03.2018	700 000	5,88	5 468 712	3,24
Seadrill Ltd	USD	15.09.2017	700 000	6,13	4 821 531	2,86
Sum Energi					28 816 983	17,07
RÅVARER						
SSAB AB	EUR	10.04.2019	700 000	3,88	6 448 885	3,82
Braskem Finance Ltd	USD	15.04.2021	775 000	5,75	6 117 078	3,62
Lafarge SA	EUR	13.04.2018	400 000	6,25	4 152 188	2,46
Glencore Funding LLC	USD	29.04.2019	475 000	3,13	3 984 761	2,36
Glencore Canada Financial Corp	GBP	27.05.2020	200 000	7,38	3 073 734	1,82
Sum Råvarer					21 306 046	12,77
KAPITALVARER, SERVICE OG TRANSPORT						
Color Group AS	NOK	18.09.2019	6 000 000	6,54	5 959 180	3,53
Stena AB	EUR	01.02.2019	620 000	5,88	5 868 510	3,48
Norwegian Air Shuttle AS	NOK	03.07.2017	5 000 000	5,23	4 894 915	2,90
Bombardier Inc	EUR	17.05.2021	500 000	6,13	4 735 651	2,81
PostNL NV	GBP	14.08.2018	250 000	7,50	3 682 555	2,18
Heathrow Funding Ltd	GBP	10.09.2018	250 000	6,25	3 523 429	2,09
Frigoglass Finance BV	EUR	15.05.2018	375 000	8,25	2 994 146	1,77
Tallink Group AS	NOK	18.10.2018	2 000 000	6,41	2 048 764	1,21
Bombardier Inc	USD	16.03.2020	200 000	7,75	1 700 839	1,01
Empresas ICA SAB de CV	USD	04.02.2021	100 000	8,90	714 735	0,42
Sum Kapitalvarer, service og transport					36 122 724	21,40
INNETKSAVHENGIGE FORBRUKSVARER						
Fiat Finance & Trade SA	EUR	15.03.2018	500 000	6,63	4 910 141	2,91
Levi Strauss & Co	USD	15.05.2020	250 000	7,63	2 169 111	1,29
Sum Inntektsavhengige forbruksvarer					7 079 251	4,19
DEFENSIVE KONSUMVARER						
Safeway Ltd	GBP	10.01.2017	400 000	6,00	5 198 770	3,08
Avon Products Inc	USD	01.03.2019	400 000	6,50	3 244 125	1,92
Cosan Luxembourg SA	USD	14.03.2023	300 000	5,00	2 153 460	1,28
Sum Defensiv konsumvarer					10 596 355	6,28
BANK OG FINANS						
Bank of Baroda - London	USD	23.07.2019	750 000	4,88	6 602 958	3,91
Amlin Plc	GBP	18.12.2026	450 000	6,50	5 736 332	3,40
Danske Bank AS	GBP	29.09.2021	400 000	5,38	5 259 385	3,12
Tyrkiye Halk Bankasi AS	USD	19.07.2017	550 000	4,88	4 616 313	2,74
Akbank TAS	USD	24.10.2017	400 000	3,88	3 317 235	1,97
Diamond Bank Plc	USD	21.05.2019	400 000	8,75	2 735 355	1,62
Akbank TAS	USD	09.03.2018	300 000	6,50	2 613 240	1,55
American Tower Corp	USD	15.02.2019	200 000	3,40	1 684 248	1,00
Sum Bank og finans					32 565 066	19,30
INFORMASJONSTEKNOLOGI						
Nokia OYJ	EUR	04.02.2019	300 000	6,75	3 157 694	1,87
Rolta Americas LLC	USD	24.07.2019	200 000	8,88	1 582 887	0,94
Sum Informasjonsteknologi					4 740 581	2,81
TELEKOM						
VimpelCom Holdings BV	USD	01.03.2022	550 000	7,50	4 291 193	2,54
Bharti Airtel International Netherlands BV	EUR	10.12.2018	400 000	4,00	3 827 983	2,27
Sum Telekom					8 119 176	4,81
NYTTETJENESTER						
EP Energy AS	EUR	01.11.2019	575 000	5,88	5 843 747	3,46
EDP Finance BV	USD	01.10.2019	550 000	4,90	4 860 481	2,88
EDP Finance BV	EUR	21.09.2017	175 000	5,75	1 746 395	1,03
Sum Nyttetjenester					12 450 622	7,38
Sum verdipapirportefølje					157 686 650	94,53
DERIVATER						
IRS USD 20190820	USD	20.08.2019	2 000 000		-233 290	-0,13
IRS USD 20180620	USD	20.06.2018	3 500 000		-372 525	-0,22
IRS GBP 20180129	GBP	29.01.2018	1 200 000		-375 850	-0,22
IRS EUR 20180620	EUR	20.06.2018	3 000 000		-419 955	-0,24
Sum Derivater					-1 401 620	-0,83
Likviditet					9 478 265	5,68
TOTAL PORTEFØLJE					168 772 888	100,00



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	-0,21%
Forvaltningskapital	105 millioner
Antall andelseiere	333
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 Sjöstrand og Tomas Nordbø Middelthun

Returadresse:
Skagen AS
Postboks 160
4001 Stavanger

B ØKONOMI
ÉCONOMIQUE



NORGE P.P. PORTO BETALT



Hovedkontor
i Stavanger



- Hjemmemarked
- Internasjonalt marked
- Markedsføringstillatelse

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

Hovedkontor:

SKAGEN AS

Postboks 160, 4001 Stavanger

Skagen 3, Torgterrassen

Telefon: 04001

Telefaks: 51 86 37 00

Organisasjonsnummer: 867 462 732

kundeservice@skagenfondene.no

www.skagenfondene.no

Kontakt Kundeservice:

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

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

Redaksjon:

Ole-Christian Tronstad, redaktør

Tore Bang

Trygve Meyer

Michael Metzler

Parisa Kate Lemaire

Anna S Marcus

Vevika Sjøberg

Opplag: 5000

Design: Werksemd og
Kaland Marketing

Forsidefoto: *To danske orlogsskibe ud for Hornbæk, 1889.* Av Carl Locher, en av Skagenmalerne. Tilhører Skagens museum.

Beskåret/manipulert



SKAGEN
fondene