

Fremgang sammen med vækstmarkederne

Pessimisterne tog fejl. Med vækstmarkederne i førersædet blev den globale vækst i 2010 solide fem procent. Investorerne i aktiefonde kunne glæde sig over nok et godt år, også de som satsede på gældstunge lande som USA.

12

Tankens magt

Når alle investorer går i flok, kan de som går egne veje lykkes på egen hånd

14

Fare for inflation

Konsekvenserne for verdensøkonomien og vores fonde ved en stigende inflation

20

Bobler i vækst?

Strømmen af investorer til vækstmarkederne kan på sigt føre til bobletendenser.

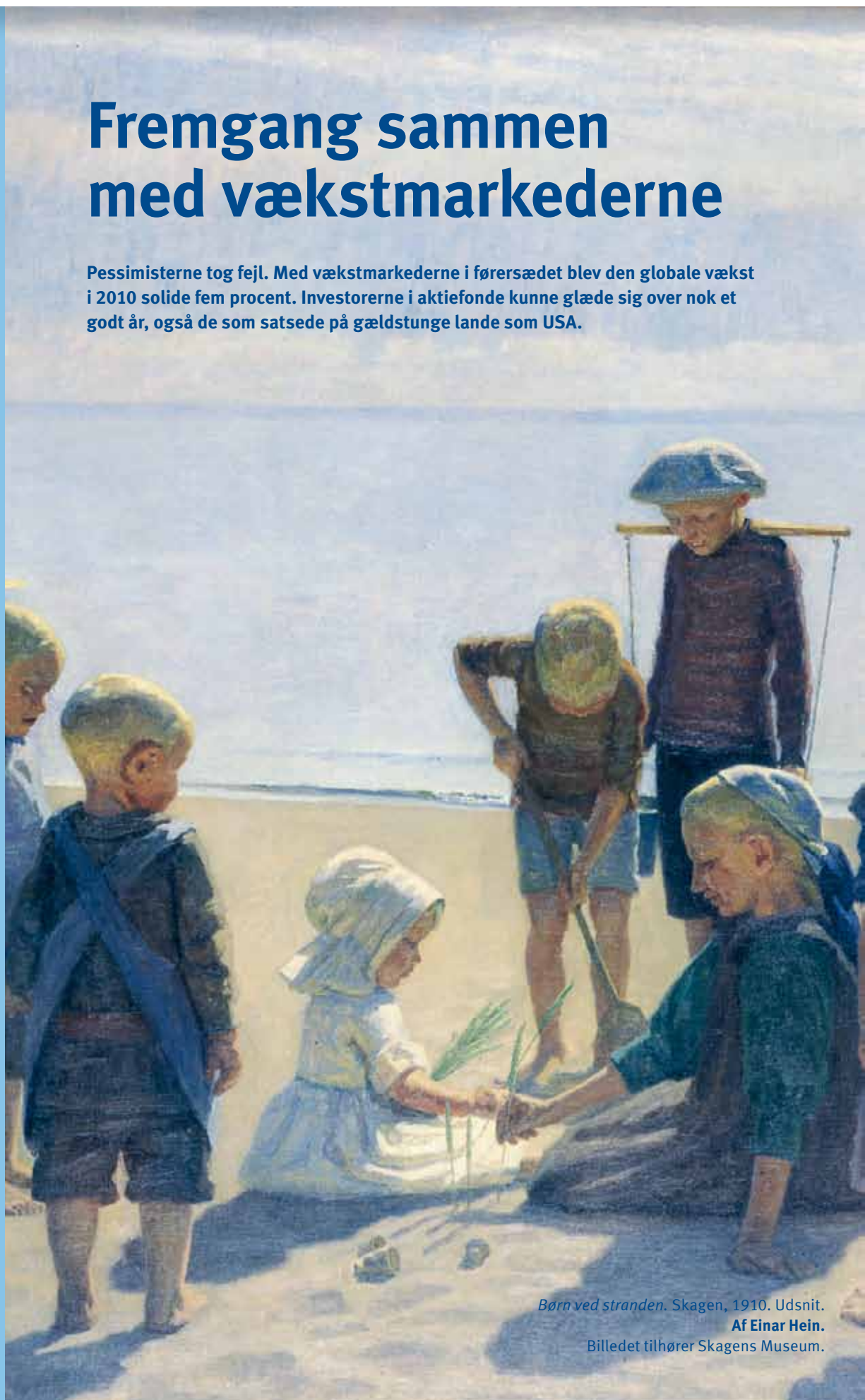
10



Kristoffer Stensrud

Idémageren

Porteføljerne består af mere eller mindre kendte selskaber. Kristoffer Stensrud fortæller hvordan han finder dem.



Børn ved stranden. Skagen, 1910. Udsnit.

Af Einar Hein.

Billedet tilhører Skagens Museum.

Godt til sidst

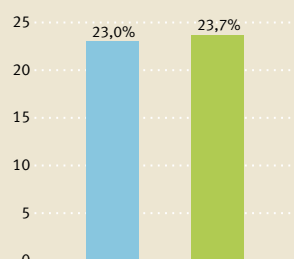
Trods urolige markeder i første halvår har de fleste af SKAGENs fonde givet et bedre afkast end deres respektive indeks. SKAGEN Global og SKAGEN Kon-Tiki slog deres referenceindeks med gode marginer, mens SKAGEN Vekst endte lidt bagefter. Investorerne i SKAGEN Tellus havde god grund til at være tilfredse, mens SKAGEN Avkastning skuffede relativt.

SKAGEN VEKST

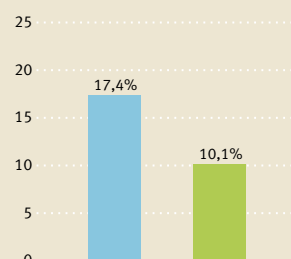
Porteføljeforvalter: Beate Bredeesen

Start: 1. december 1993

Afkast 2010



Gennemsnitligt årligt afkast siden start



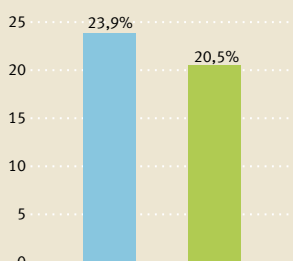
SKAGEN Vekst Oslo Børs Benchmark Index (OSEBX)

SKAGEN GLOBAL

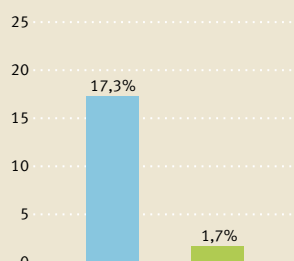
Porteføljeforvalter: Kristian Falnes

Start: 7. august 1997

Afkast 2010



Gennemsnitligt årligt afkast siden start



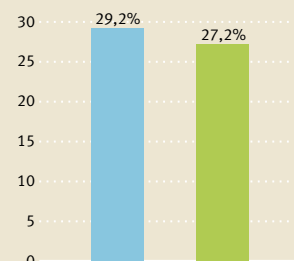
SKAGEN Global MSCI World Index (Daily Traded Net Total Return)

SKAGEN KON-TIKI

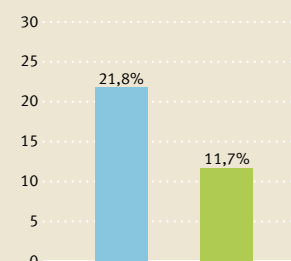
Porteføljeforvalter: Kristoffer C. Stensrud

Start: 5. april 2002

Afkast 2010



Gennemsnitligt årligt afkast siden start



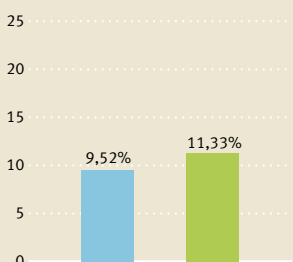
SKAGEN Kon-Tiki MSCI Emerging Markets Index (Daily Traded Net Total Return)

SKAGEN AVKASTNING

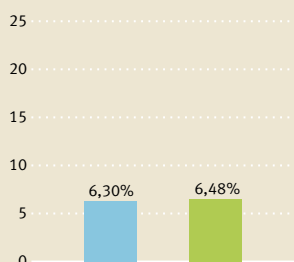
Porteføljeforvalter: Jane Tvedt

Start: 16. september 1994

Afkast 2010



Gennemsnitligt årligt afkast siden start



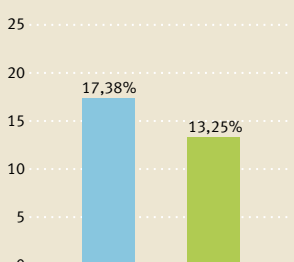
SKAGEN Avkastning Oslo Børs Statsobligationsindeks 3.0 (ST4X)

SKAGEN TELLUS

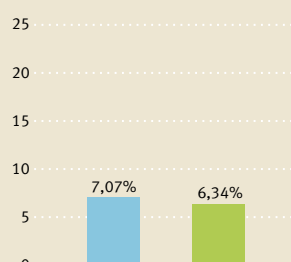
Porteføljeforvalter: Torgeir Høyen

Start: 29. september 2006

Afkast 2010



Gennemsnitligt årligt afkast siden start



SKAGEN Tellus Barclays Capital Global Treasury Index 3-5 år

Årsrapporten er oprindelig udarbejdet på norsk. Dette er en oversat version, som publiceres med forbehold for fejl og mangler såvel som unøjagtig oversættelse. I tilfælde af uoverensstemmelser mellem den norske udgave og den danske oversættelse er den norske tekst gældende. Den norske version af Årsrapporten 2010 er tilgængelig på www.skagenfondene.no.

Udtalelserne i rapporten afspejler porteføljeforvalternes vurdering på et bestemt tidspunkt, og denne vurdering kan efterfølgende ændres uden varsel. Rapporten skal ikke opfattes som et tilbud eller en anbefaling om køb eller salg af værdipapirer. SKAGEN påtager sig intet ansvar for direkte eller indirekte tab eller udgifter, som skyldes anvendelse eller forståelse af rapporten. Alle tal i Årsrapporten 2010 er i danske kroner, hvor ikke andet er angivet. Regnskab og noter er i norske kroner, ligesom den oprindelige tekst på norsk her er gengivet uden ændring.

SKAGEN Fondene i Danmark markedsfører ikke obligationsfondene SKAGEN Høyrente, SKAGEN Høyrente Institusjon og SKAGEN Krona. Information om disse fonde er medtaget i det officielle og reviderede regnskab. Anden information om disse fonde er ikke medtaget i denne danske årsrapport.

SKAGEN anbefaler alle, som ønsker at investere i vores fonde, at tage kontakt til en af vores rådgivere på telefon 70 10 40 01 eller via mail til kundeservice@skagenfondene.dk. Ønsker du ikke længere at modtage rapporten, henvender du dig samme sted.



Jens Elkjær
adm. direktør i Danmark

Et fremgangsrigt år i Danmark

Stor tilgang af private investorer

Efter Norge og Sverige fik det danske kontor ved indgangen til 2010 status som det tredje hjemmemarked i SKAGEN Fondene. Første år som hjemmemarked blev præget af et højt aktivitetsniveau og en positiv udvikling på vores primære forretningsområder.

Forvaltningskapitalen i Danmark steg i 2010 fra 3,3 mia. kr. til 5,5 mia. kr., svarende til en fremgang på ikke mindre end 67 procent. Økonomisk Ugebrev har i december bragt en analyse af de danske investeringsforeninger. SKAGEN har haft den største vækst de seneste to år med i alt 197 procent fremgang. Det kommer ligeledes til udtryk i InvesteringsForeningsRådets (IFR) statistik. SKAGEN er nu rykket op blandt de 10 største investeringsforeninger i Danmark, efter at Sparinvest har købt EgnsinVEST.

Højt serviceniveau

Den primære årsag til vores vækst i 2010 er en stor tilgang af private investorer og gode afkast i fondene. Andelen af SKAGEN-investorer, som er registreret i Værdipapircentralen (VP SECURITIES), er således i indeværende år vokset fra godt 2.500 ved

starten af året til ca. 6.500 ved udgangen af 2010. En vækst på 160 procent, som tillige har givet SKAGEN en markedsandel på ca. 3,5 procent, når det gælder private investorer i aktiefonde i Danmark.

For at kunne betjene vores voksende antal af investorer på et højt fagligt niveau, er der i foråret 2010 etableret en kundefunktion på det danske kontor med to kunderådgivere, hvis primære opgave er at svare hurtigt og præcist på vores mange e-mails og telefoniske kundehenvendelser. Vi forventer at ansætte yderligere personale i 2011 for at fastholde vores høje service-niveau.

Enklere og billigere

Vi har i 2010 fortsat anvendt mange kræfter på at forbedre infrastrukturen omkring handlen af vores fonde i Danmark. 69 danske pengeinstitutter er nu tiltrådt en aftale med VP SECURITIES, som gør det enklere og billigere at afvikle handel af vores investeringsbeviser. Vi vil i 2011 fortsat arbejde på at få flere pengeinstitutter over på en elektronisk afvikling af vores investeringsbeviser.

Mange af vores nye investorer har fundet vej til vores fonde via vores inspirationsmøder. Her får investorerne et dybere indblik i fondene. Vi præsenterer SKAGENS porteføljeformidlere, deres resultater og investeringsfilosofien: at skabe et meraffkast gennem udvælgelse af undervurderede, underanalyserede og upopulære selskaber.

Alle kunder er lige vigtige

I 2010 har vi afholdt 45 inspirationsmøder over hele landet, og vi har gennem de seneste to år besøgt alle byer i Danmark med mere end 40.000 indbyggere.

I 2011 vil vi fortsætte vores intensive mødeaktivitet over hele landet, og vi byder både nuværende og potentielle investorer velkommen til uformel præsentation af vores fonde. For os er alle kunder lige vigtige, og du er altid velkommen til at kontakte os, hvis du har spørgsmål til dine SKAGEN-investeringer. Vi forsøger at kommunikere med vores investorer i øjenhøjde og sælger kun fonde, som vi selv vil investere i, og som vi mener kunderne har behov for.

SKAGEN FONDENE ÅRSRAPPORT 2010

SKAGEN Fondene er en ledende nordisk investeringsforening. Forvaltningsselskabet bag fondene blev grundlagt i 1993 i Stavanger, Norge. SKAGEN Fondene åbnede kontor i Danmark i december 2006. I 2007 og 2009 blev vi kåret som Årets Investeringsforening i Danmark af Dansk Aktie Analyse og Morgenavisen Jyllands-Posten.

Redaktion:

Christian Jessen
Camilla Grabowski
Margrethe Vika
Tore Bang
Ole-Christian Tronstad
Trygve Meyer
Michael Metzler
Parisa Kate Lemaire
Jonas A. Eriksson

Øvrige kontaktdetaljer – se side 68

INDHOLDSFORTEGNELSE

- | | | | |
|----|---------------------------------------|----|--|
| 2 | Hovedtræk i fondene | 25 | Meningsfuld sponsering |
| 3 | Leder Jens Elkjær | 26 | Porteføljeformidlers beretning om fondene |
| 4 | Leder Harald Espedal | 42 | Priser og udmærkelser |
| 6 | Vilje til at være anderledes | 43 | Fondsranter |
| 8 | Niall Ferguson brændte scenen af | 44 | Afkast- og risikomålinger |
| 8 | Indkaldelse til valgmøde | 45 | Begrebsforklaring |
| 9 | Kunden i centrum | 46 | Ejerstruktur |
| 10 | Hvor får vi idéerne fra? | 47 | Spændende år for investorerne – bestyrelsens beretning |
| 12 | Hvorfor det er muligt at slå markedet | 50 | Årsregnskab |
| 14 | Inflation som stødpude | 52 | Generelle noter |
| 16 | Aktieudvælgelse i inflationens skygge | 67 | Revisionsberetning |
| 18 | De sidste skal blive de første | 68 | Bagside: Sådan skaber vi resultater |
| 20 | Aktiebobler i vækstmarkederne? | | |
| 22 | Balancekunst | | |
| 24 | Står på egne ben | | |

Tro og tvivl

2010 har været troens og tvivlens år – verden er todelt, også for SKAGEN Fondenes investorer. Den globale økonomi er vokset med 5 procent trods gældskrise og moderat vækst i den vestlige verden. Historiebøgerne vil mindes 2010 som endnu et godt fondsår.

Harald Espedal

ADMINISTRERENDE DIREKTØR



I SKAGEN plejer vi at råde vores kunder til at sprede deres investeringer. Det har især været et godt råd i 2010. Året har til fulde eftervist den hypotese, vi opstillede for et par år siden, om at verden er todelt. Den vestlige verden har oplevet gældskrises og moderat vækst, mens vækstmarkederne har stået for en betydelig del af afkastet til vores investorer. Vores fonde har i alt leveret over 15 milliarder norske kroner i afkast til investorerne – et resultat, vi er særdeles tilfredse med.

Startede svagt

Første halvdel af 2010 var svag, men anden halvdel stærk. Årets facit viser, at både SKAGEN Global og SKAGEN Kon-Tiki slog deres respektive referenceindeks med god margin, mens SKAGEN Vekst havnede lige efter sit. SKAGEN Global leverede 23,9 procents afkast til investorerne mod referenceindeksets 20,5 procent. Vækstmarkedsfonden SKAGEN Kon-Tiki opnåede 29,2 procent mod vækstmarkedsindeksets 27,2 procent. SKAGEN Vekst havde med et afkast på 23,0 procent ikke langt op til sit målepunkt, nemlig referenceindeksets 23,7 procent.

I renteafdelingen havde obligationsfonden SKAGEN Tellus et strålende år. Fondens investorer fik 17,38 procents afkast fra sparepengene, mod referenceindeksets 13,25 procent. SKAGEN Avkastning underperformede med sine 9,52 procent mod referenceindeksets 11,33 procent.

Porteføljeforvalter Filip Weintraub valgte i marts at forlade SKAGEN og starte sit eget forvaltningsselskab i Stockholm. Analyseureauet Standard & Poor's har i den forbindelse forskriftsmæssigt trukket SKAGEN Globals og SKAGEN Veksts topkarakterer tilbage efter forvalterskiftet. SKAGEN Global har i løbet af året fået en respektabel dobbelt-A-rangering, mens karakteren for SKAGEN Vekst forventes i marts 2011.

Det britiske analyseselskab Citywire har i løbet af året kåret SKAGEN Global som nummer 8 ud af 432 i dens kategori og SKAGEN Kon-Tiki som nummer 3 ud af 75. Citywire placerer desuden SKAGEN Kon-Tiki på en andenplads i sin Euro Star-rangering af europæiske vækstmarkedsfonde.

Todelt år

2010 blev et svagere år end 2009 på grund af noget svagere afkasttal end det foregående år. Forvaltningskapitalen voksede fra 94,7 milliarder norske kroner til 110,3 milliarder norske kroner. Det er en stigning på 17 procent, der er fordelt på 102,6 milliarder kroner på vores tre aktiefonde og 7,6 milliarder i vores rentefonde.

Også her oplevede vi en dualisme: Kunderne nettoindløste – af to grunde – to milliarder kroner fra fondene. For det første på grund af den usikkerhed, som norske institutionelle kunder og PPM-rådgiverne følte, efter at Filip Weintraub var ophørt.

Den anden grund var markedsuroen i maj og juni. Det er glædeligt at konstatere, at SKAGEN Global i skrivende stund har slået verdensindekset med hele 6 procentpoint siden Kristian Falnes tog over i midten af marts.

I andet halvår vendte nettoindløsningen, og vi sluttede året med en nettotegning på 191 millioner norske kroner. Det er mindre end tidligere år. Aktiefondene havde en nettotegning på 343 millioner kroner, mens rentefondene havde en nettoindløsning på 151 millioner kroner. Ser vi nærmere på tallene, er der flere lyspunkter. De største bidrag i fjor kom fra det hollandske marked med 1850 millioner kroner, og hjemmemarkedet Danmark bidrog med 1100 millioner kroner.

Bad om ændringer

For første gang var der nettoindløsning fra det svenske marked. Årsagen var udelukkende den svenske præmiepensionsmyndighed (PPM). Bortset fra det var der god vækst i det svenske marked. Vi efterlyste sidste år ændringer i det svenske pensionssystem for at forhindre store bevægelser ud og ind af fondene med kort tidshorisont, de såkaldte masseflytninger. Vi har gennem længere tid kunnet mærke tiltagende handel hos PPM i forbindelse med svenske rådgivningsselskaber. Masseflytningerne har antaget milliardstørrelse. SKAGEN Fondene er indrettet til langsigtet opsparing, og kortsigtede masseflytninger får konsekvenser for både tegning og indløs-



*Fangsten deles. 1885.
Af Viggo Johansen.
Billedet tilhører Skagens Museum.*

2010 endte som et godt år for SKAGENs investorer. Selv om nogen vil hævde, at der er uvejrskyer i horisonten, voksede den globale økonomi med fem procent anført af vækstmarkederne.

ning. Konsekvenserne er mere administrativt arbejde, som tager tid fra forvalternes analysearbejde, og større transaktionsomkostninger. Vi har derfor sagt, at SKAGEN vil afnotere samtlige fonde fra præmiepensionssystemet, hvis der ikke inden 1. juli 2011 iværksættes tiltag, som kan forhindre masseflytninger. På den måde kan kunder med lang tidshorisont dermed få det produkt, de forventer.

Amsterdam næste gang

Vi har i årets løb som en del af vores internationale satsning åbnet det første kontor uden for Skandinavien. Maj måned bød på højtidelig åbning af vores London-kontor, som ligger i West End i nærheden af St. James's Palace. De tre ansatte på kontoret har til en begyndelse fokus på nuværende kunder i Storbritannien, der har over 8 milliarder kroner investeret hos os.

Ekspansionen vil fortsætte i 2011. I løbet af året vil vi åbne et kontor i Amsterdam og yde service til nuværende og nye hollandske kunder.

Tal med os

En af vores vigtigste målsætninger er at give kunderne så god service og opfølgning som

muligt. Vi har i det forgangne år lanceret en række nye tjenester, som vi håber, vil gøre fondsopsparring enklere og informationen omkring den mere tilgængelig. Et af vores største projekter har været at lancere nye hjemmesider for alle markeder, på en række sprog. Hensigten er at øge tilgængeligheden, så kunderne har flere muligheder for at finde svar på deres spørgsmål og let kan foretage fondshandel. Og vi har udviklet selvstændige sider til dem, som er meget på farten, til næsten alle mobiltelefoner.

Vi har blandt andet gjort det lettere for norske kunder at oprette opsparingsaftaler og give fondsandele i gave via BankID. De kan nu bruge det samme login, som de bruger i deres netbank, til ganske let at oprette opsparingsaftaler og gavekort med et par klik. Vores kunder kan selvfølgelig også bruge BankID til at logge ind på net tjenesten Min Konto. SKAGEN var en af de første fondsforvaltere, der begyndte at benytte BankID, og vi vil blive ved med at udvikle tjenester, som gør det endnu lettere at få overblik over dine andele.

Mange foretrækker at tale direkte med os, enten ansigt til ansigt eller i telefonen. Det synes vi er rigtig hyggeligt, og alle vores kunder er hjertelig velkomne til at ringe til

os på telefon 70 10 40 01 eller kigge forbi vores kontor.

Vælger optimismen

Det er ikke et skyfrit billede, som tegner sig af det nye år. Der er stadig lurende farer såsom gældskrise i Sydeuropa og inflationsfare i vækstmarkederne. Alligevel vælger vi at være optimistiske her ved indgangen til 2011. Året er startet med udsigt til god global vækst og stadig forholdsvis lave renter. Værdifastsættelsen i aktiemarkedet er samlet set moderat, og det er lykkedes for vores fonde at finde aktier, som er prisfastsat med solid rabat i forhold til markederne generelt.

Det gode ved en todelt verden er, at man må have flere tanker i hovedet på en gang. Mørke skyer i en sektor kan blive opvejet af lyse udsigter i en anden. Verden er sjældent så sorthvid, som pessimisterne vil gøre den til.

Vilje til at være anderledes



Sang med SKAGEN Fondene i Skagens Museums have. Pianisten Carol Conrad og sangerne Maria Lucia og Peter Lodahl.



Den løbende dialog med investorerne er omdrejningspunktet for SKAGEN Fondenes virke i Danmark. Samtidig har vi lyst og vilje til løbende at forny og forbedre vores møder. I 2010 har vi blandt andet arrangeret opera sammen med Skagens Museum.

SKAGEN Fondenes mission i Danmark er den samme som i Norge, Sverige og de øvrige markedsområder: Vi skal levere de bedst mulige afkast for den risiko, som vores investorer ønsker at påtage sig. Det er først og sidst, hvad vi er sat i verden for at udrette.

Vi arbejder også med nogle mål, som især betyder meget for de nu syv medarbejdere på det danske kontor i Nyhavn i København og for danske investorer. Blandt dem er:

- Vi vil være den første såkaldte udenlandske investeringsforening i Danmark, som er i stand til at konkurrere på lige fod med de etablerede danske investeringsforeninger.
- Vi vil være en anderledes, mere tilgængelig og imødekommende investeringsforening, som gør tingene på sin egen måde til gavn for investorerne.

Hvordan kommer vi dertil? Det kommer i hvert fald ikke til at ske sovende, dertil er konkurrencen i Danmark for stærk, og de indbyggede barrierer i systemerne for solide. SKAGEN Fondenes adm. direktør i Danmark Jens Elkjær trækker hovedlinjerne for vores aktiviteter i 2010 op i sin leder på side 3. Nedenfor fortæller vi nærmere om nogle af de begivenheder, hvor vi har skilt os ud og mødt investorerne i 2010.

Styrket kundebejning

Formuerådgiverne er i 2010 kommet langt mere på de danske landeveje end tidligere. Inspirationsmøderne er blevet flere, og de følges op med personlig rådgivning, når investorerne ønsker det. Vi stiller også gerne op og fortæller om vores syn på investering hos både samarbejdspartnere og uafhængige foreninger. Og vi har fået flere særarrangementer end tidligere.

Alt dette kan lade sig gøre, fordi rådgiverstaben er udvidet med ansættelse af to kunderådgivere, som er ansvarlige for, at vi altid kan tage imod et voksende antal indkommende henvendelser og holde kontoret professionelt bemandet. Kunderådgiverne sætter sig også i spidsen for en række af vores projekter og tager aktivt del i både vores direkte og indirekte kommunikation.

Skagenfondene.dk vokser

Hjemmesiden www.skagenfondene.dk er lanceret i en ny version i 2010. I Danmark er aktivitetsniveauet på siden øget, og der er blandt andet kommet flere artikler og nyhedsindslag.

I 2010 har vi udvidet vores Markedsrapport, så den indeholder væsentligt flere dybtgående artikler. Til gengæld har vi skåret antallet ned, så vi nu årligt udgiver tre Markedsrapporter og desuden Årsrapporten,

hvor vi tidligere leverede i alt syv Markedsrapporter. Tre måneder mellem hver rapport sikrer, at der er reelle nyheder at formidle frem for gentagelser af forrige rapport, som vi nogle gange oplevede, dengang vi både lavede markedsrapport i august, september og november.

Med en længere frekvens mellem udgivelserne af vores markedsrapport har vi frigjort energi til at gøre hjemmesiden mere informativ. Danske investorer har samtidig mulighed for at modtage månedsmail, som blandt andet indeholder månedlige såkaldte statusrapporter fra fondene. Statusrapporterne er et reflekteret indblik i porteføljevalternes tanker akkurat nu. De rummer opdateret information om selskaber i porteføljerne, markeds gennemgang og investeringstemaer i et tilgængeligt power point-format, som især tiltaler investorer med væsentlig interesse for investering. Og dem har vi mange af!

Handel med fondene

Danske investorer i vores fonde dør i en række pengeinstitutter med, at fondsandelene fortsat opbevares som udenlandske værdipapirer, uagtet at SKAGEN Fondene er optaget til handel på OMX, hvorfor man som investor kan blive belastet af et højere depotgebyr. VP SECURITIES (tidligere kendt

som Værdipapircentralen) har udviklet en løsning for såkaldte udenlandske investeringsforeninger, som vi støtter. Foreløbig har 69 pengeinstitutter tilsluttet sig aftalen, blandt dem en række distributionspartnere for SKAGEN.

Efter at VP lancerede sin løsning, og fondenes skattemæssige status blev ændret i 2009 efter en lovændring, så har 2010 udadtil været mere afdæmpet med fornyelser af vores infrastruktur. Men vi arbejder med udviklingsprojekter, som på forskellig vis skal bidrage til, at handel, opbevaring og investering i vores fonde kan gøres enkelt og effektivt.

En forening, man sjældent møder i banken

Interessen for at møde SKAGEN Fondene knytter sig til de enestående historiske afkast i fondene og til et begrundet håb om, at porteføljeforvalterne ud fra en vel gennemtænkt investeringsproces skaber et godt merafkast i de kommende år.

En anden vigtig kilde til fremgang er, at SKAGEN er en investeringsforening, man ikke møder i hovedparten af de danske banker. Man skal selv spørge, selv tage aktivt stilling og måske også være en smule fast i stemmen over for ens rådgiver i banken, inden man sammen enes om, at det skal være SKAGEN.

Vi har siden vores stiftelse i Stavanger i december 1993 aktivt søgt den direkte kundekontakt og altid stræbt efter at kunne stå på egne ben, uden at være afhængige af andre for at kunne distribuere vores fonde. Som man kan læse på vores hjemmeside, så var midlerne til at trænge igennem over for norske privatinvestorer i midt-90'erne ofte utraditionelle, præget af en ironisk og uhøjtidelig kommunikation, som også var i opposition til det mere højpolerede finansmiljø i Oslo. Lysten i SKAGEN til at være anderledes på en god måde lever fortsat; ikke mindst når nye markeder som Danmark, Storbritannien og Holland skal modnes.

Vi kaster os på kontoret i Danmark derfor gerne ud i at lave arrangementer på en ny måde. SKAGENS honorarstruktur er i øvrigt således indrettet, at ingen udgifter til møder og marketing kan pålægges investorerne som en ekstra omkostning; alt må betales af forvaltningsselskabet ud fra de faste honorarer i fondene.

Sang i haven

Operastjernen Peter Lodahl er selv investor i fondene og nu også en drivkraft i vores sommerarrangement "Sang i haven", som vi laver

sammen med vores samarbejdspartner Skagens Museum.

Mere end 400 mennesker trodsede i år et ustadigt vejr og tog godt imod Peter Lodahl og sangerinden Maria Lucia, som fyldte Skagens Museums have med smukke toner akkompagneret af pianisten Carol Conrad. Diskret placeret i havens hjørne stod i øvrigt SKAGENS egne rådgivere, som nød sangen og fik skabt gode kontakter.

SKAGEN Fondene har igennem de seneste 3 år sponsoreret Skagens Museum. Male-riene anvendes i kommunikationen i alle nordiske lande, og vi er glade for denne udvidelse af samarbejdet med Skagens Museum.

Programmet for sommerens koncert er ikke fastlagt endeligt, men datoen for sommerens koncert i Skagens Museums have er fastlagt til torsdag den 14. juli 2011.

Mænd og Investering

Vores investormøde Mænd og Investering opstod oprindeligt som et satirisk indslag på bagsiden af en markedsrapport i sommeren 2009. Særlige lukkede møder for kvinder om investering vinder frem i branchen, men ingen har angiveligt tænkt på at lave særlige møder for mænd. Måske fordi mændene næsten altid er klart i overtal til møder hos investeringsforeninger og andre steder, hvor de interesserede mødes, såsom i Dansk Aktionærforening.

Vi gjorde det alligevel og fik både ris og ros med på vejen. I 2010 afholdt vi mandemødet i særlige omgivelser i Zoologisk Have i Odense og København, hvor vi indtog det nu forladte Elefanthus og fik serveret både øl og en glimrende og rustik mad af en mesterkok fra Zoologisk Have, mens porteføljeforvalter Søren

Milo Christensen talte os igennem udvalgte investeringer i fondene. Mandemødet vender også tilbage i 2011 og vil fortsat være en fri forestilling for kernetropperne af (mandlige) investorer i fondene.

Kvinder og Investering

Heldigvis får en udfordring ikke lov at hvile, og med nyansatte kvinder på kontoret var det kun et spørgsmål om tid, før SKAGEN i Danmark også fik et møde om investering, som er forbeholdt kvinder.

Kunderådgiverne Camilla Grabowski og Vevika Søberg måtte i Dansk Arkitekturcenter melde fuldt hus og tog imod 120 kvindelige investorer, som blandt andet hørte indlæg fra porteføljeforvalter Beate Bredesen, fra Dansk Aktionærforenings Charlotte Lindholm og sågar fra salens eneste mand, Kaj Jensen fra forsikringsmægleren Willis.

Konference i Århus

Den 22. november i Århus lancerede vi en minikonference med porteføljeforvalterne Torkell Eide og Torgeir Høien. Dagens agenda var målrettet professionelle investorer og rådgivere, selvstændige investorer og særligt interesserede.

Torkell Eide gennemgik udvalgte SKAGEN Global-investeringer som Parmalat, Vimpelcom og Microsoft og betegnede aktier som den mindst risikofyldte aktivklasse pt. Torgeir Høien forklarede blandt andet, hvorfor 10,4 procent i årlig rente på en 14 måneders investering i Grækenland er en fornuftig investering.

Vi ser frem til et spændende 2011, hvor vi forhåbentlig leverer både gode afkast og gode arrangementer for investorerne.



Nytårskonferencen 2011



Niall Ferguson brændte scenen af

Vi er midt i et historisk scenskift. Østen kommer nu, og de vestlige landes dominans er forbi. USA er på katastrofekurs med sin stigende gæld. Eurolande kommer til at gå fra deres gæld. Den britiske historiker Niall Ferguson var en enestående taler på SKAGEN Fondenes Nytårskonference 2011.

Den britiske historiker Niall Ferguson brændte scenen fuldstændig af som hovedtaler på SKAGEN Fondenes Nytårskonference 2011 i København, Oslo og Stockholm.

Budskaberne fra manden er klare, analyserne knivskarpe, og evnen til at præsentere af en anden verden. Nøjes ikke med vores ord for det; vi har hørt mange fremragende indlægsholdere på vores konference siden 2004, men aldrig nogen, som har scoret

tilsvarende høje karakterer hos vores altid opmærksomme og kritiske konferencedeltagere, der hvert år får mulighed for elektronisk at evaluere konferencen.

Niall Ferguson er blandt andet forfatter til bogen "The Ascent of Money: A Financial History of the World". Den er ligeledes blevet til en serie tv-udsendelser på Channel 4, hvor han som rutineret tv-vært viser rundt i verdens økonomiske historie. Hans præsentation kan genses på hjemmesiden www.skagenfondene.dk, ligesom uddrag af hans indlæg kan genfindes i en række danske og internationale medier.

SKAGEN Fondenes Nytårskonference er på få år blevet en tradition i de skandinaviske hovedstæder. Idéen er at se ind i det nye investeringsår ved at indbyde interessante indlægsholdere med et internationalt udsyn.

I Danmark har vi ligeledes lagt vægt på at få et stærkt lokalt navn på scenen.

Nytårskonferencen i København måtte lukke for tilmeldinger, da den rundede 500 deltagere på Copenhagen Marriott Hotel onsdag den 12. januar 2011. Ud over Niall Ferguson oplevede vi i København glimrende indlæg fra porteføljeformidler Søren Milo Christensen, SKAGEN Fondene, den amerikanske olieanalytiker Amy Myers Jaffe, finansanalytiker Chen Zhao fra Bank Credit Analyst og den amerikanske professor og pioner i behavioural finance, Terrance Odean.

Datoen for Nytårskonferencen 2012 er ikke endeligt fastlagt. Men vil du være sikker på at kunne deltage, så er det fornuftigt at sætte et kryds i kalenderen for torsdag den 12. januar 2012. På gensyn!

Indkaldelse til valgmøde for SKAGENs værdipapirfonde

Hermed byder vi SKAGEN Fondenes investorer velkommen til valgmøde i Stavanger Koncerthus onsdag d. 2. marts kl. 18:00 – 21:00.

Valgmødet transmitteres direkte på www.skagenfondene.no så flest muligt kan følge med.

Følgende vil blive behandlet på valgmødet:

1. Valg af mødeleder og to investorer til at underskrive protokollen
2. Bestyrelsens årsberetning
3. Revisors årsberetning
4. Valg af et bestyrelsesmedlem til SKAGEN AS' bestyrelse. Valgkomiteen indstiller

nuværende bestyrelsesmedlem Jan-Henrik Hatlem til valg som investorvalgt bestyrelsesmedlem med varighed til 2013.

5. Valg til valgkomiteen. Bestyrelsen indstiller Mette Lundh Håkestad til valg med varighed til 2014.
6. Indsendte spørgsmål fra investorerne.

Dansk kundefokus

SKAGEN Fondene informerer i mange dimensioner og følger op med personlig rådgivning, når investorerne efterspørger den. Forståelse og kendskab til vores investeringsproces giver de bedste opsparingsresultater.

Investering i aktiefonde som SKAGENS er en lønsom men krævende opsparingsform.

Lønsom: Fordi investering i aktier og egenkapital på langt sigt forventes at give et højere afkast end andre aktivklasser som obligationer eller fast ejendom. Og lønsom fordi SKAGENS investeringsproces i hænderne på de bedste porteføljeformidlere ofte har klaret at skabe et mer-afkast i forhold til markedet.

Krævende: Fordi værdien af aktier typisk svinger langt mere end virksomhedernes indtjening. I nogle perioder er markedsdeltagere fulde af tro på fremtiden og villige til at betale formuer for at få del i selskabers værdiskabelse, i andre perioder domineret af frygt og pessimisme fås selv de bedste selskabers aktier til billig penge.

For at få det bedste opsparingsresultat er det derfor vigtigt for investor at indrette sig med en tålmodig og lang tidshorisont og samtidig berede sig på både op- og nedture undervejs i sit opsparingsforløb.

Information i mange formater

SKAGEN Fondene i Danmark arbejder målrettet med information og rådgivning. Flest mulige af kontorets ressourcer anvendes til at være i direkte eller indirekte dialog med vores investorer.

Informationen tager udgangspunkt i SKAGENS skriftlige og elektroniske kommunikation, som vi bidrager til på linje med andre markedsområder. Den er ganske omfattende og tilpasset en række medieformer. Blandt de vigtigste er vores hjemmeside www.skagenfondene.dk, års- og markedsrapporter, månedlige statusrapporter, SKAGEN-TV og web-møder. I Danmark forsøger vi også at være synlige i massemedierne gennem annoncering og lejlighedsvis redaktionel omtale.

Personlig samtale

Den personlige kontakt til SKAGEN Fondene opstår gennem investors egen henvendelse på telefon eller mail, eller gennem et af vores inspirations- og investormøder.

Telefonen er det naturlige medium for mange kundedialoger. Den anvendes både til etablering af kundeforhold og videregivelse af information, og ikke mindst som et redskab i den løbende dialog med eksisterende investorer, som har behov for opfølgende information, for at drøfte investeringer i fondene eller ønsker at ændre deres investering.

Den personlige samtale på tomandshånd er for mange investorer de endelige skridt, inden en investering besluttet. Det er altid muligt at få en aftale om personlig samtale og

eventuel rådgivning på vores kontor, ligesom vi forsøger efter evne at være til rådighed, også når vi rejser rundt i landet.

SKAGEN Fondene i Danmark ønsker at have direkte kundekontakt, og i modsætning til en række andre investeringsforeninger, så yder vi også rådgivning efter behov. Rådgivning forudsætter en grundig afdækning af blandt andet investors økonomi, viden om investering, risikovillighed og -evne samt forventning til fremtiden.

Et godt rådgivningsforløb stiller derfor krav til både rådgiver og investor. Vores erfaring er, at det er umagen værd for investor at bruge den gode samtale. Det er ikke en selvfølge, at det fører til investering. Rådgivningssamtalen kan også føre til, at man sammen finder ud af, at investors forventning til produktets egenskaber ikke svarer til dets reelle indhold, hvilket fra vores synspunkt kan være et udmærket facit på et rådgivningsforløb.

Vælger man derimod at investere, så fører rådgivning ofte til vellykkede opsparingsforløb, fordi man investerer ud fra de rette forudsætninger og kan tåle udsving, som må forventes i en aktiefond.

SKAGEN Fondenes rådgivere kan kontaktes på kundeservice@skagenfondene.dk eller telefon 70 10 40 01.

Hver andel giver én stemme på valgmødet. Investorer kan stemme ved hjælp af fuldmagt. Ingen mødedeltagere kan afgive stemme for mere end 1/3 af samtlige stemmer, som er repræsenteret på mødet. Godkendt fuldmagtsblanket kan findes på www.skagenfondene.no eller ved at kontakte Kundeservice på telefon 70 10 40 01. Husk at medbringe legitimation og eventuel virksomhedsattest.

En investor har ret til at få drøftet spørgsmål, som anmeldes skriftligt til forvaltnings-selskabets bestyrelse, senest en uge inden valgmødet afholdes. Valgmøderne kan med undtagelse af valgene ikke tage beslutninger, som er bindende for fondene eller forvaltnings-selskabet.

Fondssamtale med Einar Lunde

Når den formelle del af valgmødet er forbi, vil investeringsdirektør Kristian Falnes fortælle om udsigterne fremover. Derefter vil der være samtale om fondene med porteføljeformidlere og administrerende direktør Harald Espedal. Investorerne vil få mulighed for at stille spørgsmål både via sms eller direkte fra salen. Ordstyrer vil være Einar Lunde, som har været udenrigskorrespondent og ankermand i nyhedsudsendelsen NRK Dagsrevyen i 40 år. Han er nu tilknyttet First House i Oslo som associeret partner.

Yderligere information og tilmeldingsblanket kan du finde på www.skagenfondene.no eller ved at kontakte Kundeservice på 70 10 40 01. Tilmeldingsfrist er 28. februar.

Der vil blive serveret god mad og drikke. Mødet er åbent for alle. Medbring gerne venner og familie, som ønsker at vide mere om SKAGEN.

Med venlig hilsen

Bestyrelsen i SKAGEN AS



Martin Gjelsvik

Bestyrelsesformand

Hvor får vi det fra?

Porteføljerne indeholder i dag selskaber i de fleste brancher og med forskellige forretningsmodeller. Hvor får vi ideerne fra, når vi køber selskaber rundt om i alle verdenshjørner? Ideerne har mange forskellige kilder, men overordnet handler det om at have et åbent sind – også når man er ved at fare vild i ørkenen.

Vedtagne sandheder står altid for fald, og ifølge markedets matematiske tyngdelov vil vurderingerne konvergere over tid. Det giver plads til os aktive generalister, som er udstyret med brede mandater og vilje til at undersøge det, som ikke er åbenbart for andre i markedet.

Ikke alle veje fører til Rom, men nogle gør

En simpel måde at få ideer er at opsætte kvantitative filtre på alle selskaber i investeringsuniverset, baseret på hvor meget SKAGEN må betale for indtjening, kontantstrøm og ejendele. Men det er ikke nok at se på de tørre tal. Vi må desuden lave en grundig analyse af selskabet med følgende to centrale kriterier:

1. Undersøge, om tallene, som kommer frem på pc'en, er korrekte.
2. Hvad skal der til, for at aktiemarkedet prisfastsætter disse tilsyneladende undervurderede selskaber på linje med tilsvarende selskaber? Der må inden for en given tidsperiode forefindes muligheder for omvurdering af aktien. Dette er ofte betinget af selskabs- og ejerstruktur.

Hvordan får man udløst konglomeratrabatten?

Mange børsnoterede selskaber er fortsat konglomerater, som består af en række enkelt-selskaber inden for forskellige brancher. Det gælder især i vækstmarkederne. Mange sådanne konglomerater er svære at vurdere for mange analytikere og fondsforvaltere med smalle mandater. Vi er generalister med brede mandater og kan finde masser af godbidder i konglomeraternes mange kringelkroge. Det, vi er ude efter, er, hvilke ændringer der kan komme på tale i koncernen. Kan de udløse en eller flere kurstriggere? Mange selskaber er familiedominerede. Det betyder, at ejer- eller generationsskifte ofte er en naturlig værdisudløsende faktor.

Går lavt under radaren

De fleste globale forvaltere vælger selskaber fra indekser, som består af de største og mest likvide selskaber. Lige under radarhøjde for

disse forvaltere befinder der sig altid nogle selskaber, som kan være særlig interessante for os. De er ofte iøjnefaldende lavt vurderede. Derfor skal der noget til, før andre også opdager disse "skjulte værdier", og når flere opdager dem, sker der ofte en betydelig omvurdering. For voksende selskaber kan det simpelt hen være, når de bliver optaget i et indeks.

Et nyere, illustrativt eksempel fra SKAGEN Kon-Tikis portefølje er det malaysiske plantageselskab Kulim Industries. Selskabets primærvirksomhed er desuden investeret i andre virksomheder, hvor vi mente, der fandtes store merværdier. Efter at vi gik ind i selskabet, kom der et bud på en af de større investeringer, hvorefter investorernes holdning til aktien forandrede sig radikalt. Aktiekursen fik et gevaldigt tryk opad.

En ting er at finde selskaber med store rabatter, noget andet er at vide, om og hvornår andre opdager de samme rabatter som os. Vi må indimellem finde os i hele kvartaler med den tørreste ørkenvandring. Skal vi nå frem til oasen, er det vigtigt, at vi ikke bare ser på kursudløsende muligheder, men også forholder os til, hvornår de sandsynligvis vil blive udløst.

Har blik for det populære

Et andet trick i jagten på gode ideer er, at vi som generalister kan se, når en hel branche erved at blive omvurderet. Specialister med fokus på rendyrkede selskaber og brancher fanger ikke altid, hvad der rører sig i de multinationale koncerner. Vi har et vågent blik for, hvad der er ved at blive populært i de globale aktiemarkeder, og forsøger at finde selskaber uden for andres radarskærme til billigere penge.

Ved at gå ind under huden på de multinationale selskaber kan vi finde undervurderede selskaber, som simpelt hen kan være helt overset af investorerne.

Forskellig pris hen over landegrænserne

Brancher og industrier kan være vurderet forskelligt i forskellige lande og regioner. Dette beslægtede tema var "i gamle dage"

et af SKAGENS sikreste kort i spillet om godt afkast. Desværre er der på analyseniveau øget specialisering inden for brancher, hvori mod færre aktører har bestemte geografiske områder som speciale. Dermed indskrænkes mulighederne en del i forhold til tidligere, men vi får stadig ideer, som kan dyrkes og give godt afkast.

Enhver fondsforvalters drøm er selskaber, hvor indgangsværdien er lav som følge af enten gamle synder, forkert geografisk fokus, misforståelse af kapitalstrukturen, eller at investorerne ikke er klar over, hvad selskabet egentlig har gang i. Et andet godt eksempel er selskaber i en omstillingsfase, hvor markedet ikke har opfanget, at omstillingen allerede kører. Vores største investering gennem mange år, Samsung Electronics, er et af de bedste eksempler herpå.

Fra kopi til værdifuld mærkevare

Samsung producerede oprindeligt kopiprodukter baseret på globalt design og blev efterhånden ekspert i elektroniske komponenter og verdensledende inden for memorycards, mobiltelefoner og fladskærme. Selskabet er nu også blandt markedslederne inden for nyt produktdesign.

Både investorer og analytikere er fortsat mest optagede af dippedutter udvikling og mindre interesserede i de værdier, som faktisk ligger til grund for selskabets globale mærkevare. Det er årsagen til, at Samsung Electronics stadig er en betydelig post i alle tre aktiefonde. Samsung har givet godt mer-afkast, siden vi købte de første aktier under Asien-krisen i december 1997.

Media er undervurderet

Et af de bedste steder at lede efter gode ideer er faktisk i medierne, helt præcist i publikationer, der ikke regnes for fagpresse af de pågældende selskaber. Således det engelske økonomitidsskrift The Economist, som mest bruger spalteplass på at brokke sig over, at resten af verden ikke følger den angloamerikanske forretningsmodel. Her kan vi indimellem finde meget interessant information.



Foto: iStockphoto

Det gælder om at have et åbent sind, når man skal finde investeringsideer. En af de bedste kilder er faktisk medieerne.

Bladet er ganske vist kommet for langt ind i nogle redaktionelle minefelter. Mest kendt er spådommen om, at olieprisen ville komme ned på fem dollar per tønde. Men nogle gange skriver Economist artikler om unikke selskaber på specielle markedsområder og retter lyset mod selskaber, vi normalt ville have ignoreret i en vurdering baseret på rene nøgletal. Det kan dreje sig om selskaber, som sidenhen er blevet giganter, som for eksempel tøjkæden H&M. Det kan også være selskaber, som vi har i porteføljen, såsom sydafrikanske Shoprite og Naspers, der har unikke forretningsmodeller og tekniske løsninger i markeder med lille konkurrence. Derved får

de god beskyttelse for øget lokal eller global konkurrence.

Ser i andre retninger

Vi har i årevis tjent mange penge til vores investorer ved at fokusere på forhold, som andre har negligeret. Under Asienkrisen rettede vi blikket mod øst, hvorimod andre investorer skuede vestpå, især i retning af Silicon Valley.

Igen er det vigtigste at bevare overblikket. Vi må gøre brug af erfaring og viden fra tidligere cases og have blik for den kreative proces, der ligger i at sammenfatte fakta fra mange hold. Derved undfanges hypotesen bag en investeringside.

Det naturlige spørgsmål, man må stille sig, er derfor: Hvad gør vi nu? Det vil tiden vise. Vi er heldigvis generalister med brede mandater og kan derfor finde nye ideer uafhængigt af både brancher og lande. Den bedste ledetråd er fortsat de værdier, som er nedfældet i vores investeringsfilosofi – Undervurderet, Underanalyseret og Upopulær.

Kristoffer Stensrud

PORTEFØLJEFORVALTER



Hvorfor det er muligt at slå markedet

Jo færre der tænker, jo større er fordelene for de tænkende.

Det har længe heddet sig, at det ikke er muligt at slå aktiemarkedet over tid. Det kan lade sig gøre i et, to eller tre år, men ikke over en længere årrække, mener den aktive forvaltnings kritikere.

Det er da også en påstand, der passer på de fleste aktivt forvaltede aktiefonde. Men faktisk er der enkelte, som formår at levere merafkast også over længere tidsperioder. SKAGEN tilhører denne kategori, for så vidt som kritikerne kan acceptere, at 17 år som aktiv forvalter er længe nok, til at resultaterne ikke kan være held (se tabel).

Eller sagt på en anden måde: Sandsynligheden for at vinde i lotto over så mange år er særdeles lille. Det mer-afkast, SKAGEN har opnået, hænger faktisk sammen med, at vi er gode til at anvende vores investeringsfilosofi.

Tjener på kriser og bobler

Det er vores erfaring, at mulighederne for at opnå merafkast varierer betydeligt i forskellige perioder og cyklusser i aktiemarkedene. De bedste resultater har vi opnået i perioderne efter voldsomme fald i aktiemarkedene, som for eksempel efter Asien-krisen sidst i 90'erne, efter 9/11 og finanskrisen i 2008.

Perioder, hvor enkelte lande eller brancher er skyhøjt prisfastsat, er også attraktive for forvaltere som os, der satser på Undervurderede, Underanalyserede og Upopulære aktier.

Passive fonde er tvunget til at købe indekset til markedspris, uanset om aktierne er dyre eller billige. Fondene bliver dermed trukket ved næsen efter aktiekurserne hele vejen til tops og ned igen.

Indeksfonde er også nødt til at have en vægtning i sektorer, hvor den underliggende værdiskabelse ikke kan forsvare prisfastsættelsen, og som derfor kan udvikle sig til bobler. Eksempler fra nyere tid er finanskrisen

i 2008 og it-boblen ved årtusindskiftet (se illustrationen "Aktiebobler kommer og går" på side 19). Indeksfondene fik bøllebånd, da respektable finans- og it-aktier brød sammen.

Aktive forvaltere kan vælge at undervægte en sektor – eller helt undgå den, hvis man har et negativt billede af sektoren eller selskaberne.

Har råd til at være langsigtede.

En undersøgelse fra 2008 med titlen "Best ideas", foretaget af Randolph Cohen ved Harvard Business School, Christoffer Polk ved London School of Economics og Bernhard Silli fra Goldman Sachs fastslår, at koncentrerede aktieporteføljer giver højere afkast.

Forfatterne undersøgte porteføljeforvalternes yndlingsaktier og fandt, at de fremviste bedre afkast end fondenes naturlige referenceindekser. Undersøgelsen fastslog også, at amerikanske aktier ikke er effektivt prisfastsat, og at mange porteføljeforvaltere er i stand til at identificere aktier, som giver bedre porteføljerestultater end indekset. Studiet viste også, at fondenes resultater ikke fuldt ud afspejler porteføljeforvalternes evne, fordi forvalterne er hæmmet i at kunne anvende deres bedste ideer.

Svagere resultater end referenceindekset er i korte perioder acceptable for forvaltningsselskaber og deres kunder, forudsat at det også er tilfældet for de fonde, man sammenligner sig med. Men mindre afkast både relativt i forhold til konkurrenter og indeks er ikke acceptable for forvaltningsselskaber. Konklusionen i undersøgelsen var, at arbejdsmæssig utryghed samt pres fra konsulenter og rådgivere ofte bringer aktive forvaltere bliver middelmådighed.

En vigtig brik i SKAGENS succes som aktiv forvalter er, at forvaltningsselskabet er part-

nerejet, og at porteføljeforvalterne også har anbragt deres egne finansielle midler i fondene. Porteføljeforvalterne måles heller ikke ud fra kortsigtede krav om lønsomhed, sådan som det ofte er tilfældet i afdelinger af større finanskoncerner.

De centrale porteføljeforvaltere og nøglemedarbejdere bliver belønnet med aktier i forvaltningsselskabet SKAGEN AS, og de kan derfor tænke og handle langsigtet, både når det gælder investeringer og ansættelsesforhold.

Vi er et selvstændigt forvaltningsselskab og ikke en filial af en større forretning. Derfor er vi heller ikke underlagt beslutninger taget uden for forvaltningsorganisationen. Det er vigtigt, at ejerne tror på forvaltningsfilosofien og vil være i stand til at følge den uden indblanding udefra.

Som aktive forvaltere anvender vi grundige analyser, en langsigtet investeringshorisont og identifikation af mulige bobler i markedet. På det grundlag mener vi, at det er muligt at opnå højere afkast end sit referenceindeks, også efter alle omkostninger.

HAR KLARET DET SIDEN 1993

SKAGEN Vekst blev lanceret i 1993 og har i 11 ud af 16 år slået sit referenceindeks. Fondens årlige gennemsnitlige afkast er på 17,4 procent, mens årsafkastet fra Oslo Børs har været på 10,1 procent i denne periode. Fonden skiftede referenceindeks sidste år til et indeks sammensat af Oslo Børs Hovedindeks og verdensindekset (50/50).

SKAGEN Global blev lanceret i august 1997 og har slået sit referenceindeks i 13 ud af 14 år. Fondens årlige gennemsnitlige afkast i perioden er 17,3 procent mod referenceindeksets 1,7 procent.

SKAGEN Kon-Tiki blev lanceret i april 2002 og har slået sit referenceindeks i samtlige år. Fondens årlige gennemsnitlige afkast er 21,8 procent mod referenceindeksets 11,7 procent.



Nogle aktive forvaltere er i stand til at slå referenceindekset over tid. SKAGENS forvaltere har formået det siden 1993.

Skal kunne klare presset

Fondenes resultater bliver løbende målt og kommunikeret – det er krævende at være aktiv langsigtet forvalter. Det er skønt, når det går godt, men endnu mere stressende i modgangstider. Så er de, der ikke tror på aktiv forvaltning, ikke sene til at forlange ændringer. I sådanne perioder er det vigtigt ikke at lade sig stresse og stole på, at de udvalgte selskaber og investeringsfilosofien fortsat vil skabe gode, langsigtede resultater.

SKAGEN Global oplevede i 2008 for første gang siden starten i 1997 at blive slået af

verdensindekset. Men forvalterne i Globalteamet holdt hovedet koldt, eftersom det var frygten i aktiemarkedet, som lå til grund for de svagere resultater, og ikke valget af selskaber. Tålmodigheden blev rigeligt belønnet i 2009, da frygten lagde sig, og selskabernes værdiskabelse igen blev lagt til grund for kursudviklingen i de globale aktiemarkeder.

De "høje" omkostninger

Det vigtigste argument mod aktiv forvaltning frem for passiv er sikkert omkostningerne. Det er et godt argument. Vi har baseret vores omkostningsmodel på en fast og en variabel del. Leverer vi ikke merafkast, skal kunden kun betale et lavt fast forvaltningshonorar. De variable omkostninger er præstationsba-

serede. Vi har længe været helt uden købs- og salgsomkostninger.

Vores aktiefondes historiske totalomkostninger kan i enkelte år forekomme store, men det hænger sammen med, at vores investorer også har fået et højt mer-afkast. De fremtidige omkostninger bliver forhåbentlig lige så store som de historiske. Det kan både vi selv og investorerne være tjent med.

Læs mere om totalomkostninger

SKAGENFONDENE.DK



Åge K. Westbø

VICEADMINISTRERENDE DIREKTØR



Inflation som stødpude

Det offentlige underskud har i mange vestlige lande ikke været større siden Anden Verdenskrig, og statsgælden er røget i vejret. Det øger faren for inflation.

Alle recessioner gør dybt indhug i statsbudgetterne. Det særlige denne gang er, at myndighederne har anvendt en stor portion såkaldt keynesiansk modkonjunkturpolitik. Udgifterne er øget betydeligt for at dæmme op for nedturen. Men ikke alle lande har haft råd til det og er derfor endt med skævvredne statsfinanser. Det kan få ubehagelige konsekvenser for inflationen fremover.

Når gæld er gæld

Det er vigtigt at skelne mellem lande med egen centralbank og lande, som har "outsourcet" deres pengepolitik. Når statsgælden eksploderer i lande som Grækenland og Irland, har det ingen direkte konsekvenser for inflationen i Eurozonen. De må betragte deres statsgæld som gæld i fremmed valuta. De har så valget mellem at foretage en hurtig vending med statsfinanser eller misligholde statsgælden. De har jo ikke deres egen centralbank og kan derfor ikke inflatere sig ud af gældsproblemerne.

Det svarer til et lille firma, som hovedsageligt er finansieret med lån i den lokale bank. Drives firmaet med underskud, kan egenkapitalen kun tage en lille del af støjen. I stedet får man ret hurtigt problemer med at servicere banklånet.

Når gæld er som aktier

Lande med egen centralbank har en anden udvej, hvis statsgælden løber løbsk. Man kan lade pengeværdien fungere som stødpude.

Forestil dig et børsnoteret selskab. Underskud og nervøsitet for fremtiden giver først og fremmest udslag i aktiekursen. Egenkapitalens værdi daler. Gældsforhandlinger vil først være aktuelle, hvis hele egenkapitalen næsten er tabt. Pengeværdien i et land har principielt den samme funktion som aktiekursen i et børsnoteret selskab. Står det skralt til med statsfinanser, kan pengeværdien trække læsset. Eftersom størstedelen af statsgælden typisk vil være nominel gæld, vil en mindskelse af pengeværdien bevirke, at statsgældens reelle værdi synker. Det skaber atter balance mellem statsgælden og det fremtidige overskud på statsbudgettet.



Foto: Bloomberg

Statsgælden i Storbritannien er kraftigt øget. Chefen for Bank of England, Mervyn King, har valgt en permanent lav rente.

Men at pengene falder i værdi, betyder selvsagt en periode med høj inflation. Og det særlige ved denne form for inflation er, at den ikke skyldes, at centralbanken har taget fejl ved rentefastsættelsen. Inflationen skyldes heller ikke for mange penge, men for stor statsgæld. Økonomerne kalder dette for fiskal inflation.

Vækstmarkedskriser

Vi har de seneste årtier oplevet denne type krise i visse vækstmarkeder. Krisen har typisk manifesteret sig ved, at tilliden til de lokale statsfinanser har svigtet under en kreditkrise og bankgæld er pludseligt blevet til statsgæld.

Derved er opstået en generel flugt fra landets statsgæld og valuta, og prisniveauet er derved trukket op. Kombinationen af lavere valutakurs og højere prisniveau (faldende pengeværdi) har så dannet grundlaget for sundere statsfinanser og en bedre udvikling i økonomien.

Nogle gange er sådanne kriser kommet meget overraskende for mange. Pointen er, at investorer er fremadskuende. Det afgørende

er derfor ikke underskud og statsgæld her og nu, men det, de mener, vil gælde om underskud og statsgæld ude i fremtiden – præcis sådan som investorerne også vurderer kursen på et selskabs aktier.

Magtesløse centralbanker

Vi tager det ofte for givet, at centralbankerne kan styre inflationen. Men en velfungerende centralbank skal altid have sunde statsfinanser bag sig. Det er ofte meget lidt, centralbanken kan gøre, hvis myndighederne udsteder langt mere gæld, end investorerne tror, myndighederne magter at betale tilbage.

Hvis pengepolitik skal kunne dæmme op for inflationen, skal centralbanken være meget tidligt ude med forhøjelse af den ledende rentesats. Men bemærk, at en kraftig stramning af pengepolitikken kan gøre ondt værre for statsfinanser. Statens renteudgifter vokser jo, når renterne sættes op. Så hvis først markedet har fået den ide, at statsfinanser er ude på overdrevet, hjælper det ikke altid med en hård centralbank.

Netop derfor er centralbankerne så optaget af statsfinansernes helbredssituation. De



Gary Boone gør en bunke hundredollar klar, før de skæres til separate sedler.

Hvad så med Europa?

Statsgælden er vokset voldsomt de seneste to år i EU-landet Storbritannien, som har sin egen valuta. Inflationen er allerede tiltagende. Alligevel lader det til, at Bank of England er slået ind på den permanente lavrentes linje. Men den nye regering har lanceret en statsfinansiell hestekur, så måske vil det lykkes at stabilisere statsgælden, før pengeværdien bliver eneste stødpude.

Fokus i Eurozonen har ligget på de enkelte landes problemer, men den samlede statsgæld i euro er samtidig galopperet. Selv Eurozonens kernelande har haft massive budgetunderskud. Det betyder, at selv om enkeltlande ikke kan inflatere sig ud af problemerne, kan et fald i pengenes værdi trænge igennem, hvis eurolandenes samlede gæld ikke stabiliserer sig på et niveau, som står i forhold til det forventede fremtidige overskud.

Selv mægtige ECB kan blive kørt ud på sidelinjen, hvis markedet begynder at blive nervøst over eurolandenes samlede gældsbelastning.

Stadig god plads?

Erfaringerne fra Japan viser, at de mest udviklede lande kan have god plads, før tilliden til statsfinansierne må genoprettes via et fald i pengenes værdi.

Netto offentlig gæld i Japan er steget til ca. 115 procent af BNP, et godt stykke over niveauerne i USA, Storbritannien og Eurozonen (se illustration). Efter at Japan gled ind i en dyb og vedvarende stagnation i 90'erne, førte landet en febrilsk underskudspolitik. Men indtil nu er der ingen tegn på, at yenen er under pres. Eftersom landet har haft deflation, er pengenes indenlandske værdi faktisk blevet øget. Så måske skal man være forsigtig med at råbe ulven kommer angående situationen i de andre avancerede økonomier med accelererende statsgæld. Men Japan er i en særstilling med særdeles store private formuer, som potentielt kan gøres til genstand for beskatning.

Det er håbløst at sætte tid på, hvornår en eventuel fiskal inflation kan indtræffe. Det vil være som at spå om, præcis hvornår et selskabs aktier vil dykke i kurs. Det hele afhænger af nyheder, som vil få investorerne til skifte syn på fremtidige skatteindtægter og statsudgifter.

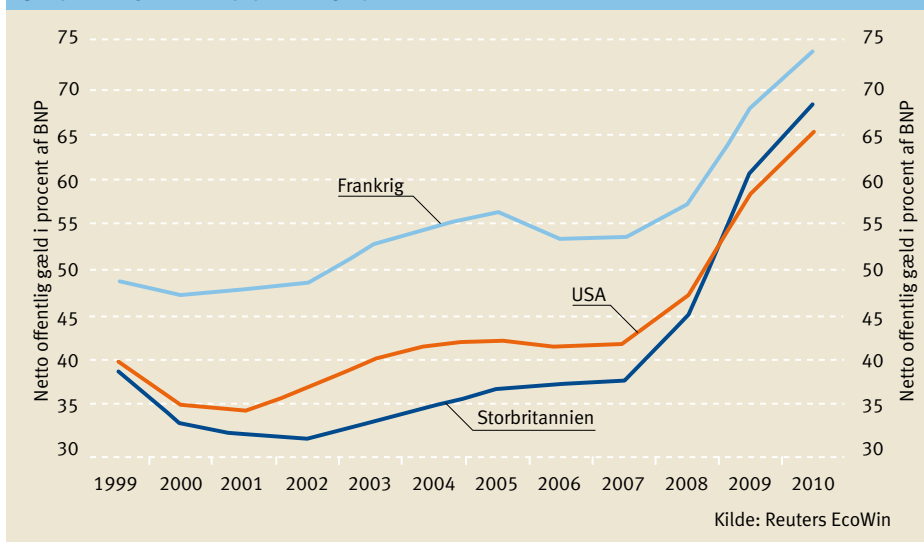
Til gengæld står det klart, at jo højere statsgælden som udgangspunkt er, desto mindre tolerance har markedet over for dårlige statsfinansielle nyheder.

Torgeir Høien

PORTEFØLJEFORVALTER



STIGENDE OFFENTLIG GÆLD I UDVIKLEDE LANDE



er klar over, at uden finanspolitisk albuerum kan pengepolitikken ikke gøre arbejdet.

Faren er måske størst i USA

Den seneste recession var verdensomspændende, men ramte oplagt den udviklede del af verden hårdest. Det var da også her, myndighederne havde mindst frirum samt brugte flest penge i forsøget på at blæse liv i økonomierne.

Der har været ført en ganske ædruelig finanspolitik i de fleste vækstmarkedslande. Mange lande har opbygget finansielle reserver oven på Asien-krisen i slutningen af 90'erne. Vi vurderer derfor faren for såkaldt fiskal inflation som jævnt hen større i udviklede lande end i de fremvoksende økonomier.

Inflationsfaren ser ud til at være særlig stor i USA. Pengepolitikken har her i praksis indtaget en passiv rolle, og det eneste, politikerne lader til at være enige om, er at øge statsudgifterne. Samtidig ved vi, at udgifterne til statslige velfærdsprogrammer vil stige kraftigt i de kommende år.

De seneste nøgletal fra amerikansk økonomi har ganske vist overrasket opadgående. Og med den højere vækst stiger statens indtægter. Det kan derfor være, at underskuddene ikke bliver helt så store, som man hidtil har frygtet. Det er selvfølgelig et godt tegn. For ud over styr på statsfinansierne er en kontinuerlig vækst i skattegrundlagene alfa og omega for tilliden til statsfinansierne.

Aktieplukning i inflationens skygge

Faren for deflation var indtil for nylig et varmt tema. Fokus er nu skiftet til stigende priser, og hvad et højt inflationsniveau vil betyde for aktiemarkedet. Inflation rummer både muligheder og udfordringer for selskaberne. I et sådant klima vil aktieplukning som oftest vise sin berettigelse og være vigtigere end nogensinde.

2010 var præget af stærk global likviditet og kapitalflow ind i vækstmarkederne. Baggrunden for udviklingen var et globalt lavrenteregime, kvantitative lettelser i USA, større risikovilje og store forskelle i vækstattakten mellem vækstmarkeder og udviklede lande. Vi har derfor set tegn på øgede investeringer i vækstmarkederne – og denne trend tror vi fortsætter.

Udviklingen kan skabe spændinger. Både valutakrig og kapitalkontrol ligger højt på Frygtens Top-ti. Bobler og inflationspres i vækstmarkederne kan også blive resultatet på mellemlangt sigt.

Investorenes risikovillighed fluktuerede i 2010. For kun et halvt år siden skabte frykten for en ny nedtur atter bekymring for deflation. Nyere data har mindsket denne bekymring grundet bedre økonomisk udvikling og stigende råvarepriser. Men i stedet frygter man nu for store stigninger i det generelle prisniveau, især i vækstmarkederne.

Vigtig del af analysen

Der er fortsat styr på det nuværende inflationsniveau. Den samlede inflation er kraftigt influeret af fødevarepriser som er eksploderet på grund af ekstreme vejrforhold, som formentlig driver over. Men det økonomiske klima er det perfekte væksthuss for inflation. Spørgsmålet om, hvordan inflation påvirker aktier, er derfor et af de næste punkter på dagsordenen i det kommende år.

At forstå hvordan et potentielt inflationsniveau vil påvirke et selskab, er en fundamental del af den analyse, vi foretager, inden vi køber os ind i nye selskaber. Det samme gælder eksisterende investeringer i porteføljen. Dertil kommer selvfølgelig andre faktorer såsom at analysere valutarisiko, selskabets finansielle situation og vækstudsigter. Det er som regel, når tingene ser usikre ud, at der opstår muligheder, og aktieplukningen viser, hvad den dur til.



Jernmalm leveres i Shanghai. I tider med inflation bliver evnen til at hæve priserne en konkurrencefordel. Verdens største jernmalmproducent, Vale, gik over til kvartalsvise prisforhandlinger. Det slog ekstremt gunstigt ud på selskabets indtjening.

Foto: Bloomberg

Hvad sker der på selskabsniveau?

I inflationstider kan dynamikken i mange sektorer forandre sig og blive vendt på hovedet. Gode selskaber kan finde nye kilder til konkurrencefordele.

Et mere effektivt prisfastsættelsessystem, en bedre sourcing strategi og vertikal integration kan være nyttig. Visse selskaber vil have fordel i kraft af langsigtede råvarekontrakter uden klausuler på prisstigninger, lavere lønomkostninger end konkurrenterne og integration nedefter i værdikæden for at mindske eksponeringen mod prisstigninger. Er marginer højere og den finansielle position stærkere end konkurrenterne, er det muligt at vente længere med at hæve priserne. Derved vinder man markedsandele på bekostning af de selskaber, som er dårligere stillet.

Prisfastsættelses-magt er særlig vigtig. Nogle selskaber kan med nemhed hæve priserne, når omkostningerne stiger på grund af inflation. Højere priser kan atter føre til højere indtjening. Verdens største jernmalmproducent Vale er en af SKAGENS investeringer og var på forkant med udviklingen i 2010. Jernmalmpriiserne har historisk været forhandlet mellem Vale og selskabets kunder en gang om året. I første kvartal lavede Vale om på dette system og gik over til kvartalsvis prisjustering. Det har givet hurtigere prisstigninger på grund af begrænset udbud og stærk efterspørgsel. Forventningerne til årets indtjening røg derved over 100 procent i

vejret i løbet af året. På den anden side finder vi stålproducenterne, som enten har måttet ekspedere prisstigningerne videre til deres kunder (såsom bilindustri og maskinproducenter) eller acceptere mindre marginer.

Nu vi taler om bilproducenter, har SKAGEN også aktier i Hyundai Motor. Man skulle tro, at dette selskab ville blive negativt påvirket af forhøjede stålpriser, men det har formået at sende regningen videre til kunderne i kraft af stærk efterspørgsel og nye (dyrere) bilmodeller.

Mange selskaber er sårbare i perioder med høj inflation. Det gælder især dem med lille prismagt, som ikke er i stand til at fakturere videre lige så hurtigt, som priserne stiger. Der kan også blive problemer for et selskab med en høj andel af lange kontrakter, der ikke kan genforhandles prismæssigt. Er der også en løbende eksponering mod råvareomkostninger, kan et selskab let blive påvirket i negativ retning.

Også andre faktorer kan gøre et selskab sårbart for inflation. Det kan være store kapitalbehov på grund af høj kapitalintensitet, høje niveauer af netto arbejdskapital eller gamle aktiver med tilbageværende levetid, som fører til reinvesteringsbehov til højere priser.

Gør aktier det godt?

I en simplere verden ville aktier og obligationer være i konkurrence med hinanden

om pladsen i en investeringsportefølje. De to aktivklasser vil ifølge teorien udvikle sig forskelligt i tider med inflation. Obligationer vil falde i værdi på grund af inflationen. På den anden side vil en diversificeret portefølje med aktier være en bedre sikring. Historien viser, at aktier plejer at gøre det godt, især i den første fase af en inflationscyklus.

De første tegn på inflation er ofte en konsekvens af, at økonomien generelt er i bedring med øget beskæftigelse, løn og efterspørgsel. Normalt tager det også lidt tid, før centralbankerne sætter ind med renteforhøjelser. I denne periode er aktier et godt sted at være investeret. Samtidig er obligationernes realrenter sædvanligvis lave og nogle gange negative og kan dermed ikke stå som et godt alternativ til aktier.

Aktier er fordringer på et selskabs fremtidige indtjening og må altså ikke være sårbare over for inflation. Over tid korrelerer en stigende inflation dog med et fald i pris/indtjeningsforholdet (og omvendt) for en aktie.

I anden fase af en inflationscyklus kan afkastet i aktiemarkedet skramte, når centralbankerne forhøjer den ledende rentesats. Renteforhøjelser vil normalt bremse realøkonomien op, og dermed også selskabernes indtjeningsvækst. Inflation kan gøre investorer mere risikovillige, hvilket kan presse risikopræmien op. Det kan i perioder modvirke aktier som inflationssikring.

Forskellige cyklusser hver gang

Det er svært at lave regler for, hvordan inflation generelt set vil påvirke aktieafkastet. Økonomiske cyklusser opfører sig forskelligt hver gang, afhængigt af baggrunden for op- eller nedgang og hvilke værktøjer som tages



Trods højere stålpriser er Hyundai-biler fra fabrikken i Ulsan, Sydkorea, her klar til eksport. Hyundai indgår i porteføljen i SKAGEN Global og SKAGEN Kon-Tiki.

Foto: Bloomberg

i brug for at tæmme udviklingen. Det er også værd at nævne, at det normalt ikke nødvendigvis er det høje inflationsniveau i sig selv, som er problemet, men volatile svingninger i niveauet, som gør fremtiden uforudsigelig.

Et lands valutaregime spiller også en vigtig rolle. Fastkursregimer uden en uafhængig pengepolitik vil udvikle sig anderledes end et land med en flydende valutakurs med en uafhængig pengepolitik, som tager sigte på at holde inflationen lav og stabil. Hvis et land har højere inflation end resten af verden, vil selskaberne miste konkurrenceevne i et internationalt marked, hvis man forudsætter en givet valutakurs. Hvis så valutaerne depre-

cierer, bidrager det til at genvinde en del af den tabte konkurrenceevne.

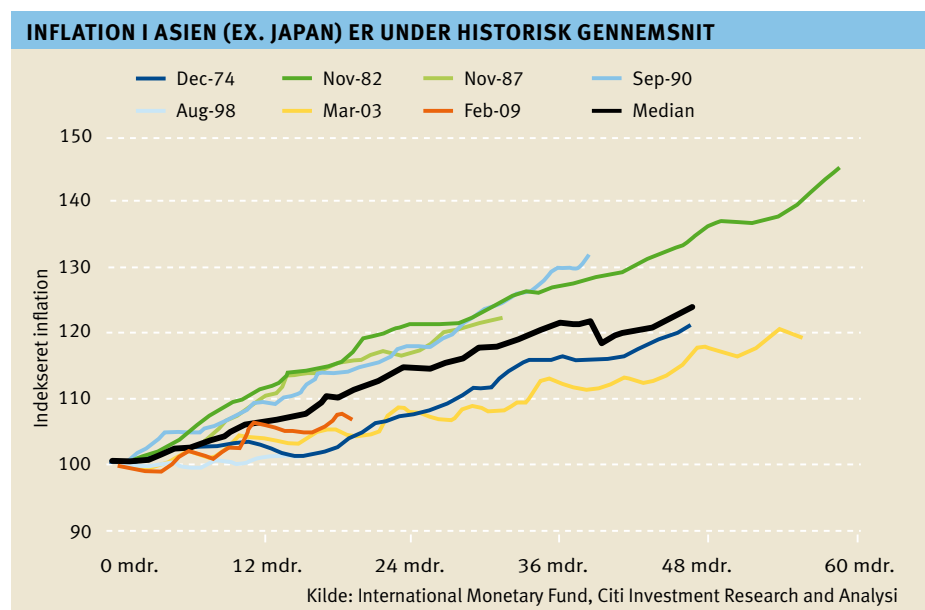
Inflationspåvirkningen på forbrugernes adfærd er også vidt forskellig afhængig af det økonomiske udviklingsniveau i et land eller en region. Sydøstasien er særligt sårbar over for forandringer i brændstof og fødevarerpriser, fordi disse faktorer allerede udgør en meget stor post på forbrugernes budget. Den diskretionære del af indtægten mindskes derfor hurtigere, hvis priserne på mad stiger hurtigere end lønniveauet.

Alle selskaber påvirkes forskelligt af inflation, og ovennævnte eksempler er kun nogle få af de faktorer, som spiller ind. Det skaber muligheder for en aktieplukker som SKAGEN.

En god beskyttelse

Mange faktorer spiller ind, men historien viser alligevel, at aktier kan give god inflationsbeskyttelse, så længe man ikke bliver ramt af inflationschok, og så længe man har en diversificeret portefølje.

Selskaber vil udvikle sig meget forskelligt. Det er dette, vores investeringsproces skal være med til at afdække. Forståelsen af, hvordan inflation påvirker enkeltelskaber, er en del af den risiko- og afkastanalyse, som vi foretager før og i løbet af et ejerskab. Med andre ord: I et inflationsklima er det vigtigere end nogensinde at plukke de rigtige selskaber.



Inflationsudviklingen i perioden efter de syv sidste nedture for verdensøkonomien viser, at vi nu befinder os på et niveau, som ligger under medianen for disse perioder. Grafen viser indekseret udvikling i inflationen efter at økonomien er bundet ud.

Cathrine Gether

PORTEFØLJEFORVALTER



De sidste skal blive de første ...

Vi er mere optaget af selskaber, som kan blive populære i fremtiden, end dem, der er populære i øjeblikket. Derfor er Roche, Microsoft og Citigroup mellem de nytilkomne i SKAGEN Global.

For et års tid siden analyserede vi udviklingen i det amerikanske aktiemarked de seneste 20 år baseret på sektorafkast. Der aftegnedes sig et velkendt mønster. Sektorer, som var populære og leverede det bedste afkast fra 1990 til 2000, var blandt de ringeste i det følgende årti. Og omvendt.

Den bibelske profeti, at de sidste skal blive de første, og de første de sidste, er altså ganske rammende for sammenhængen mellem popularitet og afkast set på tiårigt sektor-niveau. Det var en enkel, men fascinerende analyse. Der var tilstrækkeligt stof i den, til at nye selskabsinvesteringer kunne udvikles i SKAGEN Global i 2010.

Godt udgangspunkt for skattejagt

Vi er jo aktieplukkere og derfor som udgangspunkt "sektor-agnostikere". Det er værdifastsættelsen af de enkelte selskaber, som er afgørende for os. Og ikke, om den eller den sektor er populær eller ej. Alligevel kan vi finde tre gode grunde til, at upopulære sektorer er et godt sted at lave en skattejagt.

1. Aktiemarkedet behandler alle selskaber i en upopulær sektor meget ens. Sektor-baserede analytikere prisfastsætter som regel selskaber relativt i forhold til andre selskaber i samme sektor. Det kan føre til, at gode eller anderledes selskaber i en upopulær sektor ryger ud sammen med resten.
2. Aktiemarkedet har en tendens til at overvurdere populære sektors evne til vækst og værdiskabelse, og det modsatte gælder ofte for upopulære sektorer. Der er ofte en række selvforstærkende elementer i at være upopulær, og det leder ofte til overreaktion. Skepsis over for en sektor kan hurtigt munde ud i irrationel pessimisme, der afspejles i selskabernes prisfastsættelse.
3. Det er værd at bemærke, at selskaber i upopulære sektorer har tendens til at være dårligere analyseret end selskaber i populære sektorer. Analytisk kapacitet er ofte et spørgsmål om udbud og efterspørgsel. Populære sektorer genererer flere penge til mæglerhusene, der igen

ansætter flere og "bedre" analytikere til at dække de populære sektorer.

Det modsatte gælder for de upopulære sektorer, der drænes for analytikere til at dække netop de populære. I forbindelse med en analyse af Citigroup tidligere i år var vi forundrede over at registrere, at der de seneste seks måneder var skrevet væsentligt flere analyser af seismikselskabet PGS end Citigroup. Sidstnævnte er omkring 50 gange større målt i markedsværdi!

Fra ecstasy til Prozac

Medicinalindustrien blev indtil begyndelsen af nullerne betragtet som en perfekt industri. Afkast af investeret kapital, vækst og stabilitet har inden for denne industri i de seneste 30 år været i en klasse for sig. En ældre befolkning og et stadig større omfang af livsstilssygdomme var en næsten perfekt baggrund for, at udviklingen kunne fortsætte også de næste 30 år. Så skete der to ting, der helt og aldeles rystede industrien.

For det første begyndte innovationstakten inden for traditionel farmaci at falde. Nye revolutionerende produkter skal sikre fremtidige høje marginer og indtjening, og uden dem var forretningsmodellen truet. Snart ville de gode gamle patenter ikke længere kunne malkes, og kopisterne stod klar til at overtage.

For det andet blev producenter af generisk medicin mere og mere aggressive. Regelsættet for generisk produktion af medicin med udløbsdato på patentbeskyttelsen blev udformet allerede i 1984, men først i nul-lerne fik kopisterne en dominerende rolle i medicinalindustrien. Nu blev al medicin, hvor patentet udløb, pludselig fluds kopieret. Det førte til dramatiske prisfald på den "originale" medicin, for det meste langt over 90 procent.

Situationens alvor gik efterhånden op for aktiemarkedet. Det blev ikke bedre af, at en række medicinalsselskaber tilmed blev skubbet ud over kanten, da nøglepatenter udløb over en femårsperiode. Medicinalaktier faldt fra P/E-niveauer oppe over de 20 til mindre end ti. Sådanne depressive vækststudsigter gjorde på nogle få år sektoren upopulær.

Fandt Roche midt under depressionen

Midt i dette morads fattede vi interesse for schweiziske Roche. Det er et stort medicinalsselskab, som også blev hårdt ramt af det samme fænomen. Alligevel er der et par ting, som adskiller dette selskab fra de andre store.

Den største forskel er Roches satsning på bioteknologi. Det er et område, hvor innovationstakten stadig er høj, og rammevilkårene omkring konkurrencen fra de generiske aktører er mere attraktiv. Stærkt fokus på kræftmedicin og vacciner vil også blive vigtige områder for selskabets vækst de nærmeste år.

Roches patentbeskyttelse er også væsentlig bedre end mange af konkurrenternes. Det skyldes både, at selskabet er mindre afhængigt af et enkelt stort produkt, og at det først i 2014 vil miste vigtige patenter. Roche opererer i en upopulær sektor, og selskabets prisfastsættelse er derfor røget ned på et meget komfortabelt niveau – ti gange forventet 2011-indtjening. Vi forventer en organisk indtjeningsvækst på ti procent og et direkte afkast på fire procent fremover. Derfor kan vi ikke vurdere det anderledes, end at dette selskab har masser af muligheder opefter.

Microsoft blev ved at vokse

Det er sikkert overraskende for mange, at årtusindskiftets it-boble ikke er den første af sin slags. Den første voksede frem i 70'erne, hvor selskaber som Xerox og Polaroid blev handlet til over 90 gange forventet indtjening. Det var dengang, kopimaskiner og polaroid-kameraer skulle revolutionere verden. Boblen



Farmaciselskabet Roche fokuserer på kræftmedicin og vacciner. Herceptin er medicin for patienter med brystkræft.



Microsofts Steve Ballmer taler om det nye operativsystem Windows 7 på CES-messen i januar. Microsoft tjener gode penge, men er efter vores mening lavt værdifastsat.

Foto: Bloomberg

bristede, sektorens karriere som upopulær fik sin begyndelse og varede lige indtil 90'erne, hvor pc og internet dannede grobund for ny optimisme og popularitet.

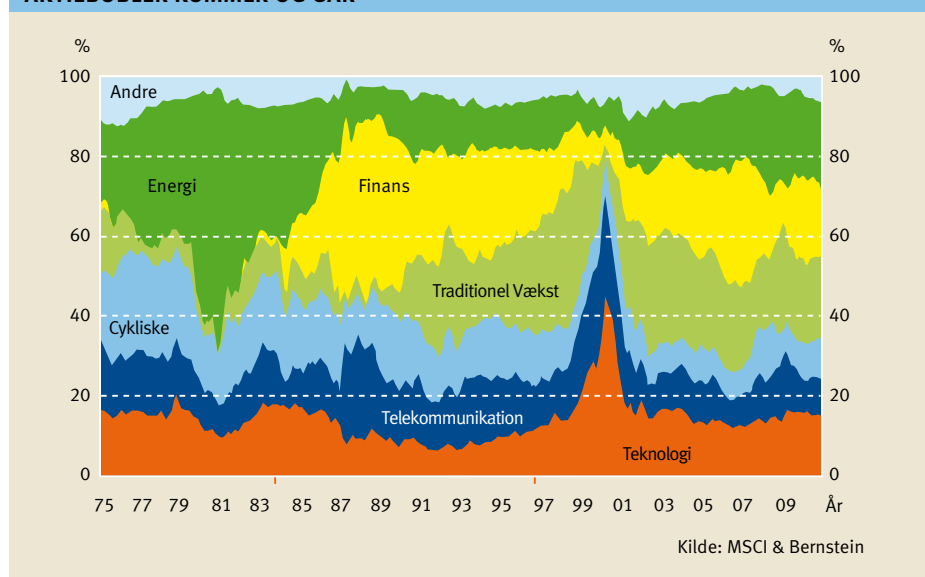
Også da IT-boblen sprang i 2000 oplevede branchen kraftige tømmermænd og ørkenvandring i de upopulæres land. Troen på fremtiden for teknologiaktier er siden den gang aldrig blevet den samme igen. Dette til trods for at store solide IT-selskaber fortsat vokser, tjener godt med penge, har bedre ledelse og markedsposition end de havde i 90'erne.

Et af selskaberne som tjener gode penge er software-selskabet Microsoft. Selskabet tjener dobbelt så mange penge i dag som

for ti år siden. Alligevel er værdiansættelsen kollapsede, fra en P/E på 40 til 12.

Mens investorerne er mest optaget af androider og æbler, skal man huske, at Microsoft via sine Office- og Windowsprodukter fortsat sidder på et checkpoint på den globale it-motorvej. Mange har vist glemt, at selskabet også er unikt positioneret og verdensledende inden for ERP (Enterprise Resource Planning). 20 procent af egen markedsværdi i kontanter og en forretningsmodel, som gør en stor del af fremtidig indtjening forudsigelig, retfærdiggør efter vores mening en højere prisfastsættelse end et middelstort stålværk i Ruhr dalen.

AKTIEBOBLER KOMMER OG GÅR



Vi har i de sidste 35 år oplevet flere perioder, hvor enkelte brancher er blevet alt for populære og prisfastsat langt højere, end hvad som kan forsvares af værdiskabelsen. I sådanne perioder er der andre brancher, og selskaber, som er Undervurderede, Upopulære og Underanalyserede. Det giver gode muligheder for aktive værdiforvaltere som os. Ved indgangen til 2011 synes branchebalancen blandt de største selskaber i verdensindekset at være fornuftig, men de store selskaber er generelt Undervurderede og Upopulære.

Finanshistorien gentager sig

En meget anerkendt bankanalytiker sagde i 2002: "Banker går stort set konkurs hvert tredivte år. Du skal købe bankaktier, når myndighederne sælger dem, og sælge dem, når naboen køber båd på kredit."

En hurtig rundspørge blandt forvalterkolleger i New York bekræftede vores fornemmelse: Amerikanske banker er i øjeblikket ekstremt upopulære investeringsobjekter. At eje bankaktier anses simpelt hen som karrieretruende ekstremsport. Mest af alle gælder det Citigroup, hvor man finder amerikanske myndigheder på ejersiden. Det har vakt vores interesse.

Citigroup er to bæster

Det første, man skal være klar over, hvis man køber aktier i Citigroup, er, at selskabet består af to bæster. Det ene hedder Citi Holdings og er en "bad bank". Det er her, al den gamle ballade befinder sig, som selskabet arbejder på at få smidt over bord. Denne portefølje svinder lidt efter lidt, i takt med at lånene sælges eller tilbagebetales.

Det andet bæst hedder Citicorp og er en af verdens mest globale banker. Cirka 60 procent af virksomheden er henlagt uden for USA's grænser. Heraf udgør lån og anden virksomhed i vækstmarkederne størstedelen. Dermed har selskabet et vækstfundament, som mere ligner Standard Chartered og HSBC end de amerikanske ligesindede.

Overkapitaliseret

De fleste ser stadig på vestlige banker som underkapitaliserede, men situationen for Citibank er nu det modsatte: Banken er overkapitaliseret. I takt med at Citi Holdings skrumper, er Citigroup kommet i en så unik situation, at de kan købe 40 procent af egne aktier tilbage, samtidig med at de udbetaler udbytte. Ikke dårligt for en bank, som handles til godt under bogført egenkapital, og som i 2006 blev prisfastsat til 2-3 gange (opskruet) egenkapital.

Ishockeylegenden Wayne Gretzky forklarede engang, hvorfor han var så god til ishockey, på denne måde: "Jeg skøjter derhen, hvor pucken vil komme, og ikke derhen, hvor den har været." At skøjte hen til de sektorer, som kan blive populære i fremtiden, og ikke dem, som er populære i dag, er sandsynligvis et godt udgangspunkt for at lykkes i aktiemarkedet. Eller sagt med et lille greb på Warren Buffets kendte ord: "Prisen er hvad du betaler for et selskab, værdierne er det du får - uafhængigt af popularitet og sektor."

Torkell Eide

PORTEFØLJEFORVALTER



Aktiebobler i vækstmarkederne

USA og Europa fører en ekspansiv pengepolitik, og det får stadig flere investorer til at søge afkastmuligheder i verdens vækstmarkeder. Det kan føre til bobletendenser. Der er dog ingen grund til bekymring her i begyndelsen af 2011.

Vækstmarkederne ramte bunden i november 2008, og siden da er vækstmarkedsindekset steget hele 124 procent. I samme periode er 177 mia. dollar bugseret over i vækstmarkederne. Desuden er betydelige beløb blevet investeret i børsnoterede indeksfonde.

It-boblen bristede i år 2000, og vækstmarkedsindekset er her 11 år efter steget med 120 procent. Verdensindekset er faldet 21 procent i samme periode.

Afkast af denne størrelse får folk til at se bobler. Men det er vigtigt at være klar over, at det afgørende ikke er, hvor meget en aktie eller et aktiemarked er steget i en givet periode. Afgørende er derimod selskabernes prisfastsættelse.

Det er altså det, du betaler for den løbende indtjening, pengestrømmen og selskabernes bogførte egenkapital såvel som fremtidsudsigterne, der tæller. Og disse prissedler giver stadig ikke grund til bekymring over bobletendenser.

Prisrekorden stammer fra 1994

Et selskabs aktiepris i forhold til bogført egenkapital (P/B) er et ganske objektive mål for værdifastsættelse. Da vækstmarkedernes popularitet toppede sidste gang i 1994, var selskaberne prisfastsat til 3,5 gange bogført egenkapital. Men prisfastsættelsen afspejlede dengang snarere vækstmarkedernes milliardbefolkning end de underliggende værdier og værdiskabelsen.

Siden højdepunktet i 1994 har vækstmarkederne oplevet en lang periode med svag kursudvikling og dalende værdifastsættelser. Forholdstallet pris/bog faldt til 0,9 under Asien-krisen i slutningen af 90'erne. I de udviklede markeder steg det samtidig fra 2,2 til 4,2. Teknologiaktierne var på deres maksimum i foråret 2000 prisfastsat til 7,5 gange bogført egenkapital.

Langt endnu til samme niveau

I årene inden finanskrisen havde lokale bobler dannet sig i vækstmarkederne. I Kina var aktiemarkedet i 2006 prisfastsat over fem gange bogført egenkapital, og syvfoldigt i

Indien. Begge markeder er siden faldet til lavere niveauer (se graf).

Vækstmarkederne er – udtrykt af vækstmarkedsindekset – ved indgangen til 2011 prisfastsat til to gange bogført egenkapital. Det er fem procent højere end gennemsnittet siden 1992.

En ting er kapitalens værdifastsættelse, en anden er det afkast, egenkapitalen frembringer. Egenkapitalafkastet i vækstmarkederne er for fuldt drøn på vej opad. 15 procent ligger det på for de seneste 12 måneder. Det er fire procentpoint højere end de udviklede

markeder og ikke meget mindre end de 17 procent, man så før finanskrisen.

Vækstmarkedernes egenkapitalandel er også rekordhøj og på niveau med juni 2008. En mere optimal kapitalstruktur kan derfor isoleret set hurtigt øge egenkapitalafkastet endnu mere fremover.

Hvad så med risikoen?

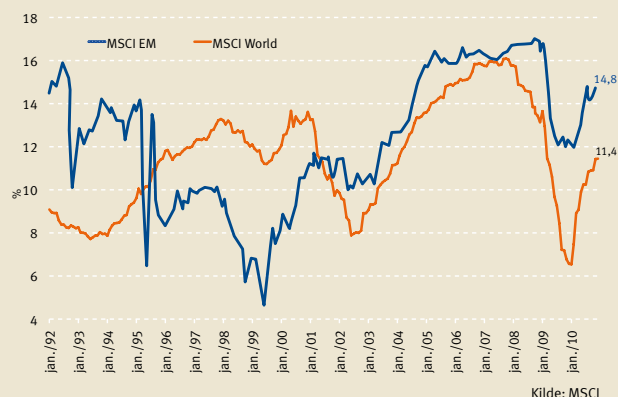
Der ser ud til at være enkelte lokale bobledannelser i vækstmarkederne, men vækstmarkedet er samlet set ikke højt prisfastsat. Hvordan står det til med risikoen?



Nye ejendomme under opførelse i Mumbai, Indien. Mens mange taler om Kinas betydning i dag, vil stadig flere tale om Indiens rolle fremover.

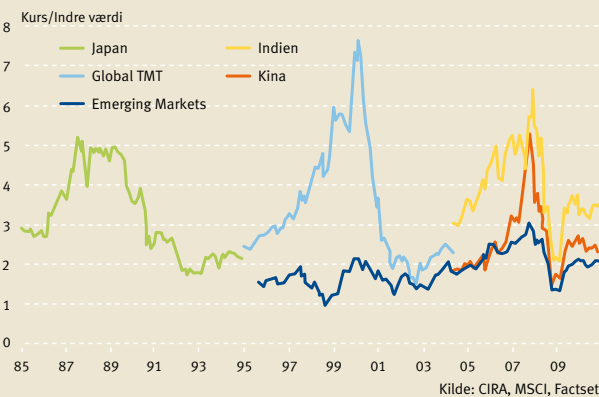
Foto: Petter Qvam, SKAGEN FONDENE

HØJERE AFKAST PÅ EGENKAPITALEN



Selskaberne i vækstmarkederne har et højere afkast på egenkapitalen end selskaberne i udviklede markeder, samtidig med at gældsgraden er lavere.

GODT UNDER BOBLENIVEAU



Prisfastsættelsen i forhold til bogført egenkapital i selskaberne ligger godt under bobleniveau, både for det generelle vækstmarked samt aktiemarkederne i Kina og Indien, skønt sidstnævnte absolut set er stift prisfastsat. Grafen illustrerer også godt hvor højt teknologikaktier tidligere var prisfastsat i 2000.

Vækstmarkederne har historisk været betragtet som risikable på grund af politisk risiko og aktionærskyende selskaber. Men meget har forandret sig de seneste årtier.

Både statsfinansierne og selskabernes balancer er blevet bundsolide sammenlignet med de udviklede lande. Det gælder især banksektoren. Selskaberne bliver også mere aktionærvenlige, både hvad angår udbyttepolitik og bedre og mere forståelige regnskaber og resultatrapporter.

Forbrugernes levestandard i vækstmarkederne er i rivende udvikling. For eksempel er husholdningernes gennemsnitsindtægt i Shanghai på højde med Italiens. Lav privat gældsættelse og desuden et solidt banksystem har også givet plads til øget belåning.

Rusland og Sydkorea

Den politiske risiko må dog flere steder stadig siges at være betydelig. De nordkoreanske varselsskud for nylig illustrerede den geopolitiske risiko for aktier i Sydkorea. Udviklingen bevæger sig stort set i den rigtige retning, og den politiske risiko er indregnet i de mest udsatte aktiemarkeder, heldigvis for det.

Rusland var både i 2009 og 2010 blandt de mest attraktive aktiemarkeder – som følge af høj politisk risikopræmie, da det stod værst til under finanskrisen. Det har været år, hvor SKAGEN Kon-Tiki har tjent godt på sine russiske investeringer.

Fulde sparegrise og stor arbejdsstyrke

Vækstmarkedslandene har i årtier produceret billige forbrugsvarer til udviklede lande. Men nu er tiden inde til, at de selv bruger noget af den oparbejdede formue. Det har de råd til. Demografien er gunstig i flere lande, og den erhvervsaktive del af befolkningen bliver ved med at vokse.

Situationen er især lovende i Indien. Kina ligger med sin etbarnspolitik i den anden ende af skalaen og er ved at udvikle sig til et nyt Japan. Mange taler om Kinas betydning for verdensøkonomien i dag, men morgendagens fokus kan meget vel blive indisk.

Vækstmarkederne er undervægtede

Vækstmarkederne udgør nu 14 procent af MSCI's globale aktieindeks. Indekset er justeret for aktier, som ikke er tilgængelige i markedet. Inkluderes de, vil vækstmarkederne andel blive fordoblet til næsten 30 procent.

Selv om der har været stor pengestrøm ind i vækstmarkederne i 2010, er de alligevel undervægtede i globale aktiefonde. Inkluderer vi verdens pensionsfonde, bliver det endnu tydeligere. Institutionelle investorer er undervægtet i vækstmarkederne. De har kun 6,5 procent i vækstmarkedsaktier mod 14 procent i indekset.

Universet ekspanderer

Stadige nye børsintroduktioner, samt udvidelse af kapitalen i eksisterende selskaber, øger også investeringsuniverset i vækstmarkederne. Derved ekspanderer investeringsuniverset, både absolut og relativt i forhold til de udviklede markeder. Verdens største kapitaludvidelse i et børsnoteret selskab, nemlig det brasilianske olieselskab Petrobras, er et godt eksempel.

Vores fonde har brede investeringsmandater, som giver os mulighed for at plukke selskaber, uanset hvor de er børsnoteret. SKAGEN Kon-Tiki kan anbringe indtil 50 procent af fondens midler i globale selskaber, som har en stor del af deres virksomhed i vækstmarkederne, men samtidig er noteret uden for dem. Derved bliver mulighederne

større, og risikoen reduceres, sammenlignet med rene vækstmarkedsfonde.

Ja, for det er der, hvor selskaberne sælger deres varer, og ikke hvor de børsnoteret, der er det afgørende.

Tyngdepunktet flyttes

Selskaber i udviklede markeder har gennem længere tid satset på opkommende lande. Salget til disse lande udgør nu den største del af omsætningen. Vækstmarkederne selskaber øger samtidig deres opkøb i de udviklede lande, hvorved de får adgang til ressourcer og teknologi, hjemmemarkedet udvides, og den geografiske risiko mindskes.

Divergensen i kursudviklingen mellem aktier i udviklede og opkommende markeder bevirker, at vi kan finde billig vækstmarkeds-eksponering i de udviklede.

Kan sælge bobler

SKAGEN Kon-Tikis fleksible mandat gør det muligt at sælge os væsentligt ned i aktier i vækstmarkederne, hvis værdifastsættelsen viser tegn på bobledannelse. Men lad os tage det problem hvis det eventuelt opstår.

Umådeholden pengepolitik i de vestlige lande og penge, som følger strømmen mod vækstmarkederne afkast, kan på sigt skabe bobler i vækstmarkederne. Men før det sker, vil værdifastsættelsen ryge betydeligt i vejret til glæde for SKAGEN Kon-Tikis investorer. Der er stadig store afkast at hente og ingen problemer med at finde undervurderede selskaber.

Knut Harald Nilsson

PORTEFØLJEFORVALTER



Høj kvalitet og stort potentiale

Balancekunst

To år efter finanskrisen er selskabsbalancerne i særdeles god forfatning. Belåningsgraden er lav, kontantbeholdningen rekordstor – både absolut og relativt i forhold til obligationsrenterne. 2011 kan blive et år, hvor konsolidering og øget opkøbsaktivitet kan skabe et godt afkast for aktionærerne.

Som en efterdønning af finanskrisen, eller måske snarere som en reaktion af typen ”klog af skade”, har selskaberne oparbejdet store kontantbeholdninger og styrket deres finansielle stilling. Selskaberne har evnet at tilpasse sig et lavere salg gennem omkostningsreduktioner og lagerjusteringer i et tempo, vi aldrig tidligere har oplevet. Samtidig har investeringer i ny kapacitet været stort set fraværende. Mange selskaber, der som udgangspunkt ikke var livsduelige, er gået konkurs, og de, som havde behov for ny kapital, har benyttet sig af et efterhånden velfungerende kapitalmarked til at hente penge. Resultatet er ikke så forskelligt fra tidligere finanskriser, nemlig meget stærke selskabsbalancer.

Kvalitet ikke på mode

Vi er værdifokuserede aktieinvestorer, og der er ikke noget nyt i, at selskabernes balancer er centrale for vores analyser. Det er sund fornuft, at selskaber med høj synlighed og stabilitet i indtjeningen har højest gældsgrad, og at gælden øges i gode tider og falder i dårlige tider. Men paradoksalt nok observerer vi ofte det modsatte. Det er en inkonsistens, vi kan drage nytte af i SKAGEN – vi køber selskaber med solide balancer, der ikke er på mode, og venter tålmodigt på, at prisfastsættelsen ændres.

Rare penge

”Det er bedre at have penge end ikke at have penge,” lød det banale budskab fra kaptajnen på Nordic American Tanker Herbjørn Hansson på SKAGENS Nytårskonference januar 2010. I løbet af 2009, hvor penge ikke just voksede på træerne, og konkurrenterne sad gældstyn-

gede og handlingslammede i et hjørne, købte han fire tankskibe til spotpris.

En stærk balance giver som udgangspunkt ledelsen stor strategisk fleksibilitet. Men hvis selskabet på den anden side har for meget kapital, bliver aktionærernes afkast også unødvendigt lavt. Det kan derfor være disciplinerende for en selskabsledelse ikke at have for stor finansiell buffer.

Fredriksen er en stor balancekunstner

John Fredriksen og sfæren omkring ham har skabt enorme aktionærværdier gennem god drift og særdeles gode resultater på gennemførelse af finansielle transaktioner. Desuden har god aktionærpleje, hvor al overskudskapital umiddelbart udbetales til aktionærerne, været med til at skabe tillid i kapitalmarkedet. Denne tillid nyder Fredriksen-systemet godt af i form af større finansiell fleksibilitet til at hente kapital, når selskabet står over for investeringsmuligheder. En sådan forretning kan således drives med mindre egenkapital og ditto højere forrentning af kapitalen.

Det er estimeret, at amerikanske selskaber i dag har mere end 1000 milliarder USD i kontanter i sine balancer. Dette vil skabe øget pres for at sætte kapitalen i arbejde eller eventuelt at udbetale penge til aktionærerne. Desuden er pengefonde med transaktionsmotiver, af typen kapitalfond, igen fyldt til randen med kontanter og klar til at gennemføre opportunistiske opkøb af lavt vurderede selskaber og aktiver.

Opkøb og konsolidering

Udbytte er og har altid været en væsentlig del af aktionærernes totalafkast. At selskabernes helbredstilstand er god, og villigheden til

at betjene aktionærerne med udbytter er til stede, kan vi læse direkte af det nuværende udbyttelniveau, specielt hos børsernes store selskaber.

En vigtig driver for transaktionsaktiviteten er prisen på kapital og vurdering. I dag kan et selskab med ”investment grade rating” (single eller bedre) låne penge med en 10-års horisont til ca. fem procent, mens aktiemarkedet prises med et indtjeningsresultat (invers P/E) på ca. otte procent. Dette giver selskaberne incitament til at lånefinansiere opkøb. Faktisk har det ikke været mere lønsomt det sidste kvarte århundrede. Samme argumentation kan også bruges for tilbagekøb af egne aktier.

For mange selskaber med manglende vækstudsigter bliver svaret konsolidering med nedskæring af omkostninger som motiv. Selskabernes stærke balancer kombineret med god tilgang til kapital, til rimelig pris, og ikke mindst moderat selskabsværdiansættelse, skaber yderligere motiver for opkøb.

De mest almindelige opkøb sker, ved at selskaber med høj værdiansættelse køber selskaber med lavere værdiansættelse. Dette passer godt ind i SKAGENS investeringsstrategi, hvor vi ikke sjældent finder frem til de lavt værdiansatte selskaber. Triggere som eksempelvis opkøb er aldrig eneste motiv for vores investeringer. Men da vi forsøger at finde gode kvalitetsselskaber, som er godt positionerede inden for deres industri til en lav pris, vil opkøb ofte være det lille ekstra, vi får med i købet.

Høj kvalitet og rigelig udbytte

De tidligere populære, trygge selskaber med høj markedsværdi og udbytte, er blevet bil-



En kunde på jagt efter en ny telefon i en Orange-butik i Paris. France Telekom, som ejer Orange, er et relativt nyt selskab i porteføljen.

ligere, som de også var i starten af 80'erne og 90'erne. Vi mærker også, at brancher, som typisk er repræsenteret ved høj dividendeudbetaling, såsom forsyning, medicin og telekom, fortsat er blandt de mest upopulære sektorer. France Telekom kom ind som nyt porteføljeselskab i SKAGEN Vekst mod slutningen af sidste år. Ud over at være lavt værdiansat har selskabet en bæredygtig dividendeudbetaling på otte procent!

Udbytte giver en god beskyttelse i et lavrenteklima, faktisk bedre end nogen anden periode de sidste 50 år. På den anden side er det et åbent spørgsmål, om ekstraordinær pengepolitik i store dele af verden er den bedste trigger for aktiemarkedet.

Selektiv udvælgelse

I 2010 bevægede aktiekurserne sig mere synkront, end vi er vant til, godt styret af makronyheder. I et sådan marked kan det være udfordrende at være aktieplukker. Vi tror, at forskellen på kvaliteten i selskaberne i sidste ende vil give større forskelle i prisfastsættelsen af enkeltaktier. Dette har SKAGEN positioneret sig til i form af investeringer i selskaber, som vi mener, er af høj kvalitet,

uden at vi har måttet betale en præmie for det. Med andre ord, siger vi ja tak til begge dele, høj kvalitet til lav pris.

Vi har et bredt investeringsunivers, hvor lav værdiansættelse vækker vores nysgerrighed. Vi konstaterer, at selskaberne har rekordhøje kontantbeholdninger, hvilket giver muskler til både opkøb, generøse tilbagekøbsprogrammer og dividendeudbetalinger. At aktier generelt kun er moderat prissat i for-

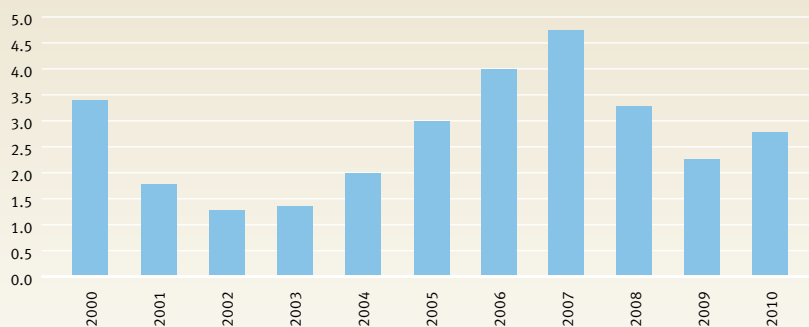
hold til deres historie, lavt prissat i forhold til renteniveau og udbyttebetaling i kombination med gode indtjeningsudsigter, giver en god baggrund for os aktieplukkere.

Beate Bredesen

PORTEFØLJEFORVALTER



GLOBALE OPKØB OG FUSIONER MOD TIDLIGERE HØJDER



Kilde: Dealogic, Goldman Sachs Research

Grafen viser volumenudviklingen for globale opkøb og fusioner i trillioner dollar. Med en stærkt forbedret indtjening og store kontantbeholdninger har selskaberne, på global basis, øget både udbytter, køb af egne aktier samt aktiviteten inden for opkøb og fusioner.

Står på egne ben

Etiske retningslinjer forsøger at besvare spørgsmål som “hvad er det gode”, “hvad er det rigtige”, og “hvordan bør man opføre sig”. I SKAGEN Fondene mener vi, at de bedste etiske beslutninger sker på grundlag af en uafhængig analyseproces. Derved kan vi tage de rigtige beslutninger på vegne af alle vores kunder.

SKAGEN er aktive forvaltere og har en klar målsætning om at opnå bedst risikostregeret afkast. Fondene har brede investeringsmandater, og modsat indeksfonde er vi ikke bundet til at foretage investeringer i bestemte lande, regioner, eller ud fra en forhåndsdefineret branchefordeling eller en bestemt vægtning. Vores forvaltere udfører egne uafhængige analyser og vurderinger i overensstemmelse med vores investeringsfilosofi og udvælger en håndfuld selskaber fra fondenes globale investeringsunivers.

SKAGENS etiske retningslinjer er en aktiv del af fondsforvaltningen og er derfor praktisk og operationelt formuleret. De etiske vurderinger er en integreret del af risikoanalysen i alle fondenes investeringer. Vi markedsfører dog ikke etiske fonde.

Uafhængig analyse

Blandt andre har vores kunder undret sig over, hvorfor vi ikke støtter globale etiske standarder som UNPRI og UN Global Compact eller følger de etiske vurderinger, man lægger til grund i Statens Pensionsfond, Utland (Oliefonden). Det er svært at være uenig i de forskellige etiske standarder, men vi mener,

at vores egne retningslinjer er mindst lige så strenge som andres.

SKAGEN ønsker ikke at gøre brug af et UNPRI-stempel eller lignende for at kunne karakterisere de etiske retningslinjer som gældende og renfærdige. Vi mener, at vores analyser står på egne ben. De etiske retningslinjer er kort og fyndigt formuleret, i og med at SKAGEN ønsker en uafhængig og neutral analyseproces.

Vores etiske retningslinjer opstiller nogle ufravigelige betingelser:

“Vi investerer ikke i selskaber, som bevidst bryder grundlæggende menneskerettigheder eller skader lokalbefolkningen, miljøet eller den valgte styreform i de lande, som selskabet er tilknyttet”.

Brud på dette princip er til enhver tid uacceptabelt.

De fleste etiske dilemmaer, vi tager stilling til, er forsynet med en prisseddel. Den relative betingelse lyder: “Vi påtager os ikke unødigt risiko ved at investere i selskaber, som gennem sin virksomhed kan pådrage sig betydelige forpligtelser eller tab ved sundhedsskade, bevidst regelbrud og/eller miljøovergreb”.

Vores analyser forsøger at afdække, hvad der kan reducere investorernes risikostregerede afkast. SKAGEN skal have forståelse af selskabets kernevirkomhed og kendskab til væsentlige forhold, som kan påvirke selskabets økonomiske stilling eller omdømme. Det er ikke ønskeligt at investere i selskaber, som påtager sig væsentlige eller uønskede forpligtelser enten i forbindelse med sundhed, miljø eller samfund.

SKAGEN anser selskaber, hvor tobak, pornografi eller gambling udgør hovedaktiviteten, som risikofyldte. Selskaber i sådanne brancher har som regel god indtjening, men er udsat for operationel risiko ved mulige erstatningskrav. Desuden mener vi, at samfundet i stigende grad har ønske om at beskytte sig mod sådanne former for virksomhed, ved hjælp af stadig strengere offentlig regulering.

Toleranceniveau

Grænsen for væsentlig risiko kan være varierende. Vi kan ikke garantere, at SKAGEN har kendskab til alt, hvad der angår et selskabs etiske handlemåde. Hver enkelt tilfælde skal vurderes ud fra sin egenart og tidspunktet for vurderingen.

Hvis der opstår et dilemma, vurderer vi de faktiske forhold og forsøger at belyse alle sagens relevante sider. Et andet princip, som er vigtigt for SKAGEN, er, at ved “vurdering af selskaber i etisk sammenhæng skal deres intensioner og planer have større vægt end selskabernes historie”.

Vi gør brug af alle tilgængelige kilder (rådgivere, organisationer og medier) til at indhente information, men drager slutninger på grundlag af egne vurderinger. Ny information bliver grundigt undersøgt, diskuteret og evalueret. Der er ikke fastlagt en endelig frist for et eventuelt nedsalg, eftersom hvert enkelt tilfælde er forskelligt.

Opdager vi, at fondene investerer i selskaber, som på trods af gode intentioner bryder de etiske retningslinjer, skal fondenes aktiebeholdning sælges, forudsat at det kan ske på en sådan måde, at salget ikke forspilder værdier for investorerne.

Målet er at undgå at investere i selskaber, som handler uetisk. Siden 1993 har vi kun haft et enkelt eksempel på, at vi har solgt os ud af et selskab som følge af en etisk problemstilling.

Porteføljeforvalterne har et vågent øje på etiske problemstillinger, når de investerer, og er bevidste om vores tillidspost for kunderne. Vi bruger derfor tid på at vurdere al information og foretage gode analyser for at finde selskaber, som giver godt risikostregeret afkast og ikke risikerer at forspilde værdier for investorerne.



Foto: iStockphoto

Porteføljeforvalterne har et vågent øje for etiske problemstillinger og er bevidste om rollen som investorernes tillidsmænd.

Meningsfuld sponsering

SKAGEN er en kulturminde organisation, hvor værdiskabelsen er knyttet til medarbejdernes viden, erfaring og holdninger. Det er vigtigt for os at tage et samfundsmæssigt ansvar på en måde, som frembringer dybfølt engagement hos de ansatte.

– Vores opgave er at gøre os fortjent til den tillid, som ligger i at forvalte kundernes midler. SKAGEN har i årevis opnået resultater mellem de bedste i verden. Det forpligter at forvalte andres penge, og vi kan ikke være gode repræsentanter for kunderne, uden at vi også har gode holdninger og bundfældede værdier, siger administrerende direktør i SKAGEN Fondene, Harald Espedal.

Fondsforvaltningsselskabet har fra starten oplevet vækst og succes. Vores kundegrundlag i Skandinavien, Storbritannien og det øvrige Europa er loyalt og voksende. Siden 2006 har vi sponsoreret SOS-Børnebyerne, Læger Uden Grænser og Kolibri – Children at Risk Foundation. De yder alle en stor indsats og repræsenterer forskellige sider af det humanitære arbejde. Midlerne er øremærket

forskellige geografiske områder: SOS-Børnebyerne i Østeuropa, Læger Uden Grænser i Afrika og Kolibri i Brasilien. I 2010 sponserede vi de tre organisationer med i alt otte millioner kroner.

SKAGEN står desuden for en række større og mindre tiltag, heriblandt folkeidræt og videnstilegnelse for børn og unge. Vi opfordrer organisationer og idrætsforeninger til at følge med på vores hjemmesider og ansøge om sponsorbidrag inden næste frist. Vi samarbejder med Skagens Museum i Danmark og finder det spændende at formidle de anerkendte Skagensmalere i nutiden på nye, gavende måder. Her er et lille udvalg af det forgangne års aktiviteter. Læs i øvrigt mere på www.skagenfondene.dk/Om-os/Samfundsansvar



Foto: Illustration: Stava, Stavanger Turistforening

Oplevelser i Preikestol-området

SKAGEN er hovedsponsor for Stavanger Turistforenings fjeldstue Preikestolen Omkring 200 glade børn og unge i aldersgruppen 9-18 år deltog i SKAGENS arrangement i Preikestols-området nær Stavanger i år. Vi inviterede på heldagsudflugt forbudt for forældre, og aktivitetsledere fra SKAGEN guidede grupperne omkring til de forskellige basecamps – lejre i fjeld, skov og ved vandet. Her fik børnene lejlighed til at prøve klatring, forhindringsløb, kanotur og meget mere.



Foto: Jan-Henrik Haga

Cykler for Læger Uden Grænser

SKAGEN sponsorerer Læger Uden Grænser arbejder, men vil desuden deltage i det 91 kilometer lange Nordsjørittet (Egernesund-Sandnes) for at skabe opmærksomhed og skaffe ekstra bidrag til organisationens enestående arbejde. Godt og vel hundrede kunder og ansatte deltager i løbet, og for hver, der fuldfører, sponsorerer vi organisationen med 1500 kr. De hundrede smider selv det samme beløb i bøtten. Christian Jessen og Arild Risanger Sunde fra SKAGEN Fondene flankerer Eli Orre, daglig leder af Nordsjørittet 2011.



Foto: SOS-Børnebyer

Den nye SOS-Børneby i Pskov

Lige før jul stod de første børn i den russiske SOS-Børneby Pskov på dørtrinnet til det, som bogstaveligt talt er deres nye fremtid. Børnene har været udsat for vold, alkohol- og stofmisbrug og vil her få et trygt hjem, uddannelse og chancen for at deltage i samfundet som voksne. Sponsorstøtten fra SKAGEN bidrager derfor ikke kun til et trygt hjem for disse børn og kommende generationer af børn, men også til samfundsudviklingen i vores naboland, siger generalsekretær i SOS-Børnebyerne Svein Grønnern. SOS-børnebyens officielle åbning er juni 2011.



Foto: Kolibri

Sætter kulør på lokalsamfundet

I Brasilien har de nye KolibriÆg vækket masser af håb, glæde og ægte brasiliansk energi hos flere tusind børn, unge og forældre. Vi skaber forandring i hele lokalsamfund. Sigve Fjeldtstedt, daglig leder af Kolibri – Children at Risk Foundation, siger: Det har stor signalværdi, når en seriøs aktør som SKAGEN samarbejder med os og støtter det arbejde, vi udfører. Vi finansieres helt og holdent af private midler og frivillig indsats fra erhvervsliv, skoler, børnehaver, stiftelser og privatpersoner. Samarbejdet har været til stor inspiration for begge parter.



Foto: UE Rogaland

Nyskabelse i Ungt Entreprenørskap Rogaland

Ungt Entreprenørskap stimulerer børn og unges forskertrang og kreativitet. Eleverne sættes til at udfordre det bestående og finde nye, gerne anderledes løsninger. SKAGENS medarbejdere er lykkelige over at kunne bidrage til videnstilegnelsen sammen med UE Rogaland. Vores ønske er, at det skal udmunde i øget videbegær, nysgerrighed og forskertrang. Ungdomsvirksomheden Dressed to Chill ved Hetland videregående skole i Rogaland har været en kæmpesucces.

Et godt resultat

Med et afkast på 23,0 procent har SKAGEN Vekst leveret et godt resultat i 2010. Afkastet fra referenceindekset 50/50 Oslo Børs/verdensindekset var på 23,7 procent. Oslo Børs gik 26,1 procent op, mens verdensindekset steg 20,5 procent, målt i danske kroner.

SKAGEN Vekst har et globalt mandat til sine aktieinvesteringer, men er forankret i hjemmemarkedet Norge. Ved udgangen af 2010 var 58 procent af fonden investeret i norske aktier. Det vigtigste for os er vores overbevisning om, at vi anvender investeringsfilosofien korrekt og finder frem til de selskaber, som har størst potentiale for ny prisfastsættelse – med mindst mulig risiko. Hvor selskabet er noteret, er derfor mindre interessant.

Fondens målsætning er at opnå højt og mest stabilt afkast over tid. Grundig selskabsanalyse og porteføljekonstruktion stabilisere fonden, i en grad så værdisvingningerne er mindre end det generelle marked. Fokus vil altså ikke ligge ensidigt på det højeste

mulige potentiale for afkast, men også på risikostyring.

I løbet af året har vi øget vægtningen i sektorerne defensiv konsum, industri og medicin og sænket den i råvarer, energi og telekommunikation. Energi er stadig fondens største sektor med porteføljevægtning på 24 procent. Fondens kontantbeholdning var ved årets udgang 1,2 procent.

Tynd energi

Oliepriserne steg med over 20 procent i 2010, og i det lys var energiaktierne syv procents bidrag magert. Katastrofen i Den Mexicanske Golf satte sit præg på sektorens prisfastsættelse (se kommentar under SKAGEN Global). To af de aktier, som især dumpede sektorens resultat, stammede netop fra energisektoren, nemlig Transocean og Sevan Marine.

Nu kan Sevan Marine imidlertid ikke skyde skylden for aktiens jammerlige udvikling på Mexi-golfen. Selskabets boreoperationer har endnu en gang taget længere tid og været dyrere end ventet. Den endelige finansiering af riggene har heller ikke været på plads. Ved årets slutning ser produktionen omsider stabil ud, og finansieringen ser ud til at være i hus hele 2011. Risikoen er dog stadig høj, og Sevan-posten udgør derfor kun 0,6 procent af fonden.

Ud af Statoil og ind i Petrobras

Vi ønskede at koncentrere porteføljen og valgte derfor at sælge os helt ud af Statoil samt øge positionen blandt andre i Petrobras. Aktierne i det brasilianske olieselskab købte vi, efter at selskabet havde gennemført "verdens største emission", som pressede aktiekursen ned på et attraktivt niveau. Vores erfaring er, at olieselskabers største værdiskabelse finder sted i eftersøgnings- og udbygningsfasen snarere end oppumpnings-

fasen. Der skulle derfor være et godt fundament for en succesfuld ombytning.

Forsyningsselskaberne DOF og Farstad Shipping stod begge for en god kursudvikling i en presset branche. De har begge en stor del af flåden på lange kontrakter og er godt positioneret for øget brasiliansk aktivitet.

Vi solgte os ud af PGS, købte flere aktier i TGS og koncentrerede dermed vores ejerskab inden for seismik. Indtil nu har ombytningen været succesfuld.

Prosaf SE's stærke kursudvikling betød, at vores kursmål kom hjem, kun få måneder efter at vi havde købt en post i selskabet. Det blev altså et kort bekendtskab, men selskabet bidrog alligevel på bedste maner til resultatet.

Guld og grønne skove

Råvarer havde en værdistigning på 17 procent og blev dermed fondens næstbedste sektor, målt i kroner. Den tidligere taberaktie Crew Gold blev vinderaktie. Selskabet blev rekonstrueret, og kursen fordobledes i løbet af ingen tid på de aktier, vi blev tildelt. Vi solgte os helt ud af selskabet.

Det er især en fryd at kunne smække Norske Skog på bordet som en af sektorens vinderaktier og også som en god bidragyder til fondens afkast. Papirpriserne er på vej op, omkostningerne barberes konstant. Strukturelle brancheændringer er i sigte, og prisfastsættelsen er stadig konkursagtigt lav med kun 0,3 gange bogførte værdier.

Vi tjente også gode penge på Northland Resources i løbet af året. Oven på et behageligt kurshop ved udgangen af året valgte vi at sikre vores gevinst på de penge, vi indskød i selskabets efterårs-emission. Norsk Hydro opkøbte Vales aluminiumsvirksomhed; Hydro-kursen kom under pres, og vi benyttede lejligheden til at købe os op i selskabet.

SKAGEN VEKST 2010 (MIO. NOK)

5 største positive bidragsydere

RCCL	173
Kongsberg Gruppen	153
Stolt Nielsen	120
Samsung Electronics	81
Wilh. Wilhelmsen A	72

5 største negative bidragsydere

Norwegian Property	-46
Dixons Retail	-39
Sevan Marine	-33
Yara	-30
Transocean	-28

5 største køb

Carnival	206
Gjensidige	193
Teva	162
Morpol	135
Norsk Hydro	113

5 største salg

RCCL	326
Telenor	274
Statoil	237
Yara	162
Crew Gold	150



Foto: Kongsberg Gruppen



Foto: Wilh. Wilhelmsen

Industri sektoren var med et afkast på ca. 24 procent fondens største bidragyder i kroner. Tre af selskaberne fra denne branche, Kongsberg Gruppen, Wilh. Wilhelmsen og Stolt-Nielsen, var blandt fondens fem største bidragydere i 2010.

Vi finder transaktionen med Vale industrielt berettiget, og prisen ser fin ud.

Sektorens taber og en af de dårligste bidragydere til fonden var Yara International. Hele foråret og og hen på sommeren var vi bekymrede for, at lavere priser på landbrugsprodukter ville skabe overkapacitet i gødningsmarkedet, og solgte derfor hele Yara-posten. Diverse ekstremt vejrlig sørgede for, at det modsatte blev tilfældet, og vi må i bakspejlet konstatere, at det ikke var et vellykket salg.

Industriel succes

Industri sektorens 24 procent afkast gav størst jackpot, lige ned i fondskassen. Kongsberg Gruppen, Wilh. Wilhelmsen og Stolt-Nielsen røg alle ind på fondens topfem.

Fondens største investering Kongsberg Gruppen har i årets løb haft fortsat stærk ordretilgang inden for alle divisioner, der samtidig leverer rekordhøje marginer. Gruppen har haft en periode med faldende salg, og så er det jo ekstra glædeligt, at den maritime del nu er i klar bedring. Selskabet er særdeles godt positioneret til at vinde kontrakter i alle højteknologiske nicher.

Vores gamle travere Stolt-Nielsen og Wilh. Wilhelmsen (nu Wilh. Wilhelmsen Holding) har også gjort det godt i 2010.

Stolt-Nielsens terminaler og tankcontai-

nere viste resultatfremgang. Bedre udsigter for kemikalietankmarkedet og selskabets satsning inden for store gasskibe vil formentlig bonge ud sidst i 2011. Selskabet har en stærk balance og byder sine aktionærer både udbytte og tilbagekøb af egne aktier. Stolt-Nielsen værdifastsættes samtidig med god rabat i forhold til bogført egenkapital.

Reoganiseringen af Wilh. Wilhelmsen-koncernen komplicerer efter vores begreber strukturen, men selskabet gav alligevel et saftigt bidrag til fondens afkast. Markedet for maritim biltransport har i den grad accelereret året igennem, og aktien er stadig attraktivt prisfastsat.

Cruise på toppen igen

Indtægtsafhængige forbrugsvarer gik hele 37 procent op. En stor del af æren tilfalder Royal Caribbean Line (RCL). Det blev til en topplacering i 2010 efter at have bidraget næstbedst til porteføljerisultatet i 2009.

Amerikanske Carnival Cruise Line kontrollerer sammen med RCL 80 procent af verdens cruiseflåde, men har efter finanskrisen ikke tilnærmelsesvis oplevet samme ny prisfastsættelse som RCL. Carnival har historisk været prisfastsat med en velfortjent præmie. Men sidst på året blev den elimineret, og vi ombyttede to tredjedele af RCL-posten med

aktier i Carnival.

Vi tror fortsat på et godt cruisemarked i de kommende år. Nykontraheringen er lav, og efterspørgslen stigende. Det muliggør antagelig, at cruiseaktørerne kan lobbe billetpriserne en ekstra tand i vejret. Også cruiseselskabet Hurtigruten leverede positivt bidrag.

Rezidor Hotel var ved indgangen til 2010 særdeles upopulær og lavt prisfastsat. Vi valgte at lytte til ledelsen, som i starten af året luftede en gryende optimisme omkring både hotelbelægningen og selskabets ekspansionsplaner. Det har vi fået rigtig god betaling for. Aktien gik 68 procent op. Ved årets udgang valgte vi at skumme gevinsten fra over halvdelen af vores beholdning.

Alt godt fra havet

Vores defensive konsumaktier gik 19 procent op. En stor del af æren tilfalder vores største lakseselskab Cermaq og den thailandske kyllinge- og rejeproducent Charoen Pokphand. Aktiekursen blev fordoblet på 12 måneder, og posten i Charoen derefter solgt.

Nye stjerner i porteføljen er Morpol, Winn-Dixie og Austevoll. Sidstnævnte blev efter mindre end fem måneders påmønstring i porteføljen sektorens tredjebedste bidragyder.

Morpol er et polsk selskab, som primært beskæftiger sig med lakseforædling, og sælger på det europæiske fastland. Selskabet



Royal Caribbean har bidraget godt til, at porteføljeresultaterne både i 2009 og 2010. Vi har nu byttet to tredjedele af RCCL-posten ud med aktier i Carnival.

blev noteret på Oslo Børs i sommer. Men selskabets indsatsfaktor nummer et – laksepriserne – er bekymrende høje, og børshistorikken samtidig kort. Morpol er derfor ikke i søgelyset hos ret mange, og værdifastsættelsen er efter vores begreber overordentlig lav. Vi øjner et stort potentiale for videre vækst og forbedring af marginerne og regner med fornyet interesse hen ad vejen hos både analytikere og investorer.

Fondens næstværste investering i 2010 var Dixons Retail, som ejer Elkjøb. Bekymringer omkring britiske konsumenters købekraft har overskygget selskabets positive udvikling i Skandinavien. Den nuværende værdifastsættelse reflekterer efter vores opfattelse næppe den skandinaviske virksomheds værdi. Vi får med andre ord selskabets ledende positioner inden for elektronisk detailhandel gratis.

Venter på medicinens virkning

Pharma var fondens næstværste sektor med et negativt afkast på fire procent. Medicinaktier må nu være verdens mest upopulære aktier.

Vores investeringer i Axis-Shield og Clavis Pharma var både blandt sektorens og fondens taberaktier. Deres udvikling har efter vores opfattelse ikke været nær så katastrofal, som kursudviklingen tyder på. Vores investerside er intakt, og vi har derfor valgt at beholde aktierne.

I andet halvår af 2010 købte vi aktier i Teva Pharmaceutical, verdens største producent af generiske lægemidler. Selskabet har også en stor andel af selvudviklede medikamenter, som har givet imponerende resultater over tid. Cocktaillen af høj salgsvækst, gode marginer, stærk balance tillige med lav værdifastsættelse i en upopulær sektor er lige noget for os.

Bankraket og ejendomsbrag

Bank og finans gik 15 procent op. Kursen på vores største bankeksponering tyske Aareal Bank steg hele 72 procent. I den anden ende af skalaen finder vi Norwegian Property. Selskabet var i 2009 fondens tredjestørste bidragsyder, men største taber i 2010. Salgsprisen for selskabets hotelvirksomhed var skuffende, og investeringsbehovet højt, og vi stod derfor af på selskabets videre færd.

En ny investering er Gjensidige Forsikring (se kommentar i SKAGEN Global). Vi erstattede Sparebanken 1 SR-Bank med en billigere vestlandsk bank, nemlig Sparebanken Vest.

Fandt hinanden

Informationsteknologi gik 18 procent op. Her var Samsung Electronics dominerende, både med hensyn til størrelse og afkast.

EDB AA og Ergo Group fandt sammen i sommeren 2010. Vi øgede vores beholdning i forbindelse med den efterfølgende emission i det fusionerede selskab. Potentialet for synergi og ikke mindst forbedring af driftsmarginen synes ikke indregnet i den nuværende værdifastsættelse.

Ni procents tålmodighedspræmie

Telekom røg også i vejret med 18 procent. Vores Telenor-aktier har givet fantastisk afkast i to år (ca. 150 %), og vi valgte at sælge os ud, da aktiekursen kom op i nærheden af vores kursmål. Da samtidig Vimpelcom fusionerede med Kyvistar, solgte vi vores aktier i førstnævnte og indkasserede en særdeles velkommen gevinst.

France Telecom var nytillkommende i porteføljen. Selskabet er efter vores opfattelse lavt prisfastsat af de forkerte grunde. Et sær-

deles godt afkast af udbyttet på ni procent vil belønne vores tålmodighed, når resten af markedet får øje på, hvor undervurderet selskabet er.

Fondens mindste sektor, forsyning, gav et bidrag på minus fem procent. Elektrobraskiens kursudvikling var sørgelig. Forårets længe ventede udbytte endte som blot et skrøbeligt plaster på såret (se kommentar i SKAGEN Kon-Tiki).

Satser på de små

I modsætning til de globale aktiemarkeder har de mellemstore og små selskaber på Oslo Børs udviklet sig langt dårligere end de store. De fremstår derfor som de mest attraktive og undervurderede. SKAGEN Vekst havde derfor ingen aktier ved årsskiftet i nogen af de syv største selskaber på Oslo Børs. Til gengæld har vi øget vores beholdning af store selskaber i fondens globale del.

Vi har hele året koncentreret porteføljen til færre investeringer inden for hver sektor. Fokus er også intensiveret på selskaber med stabil indtjening – men ikke på bekostning af det vi mener, er potentialet for opside.

Fondens tolv største selskaber var ved årsskiftet prisfastsat til 11,8 gange indtjeningen og 1,1 gange bogført egenkapital. Tilsvarende tal for Oslo Børs var 15,9 og 1,7, mens verdensindekset diskede op med en P/E på 15m7 og P/B på 1,9.

Verdens aktiemarkeder er i øjeblikket moderat prisfastsat i forhold til sin egen historik. Vores porteføljeselskaber handles til store rabatter. Vi ser optimistisk på, at 2011 vil blive et godt børsår, især for SKAGEN Veksts investorer.

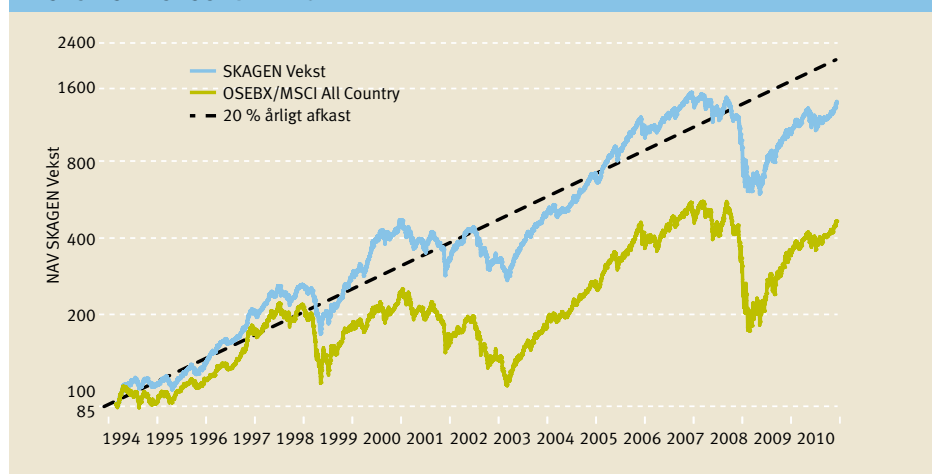
Aktiefonden SKAGEN Vekst har som målsætning at opnå det bedst mulige risikojusterede afkast gennem at sammensætte en aktivt forvaltet portefølje af norske og internationale aktier. Denne kombination gør at fonden kan tage del i værdiskabningen i sektorer som ikke er tilgængelige på det norske marked. Fondens strategi er at finde selskaber af høj kvalitet til en lav pris, som kendetegnes af at være undervurderede, underanalyserede og upopulære i aktiemarkedene.

SKAGEN Vekst passer til investorer som ønsker en aktiefond med en god balance og et bredt investeringsmandat som giver stor frihed til at investere i forskellige selskaber, brancher og regioner.

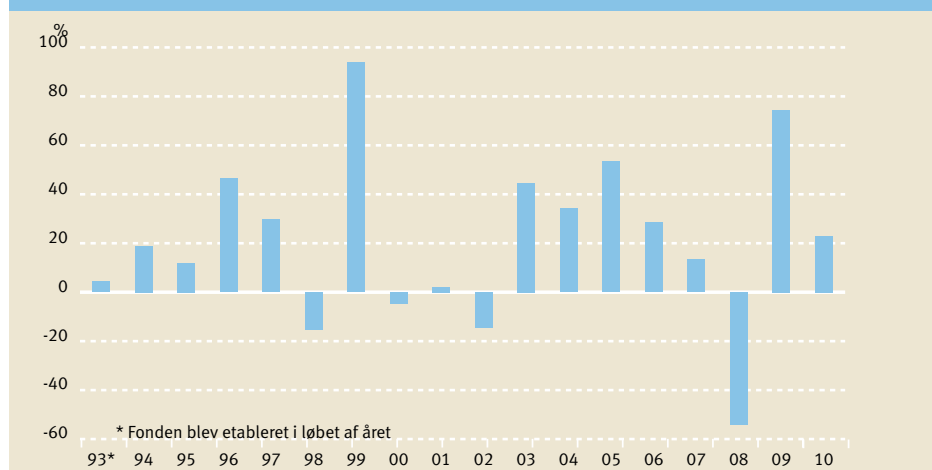
År	Afkast	Indeks	Forvaltningskapital *	Antal investorer	Totale omkostninger
2010	23,0 %	23,7 %	9751	99472	1,87 %
2009	74,5 %	94,1 %	9295	93807	4,50 %
2008	-54,2 %	-62,7 %	4702	88349	1,00 %
2007	13,4 %	15,0 %	10814	87559	1,26 %
2006	28,5 %	28,5 %	10612	74547	3,36 %
2005	53,4 %	45,5 %	7719	61792	4,50 %
2004	34,2 %	41,0 %	5158	51781	3,45 %
2003	44,6 %	29,1 %	3758	47334	5,82 %
2002	-14,6 %	-24,7 %	2188	46153	0,86 %
2001	2,2 %	-13,6 %	2419	46283	1,27 %
2000	-4,6 %	-4,0 %	2385	44619	2,18 %
1999	93,8 %	59,4 %	2177	38167	7,31 %
1998	-15,2 %	-33,5 %	832	19568	2,46 %
1997	29,7 %	32,4 %	832	13036	3,74 %
1996	46,5 %	39,0 %	436	6873	4,01 %
1995	11,9 %	8,9 %	175	4149	2,95 %
1994	18,9 %	6,9 %	112	1760	1,58 %
1993	4,4 %	4,3 %			

* I millioner kroner

HISTORISK KURSUDVIKLING



AFKAST PR ÅR

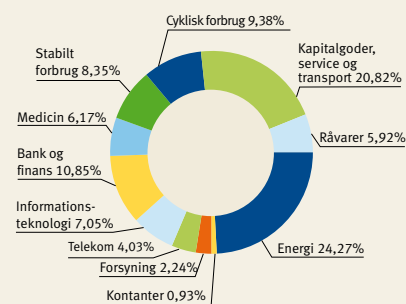


SKAGEN Vekst

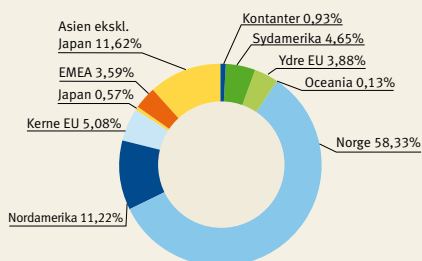
Håndplukket for dig *

*Børn og unge piger plukker blomster på en mark nord for Skagen. 1887. Udsnit. Af Michael Ancher. Billedet tilhører Skagens Museum.
** Vægtet i forhold til brutto forvaltningskapital

BRANCHEFORDELING**



GEOGRAFISK FORDELING**



Fondens startdato	1. december 1993
Afkast siden lancering	1439,2 %
Gennemsnitligt årligt afkast	17,4 %
Forvaltningskapital	9.751 mio
Antal kendte investorer	99.472
Forvaltningshonorar	1,0 % pr. år + 10 % af afkastet ud over 6% pr. år
Mindste handelsstr.	1 stk.
Godkendt til markedsføring	Norge, Sverige, Danmark, Holland, Luxembourg, Finland, Island og Storbritanien
Referenceindeks	OSEBX/MSCI All Country Indeks (50/50). Frem til 1. januar 2010 var indekset Oslo Børs Hovedindeks
UCITS-fond	Ja
Porteføljeforvalter	Beate Bredeesen

Mod det normale

Det globale aktiemarked gav for en gangs skyld et afkast tæt på det, som forventes at være "normalt". Derfor blev 2010 et unormalt aktieår. Det var imidlertid ikke unormalt, at SKAGEN Global slog verdensindekset.

Med materialer som stærkeste drivkraft og forsyning som den værste, endte afkastet i SKAGEN Global i 2010 på 23,9 procent, 3,4 procentpoint højere end verdensindekset (MSCI All Country).

Fonden har siden lanceringen i august 1997 slået sit referenceindeks i 13 ud af 14 år. Det gennemsnitlige årlige afkast til fondens investorer har i denne periode været 17,3 procent, mens verdensindekset har givet et afkast på 1,7 procent årligt.

Store valutaforskelle

Afkastet i det globale aktiemarked varierede meget i fjor, afhængigt af hvilken valuta det blev målt i. Mens euro-investorer og danske investorer kunne glæde sig over et markedsafkast på mere end 20 procent, oplevede japan-ske investorer et kursfald på 1,8 procent. Dollarinvestorer og kinesiske investorer havnede midt imellem med henholdsvis plus 12,7 og

8,8 procent (den kinesiske valuta renminbien blev gradvist styrket mod USD).

I forhold til en tænkt verdensvaluta lå det globale aktieafkast imidlertid ikke langt fra det teoretisk forventede afkast, aktier "normalt" skal give over tid, det vil sige 8-10 procent årligt. Problemet med denne tendens er, at aktiemarkedernes årsafkast de seneste 15 år sjældent har ligget omkring de "normale" årsafkast. Som hovedregel har vi enten haft ekstremt dårlige år i aktiemarkederne som i 2001-2002 og 2008, eller exceptionelt gode år som 1998-1999, 2003 og 2005.

Værst i andet halvår

Også 2010 havde sine turbulente perioder i de globale aktiemarkeder. Især i andet kvartal var investorerne i sort humør. Dårlige makro-økonomiske nøgletal øgede frygten for en ny recession i verdensøkonomien, efter at stimulanspakkerne lidt efter lidt mistede deres effekt.

Hen over sommeren kom flere positive signaler fra realøkonomien, og recessionsfrygten fortog sig. Selskaberne leverede overraskende gode tal, og efterhånden indfandt optimismen sig hos aktørerne i aktiemarkederne. Størstedelen af sidste års afkast faldt derfor i andet halvår, både i det globale aktiemarked og i SKAGEN Global. Også fondens merafkast på 3,4 procentpoint blev skabt i andet halvår.

Forvalterskiftet

Filip Weintraub valgte i marts at fratræde sin stilling som porteføljeforvalter af SKAGEN Global. Kristian Falnes overtog hovedansvaret for fonden efter en tilsvarende rolle i SKAGEN Vekst. Samtidig blev Søren Milo Christensen ansat som ny porteføljeforvalter. De arbejder nu sammen med Torkell Tveitevoll Eide og Chris-Tommy Simonsen. Vi mener, at det nuværende porteføljeforvalterteam er i besiddelse af de kvalifikationer, som kræves for at levere et godt risikojusteret afkast til investorerne også i årene fremover.

Katastrofen i Den Mexicanske Golf

En af årets mest dramatiske hændelser skete i slutningen af april. Transoceans boreplatform Deepwater Horizon eksploderede og sank i Den Mexicanske Golf. Den tragiske ulykke krævede elleve menneskeliv. Aktiekursen faldt derefter ganske betydeligt for både operatøren BP og Transocean. Den negative smittevirkning var også stor for sektorens andre selskaber, især dem med høj aktivitet i Den Mexicanske Golf.

Der herskede stor usikkerhed om, hvilke økonomiske konsekvenser ulykken ville få, både for selskaberne, som var direkte involveret i den, og for sektoren generelt. Selv om vi efterfølgende kan konkludere, at vi undervurderede konsekvenserne af ulykken, så var vores vurdering til at begynde med, at aktiemarkederne overreagerede med hensyn til de økonomiske konsekvenser. Vi valgte at beholde vores investeringer i både BP og Transocean. Begge selskabers aktiekurser steg over 50 procent i andet halvår, men året endte alligevel med et kursfald på henholdsvis 23 og 16 procent.

Købte op før braget

Årets næstbedste bidragyder Mariner Energy har også en betydelig virksomhed i Den Mexicanske Golf. Kun få uger inden ulykken placerede Texas-baserede Apache Corporation et bud på selskabet. I takt med at rabatten i aktiemarkedet i forhold til budet blev reduceret, valgte vi at sælge gradvist ud af Mariner Energy og i stedet investere penge i andre attraktive selskaber inden for energisektoren. Det amerikanske olieserviceselskab Baker Hughes og platformoperatøren Noble Corp kom til i porteføljen.

Efter at vi havde været ude af det brasilianske olieselskab Petrobras i et års tid, førte en dårlig kursudvikling forud for selskabets rekordstore kapitaludvidelse til, at vi igen fandt værdifastsættelsen attraktiv. Mindre usikkerhed om det ambitiøse investeringsprogram i selskabet, en lav værdifastsættelse i forhold til indtjeningen, og et stadigt voksende

SKAGEN GLOBAL 2010 (MIO. NOK)

5 største positive bidragsydere

Samsung Electronics	612
Mariner Energy	315
LG Corp	236
Tyco International	226
Cliffs Natural Resources	212

5 største negative bidragsydere

Supervalu	-119
Elektrobras	-109
Bank of America	-97
BP	-95
Transocean	-60

5 største køb

Accenture	782
Citigroup	768
Gjensidige	491
Bank of America	490
Petrobras	489

5 største salg

Nestlé	953
Amdocs	776
Mariner Energy	604
Cheung Kong	528
LG Corp	518



Norsk Hydro blev taget ind i forbindelse med kapitaludvidelsen, som selskabet foretog i sommer, for at finansiere et strategisk og fornuftigt opkøb af råstoftilgang fra brasilianske Vale. Aktiekursen faldt da langt under, hvad vi mener svarer til selskabets underliggende værdi.

ressourcegrundlag bør være et godt udgangspunkt for en god fremtidig værdiudvikling.

Ligesom SKAGEN Kon-Tiki tog vi russiske Gazprom ind i varmen i porteføljen. Også her har kursudviklingen været svag de seneste par år. Selskabet er lavt værdifastsat i forhold til både den løbende indtjening og de betydelige ressourcer inden for gas og infrastruktur. Vægten af energisektoren i porteføljen blev i årets løb øget fra omkring otte til 12 procent.

GrupoMexico og Vale

Inden for materialer solgte vi ud af GrupoMexico og Vale med særdeles godt resultat. Vi solgte også Harmony Gold ud af porteføljen, efter at vi fik problemer med at argumentere for, at selskabet fortsat var undervurderet.

Nye selskaber i porteføljen var Heidelberg Cement, Akzo Nobel og norske Hydro. De to førstnævnte er attraktive positioner i vækstmarkederne og efter vores skøn undervurderet af aktiemarkedet. Norsk Hydro blev taget ind i porteføljen, da selskabet i sommer foretog en kapitalforhøjelse for at finansiere et strategisk fornuftigt opkøb af råvareaktiver fra brasilianske Vale. Aktiekursen faldt til langt under, hvad vi mener afspejler de underliggende værdier. Fondens råvareaktier gav i 2010 et afkast på 33 procent og var dermed vinder i branchen.

Ned i kapitalgoder

Anført af Siemens, LG Corp og Tyco International blev også kapitalgode-sektoren en stor bidragyder til fondens resultater med et

afkast på 20 procent. Sektorens andel af porteføljen blev reduceret fra 20 til 17 procent, efter at vi solgte posterne i Agco og Kone og næsten halverede investeringerne i LG Corp og BayWa, da den grundlæggende rabat i værdifastsættelsen blev væsentligt reduceret.

Industrikonglomerat Tyco International forsvarede fortsat sin position som en af fondens største investeringer. Selskabet er moderat prisfastsat i forhold til sin indtjening. Hertil kommer, at der fortsat er et godt potentiale for yderligere rendyrkning af virksomheder omkring selskabets hovedområder inden for sikkerhedsprodukter og -tjenester.

Gearer op

Inden for cykliske forbrugsgoder øgede vi vores investering i bilindustrien. Posten i Renault blev øget betydeligt, og Hyundai Motor kom ind som nyt selskab i porteføljen. Ud røg posterne i Michelin, Reed Elsevier og Metro. Især er vi glade for Metro. Selskabet nåede sit kursmål efter at aktiemarkedet satte en højere pris på selskabets eksponering i vækstmarkederne.

Også kabelselskaberne Comcast og Time Warner Cable havde en god fundamental udvikling og var centrale bidragydere til forbrugsgodesektoren med et afkast på 18 procent. En af årets store skuffelser var LG Electronics. Lave marginer inden for tv og mobiltelefoni – samt udsættelse af nye produktlanceringer – førte til elendige resultater og et nødvendigt lederskifte. Da det for-

ventes, at lancering af nye smarttelefoner og touch screen computere kommer til at vende udviklingen, oplevede aktien kun et moderat kursfald.

Nytilkomne Supervalu blev årets dårligste bidragyder. Udviklingen i selskabets omstillingsproces har ikke været overbevisende. Vi valgte derfor at tage et tab og solgte os helt ud af selskabet.

Tredobling af kylling, gris og rejer

Inden for stabile forbrugsgoder har den thailandske opdrætter af kylling, gris, rejer og fisk Charoen Pokphand Foods været årets klart bedste bidragyder. Selskabets aktiekurs er mere end tredoblet i vores ejertid – drevet af stigende produktpriser. Markedets værdifastsættelse af produktionskapaciteten i Charoen Pokphand Foods nåede højder, vi havde svært ved at forsvare. Vi solgte os derfor helt ud af selskabet. Nestlé og Kraft Foods blev solgt ud af porteføljen som følge af høj værdifastsættelse.

Vi øgede investeringen i det italienske mejeriselskab Parmalat. Selskabet oplevede modvind som følge af stigende mælkepriser, men vi finder fortsat værdifastsættelsen attraktiv. Især i lyset af at alene selskabets netto bankindskud svarer til 40 procent af selskabets markedsværdi.

Fortsat syg medicin

Pharma har længe været en upopulær sektor, hvor kursudviklingen i flere år generelt har



Foto: Bloomberg

I SKAGEN Global har vi i øget udstrækning fundet undervurderede selskaber i USA. I løbet af året er andelen af amerikanske selskaber i porteføljen øget med fire procentpoint til totalt 29 procent.

været dårlig. Vores pharmaaktiers afkast på sølle tre procent var heller ingen undtagelse i 2010.

Schweiziske Roche blev taget ind som nyt selskab på bekostning af Gedeon Richter, Fresenius, Eisai og Kalbe Pharma. Aktiekursen svarede til ti gange den forventede indtjening i 2011, direkte afkast fra udbytte var fem procent, og Roche virkede dermed meget attraktivt prisfastsat. Roche er et af de få store pharma-selskaber, som kun i ringe grad rammes af patentudløb de nærmeste år. Vi kan se et ekstra potentiale, hvis den negative nyhedsstrøm om udviklingen i selskabets forskningsportefølje stopper i 2011.

Bank i Amerika

Afkastet inden for finans lå på linje med fondens afkast. Vi øgede eksponeringen mod amerikanske banker. Bank of America og Citigroup kom ind som nye selskaber, mens aktierne i Bank of New York blev solgt. De amerikanske storbanker har foretaget betydeligt større hensættelse til tab end de tilsvarende banker i Europa. Soliditeten er også betydeligt styrket i kølvandet på finanskrisen.

Kurserne på vores amerikanske banker ligger under værdien af bogført egenkapital – justeret for immaterielle ejendele. Investorer ser fortsat negativt på udviklingen i den amerikanske økonomi og ejendomsmarked. I et sådant klima repræsenterer vores to storbanker et attraktivt forhold mellem risiko og muligheder for fortjeneste.

Gjensidige blev børsnoteret ved udgangen af året, og den norske markedsleder inden for skadesforsikring kom ind som et nyt selskab. En værdifastsættelse på kun ti gange indtjeningen og et udbytteafkast på seks procent er lavt for et solidt, veldrevent selskab med stærke markedspositioner.

Efter en god udvikling og en reduceret konglomeratrabat i Cheung Kong Holding fandt vi det rigtigst at halvere posten i det Hongkong-baserede selskab (og mere til).

Halv milliard fra Samsung

Inden for informationsteknologi var Samsung Electronics den største bidrager. Kursen på vores præferenceaktier steg med 24 procent i lokal valuta og bidrog med over en halv milliard kroner til fondens resultat. Vi reducerede posten en del, men selskabet er fortsat fondens største investering med en andel af porteføljen på 7,7 procent.

Lavere indtjening fra memory chips kan forventes i 2011 i forhold til rekordåret 2010, men Samsung Electronics' produktportefølje inden for mobiltelefoni og memory boards borger for, at indtjeningen ikke falder i 2011. Præferenceaktien er prisfastsat til kun 6,5 gange indtjeningen. Det synes vi fortsat er billigt for et selskab med en bomstærk balance og med verdensledende markedspositioner inden for flere produktområder.

Billig amerikansk teknologi

Accenture og Microsoft blev taget ind som nye porteføljeselskaber. Værdifastsættelsen af amerikanske teknologiselskabers indtjening har i mange år været faldende og er nu kommet ned på attraktive niveauer. Vores to nye selskaber genererer en imponerende kontantstrøm, som fører til øgede udbytter og tilbagekøb af egne aktier. Markedets forventninger til selskabernes vækst er forbavsende lave, og vi forventer, at de vil blive opjusteret i løbet af 2011.

Vi fik plads til vores to nye amerikanske teknologiselskaber ved at sælge Amdocs efter en periode med en god kursudvikling. Vores eksponering inden for informations-

teknologi voksede med ca. tre procentpoint til 15 procent af porteføljen.

Upopulære teleselskaber

Vi øgede også i en fortsat upopulær telekommunikationssektor. Vimpelcom, China Mobile og Telecom Italia blev nye islat i porteføljen, mens Magyar Telekom blev solgt. De nye selskaber er prisfastsat lavt i forhold til den løbende indtjening og ikke mindst i forhold til, at de alle har attraktive positioner i vækstmarkederne. Vi var i 2010 investeret i den sydafrikanske mobiloperatør MTN Group, men da vores kursmål blev nået i løbet af efteråret, solgte vi os ud af selskabet med en fin gevinst.

Forsyning blev med et negativt resultat på tre procent den dårlige sektor sidste år. Årsagen var et kursfald for den brasilianske kraftgigant Eletrobras. Den forestående emission i selskabet har nok været en hæmsko for kursudviklingen. Når emissionen er fuldført i løbet af første kvartal 2011, vil der være gode muligheder for, at markedet igen fokuserer på den lave værdifastsættelse af selskabets vandkraftkapacitet.

Øgede i USA

Geografisk har vi i løbet af året øget eksponeringen mod amerikanske selskaber med fire procentpoint til totalt 29 procent af fonden. Vores investering i selskaber noteret i vækstmarkederne er reduceret tilsvarende. Eksponeringen mod de fremvoksende økonomier er alligevel opretholdt – gennem investeringer i selskaber noteret i Vesten med en betydelig aktivitet i vækstmarkederne.

Vores fokus omkring risikospredning og porteføljekonstruktion er fortsat på selskabernes virke, snarere end hvor de er børsnoterede og har placeret deres hovedkontor.

Bedre end normalt

Ser vi på værdifastsættelsen af SKAGEN Globals portefølje ved indgangen til 2011, er der god grund til at være optimist. Gennemsnittet af fondens største investeringer er prisfastsat i overkant af ti gange den forventede indtjening. Og hvis nogen af vores identificerede "triggere" udløses, kan flere selskaber give et ekstraordinært godt afkast.

Fundamentalt set er fondens værdifastsættelse betydelig lavere end det globale aktiemarkedsunivers'. Vi vil garanteret se voldsomme humørsvingninger hos verdens aktieinvestorer også i 2011 – og tilsvarende betydelige kurssvingninger. Men både udviklingen i verdensøkonomien og værdifastsættelsen af selskaberne taler for et år, hvor afkastet i det globale aktiemarked bliver mindst lige så godt som Teoriens Normalår.

Aktiefonden SKAGEN Global har et internationalt investeringsmandat. Fondens strategi er at finde selskaber af høj kvalitet til en lav pris, som kendetegnes af at være undervurderede, underanalyserede og upopulære i aktiemarkedene. For at reducere risiko søger fonden at opretholde en fornuftig geografisk og sektormæssig balance.

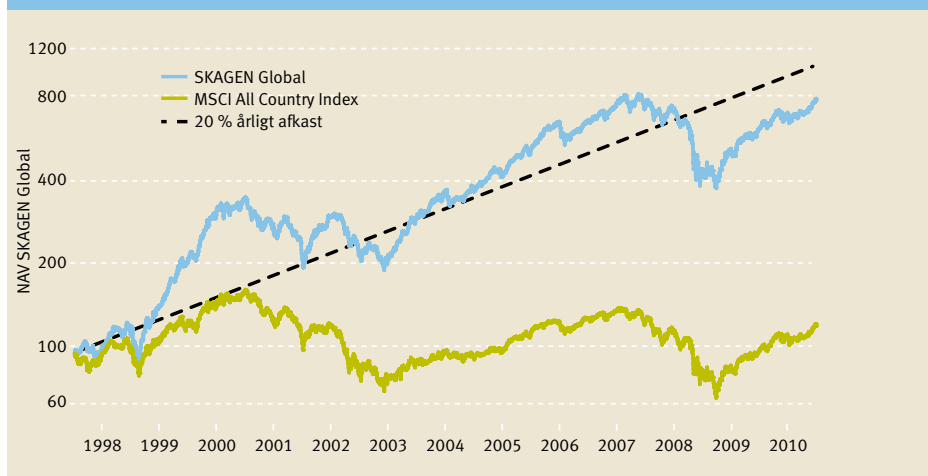
SKAGEN Global passer til investorer som ønsker at sprede deres investeringer over hele verden og opnå diversificering, både geografisk og branchemæssigt.

År	Afkast	Indeks	Forvaltningskapital *	Antal investorer	Totale omkostninger
2010	23,9 %	20,5 %	30.701	103.422	1,29 %
2009	48,7 %	26,2 %	27809	96976	2,75 %
2008	-44,6 %	-37,8 %	15451	92046	0,96 %
2007	12,3 %	-1,5 %	26909	93097	2,41 %
2006	20,4 %	7,5 %	20059	77148	2,20 %
2005	43,8 %	26,0 %	12932	52715	2,42 %
2004	27,1 %	6,6 %	6283	39971	2,88 %
2003	41,2 %	11,0 %	3890	28772	3,49 %
2002	-16,0 %	-32,1 %	2218	26465	3,06 %
2001	-1,2 %	-13,4 %	2480	24767	2,25 %
2000	-6,7 %	-7,2 %	2577	22093	1,74 %
1999	134,2 %	43,7 %	1929	9983	5,68 %
1998	33,4 %	14,7 %	200	1017	2,24 %
1997	-1,2 %	-6,4 %	30	24	3,28 %

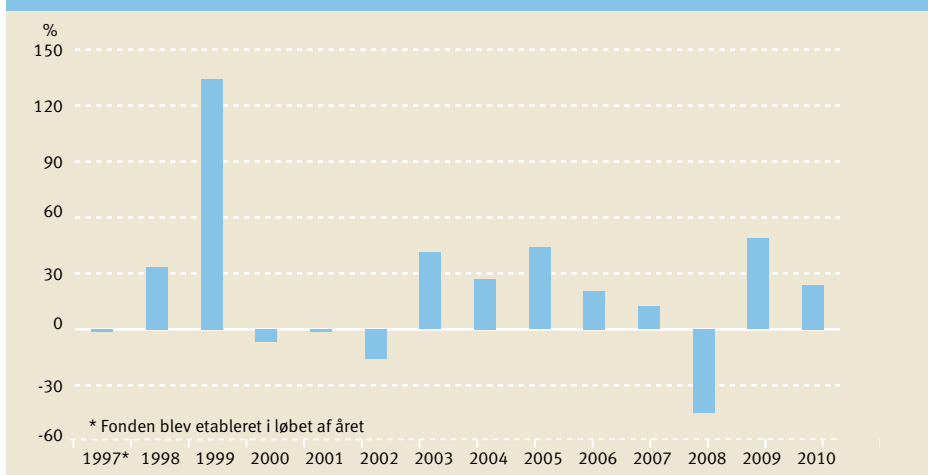
* I millioner kroner

** Fonden blev oprettet i løbet af året

HISTORISK KURSUDVIKLING



AFKAST PR ÅR



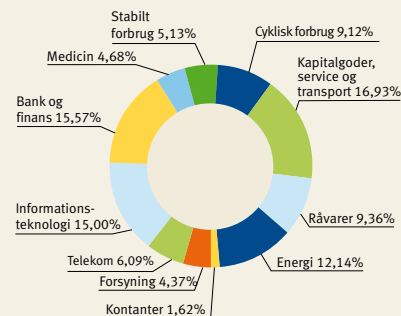
SKAGEN Global

En verden af muligheder

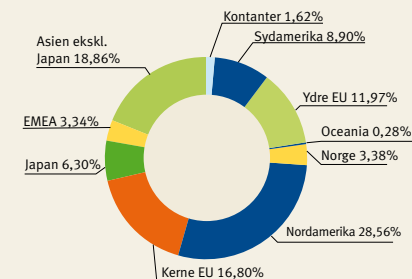
* Fra heden nord for Skagen. 1885. Udsnit. Af P.S. Krøyer
Billedet tilhører Skagens Museum.

** Vægtet i forhold til brutto forvaltningskapital

BRANCHEFORDELING**



GEOGRAFISK FORDELING**



Fondens startdato	7. august 1997
Afkast siden lancering	752,5%
Gennemsnitligt årligt afkast	17,3%
Forvaltningskapital	30.701 mio
Antal kendte investorer	103.422
Forvaltningshonorar	1,0 % pr. år + 10 % af afkastet ud over referenceindekset
Mindste handelsstr.	1 stk.
Godkendt til markedsføring	Norge, Sverige, Danmark, Holland, Luxembourg, Finland, Island og Storbritanien
Referenceindeks	MSCI All Country Index (DKK). Frem til 1. januar 2010 var referenceindekset MSCI World Index.
UCITS-fond	Ja
Porteføljeformatter	Kristian Falnes

Slog vækstmarkederne for niende år i træk

Med et afkast på 29,2 procent slog SKAGEN Kon-Tiki vækstmarkedsindekset for niende år i træk. Har man fulgt fonden siden lanceringen i april 2002, kan man glæde sig over et årligt gennemsnitligt afkast på 21,8 procent, mod vækstmarkedets 11,7 procent.

Betydelige midler strømmede ind i vækstmarkederne i 2010 – og ind i SKAGEN Kon-Tiki, som ved årsskiftet forvaltede 47 milliarder norske kroner. Vi kan konstatere, at fondens merafkast over indeks, der sluttede på 2,0 procentpoint, blev skabt i andet halvår. Fondens var her på sit største.

Der var ingen dramatik omkring fondens størrelse ved indgangen til 2011, men gode muligheder for at skabe merafkast til vores investorer også i den kommende tid. Centrale elementer er her:

- Store, likvide selskaber er upopulære og undervurderede
- Vækstmarkedernes børsunivers vokser parallelt med fondene
- SKAGEN Kon-Tiki kan reducere risikoen ved at investere i undervurderede selskaber i de udviklede markeder

Konsumenterne i skudlinjen

Investorerne hovedfokus i 2010 var vækstmarkedernes konsumenter. Forbrugsgode-sektoren levede op til favoritværdigheden og blev vindersektor. Billedet på makroniveau var tegnet af udviklingen i Kina og de øvrige BRIC-lande. Det russiske og indiske aktiemarked lå sidste år resultatmæssigt i den øvre halvdel, mens Kina og Brasilien befandt sig i den anden – grundet frygt for vokseværk og stigende inflation.

Store selskaber havde generelt et svagt børsår, og sværvægtene som Petrobras, China Mobile og Gazprom var upopulære selskaber, som kom på vores radarskærm.

Selskaberne i vækstmarkederne overraskede med bedre resultater end forventet – som det også var tilfældet i de udviklede markeder. Kursudviklingen var god i 2010, men selskaberne havde ingen høj prisfastsættelse ved indgangen til 2011. Niveaueet i forhold til konjunkturneutral nøgletal som selskabernes salg og bogført egenkapital er på højde med de seneste ti års gennemsnit.

Væksten i indtjeningen er fortsat god, egenkapitalafkastet er højt, og der er derfor en stor buffer, før vi behøver tænke på eventuelle bobler i det generelle vækstmarked. Prisen kan forekomme pebet i førnævnte

konsumsektor – og i visse lande som for eksempel Indien.

En af kapitalstrømmens virkninger ind i vækstmarkederne er, at flere valutaer er blevet styrket, især de asiatiske og latinamerikanske. Det er en udvikling, vi på lang sigt opfatter som gunstig, og som et bidrag til en bedre balance i verdensøkonomien. Stærkere valutaer reducerer også en del af inflationspresset fra stigende råvarepriser.

Løse penge og ringe ejerledelse

De kunstigt lave renter i Vesten har i mange fremvoksende økonomier ført til en løsere pengepolitik end ønskeligt. Problemstillingen i 2011 bliver for flere af landene at balancere mellem den økonomiske vækst og den stigende inflation. Især førnævnte Kina, Indien og Brasilien er særligt udsat.

Vækstmarkederne har længe døjet med risikomomenterne dårlig selskabsledelse og manglende imødekommenhed over for aktionærerne. Fænomenet har ramt flere af vores tabsaktier i det forløbne år. Vi noterer os imidlertid, at det går fremad med vækstmarkederne, også på dette område. Efterhånden som fonden er blevet større, har vi styrket indsatsen omkring selskabsledelse. Vi forsøger efter bedste evne at påvirke selskaberne til at blive mere aktionærvenlige.

Gode bidrag fra energi

Selv om katastrofen i Den Mexicanske Golf kom til at præge hele energisektoren, blev sektoren en god bidragyder i fonden. Vi havde en forholdsvis beskeden eksponering mod olieproducenterne, som på trods af stigende oliepriser oplevede en svag kursudvikling.

SKAGEN KON-TIKI 2010 (MIO. NOK)

5 største positive bidragsydere

Hyundai Motor	766
Samsung Electronics	655
Great Wall Motor	482
Banrisul	388
Seadrill	369

5 største negative bidragsydere

Hanmi (Holding & Pharma)	-179
Eletrobras	-149
Asya Bank	-84
China Mobile	-67
LG Electronics	-67

5 største køb

Baker Hughes	1717
Hon Hai Precision Industry	1189
China Mobile	1156
Gazprom	982
Petrobras	822

5 største salg

OGX Petroleo	648
First Quantum Minerals	458
Sistema	456
Banrisul	417
Efes Breweries International	350



Den kinesiske bilproducent Great Wall viser sine modeller på bilmessen i Guangzhou i december. Baseret på centrale nøgletal har SKAGEN Kon-Tiki-selskaberne Hyundai Motor og Great Wall meget at byde på fremover.

Foto: Bloomberg

De største marginplusser kom hos olieserviceselskaberne Baker Hughes og Seadrill. Også eftersøgningsselskabet OGX Petroleo leverede et godt tilskud. Her solgte vi os helt ud med en betydelig gevinst.

Petrobras foretog verdens største, men kursmæssigt ikke særligt vellykkede emission. Vi købte os fluks op i det brasilianske olieselskab. Vi gik også ret stærkt ind i russiske Gazprom, efter signaler om en væsentlig bedre selskabsledelse og temmelig forbedret balance på det europæiske gasmarked. Kursudviklingen for den indonesiske kulproducent Tambora var særdeles god, og vi reducerede derfor vores post betydeligt.

Afrikansk kobber og asiatiske fly

Vores råvareproducenter havde et godt år. Kursudviklingen var særligt god hos de afrikanske kobberselskaber First Quantum Minerals og Equinox Minerals. Vi solgte posten i First Quantum, men opkøbte betydeligt i Equinox – der er stadig meget at hente i minen, tror vi.

Stigende sydafrikansk valuta ledte til stærkt reducerede marginer og et svagt år for ædelmetalproducenterne DRD Gold og Aquarius Platinum. Selskaberne ligger imidlertid inde med værdifulde ressourcer og er vores forsikringspræmie mod galopperende priser på ædle metaller. Ved årets slutning

købte vi betydeligt op i brasilianske Vale. Industri og transport havde et godt år. Ny erhvervelsen A.P. Møller-Mærsk og den kinesiske kraftværksproducent Harbin Power var gode bidragsydere hos os. Vores største investering ABB var ude for en betydelig bedring af ordresituationen. Frygten for at offentlige besparelser ville begrænse væksten i de offentlige investeringer førte til modvind for vores entreprenører Empresas ICA og Strabag.

Vi solgte os ud af konglomeraterne Alarco Holding og Alfa SAB samt flyselskabet Thai Air. Investeringerne i luftfart ligger nu i lavprisselskaberne AirAsia og Norwegian. Begge selskabers vurdering er forholdsvis nøgtern, samtidig med at den organiske vækst er meget stærk.

Fuld gas med Hyundai

Indtægtsafhængige forbrugsvarer havde også i år en spektakulær udvikling. Vores hovedselskaber Hyundai Motor Company og kinesiske Great Wall Motor blev fondens bedste bidragsydere. Aktiemarkedernes aktører havde været uambitiøse i deres vurdering, og bilmarkedets udvikling blev væsentlig bedre end forventet. Men æren for Børs-successen tilfalder selskaberne selv. For begges vedkommende faldt lanceringer af nye modeller heldigt ud, og deres omkostningspositioner er meget konkurrencedygtige. Vi ser frem til flere gode

regnskabstal fremover i 2011. Baseret på centrale nøgletal er der stadig noget at komme efter opad for både Hyundai Motor og Great Wall Motor.

LG Electronics var en stor skuffelse i 2010. Lav vurdering og fornyet produktsortiment peger på et bedre år 2011. Den indiske vognproducent Mahindra & Mahindra fortsatte sin gode udvikling, og vi skønner, at selskabet endnu ikke er fuldt prisfastsat.

Efter en meget stærk kursudvikling solgte vi os ud af varehusoperatøren Mitra Adiperkasa. Det malaysiske transportkonglomerat DRB-Hicom stødte til.

Turn-around i dansk bryggeri

Vores mindre forbrugerrelaterede selskaber udviklede sig meget stærkt. God vækst og øgede marginer er en succesfuld kombination. Vi solgte den russiske butikskæde Magnit og det tyrkiske bryggeri Efes Breweries International og kunne indhøste betydelige gevinster. Royal Unibrew brillerede med en fantastisk turn-around, som blev godt belønnet i aktiemarkedet.

Da det kom frem, at Pivarna Lasko havde smølet pengene væk, solgte vi os ud og måtte indkassere lidt af et tab. Væk også med den Chaoda Modern Agriculture, hvilket betød et mindre tab. Forbrugssektoren er generelt blevet for populær og højt vurderet. Det er



Det tyske lægemiddelfirma Stada Arzneimittel har et øget internationalt fokus og producerer både generiske lægemidler og egenudviklede medikamenter.

derfor vanskeligt at finde gode selskaber til attraktive priser.

Dårlig medicin

Betydelige tab i forbindelse med reorganiseringen af koreanske Hanmi Pharma førte til, at farmaceutsektoren mod sædvane bidrog negativt til fondens resultat. Vores største investering i sektoren, Gedeon Richter, udviklede sig forholdsvis svagt – på trods af en kraftig stigning inden for sektoren plus en allerede attraktiv produktportefølje undervejs. De tyrkiske Eczacıbasi-selskaber viste gode takter, og efter et rask kursløft solgte vi aktierne i kinesiske China Shineway Pharmaceutical Group.

Udsigterne for 2011 ser bedre ud, både for vores aktier og farmaceutbranchen under et. Og selvom vækstmarkedernes farmaceutselskaber – i modsætning til mange selskaber i vækstmarkederne – ikke bliver hårdt ramt af patentudløb i de kommende år, handles de stadig med rabat.

Forbrugslån og opsparingsprodukter

Finans er indiskutabelt den største sektor i de globale vækstmarkeder, men eksponeringen mod sydeuropæisk statsgæld og amerikanske boliglån er alligevel lav. Væksten i lønsom forbrugerfinansiering og opsparingsprodukter er til gengæld lav.

Vores vindere i sektoren blev den brasilianske sparekasse Banrisul og den chilenske pensionsforvalter Provida. Vi indkasserede gevinster i Banrisul, thailandske Tisco Financial Group og Provida. De realiserede penge blev brugt til at købe aktier i thailandske Bangkok Bank og Kiatnakin Bank.

Vi er generelt tilbageholdende med at eksponere os for meget mod statsdominerede banker, især kinesiske. Vores erfaring er, at de kan finde på at anvende deres ressourcer på andre ting end aktionærernes ve og vel. Derfor holder vi os langt hen ad vejen til den private sektor.

Tror på læsetabs

Inden for informationsteknologi havde Samsung Electronics et godt år. Selskabet demonstrerede endnu en gang et fast greb i forbrugerne i kraft af Galaxy Tab og en ny serie mobiltelefoner. Første halvår var stærkt, men presset ser nu ud til at øges inden for digitale medier. De vigtige memoryprodukter tegner et broget billede. Forventningerne til 2011 er derfor ikke så store – positive overraskelser kan hurtigt skabe gode kursudsving for Samsung-aktien.

Årets nye produkter inden for 'læsetabs' fik os til at købe taiwanske Hon Hai Precision Industry, som er Apples hovedleverandør af iPhone og iPad. Vi opkøbte i selskabet i

en periode, hvor der var rigtig dårlig presse omkring de ansattes kritisable arbejdsvilkår. Markedet for Hon Hais produkter er glohedt, men selskabet handles alligevel med rekordrabat både absolut og relativt i forhold til sektoren. Der kan være frygt for store omkostninger omkring forbedrede arbejdsforhold, blandt andet i form af ret betydelige lønstigninger. Men skrækscenariet er efter vores mening overdrevet.

Falden kinesisk engel

Telekommunikation var en forholdsvis svag sektor i 2010. Udsigterne ser bedre ud i 2011, hvor vi regner med at få de første resultater fra indiske Bharti Airtels satsning i Afrika – og fra Indosats U-turn. Stærk kursudvikling ledte til, at vi solgte os ud af kenyanske Safaricom og reducerede posten i russiske Sistema.

Den faldne engel China Mobile lagde an til landing som ny i vores portefølje. Selskabets vurdering er lav efter vores begreber. Datatrafikken bliver tættere, konkurrencen er moderat, og selskabet har en gunstig valuta-tæksponering mod alle indtægter i kinesisk valuta. Både resultat og udbytte er derfor på vej op.

Inden for forsyning har vi stadig kun Eletronbras, som havde et forholdsvis svagt år. Aktien var præget af usikkerhed omkring den politiske situation i Brasilien og omkring de eftertragtede udbytter, hvis betaling forfaldt i starten af året. Det vil nu blive afgørende for en mere positiv kursudvikling, at selskabet har en emission på trapperne, og at fornyelsen af energikoncessionerne forfalder i 2015.

Velafbalanceret ind i 2011

SKAGEN Kon-Tikis omsætningshastighed er fortsat moderat. Likviditeten var højere end sædvanlig ved indgangen til 2011. Vi har fokuseret mere på større upopulære selskaber, som virker undervurderede. Vi er dog stadig tilbageholdende med selskaber, hvor det lave prisskilt faktisk kan forklares med selskabets specifikke risikofaktorer og manglen på reelle kurstriggere.

Vi er stadig i besiddelse af en velafbalanceret portefølje – baseret på selskabernes værdiskabelse. Vi har selvfølgelig et vågent øje på de globale trends og vækstmarkedets konsumenter. Kursstigningen var over 29 procent i 2010, men nøgletallene har alligevel ikke ændret sig ret meget i det forløbne år. Det skyldes en kombination af god udvikling for selskaberne og de udskiftninger, vi har foretaget.

Aktiefonden SKAGEN Kon-Tiki har et internationalt investeringsmandat, men skal investere mindst 50 procent af midlerne i vækstmarkederne, det vil sige lande eller markeder, som ikke er omfattet af MSCI Developed Market Series. Fondens målsætning er at finde selskaber af høj kvalitet til en lav pris, som kendetegnes af at være undervurderede, underanalyserede og upopulære i aktiemarkederne. For at reducere risiko søger fonden at opretholde en fornuftig geografisk og sektormæssig balance.

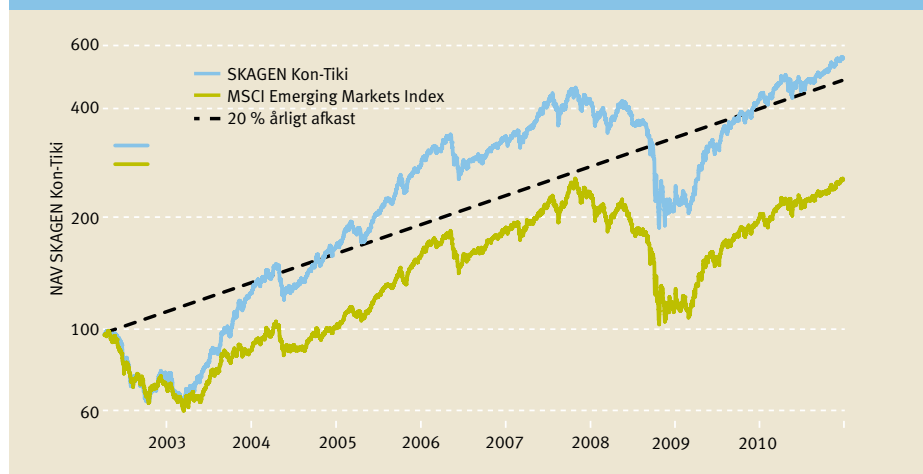
SKAGEN Kon-Tiki passer til investorer som ønsker at tage del i værdiskabelsen, som finder sted i verdens vækstmarkeder. Fonden giver muligheder for ekstraordinære afkast ved at investere i områder med stort vækspotentiale. Risikoen er imidlertid noget højere end for en global fond som primært investerer i udviklede markeder.

År	Afkast	Indeks	Forvaltningskapital *	Antal investorer	Totale omkostninger
2010	29,2 %	27,2 %	45018	87227	2,14 %
2009	91,6 %	73,3 %	29651	74443	3,26 %
2008	-48,0 %	-51,0 %	9270	64799	3,01 %
2007	27,1 %	25,9 %	18703	59770	2,56 %
2006	19,1 %	18,3 %	12625	44692	2,52 %
2005	64,5 %	54,2 %	8182	29553	3,16 %
2004	35,0 %	16,7 %	2914	16259	3,95 %
2003	76,0 %	30,0 %	1517	9835	3,85 %
2002**	-25,9 %	-29,8 %	255	4190	3,89 %

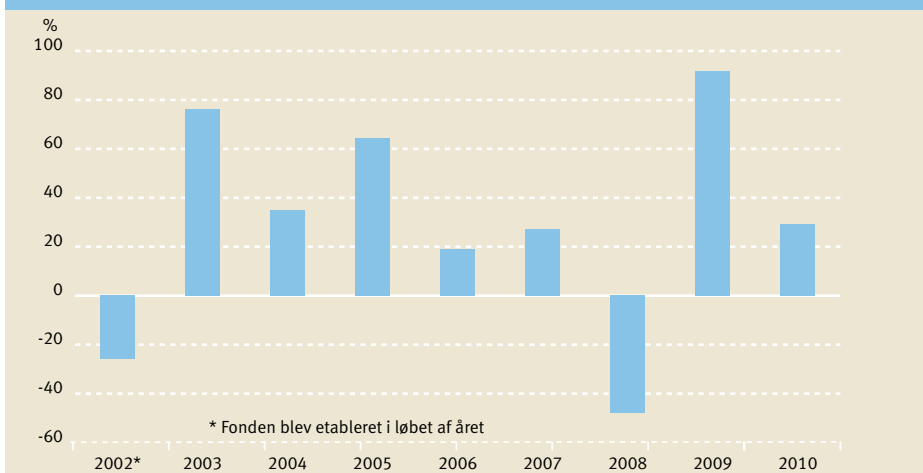
* I millioner kroner

** Fonden blev oprettet i løbet af året

HISTORISK KURSUDVIKLING



AFKAST PR ÅR



* Fonden blev etableret i løbet af året



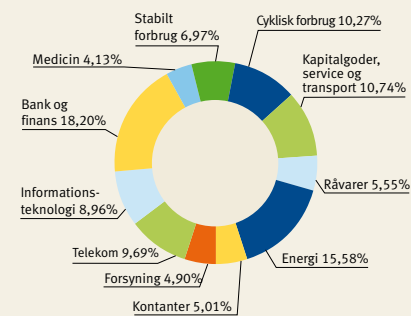
SKAGEN Kon-Tiki

Viser vej i nyt farvand*

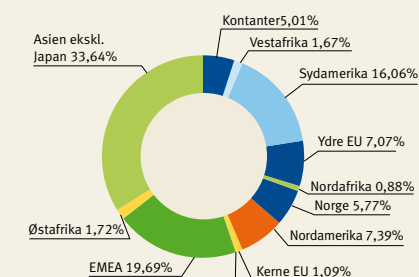
* Skagen Revfyrskib. 1892. Udsnit. Af Carl Locher
Billedet tilhører Skagens Museum.

** Vægtet i forhold til brutto forvaltningskapita

BRANCHEFDELING**



GEOGRAFISK FORDELING**



Fondens startdato	5. april 2002
Afkast siden lancering	461,2%
Gennemsnitligt årligt afkast	21,8%
Forvaltningskapital	45.018
Antal kendte investorer	87.227
Forvaltningshonorar	2,0 % pr. år. +/- resultatafhængigt honorar.
Mindste handelsstr.	1 stk.
Godkendt til markedsføring	Norge, Sverige, Danmark, Holland, Luxembourg, Finland, Island og Storbritanien
Referenceindeks	MSCI Emerging Markets Index (DKK).
UCITS-fond	Ja
Porteføljevalter	Kristoffer C. Stensrud

Et meget godt år

Den globale obligationsfond SKAGEN Tellus leverede i 2010 et afkast på 17,38 procent og slog sit referenceindeks med 4,14 procentpoint.

Siden fondens lancering i september 2006 har det gennemsnitlige afkast udgjort 7,07 procent, og det er knapt et procentpoint højere end referenceindekset. SKAGEN Tellus har slået indekset i 4 ud af 5 kalenderår. Risikoen i form af kurssvingninger har også været lavere for SKAGEN Tellus end for indekset i denne periode. Standardafvigelsen har været 7,9 procent mod indeksets 8,8 procent. Fondens referencevaluta er euro og ikke norske kroner.

En global obligationsfond modtager afkast på tre måder: rentekuponer, gevinster fra rentefald og valutagevinster. I løbet af 2010 har valutagevinsterne bidraget med 63 procent af totalafkastet, mens rentekuponer og gevinster fra obligationer har stået for henholdsvis 9 og 28 procent af afkastet. De seneste to år har valutagevinster udgjort en stadig større del af fondens afkast.

Skal tjene på svingninger

Hvad forventer vi os så i 2011? Filosofien er urokkelig: Vi anvender makroøkonomisk indsigt til at prøve at tjene penge på forventede rente- og valutabevægelser. Nogle gange er det ensbetydende med langsigthed i investeringerne. Andre gange må vi vende på en tallerken med fondens positioner, hvis ny information og nye analyser peger på ændrede udsigter for renter og valutaer.

Vi er hele tiden bevidste om at opretholde god risikostyring. Det vil kort og godt sige, at vi tilstræber god spredning af vores investeringer og begrænsninger for, hvor store de enkelte positioner kan blive.

Forventer stigende lange renter

Vi forventer generelt, at lange renter i mange af de mest udviklede økonomier kan stige i løbet af 2011. Vi tolker i øjeblikket de makroøkonomiske data i retning af hurtig vækst i USA og fortsat god vækst i de tunge lande i Eurozonen. Hvis også væksten i de toneangivende vækstmarkeder som Kina og Indien fortsætter, vil de underliggende realrenter sandsynligvis stige. For tiden er de meget lave.

Det er meget mere usikkert, om inflationsforventningerne også vil stige. De har allerede

et ganske højt niveau i alle de udviklede økonomier bortset fra Japan.

I det samlede billede skal vi være forsigtige med at gå ind i lange renter i disse lande. Selvfølgelig sagt med forbehold for, at vores vurdering kan ændres.

Der er dog fortsat lande ude i den store verden, hvor vi mener, at der er penge at tjene i den lange ende af rentegrafen. Enkelte vækstmarkeder udviser fin inflationshistorik, uden at det afspejles fuldt ud i de lange renter. Og man bliver heller ikke godt nok betalt for at holde styr på statsfinanserne. Der er tale om lande som Tyrkiet, Indonesien og Sydafrika. Vi har dem med over i porteføljen i 2011 og tror på, at markedet kommer til at sætte mere pris på disse obligationer i tiden fremover.

Kan tjene godt i den korte del af rentegrafen

Vi tror faktisk også, at det muligt at tjene penge i den korte del af rentegrafen. Lige inden året gik på hæld, investerede vi i en græsk statsobligation med forfald i marts 2012. Den giver p.t. en rente på 10,5 procent. Der ingen tvivl om, at græske statsfinansier er skævvredne, og meget kan ske efter juni

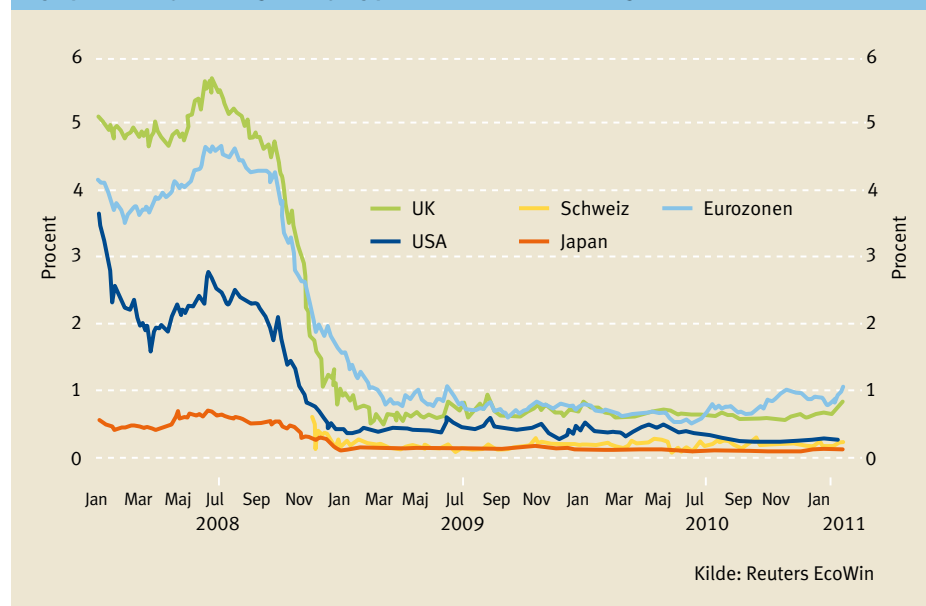
2013, når landet ikke længere finansieres af eurolandene og IMF. Men vi tror ikke på græsk misligholdelse de næste 14 måneder.

Vi er heller ikke blinde for, at andre papirer i Eurozonen kan få vurdering som fejlagtigt prisfastsat i løbet af 2011.

Troen er stor på, at vi også i tiden fremover vil få gode bidrag via ændringer i valutakurserne. Det er her afgørende at være tidligt ude, når der er forventning om, at centralbankerne vil hæve deres ledende rentesatser med efterfølgende styrkelse af valutaen. Vi har desuden haft særdeles stor gavn af vores selvudviklede værktøj til at vurdere, om en valuta fundamentalt er under- eller overvurderet.

Når det så er sagt, er vi meget ydmyge i forhold til de udfordringer, markedet stiller os overfor. Vi vil helt sikkert komme til at lave fejlagtige vurderinger og dispositioner i 2011, sådan som vi også har gjort i 2010 og de foregående år. Men godt gennemarbejdede analyser og årvågenhed kan sikre, at investorerne får et godt risikojusteret afkast for pengene også i 2011.

FORVENTEDE GENNEMSNTLIGE OVERNATTEN-RENTER NÆSTE 12 MÅNEDER





SKAGEN Tellus

Døråbner til globale renter

Interiør. Brøndums anneks. Ca. 1920. Udsnit.
Anna Ancher.
Billedet tilhører Skagens Museum.

SKAGEN Tellus er en global obligationsfond som kan skabe mer-afkast ved at placere penge i rentemarkeder over hele verden. Fonden investerer i statsobligationer og statscertifikater. Fondens målsætning er at give andelsejerne et godt risikosteret afkast gennem en aktivt forvaltet portefølje. Fonden har en afkast- og risikoprofil som ligger mellem nationale obligationsfonde og globale aktiefonde.

SKAGEN Tellus er et godt alternativ for investorer som ønsker at investere i globale obligationer og som har en investeringshorisont på mindst 12 måneder. Investorer bør have en tolerance for valutaudsvingninger. Fonden passer godt som en del af en langsigtet investeringsportefølje, både til private, selskaber og institutioner.

Fondens startdato
Afkast siden lancering
Gennemsnitligt årligt afkast
Forvaltningskapital
Antal kendte investorer
Forvaltningshonorar
Mindste handelsstr.
Godkendt til markedsføring

29. september 2006
33,71%
7,07%
749 mio
2.466
0,8 % per år
1 stk.
Norge, Sverige, Danmark, Holland, Luxembourg, Finland, Island og Storbritanien
Barclays Capital Global Treasury Indeks, 3-5 år
Ja
Torgeir Høien

Referenceindeks
UCITS-fond
Porteføljeforvalter

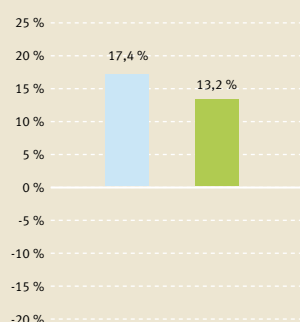
Årstal	Afkast i DKK	Indeks i DKK	Forvaltningskapital*	Antal investorer
2010	17,38%	13,25%	749	2.466
2009	10,74%	0,48%	364	1.558
2008	-2,05%	16,17%	419	1.644
2007	3,62%	0,46%	808	2.353
2006**	1,33%	-2,23%	521	2.557

* I millioner kroner

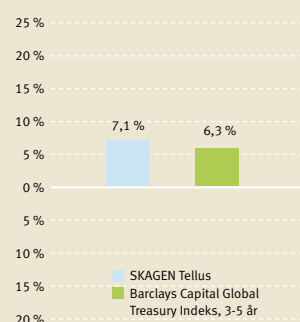
** Fonden blev oprettet i løbet af året

AFKAST

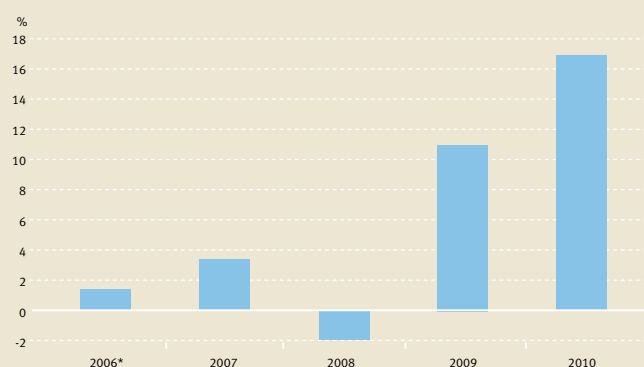
Afkast 2010



Gennemsnitligt årligt afkast, siden start



AFKAST PR ÅR



* Fonden blev etableret i løbet af året

Undervurderede rentefaldet

Obligationsfonden SKAGEN Avkastning leverede i 2010 et afkast på 9,52 procent mod referenceindeksets 11,33 procent. Årsagen til det svage relative afkast var primært, at vi ikke forudså det kraftige fald i de lange norske renter i starten af året.

SKAGEN Avkastning blev derfor i årets første fem måneder overhalet af referenceindekset, som er norske statsobligationer med en fast løbetid på tre år. Renten på treårige papirer faldt i denne periode med over et procentpoint. Fonden havde kort løbetid på norske investeringer og indkasserede dermed ikke gevinster på rentefaldet.

Det absolutte afkast i andet halvår var forholdsvis svagt, men fonden udviklede sig en del bedre end indeks. En markant styrkelse af den norske krone gavnede danske investorer i 2010.

I starten af sommeren havde vi forlænget fondens løbetid, således at vi tjente godt på de faldende globale renter i juli og august. Stigende lange renter i løbet af efteråret i de gældstyngede europæiske lande smittede af på renteniveauet i de frembrydende lande, og vi måtte derfor konstatere et tab på vores obligationer her. Da året gik på hæld, forkortede vi fondens løbetid, og da de lange obligationsrenter tog relativt meget på i december, kunne vi notere et betydeligt bedre afkast end indeks.

Risikopræmierne på bankpapirer med løbetid på over 12 måneder steg i løbet af året. Bankpapirerne i fondens portefølje havde ved udgangen af året en gennemsnitlig løbetid på over tre år. Efterhånden som der bliver kortere til forfald, vil risikopræmierne tikke ind, og fonden vil opnå kursgevinster. Den vægtede kreditduration på fondens bankpapirer er 1,7 år.

Vækstmarkederne og Grækenland

Vi tror, at stærkere vækst i USA og flere andre industrilande vil føre til højere lange renter i disse lande i 2011. Det betyder begrænsede muligheder for kursgevinster ved investe-

ringer i statsobligationer i modne markeder.

Vores tro er usvækket på gevinstmuligheder i fremvoksende lande med solide rammebetingelser for finans- og pengepolitikken, hvor både inflation og inflationsforventninger er faldende. Der bør også være potentiale i obligationer, som efter vores mening har for høj kreditpræmie, som for eksempel græske statsobligationer.

Grækenland har fået en økonomisk hjælpepakke fra eurolandene og IMF, som rækker til at dække landets refinansieringsbehov til og med 2013. Vi tror, det er usandsynligt, at Grækenland misligholder gælden i denne periode. Kreditpræmien på statsobligationer med forfald inden da tyder på, at markedet indregner en højere sandsynlighed for misligholdelse af gælden, end vi mener er reel.

Også norske renter skal op

Renterne er stigende i andre industrilande, vækst og realrente er steget i Norge, og vi tror derfor, at de norske lange renter skal længere op. Norges Bank vil hæve den ledende rentesats i 2011, og derfor kommer også de korte renter højere op. Seneste "Pengepolitiske Rapport" fra Norges Bank tyder på, at rentesatsen først bliver hævet i andet halvår, og så med 0,5 procentpoint. Solid vækst i hovedlandets økonomi trækker den ledende rentesats i retning af en hævelse, men stærk kronekurs kan trække i den modsatte retning. Vi mener, at det er mere sandsynligt, at Norges Bank hæver renten højere end de antagne 0,5 procentpoint end en mindre rentestigning.

Renterisikoen reduceret

Hvordan har vi så tilpasset porteføljen til vores syn på markedet?

Vi har reduceret fondens renterisiko – det vil sige, at kursudviklingen vil blive mindre påvirket af stigende lange renter. Andelen af norske bankpapirer er øget. De har flydende rente, således at hævet rentesats hurtigt vil

Jane Tvedt har taget styringen

1. december 2010 tog Jane Tvedt over som hovedansvarlig forvalter af SKAGEN Avkastning. Jane har siden 1. marts 2010 arbejdet sammen med Torgeir Høien om forvaltningen af både SKAGEN Avkastning og SKAGEN Tellus. Jane har mange års erfaring med arbejde inden for makroøkonomi og rentemarkeder, blandt andet fra Norges Bank og Statoil.



give udslag i effektive renter af vores placeringer.

Fondens udlandseksponering er reduceret til omkring 12 procent af fonden. Vi ser gode muligheder for rentefald og kursgevinster på disse obligationer. Den største post er en græsk statsobligation, som ved årsskiftet udgjorde 4 procent af fonden. Obligationen forfalder i marts 2012 og har en effektiv rente på 11 procent. Risikopræmien virker alt for høj – baseret på omtalte risikopakke fra eurolandene og IMF. Med kun lidt over et år til forfald er renterisikoen relativt lav. En stigning i den effektive rente vil derfor have begrænset virkning på obligationskursen.

Forventer 4,5 procent dette år

Hvad kan investorerne så forvente sig i 2011?

Vores udgangspunkt er et forventet afkast de næste par år på 4,5 procent p.a. i norske kroner – baseret på rentens og risikopræmiernes udvikling. Investorerne bør være opmærksomme på, at fondskursen kommer til at svinge også i tiden herefter, og at afkastet i perioder kan være lavt såvel som negativt. Kilden til kurssvingningerne er renteændringer i de internationale kreditmarkeder.

MULIGHEDERNE UDEN FOR NORGE HOLDES OP MOD RISIKOEN

SKAGEN Avkastning er en norsk obligationsfond med mandat til at investere dele af fonden i ikke-norske statsobligationer. Vores ikke-norske investeringers forudsætning er, at de kan give højere afkast end placeringer i Norge, justeret for risikoen.

Fondskursen vil svinge, og vi anbefaler derfor vores investorer mindst seks måneders investeringshorisont. Fonden valutasikrer stort set alle udenlandske investeringer, så ændringer i den norske kronekurs ikke påvirker fondskursen.

Den norske del af porteføljen placeres i statsobligationer, bankpapirer udstedt af solide banker samt i bankindskud på særligt gunstige vilkår. Fondens afkast kommer fra rentekuponer, kursgevinster på obligationerne og renteindtægter af bankindskud.



Fondens startdato
Afstast siden lancering
Gennemsnitligt årligt afkast
Forvaltningskapital
Antal kendte investorer
Forvaltningshonorar
Mindste handelsstr.
Godkendt til markedsføring
Referenceindeks
UCITS-fond
Porteføljeforvalter

16. september 1994
170,53%
6,30%
1498 mio
14.772
0,5 % per år
1 stk.
Norge, Sverige, Danmark, Luxembourg
ST4X
Ja
Jane Tvedt

Obligationsfonden SKAGEN Avkastning har som målsætning at give andelsejerne bedst mulige risikojusterede afkast i rentemarkedet på en seks måneders horisont. Dette søges opnået ved at balancere investeringer mellem rentebærende værdipapirer med kort og lang løbetid og ved at investere i udenlandske statsobligationer. Fonden har et internationalt investeringsmandat, men investeringerne foretages primært i certifikater og obligationer udstedt i norske kroner. Fonden investerer i lån med lav kreditrisiko, det vil sige statsobligationer, statsgaranterede lån, lån i finansinstitutioner, samt bankindskud.

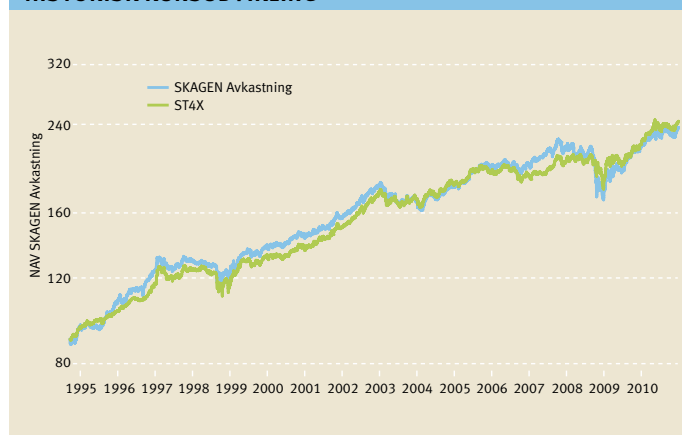
SKAGEN Avkastning er et godt alternativ for investorer som ikke ønsker at bruge ressourcer på at overvåge rentemarkederne og på at flytte investeringer mellem rentebærende værdipapirer med forskellige løbetider. Danske investorer skal være opmærksomme på eksponeringen mod den norske krone ved investering i denne fond.

Årstal	Afstast i DKK	Indeks i DKK	Forvaltningskapital	Antal investorer
2010	9,52%	11,33%	1498	14.772
2009	25,77%	21,58%	1415	14.177
2008	-20,01%	-10,92%	936	13.520
2007	8,33%	7,24%	3681	15.065
2006	0,74%	-2,13%	2740	12.279
2005	9,59%	6,20%	2644	6385
2004	7,66%	7,44%	519	2363
2003	-7,68%	-3,35%	128	937
2002	16,70%	17,97%	122	568
2001	9,98%	11,45%	56	343
2000	3,67%	2,46%	34	261
1999	14,42%	14,69%	33	194
1998	-5,97%	-6,84%	18	154
1997	3,98%	6,48%	67	185
1996	15,65%	14,19%	55	131
1995	13,17%	7,78%	30	54
1994	5,99%	5,81%	4	18

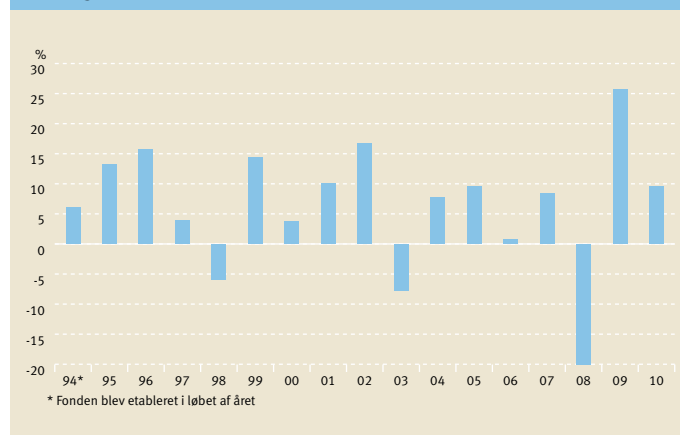
* 1 millioner kroner

** Fonden blev etableret i løbet af året

HISTORISK KURSUDVIKLING



AFKAST PR ÅR



Priser og udmærkelser 2010

Vores fonde og forvaltere har modtaget en række priser og udmærkelser for gode resultater i hele 2010.

Høj rangering over hele linjen i Danmark

SKAGEN rangeres som nummer to i det danske marked ved den årlige udnævnelse, som analyseselskabet Dansk Aktie Analyse og Jyllands-Posten foretager. SKAGEN blev rangeret som nummer et i 2009 og 2007 og nummer to i 2010 og 2008. Ingen andre danske forvaltere har kunnet opnå så stabile resultater. Rangeringen sker efter en grundig analyse af alle danske aktiefondes resultater, både på kort og lang sigt.

Lipper sætter pris på os

SKAGENS tre aktiefonde vandt i alt 13 Lipper-priser i forskellige kategorier. Overrækkelserne fandt sted forskellige steder i Europa i begyndelsen af året. Lipper uddeler priser til fondsforvaltere i en række regioner i verden. SKAGEN modtog Lipper Awards for præstationerne i Norden, Holland, Europa og for anden gang i Storbritannien. SKAGEN Global blev tildelt prisen for bedste globale fond i samtlige disse kategorier for de seneste fem og ti års præstationer. Prisen som bedste vækstmarkedsfond de seneste fem år gik til SKAGEN Kon-Tiki i de samme kategorier.

Tog Den gyldne okse ved hornene

I november blev SKAGEN Kon-Tiki valgt til bedste fond efter en afstemning ved den hollandske prisfest De Gouden Stier (Den gyldne okse). Det er tredje år i træk, at SKAGEN har vundet priser ved denne prestigefyldte prisuddeling. SKAGEN har været aktiv på det hollandske marked siden 2006 og har både private og institutionelle kunder.

I top ved ny rangering

Det uafhængige britiske analysebureau Citywire er begyndt at rangere fondsforvaltere, hvis fonde er tilgængelige i flere europæiske markeder. Teamet bag SKAGEN Kon-Tiki rangeres som nummer to i dets kategori.

Citywire rangerer SKAGEN Global som nummer 8 ud af 453 globale aktiefonde og SKAGEN Kon-Tiki som nummer 3 ud af 80 vækstmarkedsfonde, baseret på forvalternes resultater de seneste fem år. For yderligere information se fonds rangeringslisten forneden.

Ny S&P-rating til SKAGEN Global

SKAGEN Vekst og SKAGEN Global skiftede forvaltere i marts, og fondene blev derefter

sat til vurdering af analyseselskabet Standard & Poor's (S&P). S&P har lavet en grundig gennemgang af begge fondes forvaltning og tildelt teamet bag SKAGEN Global en AA-rating.

Angående SKAGEN Vekst har S&P valgt at fastholde TR-ratingen (Tenure Review), til forvalterne har 12 måneders relevant erfaring. SKAGEN Vekst får derfor sin evaluering i marts 2011.

Vores tredje aktiefond SKAGEN Kon-Tiki har bevaret sin AAA-rating i år.

SKAGEN Kon-Tiki blev ud fra de seneste fem års resultater rangeret som nummer 22 ud af 563 vækstmarkedsfonde i slutningen af 2010. SKAGEN Global og SKAGEN Vekst er klassificeret som globale fonde efter S&P-standard og blev rangeret som henholdsvis nummer 59 og 38 ud af 2925 globale aktiefonde ved udgangen af 2010.

Topkarakterer hos Morningstar

SKAGENS aktiefonde har modtaget kvalitetssvurderinger fra det internationale fonds-rangeringsselskab Morningstar. Fondene er således rangeret: *Superior* til SKAGEN Kon-

MILEPÆLE FOR SKAGEN FONDENE

1993 »	1994-95 »	1997 »	1998 »	
- Stavanger Fondsforvaltning AS får koncession af Kredittilsynet til at forvalte værdipapirfonde - Aktiefonden SKAGEN Vekst lanceres 1. december 448 andelsejere og en forvaltningskapital på 20 millioner kroner	- Obligationsfonden SKAGEN Avkastning lanceres 16. september - SKAGEN Vekst bliver årets bedste AMS-fond ud af i alt 22 fonde - SKAGEN Avkastning bliver årets bedste obligationsfond	- SKAGEN Global lanceres 7. august - SKAGEN Vekst kåres til det bedste AMS-fond for godt afkast og lav risiko (Dine Penge) - Kontor etableres i Ålesund - Forvaltningskapitalen når over en milliard kroner	- Pengemarkedsfonden SKAGEN Høyrente lanceres 18. september - SKAGEN Vekst bliver atter markedets bedste AMS-fond (Dine Penge) - SKAGEN Global bliver bedste fond af dem, som investerer uden for Norge - Kontor etableres i Oslo	
2005 »	2006 »	2007 »		
- SKAGEN Global opgraderes til AAA-rangering hos S&P - SKAGEN er Norges største forvalter af aktiefonde - Vores fonde godkendes til salg i Luxembourg - Forvaltningskapitalen når over 39 milliarder kroner	- SKAGEN Vekst opgraderes til AAA-rangering hos S&P - Vores fonde godkendes til salg i Holland og Finland - SKAGEN Tellus lanceres 29. sept. - Kontorer etableres i Tønsberg og København - SKAGEN er Norges største forvalter af aktiefonde og har Sveriges største nettotegning - SKAGEN vinder 6 priser i Lipper Awards 2006 - Forvaltningskapitalen når over 58 milliarder kroner	- Kontor etableres i Göteborg - Fondene godkendes til salg på Island og i Storbritannien - Funds Europe Award 2007: Kristoffer Stensrud kåres til årets investeringsdirektør - Forvaltningskapitalen passerer 79 milliarder kroner, og antallet af ansatte når over 100		

Tiki, *Elite* til SKAGEN Global og *Standard* til SKAGEN Vekst.

Morningstars kvantitative vurdering er primært baseret på fondens afkast i forhold til de seneste tre års risiko. Morningstar uddeler

fra en til fem stjerner, hvor fem er højest.

Vores to aktiefonde SKAGEN Global og SKAGEN Kon-Tiki har også fået fem stjerner af Morningstar, og SKAGEN Vekst har fået fire.

Fondsranking	SKAGEN Vekst	SKAGEN Global	SKAGEN Kon-Tiki	SKAGEN Avkastning	SKAGEN Tellus	SKAGEN Høyrente	SKAGEN Høyrente Institusjon
Standard & Poor's (AAA=Bedste kvalitative rating)	TR (Tenure Review)	AA	AAA				
Morningstar Rating* (5=Bedste kvantitative rating)	★★★★	★★★★★	★★★★★	★★	★★★★★	★★★★	★★★★
Morningstar Kvalitativ Rating	 Standard	 Superior	 Elite				
Wassum (5=Bedste kvantitative rating)		    	    				
Citywire(5 års periode) Porteføljeformaler-rating (des. 2010)		Nr. 8 av 453	Nr. 3 av 80				
Lipper Funds Awards		Europe 2010: Bedste fond 10 år aktiefond globalt	Europe 2010: Bedste fond 5 år aktiefond vækstmarkeder				
Dine Penger (DP)terning	 Nr. 4 av 8	 Nr. 1 av 55	 Nr. 1 av 14				

Opdateret per 31. december 2010. Tomme felter betyder at der ikke er foretaget nogen rangering af fonden. Læs mere om rangeringer, ratingbureauer, udmærkelser og priser her: www.skagenfondene.dk/Om-os/Rangeringer/ og www.skagenfondene.dk/Om-os/Priser-og-udmarkelser/.

*Morningstar udfører kvantitative ratings af fondens risikojusterede afkast mod andre fonde indenfor samme kategori. Kilde: www.morningstar.dk

1999 »	2001 »	2002 »	2003 »	2004 »
SKAGEN Global bliver nummer et i sin kategori	- Kontorer etableres i Bergen og Trondheim - SKAGEN tilbyder indskudspension for første gang - Forvaltningskapitalen når over 5 milliarder kroner	- SKAGEN Kon-Tiki lanceres 5. april - Vores fonde godkendes til salg i Sverige og Danmark	- SKAGEN Høyrente Institusjon lanceres 14. marts - Alle vores tre aktiefonde opnår A-rangering hos Standard & Poor's (S&P) - Forvaltningskapitalen når over 12 milliarder kroner	- SKAGEN og SKAGEN Global opgraderes til AA-rangering hos S&P - Vi er Norges næststørste forvalter af aktiefonde - Kontor etableres i Stockholm - Forvaltningskapitalen er næsten 20 milliarder kroner
2008 »	2009 »	2010 »		
- Alle tre aktiefonde bibeholder deres AAA-rating hos S&P - Næststørste nettotegning i Sverige - Internationalisering og øget eksportsucces - De Gouden Stier 2008: SKAGEN Global bliver bedste fond (publikumspris) - Tegningsprovisionen fjernes - Forvaltningskapitalen faldt til 57 milliarder kroner, primært på grund af svage aktiemarkeder	- Årets investeringsforening i Danmark, Sverige og Holland - Skabt merværdier for 9,5 mia. norske kr. for investorerne - Hovedparten af kapitalen kommer nu fra andre lande end Norge - Det faste administrationshonorar i SKAGEN Kon-Tiki reduceret til 2 procent	- SKAGEN Kon-Tiki rangeres på andenpladsen blandt Citywires "Euro Stars" - SKAGEN Tellus får fem stjerner af Morningstar - London-kontoret åbner - Passerer 100 milliarder norske kroner i forvaltningskapital.		

Afkast oversigt

Afkast	Seneste år	Seneste 3 år	Seneste 5 år	Seneste 7 år	Seneste 10 år	Levetid
SKAGEN Vekst	23,0 %	-0,6 %	7,4 %	16,7 %	14,0 %	17,4 %
Oslo Børs Benchmark Index (OSEBX) linked OSEBX/MSCI AC Total Return Index	23,7 %	-3,6 %	5,8 %	15,3 %	8,6 %	10,1 %
SKAGEN Global	23,9 %	0,7 %	6,7 %	14,1 %	11,5 %	17,3 %
MSCI World Linked Index (DM trough AC Total Return)	20,5 %	-1,8 %	0,0 %	4,3 %	-1,3 %	1,7 %
SKAGEN Kon-Tiki	29,2 %	8,8 %	14,3 %	23,3 %		21,8 %
MSCI Emerging Markets Index (Daily Traded Net Total Return)	27,2 %	2,6 %	10,0 %	16,4 %		11,7 %
SKAGEN Tellus	17,38 %	8,39 %				7,07 %
Barclays Capital Global Treasury Index 3 - 5 years (DKK)	13,25 %	9,75 %				6,34 %
SKAGEN Avkastning	9,52 %	3,29 %	3,76 %	5,13 %	5,33 %	6,30 %
Oslo Børs Statsobligasjonsindeks 3.0 (ST4X)	11,33 %	6,43 %	4,82 %	5,39 %	6,26 %	6,48 %

Risiko- og præstationsmålinger

	SKAGEN Vekst	SKAGEN Global	SKAGEN Kon-Tiki	SKAGEN Avkastning	SKAGEN Tellus
--	--------------	---------------	-----------------	-------------------	---------------

GEVINST OG TABSANALYSE SIDEN START

Relativ gevinst	96 %	163 %	125 %	109 %	100 %
Relativt tab	75 %	102 %	100 %	114 %	92 %
Relativ gevinst/tab-ratio	1,29	1,59	1,25	0,95	1,08
Positive indeksafvigelser	15,93	22,22	14,52	4,33	13,18
Negative indeksafvigelser	9,65	8,48	5,96	4,45	12,54
Indeks afvigelse-ratio	1,65	2,62	2,43	0,97	1,05

RISIKO OG PRÆSTATIONSMAÅL SENESTE 5 ÅR

Standard afvigelse, fond	24,9 %	20,0 %	25,0 %	10,2 %
Standard afvigelse, reference indeks	31,9 %	15,4 %	23,5 %	8,5 %
Sharpe-ratio, fond	0,18	0,18	0,45	0,08
Sharpe-ratio, reference indeks	0,09	(0,19)	0,30	0,22
Relativ volatilitet / Tracking error	10,9 %	8,6 %	5,5 %	5,7 %
IR	0,15	0,77	0,79	(0,19)
Alfa	2,4 %	9,3 %	7,2 %	-1,0 %
Beta	0,75	1,19	1,04	0,99
R2	91 %	81 %	94 %	68 %
Korrelation	0,96	0,90	0,97	0,83

GEVINST OG TABSANALYSE SENESTE 5 ÅR

Relativ gevinst	81 %	141 %	110 %	111 %
Relativt tab	76 %	109 %	98 %	125 %
Relativ gevinst/tab-ratio	1,06	1,30	1,11	0,89
Positive indeksafvigelser	14,77	14,33	9,89	5,57
Negative indeksafvigelser	13,34	7,77	6,06	6,62
Indeks afvigelse-ratio	1,11	1,84	1,63	0,84
Mængde positive afvigelser	53 %	65 %	62 %	46 %
Mængde positive afvigelser, opgang	20 %	79 %	65 %	49 %
Mængde positive afvigelser, nedgang	90 %	50 %	58 %	43 %
Konsistens	43 %	63 %	67 %	52 %
Konsistens, opgang	26 %	69 %	71 %	47 %
Konsistens, nedgang	73 %	54 %	59 %	57 %

VALUE AT RISK 5 ÅR

Value at risk: observed, NAV	-20,4 %	-15,2 %	-19,1 %	-7,7 %
Value at risk: observed, Benchmark	-27,0 %	-10,2 %	-17,0 %	-5,5 %
Relativ Value at Risk, observed	-5,5 %	-6,4 %	-4,2 %	-6,5 %

*Alle afkaststal over 12 måneder er annualiseret.

Benchmarkindeks for SKAGEN Global var indtil 2010 MSCI World Index (Daily Traded Net Total Return). Siden da har det været MSCI All Country Index (Daily Traded Net Total Return).

Benchmarkindeks for SKAGEN Kon-Tiki var MSCI World Index (Daily Traded Net Total Return) indtil 2004. Siden da MSCI Emerging Markets Index (Daily Traded Net Total Return). Afkastdata for benchmarket til SKAGEN Kon-Tiki er derfor en kombination af disse to indekser.

Benchmarkindeks for SKAGEN Vekst var indtil 2010 Oslo Børs Benchmark Index (OSEBX). Siden da har det været et vægtet gennemsnit af MSCI All Country Index (Daily Traded Net Total Return) og Oslo Børs Benchmark Index (OSEBX).

CODE RESULTATER ER INGEN GARANTI FOR FREMTIDIGT AFKAST

Historisk afkast er ingen garanti for fremtidigt afkast. Fremtidigt afkast vil blandt andet afhænge af markedsudviklingen, forvalternes dygtighed, fondens risiko samt omkostninger ved tegning og forvaltning. Afkastet kan blive negativt som følge af kurstab. Investeringer i udenlandsk kapital er ikke valutasikret

Begrebsforklaring

I SKAGEN Fondene beregner vi de traditionelle finansielle mål for risiko og præstationer, som er baseret på anvendelse af middelværdi og varians i data. Meget finansielle teori er bygget op om anvendelse og tolkning af disse begreber, som kan have klare fordele i kommunikationen, men også nogen begrænsninger.

I tilgift til dette beregner vi derfor en række mål, der er baseret på risikoanalyse som anvendes i andre industrier. Vi kalder det gevinst- og tab analyse. I gevinst- og tabs analysen får vi et stærkere fokus på det, som virkeligt bekymrer os som investorer; nemlig risikoen for at tabe penge i en given periode.

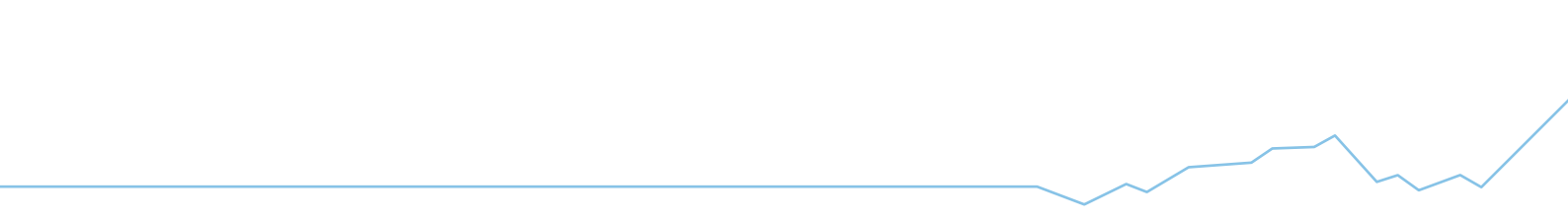
Alle beregninger af mål er baseret på månedlige observationer af udviklingen for fondene og referenceindeks.

Traditionelle risiko- og præstationsmål

Standardafvigelse er et mål for variationen i det årlige afkast. Der er en 65 procent tilnærmet sandsynlighed for, at det årlige afkast ligger i området plus/minus en standardafvigelse. Sandsynligheden for, at afkastet afviger med over to standardafvigelser fra forventet afkast er cirka fem procent. En høj standardafvigelse kan betyde høj risiko.

Sharpe-indekset er et indirekte mål for sandsynligheden for, at fonden vil give højere afkast end risikofri rente. Jo højere score, jo større er denne sandsynlighed. Jo større sandsynlighed, des sikrere er muligheden for at opnå merafkast ved at være på aktiemarkedet. Størrelsen kan derfor bruges som et absolut mål for risikojusteret afkast.

Relativ volatilitet (tracking error) er standardafvigelsen fra det årlige merafkast i forhold til indekset i den pågældende periode. Relativ volatilitet måler forvalterens evne til at frembringe et jævnt mer-



afkast i forhold til referenceindekset, men bruges ofte som et mål for et fonds uafhængighed af indekset.

Information ratio er et indirekte mål for sandsynligheden for, at fonden vil give højere afkast end referenceindekset. Jo højere score, des højere er sandsynligheden for at opnå merafkast. Information ratio bruges som mål for et risikojusteret merafkast, hvor risiko fortolkes som faren for et ujævnt merafkast. Information ratio måler hermed forvalterens evne til jævnt merafkast.

Alfa er et risiko-justeret mål for det såkaldte aktive afkast af en investering. Det er merafkastet ud over den compensation man får for den påtagede risiko, og anvendes derfor ofte til at vurdere aktive porteføljevalorter præstationer.

Det kan vises, at i et fuldstændig effektivt marked, vil den forventede værdi af alfa koeficienten være nul. Derfor angiver alfa koeficienten, hvor godt en investering har klaret sig når man tager højde for den risiko der er givet:

En alfaværdi under nul, betyder at investeringen har givet for lidt afkast i forhold til den givne risiko (eller havde for høj risiko i forhold til afkastet)

En alfaværdi lig med nul, betyder at investeringen har givet et afkast der svarer til den påtagede risiko.

En alfaværdi over nul, er ensbetydende med at investeringen har givet et afkast, der overstiger præmien for den antagede risiko.

Beta af en aktie eller portefølje er et tal, der beskriver forholdet mellem dets afkast og det finansielle marked som helhed. Et aktiv med en beta på 0 betyder, at kursen på ingen måde er korreleret med markedet. En positiv betaværdi på 1 betyder, at aktivet generelt følger markedet. En negativ betaværdi viser, at aktivets udvikling går modsat af markedet, så hvis markedets værdi går op, så går aktivets værdi ned og vice versa. Som tilnær-

melse til markedet anvendes fondenes referenceindeks.

R2 anvendes i forbindelse med statistiske modeller, hvis hovedformål er en forudsigelse af fremtidige resultater på grundlag af andre relaterede oplysninger. Det er den del af variationen i et datasæt, der tegner sig for den statistiske model. Det indeholder et mål for hvor godt de fremtidige resultater sandsynligvis vil blive forudsagt af modellen.

En høj værdi (tæt på 100%) angiver en høj og god forklaringsgrad af modellen.

Korrelation i statistik er et mål for en sammenhæng mellem et sæt af to variable eller målinger. En høj korrelation betyder, at det ene sæt af variabler kan forudsiges fra det andet og omvendt. I det her tilfælde fortæller en høj korrelation (tæt på 100 %) at aktivet eller porteføljen følger markedet tæt.

Value at Risk (VaR) er i finansiell risikostyring et meget anvendt risikomål for risikoen for tab på en specifik portefølje af finansielle aktiver. I det her tilfælde svarer det til hvor meget man kan risikere at tabe i løbet af en måned med 2,5 % sandsynlighed. Den relative VaR er et mål for den værste underperformance i løbet af en måned.

Gevinst og tabsanalysen

Relativ gevinst og relativt tab er mål for evnen til at opnå et merafkast i henholdsvis opgangs- og nedgangsperioder. Et relativt tab på 80 procent vil sige, at fonden i en tabsperiode i markedet har opnået et tab, som svarer til, at fonden havde investeret blot 80 procent af sine midler i indekset og 20 procent i risikofri rente (ST1X). Relativt tab på mindre end 100 procent vil sige, at fonden taber mindre end det nedadgående marked. Relativ gevinst vil sige, at fonden tjener mere end det opadgående marked. Hvis man sammenligner med en fonds standardafvigelse, kan disse mål give indikationer af, hvorfor standardafvigelsen er højere eller lavere end indekset.

Relativ gevinst/relativt tab-ratio udtrykker forholdet mellem relativ gevinst og relativt tab. Er ratioen over 1, vil det sige, at fonden bliver bedre betalt for den risiko, den løber, sammenlignet med referenceindekset. Målet er stærkt korrelerende med Sharpe-indekset ved rangering af fonde, der investerer i samme marked, men udtrykker derudover om det risikojusterede afkast er bedre end markedets risikojusterede afkast. Målet kan derfor bruges til at sammenligne fonde i forskellige markeder. Sharpe-indekset kan kun bruges til at sammenligne fonde, der investerer i samme marked.

Positiv og negativ indeksafvigelse udtrykker den positive eller negative indeksafvigelse pr. år i den pågældende periode. Hvis de positive afvigelser er større end de negative, har fonden opnået højere afkast end indekset.

Indeksafvigelses-ratio udtrykker forholdet mellem positive og negative indeksafvigelser. Dette er et mål for evnen til at skabe merafkast ved at være en aktiv og ikke en passiv forvalter. Jo højere tal, des bedre betaling pr. negativ indeksafvigelse. Indeksafvigelses-ratio fortolker risikoen som faren for negativ indeksafvigelse i modsætning til information ratio, der tolker risikoen som ujævnt merafkast (og ikke nødvendigvis negativt merafkast).

Summen af de numeriske positive og negative afvigelser er et mål for fondens uafhængighed af referenceindekset.

Antal positive afvigelser justerer for størrelsen på afvigelserne. En positiv afvigelse på 2 % udligner to negative på 1 %. Dette inkluderer antallet og ikke bare konsistensen. Denne afviger fra konsisten hvis de positive afvigelser i snit er større eller mindre end de negative.

Konsistens er andelen af måneder med overperformance. Hvis antal måneder med overperformance er 36 af 60 bliver konsistensen lig med 60 % (36/60).



Efter sidste sår. 1905.

Af Michael Ancher.

Billedet tilhører Skagens Museum.

EJERSTRUKTUR

SKAGEN AS ejes af:

T. D. Veen AS	25,69 %
Solbakken AS	18,40 %
MCM Westbø AS	9,84 %
Månebakken AS	7,29 %
Åge Westbø AS	7,29 %
Harald Espedal AS	8,31 %
Kristian Falnes AS	8,31 %
Stafonds AS	5,07 %
Andet nøglepersonale	9,80 %

STYRETS OG NØGLEPERSONERS ANDELE I FONDENE

NAVN	ANTAL ANDELE	FUNKTION
Martin Gjelsvik	9 225	Bestyrelsesformand og ejer
Tor Dagfinn Veen	799 828	Bestyrelsesmedlem og ejer
Barbro Johansson	252	Bestyrelsesmedlem ejervalgt
Yuhong Jin Hermansen	96 115	Suppleant andelsejervalgt
Jan Henrik Hatlem	1 073	Bestyrelsesmedlem andelsejervalgt
Ole Søreberg	6 500	Suppleant ejervalgt
Anne Sophie K. Stensrud	1 455	Suppleant og ejer
Lars-Erik Forsgårdh	67	Bestyrelsesmedlem andelsejervalgt
Harald Espedal	435 865	Adm. direktør og ejer
Kristian Falnes	1 163 589	Investeringsdirektør og ejer
J. Kristoffer C. Stensrud	2 565 395	Porteføljeformaler og ejer
Åge K. Westbø	1 369 796	Viseadm. direktør og ejer

VALGKOMITÉEN

Valgkomitéen består af Sigve Erland (formand), Truls Holte og Nils Martin Petersson. Komiteens opgaver er at foreslå kandidater til andelsejervalgte medlemmer af bestyrelsen i SKAGEN AS

Spændende år for investorerne

2010 blev endnu et godt år for SKAGENS investorer. Hovedparten af SKAGENS fonde har givet bedre afkast end deres respektive indekser. Forvaltningskapitalen passerede 100 milliarder norske kroner. Baggrunden har været gode præstationer og værdiforøgelse i fondene.

2010 bød på ...

Forventningerne til 2010 var, at realøkonomien ville følge aktiemarkedene med op og få en positiv udvikling. Året endte som forventet med stærk vækst i markedsøkonomien. Usikkerhed omkring gældskrisen i Europa og USA i 2010 dominerede imidlertid sommerhalvåret, men 2010 endte med en accelererende vækst i Nordeuropa og USA. Vækstmarkederne havde god økonomisk vækst hele året.

Markederne er blevet stabiliseret i løbet af efteråret, og aktiemarkedernes selskaber leverede gennemgående gode resultater. Det lagde grunden til en ny optimisme. Især små selskaber og aktier i vækstmarkederne har haft god kursudvikling.

2010 var præget af forandring og kontinuitet i porteføljeforvaltningen. Filip Weintraub er sluttet i SKAGEN i marts 2010 for at starte egen virksomhed. Kristian Falnes overtog ansvaret for SKAGEN Global efter 13 år som forvalter af SKAGEN Vekst. Beate Bredesen fik ansvaret for SKAGEN Vekst efter seks år som porteføljeforvalter i SKAGEN, heraf fire år som medforvalter i SKAGEN Vekst. Sidst på året overtog en af selskabets renteforvaltere, Jane S. Tvedt, forvaltningen af SKAGEN Avkastning. Porteføljeteamenes kapacitet er samtidig blevet styrket en del i 2010 i takt med selskabets vækst og ambitioner.

SKAGEN Kon-Tiki har bevaret sin AAA-rating fra Standard & Poor's i 2010, mens SKAGEN Globals rating er reduceret til AA-, og SKAGEN Vekst er takseret til TR (Tenure Review). Begge ændringer skyldes forvalterskifte. Bestyrelsen ser frem til en ny vurdering fra Standard & Poor's i 2011.

Hvad kan vi forvente i 2011?

2011 tegner til at blive et godt år for den globale økonomiske vækst, men billedet af en tvedelt verden står ved magt. Væksten ser ud til at blive meget god i vækstmarkederne og moderat i de modne økonomier. Selv om markedet må forberede sig på stigende renter, regner SKAGEN alligevel med lavt renteniveau i 2011. Virksomhederne har været overraskende dygtige til at tilpasse kapacitet og omkostninger til skiftende markedsforhold. Selskabernes resultater er derfor gode.

Værdifastsættelsen i aktiemarkedet er moderat – under hensyntagen til de lave renter. Fondenes porteføljer er prisfastsat med betydelig rabat i markederne generelt. SKAGEN ser derfor optimistisk på fondenes afkast i 2011. Det nye år byder på flere markante risici. Gældskrisen i de sydeuropæiske statsfinanser kan få vidtrækkende konsekvenser, og i vækstmarkederne kan væksten blive opbremsset af inflationsfare.

Forvaltningskapital

Forvaltningskapitalen voksede i 2010 fra 94,7 milliarder norske kroner til 110,3 milliarder norske kroner, en stigning på 15,6 milliarder norske kroner. Fondenes nettotegning blev 191 millioner norske kroner.

Foråret var til at begynde med præget af nettoindløsninger på 4,5 milliarder norske kroner i SKAGEN Global i forbindelse med forvalterskifte. Derpå fulgte nettoindløsninger på mere end 3 milliarder norske kroner i forbindelse med markedsuro i maj og juni. I løbet af efteråret vendte situationen, og fondene blev tilført en god og konstant tegning sidst på året.

SKAGEN har bevaret sin position som det norske fondsmarkeds største aktieforvalter. Selskabet har samtidig udviklet sig til et internationalt selskab. SKAGENS markeder uden for Norge har været præget af god vækst. De største bidrag til væksten i 2010 har været tegning fra investorer i Holland, Danmark og Schweiz. Nettotegningen i Sverige har for første gang været negativ, efter at store beløb er blevet indløst via præmiepensionssystemet (PPM). Bortset fra det er aktiviteten i Sverige præget af god vækst.

SKAGEN er en af de ti største fondsforvaltere i det svenske marked og forvalter præmiepension for omkring 8,6 milliarder norske kroner for anslået 450.000 af sparerne PPM. SKAGEN har gennem længere tid været opmærksom på tiltagende flytning af midler inden for PPM. Flytningen er genereret af eksterne forvaltningstjenester, som gennemfører handler for sparerne. Forhøjet frekvens af store tegninger og indløsninger i fondene øger sandsynligheden for negativ indvirkning på fondenes afkast. SKAGEN har meddelt de svenske myndigheder, at der er behov for at regulere forvaltertjene-

sten, der er knyttet til PPM, så denne form for transaktioner kan blive reduceret. Hvis ikke myndighederne iværksætter tilfredsstillende tiltag, har SKAGEN i sinde at trække sig fra samarbejdet med PPM, således at nuværende investorer vil blive beskyttet mod disse transaktioner.

Rentefondene havde en nettoindløsning på 151 millioner norske kroner. SKAGEN Tellus har haft god tilgang af nye midler og stærkt afkast dette år. Pengemarkedsfondene har dog haft en jævn indløsning i løbet af året, idet rekordlave renter har givet kunderne et ønske om at løbe yderligere risiko for at opnå højere afkast.

Der har ikke været ekstraordinært store indløsninger i aktie- eller rentefondene i 2010.

Fondenes afkast

2010 har været et godt år for hovedparten af vores fonde, både målt på absolut og relativt afkast. Afkast i bestyrelsens beretning er opgivet i norske kroner, efterfulgt af danske kroner i parentes.

SKAGEN Kon-Tiki leverede et meget stærkt resultat med 21,2 procents afkast (29,2 pct.) mod verdensindeksets 19,3 procent (27,2 pct.). Fondens gennemsnitlige årlige afkast siden starten er 22,1 procent (21,8 pct.).

SKAGEN Global har også relativt leveret et godt resultat med 16,3 procent (23,9 pct.) mod verdensindeksets 13,1 procent (20,5 pct.). Fondens gennemsnitlige årlige afkast siden begyndelsen er på 16,9 procent (17,3 pct.).

SKAGEN Vekst opnåede et absolut afkast på 15,4 procent (23,0 pct.) mod 16,0 procent for referenceindekset (23,7 pct.), ligeligt sammensat af Oslo Børs/Verdensindekset. Fondens gennemsnitlige årlige afkast siden starten er 17,0 procent (17,4 pct.).

SKAGEN Tellus har haft et meget godt år i 2010 og gav et afkast på 17,2 procent målt i euro (17,4 pct.). Fonden har relativt gjort det godt og slået referenceindekset, som havde et afkast på 13,1 procent (13,2 pct.).

SKAGEN Avkastning har haft et svagt år i 2010 med et afkast på 2,8 procent (9,52 pct.) mod referenceindeksets 4,5 procent (11,38 pct.).

SKAGEN Høyrente, som ikke markedsføres i Danmark, opnåede 2,7 procents afkast mod 3-måneders gennemsnitligt NIBOR, som



Martin Gjelsvik,
bestyrelsesformand



Barbro Johansson,
bestyrelsesmedlem udpeget af
aktionærerne



Yuhong Jin Hermansen,
suppleant udpeget af investorerne



Anne Sophie K. Stensrud,
suppleant udpeget af aktionærerne

var 2,5 procent for hele året, og referenceindeksets 2,3 procent. SKAGEN Høyrente Institusjon, som ikke markedsføres i Danmark, opnåede 2,8 procents afkast mod referenceindeksets 2,3 procent.

SKAGEN Krona, som ikke markedsføres i Danmark, opnåede 0,9 procents afkast målt i svenske kroner i 2010 mod referenceindeksets 0,3 procent.

Ændringer i regulering af SKAGENS aktivitet

Den norske lov om værdipapirfonde trænger til en opdatering, og det norske finansministerium har derfor nedsat et lovudvalg, som i 2010 har arbejdet med en revidering af loven. Værdipapirfondloven bygger på et EU-direktiv om værdipapirfonde (UCITS-direktivet), og EU er ud over et ønske om modernisering klar med opdateringer, som skal være implementeret i norsk lov inden 1. juli 2011. Det foreløbige lovudkast vil betyde, at loven bliver lettere tilgængelig og vil varetage investorernes interesser ved at sikre, at de får forståelig, relevant og sammenlignelig information, såvel som større indflydelse i forbindelse med vedtægtsændringer, fusionering af fonde og lignende. SKAGEN har i 2010 brugt meget tid på at påvirke udformningen af lov og forskrift, og loven ventes vedtaget i løbet af sommeren. Selskabet vil i 2011 fokusere på at implementere nye regler i virksomheden.

Pengemarkedsfonde har efter finanskrisen i 2008 været i centrum i Værdipapirfondenes Forenings selvreguleringsarbejde. Foreningens standard for information og klassificering af pengemarkedsfonde og obligationsfonde er blevet revideret, og ændringerne går i grove træk ud på, at restriktionerne for at kunne klassificeres som pengemarkedsfond er blevet en del strengere. Klassificeringen skal endvidere synliggøre, hvad der skaber forskelligheder mellem rentefondene, og gøre det lettere at sammenligne forskellige fonde. Standarden blev implementeret i sommeren 2010. SKAGEN har foretaget mindre vedtægtsændringer i SKAGEN Høyrente og SKAGEN Høyrente Institusjon og dermed

tilpasset mandaterne til den nye klasse, fondene er klassificeret i.

Stortinget lagde sommeren 2010 op til etablering af nye regler om vederlag i finanssektoren i overensstemmelse med EU-direktiv. Finansministeriet har i løbet af efteråret udarbejdet cirkulære om vederlag i finansinstitutioner, gældende fra 1. januar 2011. Ministeriet vurderer på baggrund af den internationale finanskrisen, at der bør fastlægges retningslinjer for bonusordninger for dermed at fremme den finansielle stabilitet og modvirke for høj risiko og incitament til kortsigtet profit. Det er politisk forståeligt, at myndighederne ønsker at påvirke incitamentstrukturen i den globale finansbranche.

SKAGEN har i sine 17 års virke altid lagt vægt på en incitamentstruktur og ejerskabsmodel, som fremmer langsigtet tænkning og bæredygtig risikovilje. Forvaltningsselskabets indtjening varierer kraftigt fra år til år i takt med finansmarkedernes svingninger. En lav omkostningsbasis er nødvendig for at kunne overleve i dårlige tider. Selskabet må samtidig have mulighed for at udbetale god variabel aflønning, når selskabet har gode resultater. Derved kan man rekruttere og holde på de bedste medarbejdere i et globalt marked.

SKAGEN vil foretage de nødvendige tilpasninger til de nye regler.

Nye muligheder for kunderne

En vigtig målsætning for SKAGEN er at give kunderne bedst mulig service, opfølgning og kommunikation. Selskabet ønsker at være innovativt og anderledes i sin kundeservice og kommunikation.

SKAGEN ønsker at kommunikere med og møde kunderne gennem de kanaler, hvor kunderne befinder sig. Selskabet har i 2010 lanceret nye hjemmesider med mulighed for direkte websamtale. SKAGEN har også oprettet en facebookside og udviklet en applikation til vores internetsider til mobil. Desuden er antallet af markedsrapporter ændret fra 8 til 4. Længden af rapporterne er samtidig

øget, og de går mere i dybden med de faglige problemstillinger.

Selskabet vil i 2011 lancere en ny rapporteringsplatform, som vil give investorerne langt bedre muligheder for at hente analyser og rapportering af deres egne investeringer i fondene.

Selskabet er desuden optaget af større tilgængelighed for kunderne. BankID blev i slutningen af 2009 godkendt som gyldig legitimation i Norge. SKAGEN har tilbudt BankID-login i flere år, men denne ændring har gjort det endnu lettere at etablere kundeforhold til SKAGEN elektronisk, gennemføre transaktioner, oprette opsparingsaftaler og give gavekort.

Vi vil blive ved med at arrangere webmøder med fondsforvalterne. SKAGEN glæder sig over det engagement, som kunderne lægger for dagen ved at indsende spørgsmål og kommentarer og ved at deltage i kundeundersøgelserne. Der har også været stor deltagelse på inspirationsmøder, frokostmøder og temamøder. I Norge er afholdt 156 møder med 7700 deltagere, og i Sverige 119 møder med 4700 deltagere. I 2010 er endvidere afholdt 45 inspirationsmøder og 30 temamøder i Danmark med i alt over 3600 deltagere. Det danske kontor har desuden deltaget i 15 møder med udvalgte samarbejdspartnere, med i alt 850 deltagere.

Der har også været høj aktivitet på vores nyetablerede kontor i London. 120 møder har været gennemført, siden kontoret blev etableret i maj 2010. SKAGEN er også aktiv i andre internationale markeder, og de rådgivere, som har ansvar for disse markeder, er sammenlagt ude at rejse fire måneder om året for at møde eksisterende og potentielle kunder.

SKAGEN gennemfører hvert år en kundeundersøgelse i Norge og Sverige, for at se om selskabet lever op til målsætningen om bedst mulig opfølgning og service, der hvor vi har flest direkte privatkunder. Kundeundersøgelsen blev gennemført i juni 2010 og viser et stabilt tilfredshedsniveau både i Norge og Sverige i forhold til samme undersøgelse, som blev gennemført i juni 2009.



Jan Henrik Hatlem,
bestyrelsesmedlem udpeget af
investorerne



Tor Dagfinn Veen,
bestyrelsesmedlem udpeget af
aktionærerne



Lars Erik Forsgårdh,
bestyrelsesmedlem udpeget af
investorerne



Ole Sæberg,
suppleant udpeget af aktionærerne

SKAGENS medarbejdere

SKAGEN har ved udgangen af 2010 152 medarbejdere fordelt på seks kontorer i Norge (Stavanger, Trondheim, Ålesund, Bergen, Oslo og Tønsberg), to kontorer i Sverige (Stockholm og Göteborg), et kontor i Danmark (København) og et kontor i Storbritannien (London). I 2011 udvider vi med et kontor i Holland (Amsterdam). SKAGENS fonde markedsføres desuden i Finland, Holland, Luxembourg og på Island.

SKAGEN benytter en aflønningsmodel, som motiverer medarbejderne til at samarbejde om det højeste mulige risikojusterede afkast til kunderne. Modellen understøtter samarbejde mellem alle afdelinger for at sikre den bedste mulige oplevelse af SKAGEN, også omkring service, kompetent opfølgning og kommunikation. Ingen medarbejders løn er direkte bundet til tegningsresultater. Der ved undgår selskabet den uheldige interne konkurrence og salgspression, beskyttelse af egen ekspertise og dårlig udnyttelse af medarbejdernes ressourcer, som kan præge sådanne ordninger.

Medarbejdernes kompetenceudvikling er afgørende for SKAGEN og vores kunder. De fleste af SKAGENS kunderådgivere er ved udgangen af 2010 autoriserede finansielle rådgivere. Ordningen stiller høje krav til praktisk og teoretisk viden, og medarbejdere med kundekontakt skal bestå eksaminer bedømt af et uafhængigt nævn. En tilsvarende autorisationsordning blev indført i Sverige i 2005,

og alle vores svenske rådgivere har opnået autorisation herfra.

SKAGEN rekrutterer medarbejdere med forskellig baggrund og tilstræber en balance mellem mandlige og kvindelige medarbejdere. Ved årets udgang var 58 kvinder og 94 mænd ansat i virksomheden. Der er ligestilling med hensyn til arbejdsvilkår og aflønning. SKAGEN havde i 2010 et sygefravær på 2 procent.

Bestyrelsen vil gerne takke alle for en flot indsats i 2010. Medarbejdernes kompetencer og holdninger er afgørende for SKAGENS resultater.

Organisering

SKAGEN AS har tilladelse fra Finanstilsynet til at agere som fondsforvaltningsselskab og er forretningsfører for SKAGEN Fondene. Handelsbanken er SKAGENS depotmodtager, og Verdipapircentralen (VPS) fører SKAGENS investorregister.

Finansiell risiko

Der er ingen finansiell risiko i fondene, idet de kun har kortsigtet gæld i forbindelse med afregning af værdipapirer.

Markedsrisiko, kreditrisiko og likviditetsrisiko

Risikoen i værdipapirfondene opstår som følge af markedsbevægelser, udvikling i valuta, renter, konjunkturer og selskabsspecifikke forhold. Risikoen i 2010 lå på det forventede niveau.

SKAGEN stiller ud over lovpligtige krav interne krav til branchebalance og likviditet i de værdipapirer, fondene investerer i. Disse krav har været opfyldt i løbet af året. SKAGEN har også udarbejdet interne rutiner for at mindske risikoen for fejl, som kan få indvirkning på fondene. Fordelingen af aktieporteføljernes investeringer er et resultat af SKAGENS investeringsfilosofi, som stiller krav til selskabernes værdifastsættelse, produkt- og markedsmatrice, gældsgrad og værdipapirets likviditet. Rentefondenes investeringer fordeles ligeledes baseret på en vurdering af den enkelte udsteders kreditværdighed og de generelle økonomiske forhold i det land, hvor udsteder befinder sig.

Bestyrelsen bekræfter, at forudsætningen for fortsat drift af forvaltningsselskabet er til stede.

Investeringsfilosofi

SKAGEN fastholder sin investeringsfilosofi og forretningside. SKAGEN tror på, at den bedste måde at skabe merafkast for kunderne – både før og nu – er at have en aktiv investeringsfilosofi, hvor porteføljeforvalterne leder efter upopulære, underanalyserede og undervurderede selskaber. Det samme princip er gældende for forvalterne af SKAGENS rentefonde: Fondene skal forvaltes aktivt med grundlag i egne analyser af markedet, udstederne og de enkelte værdipapirer.

Forslag til fordeling af fondenes overskud:

Stavanger 27. januar 2011

RESULTATREGNSKAB I HELE 1000 NOK	SKAGEN VEKST	SKAGEN GLOBAL	SKAGEN KON-TIKI	SKAGEN AVKASTNING	SKAGEN HØYRENT	SKAGEN HØYRENT INSTITUSJON	SKAGEN TELLUS	SKAGEN KRONA SEK
ÅRETS RESULTAT	1 367 188	4 597 708	7 412 567	42 931	106 641	46 031	35 944	2 301
Som disponeres								
Overført til/fra optjent egenkapital	1 367 188	4 597 708	7 412 567	42 931	8 759	1 068	-17 147	-1 089
Afsat til uddeling til investorerne	-	-	-	-	97 882	44 963	53 091	-
Netto uddelt til investorerne i løbet af året	-	-	-	-	-	-	-	3 390
SUM	1 367 188	4 597 708	7 412 567	42 931	106 641	46 031	35 944	2 301

STAVANGER, 27. januar 2011

Martin Gjelsvik

Tor Dagfinn Veen

Lars-Erik Forsgårdh

Yuhong Jin Hermansen

Barbro Johansson

Anne S.K. Stensrud

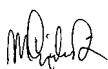
Ole Sæberg

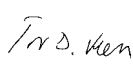
Jan Henrik Hatlem

Årsregnskap 2010

RESULTATREGNSKAP (angitt i hele tusen kroner)		SKAGEN Vekst		SKAGEN Global		SKAGEN Kon-Tiki		SKAGEN Avkastning	
	Noter	2010	2009	2010	2009	2010	2009	2010	2009
Porteføljeinntekter og -kostnader									
Renteinntekter/-kostnader		19 676	40 955	-5 483	15 698	29 514	23 439	54 448	38 042
Aksjeutbytte		209 061	153 361	770 817	572 154	1 006 273	412 629	-	-
Gevinst/tap ved realisasjon		961 828	-111 451	2 747 124	12 804	2 683 201	416 904	18 172	11 912
Endring urealiserte kursgevinster/tap	8	433 968	3 478 553	1 753 853	6 170 880	4 884 616	9 289 755	-9 778	-2 180
Garantiprovisjon		1 395	2 158	-	-	1 714	-	-	-
Kurtasje		-9 043	-2 429	-39 943	-30 613	-38 889	-38 422	-20	-12
Valutagevinst/tap		-46 902	83 095	-142 965	-14 778	-211 709	22 225	-11 623	37 241
PORTFØLJERESULTAT		1 569 983	3 644 242	5 083 402	6 726 144	8 354 719	10 126 530	51 199	85 003
Forvaltningsinntekter og -kostnader									
Forvaltningshonorarfast	9	-99 718	-80 183	-304 296	-238 489	-784 077	-433 108	-8 268	-6 574
Forvaltningshonorarvariabelt	9	-90 545	-306 672	-93 914	-401 803	-53 506	-200 012	-	-
FORVALTNINGSRESULTAT		-190 263	-386 855	-398 210	-640 293	-837 583	-633 119	-8 268	-6 574
RESULTAT FØR SKATTEKOSTNAD		1 379 720	3 257 387	4 685 192	6 085 851	7 517 136	9 493 411	42 931	78 429
Skattekostnad	4	-12 533	-8 399	-87 485	-57 610	-104 569	-41 994	-	-
ÅRSRESULTAT		1 367 188	3 248 988	4 597 708	6 028 241	7 412 567	9 451 417	42 931	78 429
Som disponeres									
Overført til/fra opptjent egenkapital	10	1 367 188	3 248 988	4 597 708	6 028 241	7 412 567	9 451 417	42 931	78 429
Avsatt til utdeling til andelseierne	10	-	-	-	-	-	-	-	-
Netto utdelt til andelseierne i løpet av året	10	-	-	-	-	-	-	-	-
SUM		1 367 188	3 248 988	4 597 708	6 028 241	7 412 567	9 451 417	42 931	78 429
BALANSE									
		31.12.2010	31.12.2009	31.12.2010	31.12.2009	31.12.2010	31.12.2009	31.12.2010	31.12.2009
Eiendeler									
Norske verdipapirer til kostpris	3,8	4 297 675	4 392 260	747 871	328 222	1 583 183	903 093	1 196 715	1 234 022
Utenlandske verdipapirer til kostpris	3,8	3 352 926	3 822 862	25 904 844	25 784 496	31 442 804	22 251 605	176 497	285 046
Urealiserte kursgevinster/tap	8	2 461 501	2 027 533	4 969 845	3 215 992	11 745 887	6 861 271	735	10 513
Opptjente renter verdipapir	8	2 029	6 921	2 117	-	-	-	8 531	8 945
SUM VERDIPAPIRPORTFØLJE		10 114 131	10 249 576	31 624 678	29 328 710	44 771 874	30 015 969	1 382 477	1 538 527
Tilgodehavende aksjeutbytte		22 885	12 000	159 259	50 636	161 462	86 465	-	-
Opptjente renter bank		-	-	-	-	-	-	-	-
SUM OPPTJENTE, IKKE MOTTATTE INNTEKTER		22 885	12 000	159 259	50 636	161 462	86 465	-	-
Tilgode fra meglere		37 596	2 833	37 744	-	33 377	167 688	-	-
Tilgode fra forvaltningsselskapet		-	-	1	2	1	-	-	-
Tilgodehavende skatt på aksjeutbytte		2 705	2 296	35 979	29 563	2 525	14 722	-	-
Andre fordringer		-	-	-	1 803	-	-	-	-
SUM ANDRE FORDRINGER		40 302	5 129	73 724	31 367	35 903	169 160	-	-
Bankinnskudd	11	208 509	462 250	605 061	2 259 795	2 866 849	3 345 247	239 663	429 15
SUM EIENDELER		10 385 827	10 728 956	32 462 721	31 670 509	47 836 087	33 616 841	1 622 141	1 581 441
Egenkapital									
Andelskapital til pålydende	10	697 727	817 754	3 964 232	4 446 760	8 258 941	7 026 079	1 220 421	1 262 330
Overkurs	10	-30 61	142 807	15 928 441	18 908 370	20 824 090	15 405 164	405 729	417 164
INNSKUTT EGENKAPITAL		694 666	2 245 833	19 892 673	23 355 130	29 083 030	22 431 242	1 626 149	1 679 493
Opptjent egenkapital	10	9 517 342	8 150 154	12 276 219	7 678 511	18 072 132	10 659 565	-56 930	-99 860
Avsatt til andelseierne for reinvestering i nye andeler		-	-	-	-	-	-	-483	-483
SUM EGENKAPITAL		10 212 007	10 395 987	32 168 892	31 033 641	47 155 162	33 090 807	1 568 737	1 579 150
Gjeld									
Banktrekk		-	-	-	-	-	-	-	-
Skyldig til meglere		55 881	121	74 121	67 406	362 634	147 744	51 291	-
Skyldig til forvaltningsselskapet		115 264	331 348	171 984	474 058	281 902	346 154	2 129	1 963
Annen gjeld		2 674	1 500	47 725	95 404	36 390	32 136	-16	328
SUM ANNEN GJELD		173 819	332 969	293 829	636 868	680 926	526 034	53 404	2 291
SUM GJELD OG EGENKAPITAL		10 385 827	10 728 956	32 462 721	31 670 509	47 836 087	33 616 841	1 622 141	1 581 441

Stavanger 27. januar 2011
Styret for SKAGEN AS


Martin Gjelsvik


Tor Dagfinn Veen

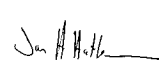

Lars-Erik Forsgårdh


Yuhong Jin Hermansen


Barbro Johansson


Anne S.K. Stensrud


Ole Sæberg

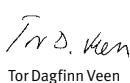

Jan Henrik Hatlem

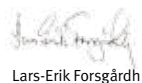
RESULTATREGNSKAP (angitt i hele tusen kroner)		SKAGEN Høyrente		SKAGEN Høyrente Institusjon		SKAGEN Tellus		SKAGEN Krona*	
	Noter	2010	2009	2010	2009	2010	2009	2010	2009
Porteføljeinntekter og -kostnader									
Renteinntekter/-kostnader		116 395	169 933	50 573	88 328	24 847	14 440	3 268	7 925
Aksjeutbytte		-	-	-	-	-	-	-	-
Gevinst/tap ved realisasjon		1 049	-1 105	2 511	3 033	20 422	15 036	-	-
Endring urealiserte kursgevinster/tap	8	-720	-7 314	-4 424	-1 304	-539	-57 909	-357	-901
Garantiprovisjon		-	-	-	-	-	-	-	-
Kurtasje		-158	-14	-109	-10	-70	-37	-45	-37
Valutagevinst/tap		-	-	-	-	-3 580	-2 873	-	-
PORTEFØLJERESULTAT		116 567	161 500	48 550	90 048	41 081	-31 343	2 865	6 987
Forvaltningsinntekter og -kostnader									
Forvaltningshonorarfast	9	-9 926	-11 020	-2 519	-3 535	-5 009	-3 312	-564	-845
Forvaltningshonorarvariabelt	9	-	-	-	-	-	-	-	-
FORVALTNINGSRESULTAT		-9 926	-11 020	-2 519	-3 535	-5 009	-3 312	-564	-845
RESULTAT FØR SKATTEKOSTNAD		106 641	150 479	46 031	86 512	36 071	-34 655	2 301	6 142
Skattekostnad	4	-	-	-	-	-127	-	-	-
ÅRSRESULTAT		106 641	150 479	46 031	86 512	35 944	-34 655	2 301	6 142
Som disponeres									
Overført til/fra opptjent egenkapital	10	8 759	33 532	1 068	16 424	-17 147	-47 682	-1 089	263
Avsatt til utdeling til andelseierne	10	97 882	116 948	44 963	70 089	53 091	13 027	-	-
Netto utdelt til andelseierne i løpet av året	10	-	-	-	-	-	-	3 390	5 879
SUM		106 641	150 479	46 031	86 512	35 944	-34 655	2 301	6 142
BALANSE									
		31.12.2010	31.12.2009	31.12.2010	31.12.2009	31.12.2010	31.12.2009	31.12.2010	31.12.2009
Eiendeler									
Norske verdipapirer til kostpris	3,8	2 612 373	2 763 455	1 016 802	1 462 258	-	28 447	-	-
Utenlandske verdipapirer til kostpris	3,8	-	-	-	-	634 138	370 400	205 605	305 098
Urealiserte kursgevinster/tap	8	443	1 163	-216	4 208	-809	-271	-268	90
Opptjente renter verdipapir	8	14 635	14 080	7 179	7 165	10 806	6 850	1 210	472
SUM VERDIPAPIRPORTEFØLJE		2 627 451	2 778 698	1 023 765	1 473 631	644 134	405 426	206 547	305 660
Tilgodehavende aksjeutbytte		-	-	-	-	-	-	-	-
Opptjente renter bank		-	-	-	-	-	-	-	-
SUM OPPTJENTE, IKKE MOTTATTE INNTEKTER		-	-	-	-	-	-	-	-
Til gode fra meglere		-	-	-	-	-	5 983	-	-
Til gode fra forvaltningsselskapet		-	1	-	-	-	-	-	-
Tilgodehavende skatt på aksjeutbytte		-	-	-	-	-	-	-	-
Andre fordringer		-	-	-	-	363	-	-	-
SUM ANDRE FORDRINGER		-	1	-	-	363	5 984	-	-
Bankinnskudd		893 531	741 393	495 143	456 133	142 706	1 065	7 548	11 970
SUM EIEDELER		3 520 981	3 520 093	1 518 908	1 929 765	787 203	412 474	214 095	317 630
Egenkapital									
Andelskapital til pålydende	10	3 389 023	3 354 990	1 476 567	1 858 232	688 798	380 047	212 774	313 926
Overkurs	10	31 153	30 767	-2 908	-3 369	49 582	13 014	1 021	1 923
INNSKUTT EGENKAPITAL		3 420 175	3 385 757	1 473 658	1 854 863	738 381	393 060	213 795	315 850
Opptjent egenkapital	10	-69	4 397	-542	3 799	-6 250	-328	-137	1 579
Avsatt til andelseierne for reinvestering i nye andeler		98 273	116 986	45 201	70 327	53 074	13 015	-	-
SUM EGENKAPITAL		3 518 379	3 507 140	1 518 318	1 928 988	785 205	405 748	213 658	317 429
Gjeld									
Banktrekk		-	-	-	-	-	-	-	-
Skyldig til meglere		-	-	-	-	-	5 732	-	-
Skyldig til forvaltningsselskapet		2 351	2 479	590	777	1 620	785	129	201
Annen gjeld		251	10 474	-	-	378	210	308	-
SUM ANNEN GJELD		2 602	12 953	590	777	1 998	6 726	437	201
SUM GJELD OG EGENKAPITAL		3 520 981	3 520 093	1 518 908	1 929 765	787 203	412 474	214 095	317 630

* Angitt i hele tusen svenske kroner

Stavanger 27. januar 2011
Styret for SKAGEN AS


Martin Gjelsvik


Tor Dagfinn Veen


Lars-Erik Forsgårdh


Yuhong Jin Hermansen


Barbro Johansson


Anne S.K. Stensrud


Ole Sæberg


Jan Henrik Hatlem

Generelle noter 2010

NOTE 1: REGNSKAPSPRINSIPPER

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

Finansielle instrumenter:

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

Fastsettelse av virkelig verdi:

Verdipapirer er vurdert til markedskurser 31.12.2010.

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

Unoterte aksjer er verdsatt etter siste omsetningskurs, verdurderinger foretatt av meglerforbindelser og interne verdurderinger.

Valutakurser:

Verdipapirer og bankinnskudd/-trekk i utenlandsk valuta er vurdert til gjeldende valutakurs ved tidspunkt for kursfastsettelse 31.12.2010.

Behandling av transaksjonskostnader:

Transaksjonskostnader i form av kurtasje til meglere kostnadsføres på transaksjonstidspunkt.

Avsatt til utdeling til andelseierne:

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

Tilordning anskaffelseskost:

For aksjefondene er gjennomsnittlig anskaffelsesverdi benyttet for å finne realiserede kursgevinster/-tap ved salg av aksjer. For rentefondene benyttes FIFO-prinsippet ved beregning av realisert kursgevinst/-tap ved salg.

NOTE 2: FINANSIELLE DERIVATER

Fondene har ikke hatt beholdning av finansielle derivater gjennom året.

NOTE 3: FINANSIELL MARKEDSRISIKO

Balansen i fondenes årsregnskap gjenspeiler fondenes markedsverdi pr siste børsdag i året målt i norske kroner. Aksjefondene er gjennom investering i norske og utenlandske virksomheter eksponert for aksjekurs- og valutakursrisiko. Rentefondene er eksponert for renterisiko, kredittrisiko og valutarisiko i de tilfeller fondene investerer i annen valuta enn NOK.

NOTE 4: SKATTEBEREGNING

Aksjefond:

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

Videre er utbytter mottatt fra selskaper innenfor EØS i utgangspunktet skattefrie. 3 % av realiserede gevinster fra selskaper skattemessig hjemmehørende innenfor EØS og utbytter mottatt fra tilsvarende selskaper behandles imidlertid som skattepliktige. Utbytter mottatt fra selskaper utenfor EØS er skattepliktige. Fondene kan i tillegg belastes kildeskatt på utbytte mottatt fra alle utenlandske selskaper. Faktisk skattekostnad for årene 2010 og 2009 knytter seg til kildeskatt på utenlandsk utbytte.

Rentefond:

Rentefond er skattepliktig med 28 % av netto realiserede kursgevinster på rentebærende verdipapirer, opptjente periodiserte renteinntekter, valuta-gevinster/tap, minus fradragsberettigede kostnader hvilket blant annet omfatter forvaltningshonoraret. Skattepliktig resultat utdeles i praksis til andelseierne slik at fondet ikke kommer i skatteposisjon.

NOTE 5: DEPOTOMKOSTNINGER

Fondene blir kun belastet med transaksjonsdrevne depotkostnader.

NOTE 6: OMLØPSHASTIGHET

Omløpshastighet er et mål på handelsvolumets størrelse justert for tegning og innløsning av andeler. Omløpshastigheten er beregnet som det minste av henholdsvis samlet kjøp og samlet salg av verdipapirer i porteføljen i løpet av året, delt på gjennomsnittlig forvaltningskapital i løpet av året.

Omløpshastighet for 2010:

SKAGEN Vekst	25,25 %
SKAGEN Global	40,80 %
SKAGEN Kon-Tiki	14,99 %
SKAGEN Avkastning	181,66 %
SKAGEN Høyrente	202,56 %
SKAGEN Høyrente Institusjon	134,45 %
SKAGEN Tellus	572,13 %
SKAGEN Krona	430,15 %

NOTE 7: TEGNINGSPROVISJON

Ingen tegnings- eller innløsningsprovisjoner.

NOTE 8: SE SIDENE 52 – 65

SKAGEN Vekst Note 9, 10 og 11

NOTE 9. FORVALTNINGSHONORAR

Fast forvaltningshonorar utgjør 1 % p.a. av den daglige forvaltningskapital i tillegg til variabelt forvaltningshonorar: 1/10 av avkastning utover 6 % p.a.

NOTE 10. EGENKAPITAL

	Andelskapital	Overkurs	Opptjent egenkapital	Sum
EGENKAPITAL PR 1.1.2010	817 754	1 428 079	8 150 154	10 395 987
Uttstedelse av andeler	137 711	1 669 107		1 806 818
Innløsning av andeler	-257 738	-3 100 247		-3 357 986
Årsresultat			1 367 188	1 367 188
EGENKAPITAL PR 31.12.2010	697 727	-3 061	9 517 342	10 212 007
	31.12.2010	31.12.2009	31.12.2008	
Antall andeler	6 977 271	8 177 547	7 186 025	
Basiskursprandel (angitt i hele kroner)*	1 463,6198	1 268,3147	856,5973	

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

Fastsatt Risk-beløp pr 1. januar:

1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000
-0,35	-0,37	3,28	-0,50	1,73	1,26	3,62
2001	2002	2003	2004	2005	2006	
3,77	0,51	2,03	3,06	-7,03	-9,44	

SKAGEN Global Note 9 og 10

NOTE 9. FORVALTNINGSHONORAR

Fast forvaltningshonorar utgjør 1 % p.a. av den daglige forvaltningskapital i tillegg til variabelt forvaltningshonorar: 1/10 av bedre verdiutvikling i andelsverdien enn referanseindeksen MSCI All Country World Daily Total return Net \$ målt i norske kroner.

NOTE 10. EGENKAPITAL

	Andelskapital	Overkurs	Opptjent egenkapital	Sum
EGENKAPITAL PR 1.1.2010	4 446 760	18 908 370	7 678 511	31 033 641
Uttstedelse av andeler	1 077 098	6 874 304		7 951 402
Innløsning av andeler	-1 559 625	-9 854 233		-11 413 858
Årsresultat			4 597 708	4 597 708
EGENKAPITAL PR 31.12.2010	3 964 232	15 928 441	12 276 219	32 168 892
	31.12.2010	31.12.2009	31.12.2008	
Antall andeler	3 964 239	4 446 757	3 674 926	
Basiskursprandel (angitt i hele kroner)*	811,4809	697,9145	550,3927	

SKAGEN Kon-Tiki Note 9, 10 og 11

NOTE 9. FORVALTNINGSHONORAR

Fast forvaltningshonorar utgjorde 2,5 % p.a. av den daglige forvaltningskapital til og med 30. juni 2009. Fra 1. juli 2009 utgjør det faste honoraret 2 % p.a. Variabelt forvaltningshonorar har for hele perioden blitt beregnet som: 1/10 av bedre verdiutvikling i andelsverdien enn referanseindeksen, MSCI Emerging Markets Index Daily Traded Net Total Return \$ målt i norske kroner. Dog begrenset oppad og nedad slik at samlet forvaltningshonorar ikke kan overstige 4 % p.a. og ikke bli lavere enn 1 % p.a. av gjennomsnittlig forvaltningskapital.

NOTE 10. EGENKAPITAL

	Andelskapital	Overkurs	Opptjent egenkapital	Sum
EGENKAPITAL PR 1.1.2010	7 026 079	15 405 164	10 659 565	33 090 807
Uttstedelse av andeler	3 034 307	12 888 259		15 922 566
Innløsning av andeler	-1 801 445	-7 469 333		-9 270 778
Årsresultat			7 412 567	7 412 567
EGENKAPITAL PR 31.12.2010	8 258 941	20 824 090	18 072 132	47 155 162
	31.12.2010	31.12.2009	31.12.2008	
Antall andeler	8 258 940	70 260 786	42 075 710	
Basiskursprandel (angitt i hele kroner)*	570,9556	470,9718	288,3044	

*Basiskurs er satt ved dagsslutt 31/12 og basert på beste estimater på dette tidspunkt. I regnskap er endelige tall lagt til grunn. Mindre periodiseringsavvik kan dermed forekomme.

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

Fastsatt Risk-beløp per 1. januar:

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

SKAGEN Høyrente Note 9 og 10

NOTE 9. FORVALTNINGSHONORAR

Forvaltningshonoraret utgjør 0,25 % p.a. av den daglige forvaltningskapital.

NOTE 10. EGENKAPITAL

	Andelskapital	Overkurs	Opptjent egenkapital	Avsatt til andels-eierne for reinvest. i nye andeler	Sum
EGENKAPITALPR1.1.2010	3 354 990	30 767	4 397	116 986	3 507 140
Ustedelse av andeler	5110087	54106	52382		5 216 575
Innløsning av andeler	-5076054	-53720	-65607		-5 195 382
Reinvestert forandelseierne				-116 595	-116 595
Avsatt til reinvestering forandelseierne				97882	97 882
Årsresultat etter utdeling til andelseierne			8759		8 759
EGENKAPITALPR 31.12.2010	3 389 023	31 153	-69	98 273	3 518 379

	31.12.2010	31.12.2009	31.12.2008
Antall andeler	33 890 228	33 549 896	43 266 971
Basiskursprandel (angitt i hele kroner)*	103,8222	104,5408	107,6860

SKAGEN Høyrente Institusjon Note 9 og 10

NOTE 9. FORVALTNINGSHONORAR

Forvaltningshonoraret utgjør 0,15 % p.a. av den daglige forvaltningskapital.

NOTE 10. EGENKAPITAL

	Andelskapital	Overkurs	Opptjent egenkapital	Avsatt til andels-eierne for reinvest. i nye andeler	Sum
EGENKAPITALPR1.1.2010	1 858 232	-3 369	3 799	70 327	1 928 988
Ustedelse av andeler	873 730	-1 527	13 108		885 310
Innløsning av andeler	-1 255 395	1 988	-18 516		-1 271 923
Reinvestert forandelseierne				-700 89	-70 089
Avsatt til reinvestering forandelseierne				44 963	44 963
Årsresultat etter utdeling til andelseierne			1 068		1 068
EGENKAPITALPR 31.12.2010	1 476 567	-2 908	-542	45 201	1 518 318

	31.12.2010	31.12.2009	31.12.2008
Antall andeler	14 765 667	18 582 318	25 651 986
Basiskursprandel (angitt i hele kroner)*	102,8252	103,8057	106,5054

SKAGEN Avkastning Note 9, 10, 11 og 12

NOTE 9. FORVALTNINGSHONORAR

Forvaltningshonoraret utgjør 0,5 % p.a. av den daglige forvaltningskapital.

NOTE 10. EGENKAPITAL

	Andelskapital	Overkurs	Opptjent egenkapital	Avsatt til andels-eierne for reinvest. i nye andeler	Sum
EGENKAPITALPR1.1.2010	1 262 330	417 164	-99 860	-483	1 579 150
Ustedelse av andeler	639 929	175 282			815 211
Innløsning av andeler	-681 838	-186 717			-868 555
Reinvestert forandelseierne					-
Avsatt til reinvestering forandelseierne					-
Årsresultat etter utbetaling til andelseierne			42 931		42 931
EGENKAPITALPR 31.12.2010	1 220 421	405 729	-56 930	-483	1 568 737

	31.12.2010	31.12.2009	31.12.2008
Antall andeler	12 204 208	12 623 296	10 427 255
Basiskursprandel (angitt i hele kroner)*	128,5463	125,0972	117,1930

NOTE 11. VALUTARISIKO

SKAGEN Avkastning benytter ikke valutasikringsinstrumenter mot norske kroner, men har pr 31.12.10 trekk på EUR, MXN og ZAR bankkonti for å redusere valutaeksponeringen på investeringene.

NOTE 12. UTSATT SKATTEFØRDEL

SKAGEN Avkastning har et skattemessig underskudd til fremføring på NOK 55 mill pr 31.12.10. Tilhørende utsatt skattefordel er ikke bokført i balansen da fremtidig utnyttelse av denne er usikker.

SKAGEN Tellus Note 9 og 10

NOTE 9. FORVALTNINGSHONORAR

Forvaltningshonoraret utgjør 0,8 % p.a. av den daglige forvaltningskapital.

NOTE 10. EGENKAPITAL

	Andelskapital	Overkurs	Opptjent egenkapital	Avsatt til andels-eierne for reinvest. i nye andeler	Sum
EGENKAPITALPR1.1.2010	380 047	13 014	-327	13 015	405 748
Ustedelse av andeler	846 436	88 801	33 754		968 992
Innløsning av andeler	-537 684	-52 233	-22 531		-612 447
Reinvestert forandelseierne				-13 031	-13 031
Avsatt til reinvestering forandelseierne				53 091	53 091
Årsresultat etter utdeling til andelseierne			-17 147		-17 147
EGENKAPITALPR 31.12.2010	688 798	49 582	-6 250	53 074	785 205

	31.12.2010	31.12.2009	31.12.2008
Antall andeler	688 798	380 466	474 616
Basiskursprandel (angitt i hele kroner)*	113,9964	106,7901	115,9369

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

NOTE 9. FORVALTNINGSHONORAR

Forvaltningshonoraret utgjør 0,2 % p.a. av den daglige forvaltningskapital.

NOTE 10. EGENKAPITAL

	Andelskapital	Overkurs	Opptjent egenkapital	Sum
EGENKAPITALPR1.1.2010	313 926	1 923	1 580	317 429
Ustedelse av andeler	205 849	2143	785	208 777
Innløsning av andeler	-310 380	-3 057	-1 413	-314 849
Reinvestert forandelseierne	3 378	12		3 390
Årsresultat			-1 089	-1 089
EGENKAPITALPR 31.12.2010	212 774	1 021	-137	213 658

	31.12.2010	31.12.2009	31.12.2008
Antall andeler	212 774	313 926	5 380 851
Basiskursprandel (angitt i hele kroner)*	100,4158	101,1153	101,5832

* Basiskurs ersatt ved dagsslutt 31/12 og basert på beste estimater på dette tidspunkt. I regnskap er endelig etall lagt til grunn. Mindre periodiseringsavvik kan dermed forekomme.

SKAGEN Vekst

Note 8. Verdipapirportefølje pr 31.12.2010 (angitt i hele kroner)

Verdipapir	Antall	Kjøpsverdi NOK	Markedskurs	Valuta	Markedsverdi NOK	Urealisert gevinst/tap	Andel av fondet	Eierandel selskap/ aksjeklasse	Børs
Energi									
Solstad Offshore ASA	2 242 500	108 585 132	116,00	NOK	260 130 000	151 544 868	2,55 %	5,93 %	Oslo Børs
DOFASA	4 954 800	78 558 737	49,50	NOK	245 262 600	166 703 863	2,40 %	5,44 %	Oslo Børs
Bonheur ASA	1 348 072	99 605 010	178,00	NOK	239 956 816	140 351 806	2,35 %	3,30 %	Oslo Børs
Ganger Rolf ASA	1 395 555	142 844 608	163,00	NOK	227 475 465	84 630 857	2,23 %	4,12 %	Oslo Børs
Pride International Inc	1 093 282	159 864 125	33,00	USD	209 797 153	49 933 028	2,06 %	0,62 %	New York
Petroleo Brasileiro Pref ADR	1 001 815	90 839 260	34,17	USD	199 060 899	108 221 639	1,95 %	0,04 %	New York
Transocean Ltd	346 900	153 446 657	69,51	USD	140 218 411	-13 228 246	1,37 %	0,11 %	New York
TGS Nopec Geophysical Co ASA	970 578	47 170 377	131,50	NOK	127 631 007	80 460 630	1,25 %	0,94 %	Oslo Børs
Farstad Shipping ASA	629 338	44 081 117	175,00	NOK	110 134 150	66 053 033	1,08 %	1,61 %	Oslo Børs
Norwegian Energy CO ASA	5 314 393	83 812 282	18,40	NOK	97 784 831	13 972 549	0,96 %	2,18 %	Oslo Børs
Siem Offshore	8 219 897	69 926 621	10,85	NOK	89 185 882	19 259 262	0,87 %	2,08 %	Oslo Børs
Eidesvik Offshore ASA	1 700 000	64 882 552	38,00	NOK	64 600 000	-282 552	0,63 %	5,64 %	Oslo Børs
Sevan Marine ASA	9 675 000	77 573 340	6,50	NOK	62 935 875	-14 637 465	0,62 %	1,84 %	Oslo Børs
EMGS konv05/11 9%	4 000 000	26 171 502	232,00	USD	54 213 711	27 792 162	0,53 %	-	Oslo Børs
Superior Energy Services Inc	235 000	30 988 976	34,99	USD	47 815 121	16 826 145	0,47 %	0,30 %	New York
Northern Offshore Ltd	2 940 000	28 386 046	14,95	NOK	43 953 000	15 566 954	0,43 %	1,88 %	Oslo Børs
BPPIC ADR	165 000	52 614 600	44,17	USD	42 380 375	-10 234 225	0,42 %	0,01 %	New York
Seabird Exploration Ltd 07/12 frn call	43 000 000	11 850 000	85,00	NOK	36 936 809	25 086 809	0,36 %	-	Oslo Børs
Marine Accurate Well as	71 891 376	54 470 669	0,50	NOK	35 945 688	-18 524 981	0,35 %	7,69 %	Unotert
Fred Olsen Production ASA	3 000 000	18 734 740	10,30	NOK	30 900 000	12 165 260	0,30 %	2,83 %	Oslo Børs
Småposter ¹⁾		179 743 465			111 271 966	-69 203 258	1,09 %		
Sum energi		1 624 149 815			2 477 589 760	852 458 138	24,27 %		
Råvarer									
Norsk Hydro ASA	5 583 010	133 214 492	42,61	NOK	237 892 056	104 677 564	2,33 %	0,34 %	Oslo Børs
Norske Skogindustrier ASA	5 622 000	340 640 123	13,85	NOK	77 864 700	-262 775 423	0,76 %	2,96 %	Oslo Børs
Hindalco Industries Ltd	1 950 673	46 051 668	247,00	INR	62 671 613	16 619 945	0,61 %	0,10 %	Mumbai
KWS Saat AG	44 640	30 191 292	145,35	EUR	50 615 222	20 423 930	0,50 %	0,68 %	Frankfurt
Northland Resources SA	2 359 250	28 897 023	17,80	NOK	41 994 650	13 097 627	0,41 %	1,05 %	Oslo Børs
Småposter ¹⁾		119 043 072			133 564 950	14 517 868	1,31 %		
Sum råvarer		698 037 670			604 603 192	-93 438 489	5,92 %		
Kapitalvarer, service og transport									
Kongsberg Gruppen ASA	3 238 100	101 661 239	133,00	NOK	430 667 300	329 006 061	4,22 %	2,70 %	Oslo Børs
Stolt-Nielsen Limited	1 740 996	215 774 364	142,50	NOK	248 091 930	32 317 566	2,43 %	2,71 %	Oslo Børs
Wilh. Wilhelmsen Holding A-aksjer	1 357 250	96 013 665	173,00	NOK	234 804 250	138 790 585	2,30 %	3,92 %	Oslo Børs
Dockwise Ltd	1 032 108	173 044 955	157,00	NOK	162 040 956	-11 003 999	1,59 %	4,08 %	Oslo Børs
Norwegian Air Shuttle ASA	1 324 950	63 560 111	117,50	NOK	155 681 625	92 121 514	1,52 %	3,83 %	Oslo Børs
Oddfell SE-A	2 240 000	99 471 405	54,00	NOK	120 960 000	21 488 595	1,18 %	3,41 %	Oslo Børs
LG Corp	233 515	46 417 748	87 300,00	KRW	105 568 173	59 150 426	1,03 %	0,14 %	Seoul
Avenq Ltd	2 575 700	75 193 395	43,25	ZAR	98 042 282	22 848 887	0,96 %	0,65 %	Johannesburg
Kongsberg Automotive ASA	15 151 251	108 807 125	4,85	NOK	73 483 567	-35 323 558	0,72 %	3,72 %	Oslo Børs
I.M. Skauen SE	1 679 916	21 062 286	36,90	NOK	61 988 900	40 926 615	0,61 %	6,20 %	Oslo Børs
Kverneland ASA	9 300 000	51 388 357	6,50	NOK	60 450 000	9 061 643	0,59 %	6,03 %	Oslo Børs
Glamox ASA	5 944 034	5 852 347	9,00	NOK	53 496 306	47 643 959	0,52 %	9,01 %	Unotert
AP Møller - Maersk A	811	38 032 895	49 140,00	DKK	41 723 617	3 690 722	0,41 %	0,04 %	København
Fairstar Heavy Transport NV	3 770 585	39 094 620	11,00	NOK	41 476 435	2 381 815	0,41 %	4,65 %	Oslo Børs
Trelleborg AB-B	645 000	28 763 207	71,10	SEK	39 694 884	10 931 677	0,39 %	0,27 %	Stockholm
LG Corp Pref	224 482	25 796 379	33 000,00	KRW	38 361 841	12 565 462	0,38 %	6,77 %	Seoul
Småposter ¹⁾		246 621 997			159 352 121	-87 269 876	1,56 %		
Sum kapitalvarer, service og transport		1 436 556 095			2 125 884 189	689 328 094	20,82 %		
Inntektsavhengige forbruksvarer									
Carnival Corp	766 770	196 536 207	46,11	USD	205 595 539	9 059 332	2,01 %	0,13 %	New York
LG Electronics Inc Pref	600 000	144 987 601	43 850,00	KRW	136 246 335	-8 741 266	1,33 %	3,49 %	Seoul
Hurtigruten ASA	26 179 943	88 805 016	4,88	NOK	127 758 122	38 953 106	1,25 %	6,23 %	Oslo Børs
Renault SA	261 054	76 738 433	43,50	EUR	88 585 274	11 846 841	0,87 %	0,09 %	Paris
Dixons Retail Plc	38 800 746	249 906 914	0,23	GBP	80 929 715	-168 977 199	0,79 %	1,07 %	London
Rezidor Hotel Group AB	1 836 744	43 562 448	40,90	SEK	65 024 521	21 462 073	0,64 %	1,22 %	Stockholm
Royal Caribbean Cruises Ltd	228 182	19 953 264	47,00	USD	62 363 818	42 410 553	0,61 %	0,11 %	New York
Mahindra & Mahindra Ltd GDR	586 300	10 111 679	17,60	USD	60 004 803	49 893 124	0,59 %	0,10 %	London Int.
Royal Caribbean Cruises Ltd_	185 330	20 535 885	276,30	NOK	51 206 679	30 670 794	0,50 %	0,09 %	Oslo Børs
Hankook Tire Co Ltd	297 931	27 633 534	31 750,00	KRW	48 985 033	21 351 499	0,48 %	0,20 %	Seoul
Fjord Line AS	2 850 000	28 500 000	16,00	NOK	45 600 000	17 100 000	0,45 %	5,63 %	Unotert
Småposter ¹⁾		73 910 745			65 760 931	-9 074 472	0,64 %		
Sum inntektsavhengige forbruksvarer		981 181 726			1 038 060 771	55 954 385	10,17 %		

Note 8. Verdipapirportefølje pr 31.12.2010 (angitt i hele kroner)

Verdipapir	Antall	Kjøpsverdi NOK	Markedskurs	Valuta	Markedsverdi NOK	Urealisert gevinst/tap	Andel av fondet	Eierandel selskap/ aksjeklasse	Børs
Defensivekonsumvarer									
CermaqASA	1 792 433	71 266 682	90,00	NOK	161 318 970	90 052 288	1,58 %	1,94 %	Oslo Børs
MorpolASA	6 292 983	130 156 851	21,50	NOK	135 299 134	5 142 284	1,33 %	3,75 %	Oslo Børs
Chiquita BrandsIntl	1 373 518	112 828 672	14,02	USD	111 978 803	-849 869	1,10 %	3,04 %	New York
Winn-Dixie Stores Inc	1 948 628	81 244 782	7,18	USD	81 359 231	114 449	0,80 %	3,51 %	NASDAQ
Austevoll Seafood ASA	1 360 600	47 750 407	49,60	NOK	67 485 760	19 735 353	0,66 %	0,67 %	Oslo Børs
Yazicilar Holding AS	750 000	25 622 446	13,45	TRY	38 108 759	12 486 313	0,37 %	0,47 %	Istanbul
People's Food Holding Ltd	9 364 000	24 106 991	0,76	SGD	32 523 541	8 416 550	0,32 %	0,83 %	Singapore
Småposter ¹⁾		196 103 700			142 936 374	-53 256 701	1,40 %		
Sum defensive konsumvarer		689 080 531			771 010 573	81 840 667	7,55 %		
Medisin									
Teva Pharmaceutical-spADR	533 851	161 043 492	52,13	USD	161 830 821	787 330	1,59 %	0,06 %	NASDAQ
Pfizer Inc	800 000	104 175 020	17,51	USD	81 457 220	-22 717 799	0,80 %	0,01 %	New York
Axis-Shield Plc GBP	2 809 221	82 551 381	2,70	GBP	69 024 456	-13 526 924	0,68 %	5,65 %	London
Clavis Pharma ASA	1 710 477	56 464 764	40,20	NOK	68 761 175	12 296 412	0,67 %	5,63 %	Oslo Børs
Photocure ASA	1 114 401	44 889 736	45,80	NOK	51 039 566	6 149 830	0,50 %	5,04 %	Oslo Børs
Medi-Stim ASA	1 710 000	21 366 512	25,00	NOK	42 750 000	21 383 488	0,42 %	9,07 %	Oslo Børs
Algeta ASA	250 000	24 236 900	136,00	NOK	34 000 000	9 763 100	0,33 %	0,63 %	Oslo Børs
Axis-Shield Plc	1 017 998	25 837 665	25,30	NOK	25 755 349	-82 315	0,25 %	8,89 %	Oslo Børs
Småposter ¹⁾		83 294 562			95 431 113	12 136 551	0,93 %		
Sum medisin		603 860 030			630 049 702	26 189 673	6,17 %		
Bankog finans									
Gjensidige Forsikring ASA	3 300 203	194 711 977	58,50	NOK	193 061 875	-1 650 101	1,89 %	0,66 %	Oslo Børs
Olav Thon Eiendomsselskap ASA_	180 000	33 812 469	910,00	NOK	163 800 000	129 987 531	1,60 %	1,69 %	Oslo Børs
Hannover Rueckversicherung AG	435 000	87 663 487	40,13	EUR	136 192 895	48 529 407	1,33 %	0,36 %	Frankfurt
Aareal Bank AG	433 273	64 610 591	22,80	EUR	77 061 667	12 451 076	0,75 %	1,01 %	Frankfurt
Sparebanken Øst	1 500 000	26 585 912	39,50	NOK	59 250 000	32 664 088	0,58 %	7,24 %	Oslo Børs
Imarex ASA	1 026 100	65 708 552	57,00	NOK	58 487 700	-7 220 852	0,57 %	6,80 %	Oslo Børs
Korean Reinsurance Co	952 093	11 484 642	11 800,00	KRW	58 178 880	46 694 238	0,57 %	0,82 %	Seoul
Northern Logistic Property AS	2 195 485	68 216 067	24,00	NOK	52 691 640	-15 524 427	0,52 %	6,20 %	Oslo Børs
Sparebanken Vest	995 506	45 056 270	47,00	NOK	46 788 782	1 732 512	0,46 %	4,61 %	Oslo Børs
Haci Omer Sabanci Holding AS	1 501 444	23 339 370	7,20	TRY	40 839 733	17 500 363	0,40 %	0,07 %	Istanbul
Hitecvision AS	762 746	5 183 966	53,00	NOK	40 425 538	35 242 042	0,40 %	4,14 %	Unotert
Irsa SAADR	397 502	31 351 260	16,09	USD	37 191 939	5 840 679	0,36 %	0,69 %	New York
Norwegian Property ASA	3 513 058	32 583 639	10,35	NOK	36 360 150	3 776 511	0,36 %	0,70 %	Oslo Børs
ABG Sundal Collier Holding ASA	3 106 000	15 848 384	8,60	NOK	26 711 600	10 863 216	0,26 %	0,80 %	Oslo Børs
Norwegian Finans Holding ASA	14 900 000	29 215 000	1,75	NOK	26 075 000	-3 140 000	0,26 %	8,76 %	Unotert
Småposter ¹⁾		48 598 877			54 294 724	5 666 421	0,53 %		
Sum bankog finans		783 969 994			1 107 412 124	323 412 704	10,85 %		
Informasjonsteknologi									
Samsung Electronics Co Ltd Pref GDR	135 832	107 711 829	287,50	USD	227 087 588	119 375 759	2,22 %	0,30 %	London Int.
Samsung Electronics Co Ltd GDR	50 000	19 712 300	421,90	USD	122 668 480	102 956 180	1,20 %	0,02 %	London Int.
Eltek ASA	19 000 000	102 369 562	3,29	NOK	62 510 000	-39 859 562	0,61 %	5,77 %	Oslo Børs
Q-free ASA	2 900 000	39 742 052	17,30	NOK	50 170 000	10 427 948	0,49 %	4,81 %	Oslo Børs
Samsung SDI Co Ltd	51 320	21 573 100	168 000,00	KRW	44 647 784	23 074 684	0,44 %	0,11 %	Seoul
Proact IT Group AB	468 000	15 542 932	108,00	SEK	43 749 675	28 206 744	0,43 %	5,01 %	Stockholm
EDB Ergogroup ASA	2 734 240	33 268 403	15,90	NOK	43 474 416	10 206 013	0,43 %	1,02 %	Oslo Børs
Kyocera Corp	63 565	45 929 843	8 290,00	JPY	37 772 052	-8 157 791	0,37 %	0,03 %	Tokyo
Småposter ¹⁾		120 904 951			87 206 322	-33 698 629	0,85 %		
Sum informasjonsteknologi		506 754 972			719 286 317	212 531 346	7,05 %		
Telekom									
France Telecom SA	699 803	92 677 925	15,59	EUR	85 134 013	-7 543 912	0,83 %	0,03 %	Paris
Sistema Jscf GDR	563 707	17 770 999	24,93	USD	81 720 151	63 949 151	0,80 %	0,12 %	London Int.
Mobile Telesystems ADR	645 000	41 050 762	20,87	USD	78 277 260	37 226 498	0,77 %	0,06 %	New York
Total Access Telecommunication PLC_	8 560 000	7 587 439	42,00	THB	69 674 976	62 087 537	0,68 %	0,36 %	Singapore
Telekomunikasi Indonesia Tbk ADR	290 000	16 154 144	35,64	USD	60 110 463	43 956 319	0,59 %	0,06 %	New York
Indosat Tbk Pt ADR	200 000	33 264 730	29,12	USD	33 866 851	602 122	0,33 %	0,18 %	New York
Småposter ¹⁾		7 842 206			2 659 804	-5 182 402	0,03 %		
Sum Telekom		216 348 204			411 443 518	195 095 313	4,03 %		
Nyttetjenester									
Centrais Eletricas Brasileiras SA Pref	2 234 800	90 179 609	26,75	BRL	209 322 821	119 143 213	2,05 %	0,84 %	Sao Paulo
Småposter ¹⁾		20 482 543			19 468 340	-1 014 203	0,19 %		
Sum nyttetjenester		110 662 151			228 791 162	118 129 010	2,24 %		
SUM VERDIPAPIRPORTEFØLJE²⁾		7 650 601 191			10 114 131 307	2 461 500 841	99,07 %		

¹⁾ Ved henvendelse til forvaltningselskapet SKAGEN AS kan man få tilsendt pre-post oversikt over hvilke selskapersom inngår i posten.

²⁾ For verdiløst avvik i verdipapirporteføljen pr 31.12.2010 henvises til balansen.

SKAGEN Global

Note 8. Verdipapirportefølje pr 31.12.2010 (angitt i hele kroner)

Verdipapir	Antall	Kjøpsverdi NOK	Markedskurs	Valuta	Markedsverdi NOK	Urealisert gevinst/tap	Andel av fondet	Eierandel selskap/ aksjeklasse	Børs
Energi									
Pride International Inc	5 064 981	838 032 209	33,00	USD	971 952 886	133 920 677	3,02 %	2,88 %	New York
Petroleo Brasileiro Pref Adr	2 713 304	489 134 979	34,17	USD	539 134 206	49 999 227	1,68 %	0,10 %	New York
Baker Hughes Inc	1 369 227	377 282 863	57,17	USD	455 194 598	77 911 735	1,42 %	0,32 %	New York
Noble Corp	1 648 569	372 380 051	35,77	USD	342 909 504	-29 470 547	1,07 %	0,65 %	New York
Kazmunaigas Exploration - GDR	2 853 374	390 519 950	19,83	USD	329 029 522	-61 490 427	1,02 %	0,68 %	London Int.
Nabors Industries Ltd	2 362 679	374 445 170	23,46	USD	322 319 204	-52 125 966	1,00 %	0,83 %	New York
Transocean Ltd	766 100	370 211 174	69,51	USD	309 660 780	-60 550 394	0,96 %	0,24 %	New York
Gazprom Oao Adr	2 056 348	305 362 687	25,25	USD	301 933 602	-3 429 085	0,94 %	0,03 %	London Int.
BPPlc	4 392 428	225 857 506	4,66	GBP	186 090 544	-39 766 962	0,58 %	0,02 %	London
BPPlc ADR	564 260	176 229 847	44,17	USD	144 930 609	-31 299 238	0,45 %	0,02 %	New York
Sum energi		3 919 456 437			3 903 155 456	-16 300 980	12,14 %		
Råvarer									
Svenska Cellulosa AB-B	6 664 418	524 516 663	106,20	SEK	612 638 087	88 121 425	1,91 %	1,10 %	Stockholm
Cliffs Natural Resources Inc	1 069 875	211 701 164	78,01	USD	485 329 590	273 628 425	1,51 %	0,79 %	New York
Heidelberg Cement AG	1 137 483	363 322 378	46,90	EUR	416 159 376	52 836 998	1,29 %	0,61 %	Xetra
Ternium SA ADR	1 665 820	253 856 861	42,41	USD	410 818 316	156 961 454	1,28 %	0,83 %	New York
Norsk Hydro ASA	8 271 604	241 031 494	42,61	NOK	352 453 046	111 421 553	1,10 %	0,51 %	Oslo Børs
Mayr-Melnhof Karton AG	463 854	208 146 930	87,06	EUR	315 022 733	106 875 802	0,98 %	2,32 %	Wien
Akzo Nobel	537 072	178 800 741	46,48	EUR	194 754 397	15 953 657	0,61 %	0,23 %	Amsterdam
Kws Saat AG	122 592	80 407 015	145,35	EUR	139 001 374	58 594 359	0,43 %	1,86 %	Frankfurt
Fibria Celulose SA ADR	880 813	89 971 290	16,00	USD	81 951 546	-8 019 744	0,25 %	0,19 %	New York
Asia Pulp & Paper Co Ltd ADR	86 600	4 565 292	0,01	USD	5 036	-4 560 256	0,00 %	0,03 %	Unotert
Sum råvarer		2 156 319 828			3 008 133 501	851 813 673	9,36 %		
Kapitalvarer, service og transport									
Tyco International Ltd	6 190 352	1 249 317 042	41,44	USD	1 491 724 232	242 407 190	4,64 %	1,26 %	New York
Bunge Ltd	2 903 515	943 647 321	65,52	USD	1 106 245 242	162 597 921	3,44 %	2,00 %	New York
LG Corp	1 505 947	322 361 219	87 300,00	KRW	680 813 113	358 451 894	2,12 %	0,87 %	Seoul
Siemens AG	894 319	522 346 767	92,70	EUR	646 716 762	124 369 995	2,01 %	0,10 %	Frankfurt
Randstad Holding NV	1 220 116	306 131 234	39,50	EUR	375 958 704	69 827 470	1,17 %	0,72 %	Amsterdam
Tyco Electronics Ltd	1 797 319	279 506 328	35,40	USD	369 983 095	90 476 766	1,15 %	0,41 %	New York
Stolt-Nielsen Limited	1 730 217	319 311 036	142,50	NOK	246 555 922	-72 755 114	0,77 %	2,70 %	Oslo Børs
Baywa-Bayerische Warenvermit AG	828 582	248 696 906	35,04	EUR	226 486 081	-22 210 824	0,70 %	2,52 %	Frankfurt
Finnair OYJ	4 952 377	268 974 302	5,04	EUR	194 709 060	-74 265 242	0,61 %	3,86 %	Helsinki
Air France-KLM konv 04/15 4.97%	513 152	54 597 628	1 638,10	EUR	67 335 817	10 975 872	0,21 %	-	Paris
Cmb Cie Maritime Belge SA	199 476	11 233 696	23,05	EUR	35 867 698	24 634 002	0,11 %	0,57 %	Brussel
Sum kapitalvarer, service og transport		4 526 123 479			5 442 395 727	914 509 930	16,93 %		
Inntektsavhengige forbruksvarer									
Renault SA	2 669 417	755 443 992	43,50	EUR	905 831 887	150 387 895	2,82 %	0,90 %	Paris
Toyota Industries Corp	2 452 564	408 159 602	2 521,00	JPY	443 191 264	35 031 662	1,38 %	0,75 %	Tokyo
Comcast Corp	3 397 331	310 633 815	20,81	USD	411 115 069	100 481 253	1,28 %	0,48 %	NASDAQ
Time Warner Cable	670 772	178 968 417	66,03	USD	257 554 816	78 586 400	0,80 %	0,19 %	New York
LG Electronics Inc Pref	916 588	251 942 344	43 850,00	KRW	208 136 260	-43 806 084	0,65 %	5,33 %	Seoul
Television Broadcasts Ltd	5 866 571	142 014 821	42,00	HKD	184 267 235	42 252 414	0,57 %	1,34 %	Hong Kong
Yamaha Motor Co Ltd	1 896 311	153 944 483	1 323,00	JPY	179 832 178	25 887 695	0,56 %	0,54 %	Tokyo
Hyundai Motor Pref (2pb)	515 808	142 845 218	63 500,00	KRW	169 615 595	26 770 376	0,53 %	1,37 %	Seoul
Shangri-la Asia Ltd	6 193 490	54 597 039	21,10	HKD	97 731 012	43 133 973	0,30 %	0,20 %	Hong Kong
Mahindra & Mahindra Ltd GDR	464 981	8 239 439	17,58	USD	47 534 347	39 294 908	0,15 %	0,08 %	London Int.
Mahindra & Mahindra Ltd	134 000	5 776 564	778,20	INR	13 563 928	7 787 364	0,04 %	0,02 %	National India
Danubius Hotels and Spa Plc	52 543	6 231 277	4 500,00	HUF	6 631 058	399 781	0,02 %	0,63 %	Budapest
Hyundai Motor Pref (1p)	19 440	4 986 955	59 000,00	KRW	5 939 532	952 577	0,02 %	0,08 %	Seoul
Sum inntektsavhengige forbruksvarer		2 423 783 966			2 930 944 181	507 160 215	9,12 %		
Defensive konsumvarer									
Parmalat Spa	68 156 464	1 083 015 316	2,05	EUR	1 089 940 619	6 925 304	3,39 %	3,93 %	Borsa Italiana
Yazicilar Holding AS	3 965 257	95 714 287	13,45	TRY	201 481 366	105 767 079	0,63 %	2,48 %	Istanbul
United Intl Enterprises	173 474	25 625 272	600,00	DKK	108 976 367	83 351 095	0,34 %	3,37 %	København
Royal Unibrew A/S	185 890	39 944 444	332,00	DKK	64 616 108	24 671 664	0,20 %	1,66 %	København
Chiquita Brands Intl	671 103	53 198 821	14,02	USD	54 713 015	1 514 194	0,17 %	1,49 %	New York
Raisio Plc	2 287 300	43 100 781	2,81	EUR	50 138 504	7 037 723	0,16 %	1,75 %	Helsinki
Chaoda Modern Agriculture	11 367 298	72 611 820	5,83	HKD	49 561 027	-23 050 793	0,15 %	0,34 %	Hong Kong
Lannen Tehta OYJ	214 350	23 744 846	17,50	EUR	29 261 963	5 517 118	0,09 %	3,39 %	Helsinki
Sum defensive konsumvarer		1 436 955 587			1 648 688 969	211 733 382	5,13 %		

Note 8. Verdipapirportefølje pr 31.12.2010 (angitt i hele kroner)

Verdipapir	Antall	Kjøpsverdi NOK	Markedskurs	Valuta	Markedsverdi NOK	Urealisert gevinst/tap	Andel av fondet	Eierandel selskap/ aksjeklasse	Børs
Medisin									
PfizerInc	10 695 621	1 254 986 661	17,51	USD	1 089 044 446	-165 942 215	3,39%	0,13%	NewYork
Roche Holding Ag-Genusschein	461 900	402 243 056	137,00	CHF	394 413 454	-7829 602	1,23%	0,07%	Zürich
Neurosearch A/S	202 142	33 888 595	95,00	DKK	20 106 054	-13 782 541	0,06%	0,82%	København
Sum medisin		1 691 118 312			1 503 563 954	-187 554 358	4,68%		
Bank og finans									
Citigroup Inc	29 147 220	768 313 998	4,73	USD	801 699 722	33 385 724	2,49%	0,10%	NewYork
Gjensidige Forsikring ASA	8 337 000	491 883 000	58,50	NOK	487 714 500	-4 168 500	1,52%	1,67%	Oslo Børs
Banco Do Estado Rio Grande Do Sul Pref	7 768 877	126 242 315	17,65	BRL	480 128 058	353 885 743	1,49%	3,88%	Sao Paulo
Cheung Kong Holdings Ltd	4 988 254	374 421 252	119,90	HKD	447 282 844	72 861 592	1,39%	0,22%	Hong Kong
Hannover Rueckversicherung AG	1 416 101	285 504 307	40,13	EUR	443 362 975	157 858 668	1,38%	1,17%	Frankfurt
Bank of America Corp	5 064 030	490 515 565	13,34	USD	392 830 819	-97 684 745	1,22%	0,05%	NewYork
Osaka Securities Exchange Co	9 170	174 610 188	409 500,00	JPY	269 166 643	94 556 455	0,84%	3,40%	Tokyo
Kinnevik Investment AB-B	1 969 910	92 277 140	137,00	SEK	233 606 111	141 328 971	0,73%	0,86%	Stockholm
Haci Omer Sabanci Holding AS	7 997 588	136 129 311	7,20	TRY	217 536 825	81 407 514	0,68%	0,39%	Istanbul
Aberdeen Asset Management Plc	10 396 015	87 231 205	2,03	GBP	191 956 255	104 725 050	0,60%	0,91%	London
Albaraka Turk Katilim Bankasi AS	18 297 225	212 023 668	2,70	TRY	186 633 781	-25 389 887	0,58%	3,39%	Istanbul
Japan Securities Finance Co	4 077 075	239 480 227	596,00	JPY	174 177 863	-65 302 364	0,54%	4,35%	Tokyo
Irsa SAADR	1 815 671	151 638 394	16,09	USD	169 881 722	18 243 327	0,53%	3,14%	NewYork
Asya Katilim Bankasi AS	14 775 168	133 716 802	2,84	TRY	158 522 907	24 806 105	0,49%	1,64%	Istanbul
Mizuho Financial Group Inc	12 930 000	125 502 865	153,00	JPY	141 803 827	16 300 962	0,44%	0,06%	Tokyo
Efg-Hermes Holding SAE	2 628 101	88 339 185	33,92	EGP	89 305 647	966 462	0,28%	0,69%	Cairo
Tag Tegnsee Immobilien ag	1 504 903	96 983 281	6,36	EUR	74 651 624	-22 331 657	0,23%	2,57%	Frankfurt
Societe Fonciere, Financiere et de participations (ffp)	62 761	28 135 289	51,30	EUR	25 115 923	-3 019 366	0,08%	0,25%	Paris
Aberdeen Asset Aaagement Plc Pref	557	6 648 625	2 160,00	GBP	10 948 693	4 300 068	0,03%	0,74%	London
Tag Immo AG konv 05/15 6.375%	1 123 100	8 803 981	109,80	EUR	9 974 732	815 745	0,03%	-	Xetra
Sum bank og finans		4 118 400 599			5 006 301 470	887 545 867	15,57%		
Informasjonsteknologi									
Samsung Electronics Co Ltd Pref	596 996	1 336 849 370	649 000,00	KRW	2 006 411 917	669 562 547	6,24%	2,61%	Seoul
Accenture Plc	3 201 763	782 279 183	48,49	USD	902 806 794	120 527 611	2,81%	0,50%	NewYork
Kyocera Corp	1 323 268	695 567 239	8 290,00	JPY	786 321 838	90 754 599	2,45%	0,69%	Tokyo
Microsoft Corp	3 290 126	487 240 661	27,91	USD	533 981 019	46 740 358	1,66%	0,04%	NASDAQ
Samsung Electronics Co Ltd Pref GDR	146 978	148 488 210	287,50	USD	245 721 770	97 233 560	0,76%	0,32%	London Int.
Samsung Electronics Co Ltd GDR	84 630	72 041 778	421,90	USD	207 628 669	135 586 891	0,65%	0,03%	London Int.
Oracle Corp	493 000	72 161 010	31,30	USD	89 731 455	17 570 445	0,28%	0,01%	NASDAQ
Kyocera Corp ADR	52 153	38 412 462	102,18	USD	30 988 364	-7 424 098	0,10%	0,03%	NewYork
Proact IT Group AB	178 970	6 928 583	108,00	SEK	16 730 975	9 802 391	0,05%	1,92%	Stockholm
Sum informasjonsteknologi		3 639 968 496			4 820 322 801	1 180 354 305	15,00%		
Telekom									
Vimpelcom Ltd-Spon ADR	4 895 355	428 390 841	15,04	USD	428 139 681	-251 161	1,33%	0,38%	NewYork
Bharti Airtel Ltd	9 032 031	380 240 923	358,80	INR	421 528 850	41 287 927	1,31%	0,24%	National India
Total Access Telecommunication Plc _	47 428 100	146 600 574	42,00	THB	386 045 763	239 445 189	1,20%	2,00%	Bangkok
China Mobile Ltd	5 293 700	312 946 041	77,20	HKD	305 626 582	-7 319 460	0,95%	0,03%	Hong Kong
Telecom Italia Spa	25 292 086	170 514 938	0,81	EUR	160 207 412	-10 307 526	0,50%	0,42%	Borsa Italiana
Indosat Tbk Pt ADR	751 319	111 288 800	29,12	USD	127 224 044	15 935 244	0,40%	0,69%	NewYork
Total Access Telecommunication Nvdr Plc	9 729 540	77 307 284	42,00	THB	79 194 564	1 887 280	0,25%	0,41%	Bangkok
China Mobile Ltd ADR	106 650	31 372 281	49,62	USD	30 773 088	-599 194	0,10%	0,00%	NewYork
Indosat Tbk Pt	5 083 543	16 342 292	5 400,00	IDR	17 751 275	1 408 983	0,06%	0,09%	Indonesia
Sum telekom		1 675 003 974			1 956 491 257	281 487 283	6,09%		
Nyttjenester									
Centrais Eletricas Brasileiras SA Pref	9 644 702	541 051 832	26,75	BRL	903 372 219	362 320 387	2,81%	3,63%	Sao Paulo
Centrais Eletricas Brasileiras SA	3 531 782	316 712 587	22,24	BRL	275 031 731	-41 680 855	0,86%	0,32%	Sao Paulo
Calpine Corp	2 916 955	207 820 561	13,34	USD	226 276 270	18 455 710	0,70%	0,66%	NewYork
Sum nyttjenester		1 065 584 979			1 404 680 221	339 095 242	4,37%		
SUM VERDIPAPIRPORTEFØLJE¹⁾		26 652 715 657			31 624 677 539	4 969 844 559	98,38%		

¹⁾ For verdi av likviditet i porteføljen pr 31.12.2010 henvises til balansen.

SKAGEN Kon-Tiki

Note 8. Verdipapirportefølje pr 31.12.2010 (angitt i hele kroner)

Verdipapir	Antall	Kjøpsverdi NOK	Markedskurs	Valuta	Markedsverdi NOK	Urealisert gevinst/tap	Andel av fondet	Eierandel selskap/ aksjeklasse	Børs
Energi									
Baker Hughes Inc	6 162 261	1 721 193 970	57,17	USD	2 048 621 537	327 427 567	4,35 %	1,43 %	New York
Pride International Inc	7 465 000	1 281 535 761	33	USD	1 432 508 492	150 972 730	3,04 %	4,25 %	New York
Petroleo Brasileiro Pref ADR	5 559 100	971 537 094	34,17	USD	1 104 594 606	133 057 513	2,34 %	0,20 %	New York
Gazprom Oao ADR	7 250 284	982 068 237	25,25	USD	1 064 559 290	82 491 052	2,26 %	0,12 %	London Int.
Seadrill Ltd	5 100 000	449 279 818	197,2	NOK	1 005 720 000	556 440 182	2,13 %	1,15 %	Oslo Børs
Tullow Oil Plc	2 194 900	133 809 120	12,61	GBP	251 873 889	118 064 769	0,53 %	0,25 %	London
Deep Sea Supply Plc	11 096 000	109 900 200	12	NOK	133 152 000	23 251 800	0,28 %	8,75 %	Oslo Børs
Seawell Ltd	2 481 269	47 068 896	37,5	NOK	93 047 587	45 978 692	0,20 %	1,10 %	Oslo Børs
Golar LNG Energy Ltd	6 890 130	78 607 558	12,5	NOK	86 126 625	7 519 067	0,18 %	2,90 %	Oslo Børs
Coal of Africa Ltd	7 377 265	88 146 675	0,98	GBP	65 624 419	-22 522 256	0,14 %	1,39 %	London Int.
Indo Tambangraya Megah PT	1 740 000	24 957 994	50750	IDR	57 102 428	32 144 435	0,12 %	0,15 %	Jakarta
Sum energi		5 888 105 322			7 342 930 874	1 454 825 552	15,58 %		
Råvarer									
Vale SA Spons ADR	6 752 364	623 440 278	30,22	USD	1 186 598 401	563 158 124	2,52 %	0,32 %	New York
Equinox Minerals Ltd	16 956 300	435 633 111	6,11	CAD	606 445 299	170 812 189	1,29 %	2,02 %	Toronto
Vale SA - Pref A	1 231 900	210 807 094	48,5	BRL	209 204 646	-1 602 448	0,44 %	0,06 %	Sao Paulo
Asia Cement China Holdings	46 742 500	172 551 676	3,8	HKD	132 834 239	-39 717 437	0,28 %	3,00 %	Hong Kong
First Quantum Minerals Ltd	208 600	80 209 850	108	CAD	131 873 457	51 663 607	0,28 %	0,24 %	Toronto
DRD GOLD Ltd ADR	3 724 701	206 449 868	4,87	USD	105 480 901	-100 968 967	0,22 %	9,68 %	NASDAQ
Aquarius Platinum Limited	2 595 119	43 521 063	3,52	GBP	83 129 136	39 608 072	0,18 %	0,56 %	London
Northland Resources SA	3 294 669	65 304 228	17,8	NOK	58 645 108	-6 659 120	0,12 %	1,47 %	Oslo Børs
Pt Indah Kiat Pulp & Paper	51 504 500	50 406 871	1640	IDR	54 620 831	4 213 961	0,12 %	0,94 %	Jakarta
Norske Skogindustrier ASA	3 509 610	33 325 062	13,85	NOK	48 608 098	15 283 036	0,10 %	1,85 %	Oslo Børs
Sum råvarer		1 921 649 099			2 617 440 117	695 791 017	5,55 %		
Kapitalvarer, service og transport									
ABB Ltd	6 800 391	747 984 548	151,6	SEK	892 381 037	144 396 489	1,89 %	0,29 %	Stockholm
Aveng Ltd	16 487 710	479 852 621	43,25	ZAR	627 593 552	147 740 931	1,33 %	4,16 %	Johannesburg
Empresas ICA S.a.b	39 000 000	576 268 258	31,63	MXN	581 258 184	4 989 926	1,23 %	6,07 %	Mexico
AP Møller - Maersk A	10 000	456 235 277	49140	DKK	514 495 800	58 260 523	1,09 %	0,46 %	København
Harbin Power Equipment Co Ltd	51 000 000	507 183 796	12,26	HKD	467 600 691	-39 583 105	0,99 %	7,55 %	Hong Kong
Airasia Bhd	62 078 300	145 080 274	2,53	MYR	298 402 535	153 322 261	0,63 %	2,24 %	Kuala Lumpur
Strabag SE	1 625 310	235 502 298	20,61	EUR	261 310 057	25 807 759	0,55 %	1,43 %	Wien
Nordic American Tanker Shipping Ltd	1 722 600	299 544 279	26,02	USD	260 642 473	-38 901 805	0,55 %	3,67 %	New York
Barlworld Ltd	3 626 000	181 674 463	67	ZAR	213 813 254	32 138 791	0,45 %	1,57 %	Johannesburg
Enka Insaat Ve Sanayi AS	9 166 665	107 998 892	5,76	TRY	199 468 860	91 469 968	0,42 %	0,42 %	Istanbul
Norwegian Air Shuttle ASA	1 661 481	121 718 023	117,5	NOK	195 224 017	73 505 995	0,41 %	0,81 %	Oslo Børs
Tekfen Holding AS	7 521 955	113 250 674	6,46	TRY	183 571 185	70 320 511	0,39 %	2,03 %	Istanbul
LG Corp Pref	808 430	118 266 161	33000	KRW	138 153 007	19 886 846	0,29 %	24,39 %	Seoul
AP Møller - Maersk B	1 766	92 959 325	50510	DKK	93 393 091	433 766	0,20 %	0,08 %	København
Freeworld Coatings Ltd	8 624 708	61 414 054	11,85	ZAR	89 948 675	28 534 621	0,19 %	4,23 %	Johannesburg
Kumho Industrial Co Ltd - Pfd	548 862	42 527 442	8260	KRW	23 477 258	-19 050 184	0,05 %	26,83 %	Seoul
Qingling Motors Co	8 664 000	14 749 615	2,33	HKD	15 096 938	347 323	0,03 %	0,70 %	Hong Kong
Kuribayashi Steamship Co Ltd	300 000	6 010 011	191	JPY	4 107 264	-1 902 747	0,01 %	2,35 %	Tokyo
Mariupol Heavy Machinebuilding Plant GDR	422 695	16 806 476	1,36	USD	3 355 160	-13 451 317	0,01 %	2,75 %	Frankfurt
Sum kapitalvarer, service og transport		4 325 026 488			5 063 293 038	738 266 550	10,74 %		
Inntektsavhengige forbruksvarer									
Hyundai Motor Pref (2pb)	3 589 600	570 521 507	63500	KRW	1 180 385 219	609 863 712	2,50 %	9,54 %	Seoul
Hyundai Motor Pref (1p)	3 248 610	517 371 803	59000	KRW	992 552 686	475 180 883	2,11 %	12,94 %	Seoul
Great Wall Motor Co Ltd	44 900 000	169 123 601	24	HKD	805 883 160	636 759 559	1,71 %	10,86 %	Hong Kong
Mahindra & Mahindra Ltd Gdr	7 634 388	137 004 826	17,6	USD	781 340 523	644 335 697	1,66 %	1,28 %	London Int.
LG Electronics Inc Pref	3 150 000	850 969 171	43850	KRW	715 293 259	-135 675 912	1,52 %	18,33 %	Seoul
Shangri-la Asia Ltd	14 800 812	126 234 081	21,1	HKD	233 551 411	107 317 330	0,50 %	0,47 %	Hong Kong
DRB-HICOM BHD	31 073 600	112 337 498	1,94	MYR	114 534 276	2 196 778	0,24 %	1,61 %	Kuala Lumpur
China Ting Group Hldgs Ltd	18 374 000	37 757 487	1,28	HKD	17 588 475	-20 169 012	0,04 %	0,88 %	Hong Kong
Sum inntektsavhengige forbruksvarer		2 521 319 974			4 841 129 008	2 319 809 034	10,27 %		
Defensive konsumvarer									
Cosan Ltd - Class A Shares	8 400 000	422 007 332	13,62	USD	665 288 240	243 280 908	1,41 %	4,82 %	New York
Shoprite Holdings Ltd	5 600 226	232 445 203	99,65	ZAR	491 150 825	258 705 621	1,04 %	1,03 %	Johannesburg
Yazici Holding AS	9 654 470	239 353 575	13,45	TRY	490 559 830	251 206 256	1,04 %	6,03 %	Istanbul
Marine Harvest ASA	70 000 000	268 105 748	6,17	NOK	431 900 000	163 794 252	0,92 %	1,96 %	Oslo Børs
Kulim Malaysia Berhad	16 875 100	213 083 213	12,74	MYR	408 467 921	195 384 709	0,87 %	5,30 %	Kuala Lumpur
Pz Cussons Plc	8 730 032	146 456 571	4,01	GBP	318 338 013	171 881 443	0,68 %	2,04 %	London
Royal Unibrew A/S	489 758	82 208 417	332	DKK	170 241 840	88 033 423	0,36 %	4,37 %	København
Podravka Prehrambena Ind DD	406 584	111 935 175	302,68	HRK	130 027 836	18 092 661	0,28 %	7,50 %	Zagreb
East African Breweries Ltd	5 107 746	54 303 946	201	KES	74 021 966	19 718 020	0,16 %	0,65 %	Nairobi
Pivovarna Lasko	499 286	138 711 783	15,98	EUR	62 259 260	-76 452 523	0,13 %	5,80 %	Ljubljana
United Intl Enterprises	68 500	12 938 797	600	DKK	43 031 700	30 092 903	0,09 %	1,33 %	København
Sum defensive konsumvarer		1 921 549 759			3 285 287 431	1 363 737 672	6,97 %		

Note 8. Verdipapirportefølje pr 31.12.2010 (angitt i hele kroner)

Verdipapir	Antall	Kjøpsverdi NOK	Markedskurs	Valuta	Markedsverdi NOK	Urealisert gevinst/tap	Andel av fondet	Eierandel selskap/ aksjeklasse	Børs
Medisin									
Richter Gedeon Nyrt	594 804	617 783 423	42550	HUF	709 788 387	92 004 964	1,51 %	3,19 %	Budapest
Stada Arznemittel AG	2 597 658	383 691 150	25,38	EUR	514 298 806	130 607 656	1,09 %	4,41 %	Frankfurt
Hanmi Pharm Co Ltd	724 500	315 456 018	88800	KRW	333 161 905	17 705 887	0,71 %	9,64 %	Seoul
EIS Eczacibasi Ilac Ve Sanayi	20 482 690	139 445 762	2,5	TRY	193 449 790	54 004 027	0,41 %	3,74 %	Istanbul
Supermax Corp Bhd	9 566 600	82 054 157	3,98	MYR	72 340 725	-9 713 431	0,15 %	2,81 %	Kuala Lumpur
Eczacibasi Yatirim Holding	3 436 363	397 61 197	5,1	TRY	66 208 000	26 446 804	0,14 %	4,91 %	Istanbul
Hanmi Holdings Co Ltd	241 500	105 152 006	37100	KRW	46 397 548	-58 754 458	0,10 %	2,55 %	Seoul
Yuyu Pharma Incorporated	302 070	37 810 734	7130	KRW	11 153 241	-26 657 492	0,02 %	5,18 %	Seoul
Sum medisin		1 721 154 447			1 946 798 402	225 643 955	4,13 %		
Bank og finans									
Standard Chartered Plc	8 325 000	965 167 813	17,25	GBP	1 307 231 575	342 063 762	2,77 %	0,35 %	London
Banco Do Estado Rio Grande Do Sul Pref	19 969 229	390 163 729	17,65	BRL	1 234 127 808	843 964 079	2,62 %	9,97 %	Sao Paulo
Haci Omer Sabanci Holding AS	34 444 045	656 930 241	7,2	TRY	936 888 495	279 958 253	1,99 %	1,69 %	Istanbul
VTB Bank Ojsc GDR	15 931 536	478 796 289	6,59	USD	610 515 250	131 718 962	1,30 %	0,30 %	London Int.
Gjensidige Forsikring ASA	6 947 000	409 873 000	58,5	NOK	406 399 500	-3 473 500	0,86 %	1,39 %	Oslo Børs
EFG-Hermes Holding Sae	11 959 505	353 506 516	33,92	EGP	406 396 609	52 890 093	0,86 %	3,12 %	Cairo
JSE Limited	5 694 251	214 587 788	79	ZAR	395 909 314	181 321 526	0,84 %	6,69 %	Johannesburg
Kiwoom Securities Co Ltd	1 225 720	224 002 532	58100	KRW	368 783 418	144 780 886	0,78 %	5,55 %	Seoul
Asya Katilim Bankasi AS	31 004 245	319 850 823	2,84	TRY	332 644 817	12 793 994	0,71 %	3,44 %	Istanbul
Ishares Ftse China 25 Index Fund	1 200 000	262 007 339	43,09	USD	300 684 605	38 677 267	0,64 %	0,64 %	AMEX
Korean Reinsurance Co	4 671 633	181 790 536	11800	KRW	285 466 208	103 675 672	0,61 %	4,03 %	Seoul
A.F.P. Provida SAADR	597 838	118 914 637	79,71	USD	277 108 456	158 193 819	0,59 %	2,71 %	New York
Ghana Commercial Bank Ltd	17 697 904	85 032 404	2,7	GHS	186 547 677	101 515 273	0,40 %	6,68 %	Ghana
Bangkok Bank Public Co-Nvdr	6 530 000	161 251 317	147	THB	186 030 558	24 779 241	0,39 %	0,34 %	Bangkok
Kim Eng Holdings Ltd	14 707 000	108 191 988	2,45	SGD	163 593 168	55 401 180	0,35 %	2,45 %	Singapore
Aberdeen Asset Management Plc	8 169 291	78 521 076	2,03	GBP	150 841 116	72 320 040	0,32 %	0,71 %	London
Nordnet AB	7 034 191	97 675 138	23,3	SEK	141 868 940	44 193 803	0,30 %	4,02 %	Stockholm
Polaris Securities Co Ltd	35 096 641	83 936 887	19	TWD	133 033 818	49 096 930	0,28 %	1,64 %	Taipei
Tisco Financial Group - Foreign	16 668 600	62 098 061	40,75	THB	131 637 768	69 539 707	0,28 %	2,29 %	Bangkok
Kiatnakin Bank Pcl	15 543 300	102 576 904	39	THB	117 479 370	14 902 466	0,25 %	2,45 %	Bangkok
KGI Securities Co Ltd	35 000 000	84 755 262	16,65	TWD	116 258 625	31 503 363	0,25 %	1,09 %	Taipei
Kiatnakin Bank Pcl-Nvdr	14 271 500	110 175 969	39	THB	107 866 851	-2 309 118	0,23 %	2,25 %	Bangkok
MBK Development Plc	4 040 100	43 871 544	104	THB	81 429 024	37 557 480	0,17 %	2,14 %	Bangkok
Tisco Financial Group - Foreign	8 500 000	32 230 911	40,75	THB	67 127 475	34 896 564	0,14 %	1,17 %	Bangkok
Aksigorta AS	4 994 663	18 447 437	2,29	TRY	43 209 867	24 762 430	0,09 %	1,63 %	Istanbul
Diamond Bank Plc	102 216 700	33 971 720	7,5	NGN	29 285 085	-4 686 636	0,06 %	0,71 %	Lagos
Trimegah Securities Tbk Pt	350 000 000	50 389 802	110	IDR	24 896 025	-25 493 777	0,05 %	9,58 %	Jakarta
Aberdeen Asset Management Plc Pref	939	11 208 364	2160	GBP	18 457 491	7 249 127	0,04 %	1,25 %	London
EFG-Hermes Holding GDR	127 243	6 972 311	11,9	USD	8 805 100	1 832 790	0,02 %	0,07 %	London Int.
Yapi Ve Kredi Bankasi AS	347 708	3 874 957	4,86	TRY	6 383 990	2 509 033	0,01 %	0,01 %	Istanbul
Sum bank og finans		5 750 773 294			8 576 908 004	2 826 134 710	18,20 %		
Informasjonsteknologi									
Samsung Electronics Co Ltd Pref	565 556	1 397 250 508	649 000	KRW	1 900 746 903	503 496 395	4,03 %	2,48 %	Seoul
Hon Hai Precision Industry	49 591 680	1 188 770 278	117,5	TWD	1 162 490 969	-26 279 309	2,47 %	0,51 %	Taipei
Samsung Electronics Co Ltd Pref GDR	509 038	500 004 840	287,5	USD	851 023 408	351 018 569	1,81 %	1,11 %	London Int.
Naspers Ltd	686 999	161 812 282	387,95	ZAR	234 565 363	72 753 081	0,50 %	0,17 %	Johannesburg
Satyam Computer Services Ltd	4 500 000	199 639 269	66,15	INR	38 719 685	-160 919 584	0,08 %	0,38 %	Mumbai
Ericsson Nikola Tesla	24 603	28 293 831	1361	HRK	35 379 241	7 085 411	0,08 %	1,85 %	Zagreb
Sum informasjonsteknologi		3 475 771 007			4 222 925 569	747 154 562	8,96 %		
Telekom									
Sistema Jscf GDR	11 352 000	888 595 292	24,93	USD	1 645 690 318	757 095 026	3,49 %	2,35 %	London Int.
China Mobile Ltd ADR	3 762 281	1 155 979 368	49,62	USD	1 085 579 022	-70 400 346	2,30 %	0,09 %	New York
Bharti Airtel Ltd	19 324 305	885 063 727	358,8	INR	901 873 794	16 810 067	1,91 %	0,51 %	Mumbai
Indosat Tbk Pt ADR	4 154 595	708 198 696	29,12	USD	703 515 253	-4 683 443	1,49 %	3,82 %	New York
Total Access Telecommunication Plc_	15 933 600	36 013 612	42	THB	129 693 131	93 679 519	0,28 %	0,67 %	Bangkok
Total Access Telecommunication Nvdr Plc	12 160 900	62 762 858	42	THB	98 984 862	36 222 004	0,21 %	0,51 %	Bangkok
Sum telekom		3 736 613 552			4 565 336 379	828 722 827	9,69 %		
Nyttetjenester									
Centrais Eletricas Brasileiras SA Pref	23 666 100	1 671 821 081	26,75	BRL	2 216 688 216	544 867 135	4,70 %	8,92 %	Sao Paulo
Centrais Eletricas Brasileiras SA	1 196 000	92 202 797	22,24	BRL	93 136 539	933 741	0,20 %	0,11 %	Sao Paulo
Sum nyttetjenester		1 764 023 879			2 309 824 755	545 800 876	4,90 %		
SUM VERDIPAPIRPORTEFØLJE¹⁾		33 025 986 821			44 771 873 577	11 745 886 757	94,99 %		

¹⁾ Forverdi av likviditet i porteføljen pr 31.12.2010 henvises til balansen.

SKAGEN Høyrente

Note 8. Verdipapirportefølje pr 31.12.2010 (angitt i hele kroner)

Verdipapir	Forfallsdato	Kupong	Renteregulerings- tidspunkt	Pålydende	Kostpris NOK	Effektiv rente ³⁾	Durasjon ²⁾	Markeds- kurs	Påløpt rente	Markeds- verdi	Markedsverdi inkl påløpt rente	Urealisert gevinst/tap	Andel avfondet	Risiko- klasse ⁴⁾
RENTEPAPIRER MED FLYTENDE RENTE														
Finansobligasjoner														
Sparebank 1 SMN	18.09.2013	3,47	16.03.2011	174 000 000	174 248 160	3,44	0,2	100,36	268 347	174 629 532	174 897 879	381 372	4,97 %	5
Skandinaviske Enskilda Banken AB	16.01.2012	3,12	17.01.2011	95 000 000	95 130 050	3,03	0,04	100,2	633 967	95 194 750	95 828 717	64 700	2,72 %	5
Kredittforeningen for Sparebanker	28.10.2013	3,59	28.01.2011	80 000 000	80 083 000	3,52	0,07	100,38	510 578	80 303 360	80 813 938	220 360	2,30 %	5
Pareto Bank ASA	20.04.2011	2,96	24.01.2011	80 000 000	79 960 000	2,92	0,05	100,02	460 444	80 018 000	80 478 444	58 000	2,29 %	5
Sparebanken Sogn og Fjordane	14.06.2011	2,96	14.03.2011	65 000 000	65 116 400	2,7	0,19	100,16	96 200	65 100 945	65 197 145	-15 455	1,85 %	5
Sparebanken Sør	04.06.2012	3,22	04.03.2011	50 000 000	50 225 000	2,92	0,17	100,52	111 806	50 259 950	50 371 756	34 950	1,43 %	5
Sparebanken Pluss	03.05.2013	3,21	03.02.2011	50 000 000	49 976 000	3,24	0,09	100,09	258 583	50 046 050	50 304 633	70 050	1,43 %	5
Sparebank 1 Sørre Sunnmøre	21.10.2011	2,76	21.01.2011	50 000 000	50 000 000	2,82	0,06	100	272 167	49 999 300	50 271 467	-700	1,43 %	5
Kredittforeningen for Sparebanker	09.03.2011	2,64	09.03.2011	43 000 000	42 979 790	2,69	0,18	100	69 373	43 001 161	43 070 534	21 371	1,22 %	5
DnB NOR Bank ASA	04.04.2011	3,35	04.01.2011	32 000 000	32 154 560	2,69	0,01	100,18	262 044	32 059 040	32 321 084	-95 520	0,92 %	5
Kredittforeningen for Sparebanker	03.10.2011	2,76	03.01.2011	32 000 000	31 992 960	2,87	0,01	99,98	223 253	31 992 416	32 215 669	-544	0,92 %	5
Nøtterø Sparebank	06.05.2011	2,49	07.02.2011	30 000 000	30 000 000	2,71	0,1	100,02	108 468	30 006 120	30 114 588	6 120	0,86 %	5
BN Bank	21.03.2012	2,72	16.03.2011	30 000 000	29 847 000	3,09	0,21	99,7	36 267	29 910 900	29 947 167	63 900	0,85 %	5
Helgeland Sparebank	10.05.2013	2,94	10.02.2011	25 000 000	24 833 750	3,25	0,11	99,51	104 125	24 877 850	24 981 975	44 100	0,71 %	5
Sparebanken Sogn og Fjordane	05.08.2011	2,61	07.02.2011	24 000 000	23 990 900	2,63	0,1	100,02	97 440	24 004 680	24 102 120	13 780	0,69 %	5
Pareto Bank ASA	17.08.2012	3,61	17.02.2011	20 000 000	19 988 000	3,81	0,13	99,86	88 244	19 971 720	20 059 964	-16 280	0,57 %	5
Pareto Bank ASA	22.11.2011	3,18	22.02.2011	20 000 000	19 990 000	3,32	0,14	99,91	67 956	19 981 260	20 049 216	-8 740	0,57 %	5
Sparebanken Sogn og Fjordane	07.06.2013	3,07	07.03.2011	16 000 000	15 892 160	3,33	0,17	99,61	32 747	15 938 144	15 970 891	45 984	0,45 %	5
Sparebanken Pluss	15.01.2013	2,97	17.01.2011	15 000 000	14 937 150	3,23	0,04	99,65	95 287	14 947 170	15 042 457	10 020	0,43 %	5
Sparebanken Sogn og Fjordane	13.10.2011	3,4	13.01.2011	10 000 000	10 063 300	2,72	0,03	100,59	74 611	10 058 860	10 133 471	-4 440	0,29 %	5
Helgeland Sparebank	21.03.2012	3,37	16.03.2011	10 000 000	10 065 000	2,91	0,21	100,7	14 978	10 069 620	10 084 598	4 620	0,29 %	5
Industriobligasjoner														
Volvo Treasury	18.03.2011	4,81	18.03.2011	100 000 000	100 935 000	3	0,2	100,39	146 972	100 394 900	100 541 872	-540 100	2,86 %	6
Schibsted	16.12.2013	4,11	16.03.2011	50 000 000	50 000 000	4,22	0,2	100,04	85 625	50 021 050	50 106 675	21 050	1,42 %	6
Olav Thon Eiendomsselskap ASA	04.02.2011	2,8	04.02.2011	40 000 000	40 000 000	2,76	0,09	100,01	177 333	40 004 200	40 181 533	4 200	1,14 %	6
Telenor ASA	07.07.2011	2,79	10.01.2011	19 000 000	19 011 970	2,81	0,02	100,01	119 272	19 002 375	19 121 647	-9 595	0,54 %	6
Industrisertifikater														
Olav Thon Eiendomsselskap ASA	03.06.2011	2,9	03.03.2011	60 000 000	59 972 000	2,86	0,16	100,04	135 333	60 026 340	60 161 673	54 340	1,71 %	6
Entra Eiendom AS	10.03.2011	2,91	10.03.2011	50 000 000	50 028 700	2,75	0,18	100,05	84 875	50 023 450	50 108 325	-5 250	1,42 %	6
Finanssertifikater														
BN Bank	04.03.2011	2,83	04.03.2011	100 000 000	99 970 000	2,71	0,17	100,03	196 528	100 032 100	100 228 628	62 100	2,85 %	5
Gjensidige Bank ASA	29.04.2011	2,73	31.01.2011	60 000 000	59 994 000	2,69	0,08	100,03	286 650	60 020 160	60 306 810	26 160	1,71 %	5
Kredittforeningen for Sparebanker	01.06.2011	2,77	01.03.2011	60 000 000	60 000 000	2,68	0,16	100,06	138 500	60 034 500	60 173 000	34 500	1,71 %	5
Gjensidige Bank ASA	12.10.2011	2,81	12.01.2011	50 000 000	50 000 000	2,88	0,03	100	312 222	49 999 000	50 311 222	-1 000	1,43 %	5
Sparebank 1 SMN	24.01.2011	2,84	24.01.2011	20 000 000	20 035 600	2,57	0,06	100,02	105 711	20 004 360	20 110 071	-31 240	0,57 %	5
Kraftsertifikater														
BKK	03.05.2011	2,74	03.02.2011	100 000 000	99 989 900	2,68	0,09	100,04	441 444	100 037 900	100 479 344	48 000	2,86 %	6
Lyse Energi AS	02.12.2011	2,77	02.03.2011	25 000 000	25 000 000	2,85	0,16	100,01	55 785	25 001 800	25 057 585	1 800	0,71 %	6
Kraftobligasjoner														
Statkraft AS	15.06.2011	3,12	16.03.2011	154 000 000	154 420 280	2,8	0,2	100,19	213 547	154 293 986	154 507 533	-126 294	4,39 %	6
BKK	02.11.2011	2,73	02.02.2011	125 000 000	124 987 500	2,79	0,09	99,98	559 271	124 981 000	125 540 271	-6 500	3,57 %	6
Agder Energi AS	02.11.2012	3,59	02.02.2011	73 000 000	73 766 460	3,05	0,09	101,04	429 504	73 756 353	74 185 857	-10 107	2,11 %	6
Agder Energi AS	30.03.2011	3,97	30.03.2011	45 000 000	45 280 350	2,77	0,24	100,31	456 550	45 138 825	45 595 375	-141 525	1,30 %	6
Hafslund ASA	12.09.2013	4,07	14.03.2011	30 000 000	30 471 000	3,36	0,19	102,04	61 050	30 610 920	30 671 970	139 920	0,87 %	6
Agder Energi AS	12.08.2013	2,95	14.02.2011	22 000 000	21 830 600	3,28	0,12	99,37	88 336	21 862 434	21 950 770	31 834	0,62 %	6
BKK	07.09.2012	3,5	07.03.2011	20 000 000	20 086 000	3,35	0,17	100,34	223 611	20 068 900	20 292 511	-17 100	0,58 %	6

Note 8. Verdpapirportefølje pr 31.12.2010 (angitt i hele kroner)

Verdpapir	Forfallsdato	Kupong	Renteregulerings- tidspunkt	Pålydende	Kostpris NOK	Effektiv rente ¹⁾	Durasjon ²⁾	Markeds- kurs	Påløpt rente	Markeds- verdi	Markedsverdi inkl påløpt rente	Urealisert gevinst/tap	Andel avfondet	Risiko- klasse ³⁾
RENTEPAPIRER MED FAST RENTE														
Industrisertifikater														
Norgesgruppen ASA	26.05.2011	3,05		60 000 000	59 986 200	2,92	0,39	100,04	1 098 000	60 023 940	61 121 940	37 740	1,74 %	6
Norgesgruppen ASA	28.01.2011	3,14		50 000 000	50 000 000	2,66	0,07	100,03	1 445 260	50 016 850	51 462 110	16 850	1,46 %	6
Norgesgruppen ASA	18.02.2011	2,96		50 000 000	49 995 700	2,7	0,13	100,03	920 438	50 016 100	50 936 538	20 400	1,45 %	6
Norgesgruppen ASA	22.09.2011	3,18		50 000 000	49 975 350	3,09	0,7	100,05	435 616	50 025 450	50 461 066	50 100	1,43 %	6
Entra Eiendom AS	10.08.2011	2,7		30 000 000	29 993 850	3,05	0,59	99,8	113 178	29 939 280	30 052 458	-54 570	0,85 %	6
Norgesgruppen ASA	28.03.2011	3,07		25 000 000	25 000 000	2,79	0,23	100,06	330 130	25 016 250	25 346 380	16 250	0,72 %	6
Kraftsertifikater														
BKK	16.08.2011	3,19		75 000 000	75 097 500	2,99	0,61	100,11	898 007	75 083 025	75 981 032	-14 475	2,16 %	6
Statkraft AS	08.04.2011	3,1		35 000 000	35 000 000	2,78	0,26	100,08	523 178	35 028 665	35 551 843	28 665	1,01 %	6
Lyse Energi AS	22.06.2011	3,34		30 000 000	30 085 425	2,99	0,46	100,15	527 079	30 045 300	30 572 379	-40 125	0,87 %	6
Hafslund ASA	03.06.2011	2,83		30 000 000	30 000 000	2,98	0,41	99,94	65 129	29 983 290	30 048 419	-16 710	0,85 %	6
Lyse Energi AS	15.11.2011	2,93		20 000 000	19 986 340	3,21	0,85	99,76	73 852	19 952 060	20 025 912	-34 280	0,57 %	6
SUM VERDPAPIRPORTEFØLJE ⁴⁾				2 612 372 905				14 634 875		2 612 815 591	2 627 450 466	442 686	74,68 %	

Nøkkel tall portefølje

Effektivrente	3,03 %
Effektivrentetil kunder ¹⁾	2,78 %
Durasjon ²⁾	0,14 %

¹⁾ Effektivrente justert for forvaltningshonorar.

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

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

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

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

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

⁵⁾ For verdi av likviditet i porteføljen pr 31.12.10 henvises til balansen.

Aller rentepapirene er omsatt i det norske markedet.

Andelskurs pr 31.12.2010 103,8222

Kr 97.881.757,- er besluttet utdelt til andelseierne. Dette vil medføre en reduksjon i andelskurs tilsvarende utbetalt prandel på utbetalingstidspunktet.

SKAGEN Høyrente Institusjon

Note 8. Verdipapirportefølje pr 31.12.2010 (angitt i hele kroner)

Verdipapir	Forfallsdato	Kupong	Renteregulerings- tidspunkt	Pålydende	Kostpris NOK	Effektiv rente ¹⁾	Durasjon ²⁾	Markeds- kurs	Pålept rente	Markeds- verdi	Markedsverdi inkl pålept rente	Urealisert gevinst/tap	Andel avfondet	Risiko- klasse ⁴⁾
RENTEPAPIRER MED FLYTENDE RENTE														
Finansobligasjoner														
Rygge Vaaler Sparebank	26.03.2013	4,22	28.03.2011	60000000	61 609800	3,45	0,23	101,83	28 133	61 096860	61 124 993	-512940	4,03%	5
Sparebank 1 SMN	18.09.2013	3,47	16.03.2011	50000000	50082500	3,44	0,2	100,36	77 111	50180900	50258011	98400	3,31%	5
Skandinaviske Enskilda Banken AB	28.02.2011	3,01	28.02.2011	50000000	50130000	2,63	0,16	100,08	133 778	50038400	50172178	-91600	3,30%	5
Pareto Bank ASA	18.03.2013	3,81	18.03.2011	45000000	45000000	4,05	0,2	99,71	52 387	44 868 915	44 921 302	-131 085	2,96%	5
Nøtterø Sparebank	06.05.2011	2,49	07.02.2011	40000000	40000000	2,71	0,1	100,02	144 625	40008160	40152785	8160	2,64%	5
Sparebanken Pluss	15.01.2013	2,97	17.01.2011	35000000	34 727 000	3,23	0,04	99,65	222 337	34 876 730	35 099 067	149 730	2,31%	5
Kredittforeningen for Sparebanker	09.03.2011	2,64	09.03.2011	35000000	34 963 250	2,69	0,18	100	56 467	35 000 945	35 057 412	37 695	2,31%	5
Kredittforeningen for Sparebanker	30.06.2011	3,42	30.03.2011	30000000	30 153 800	2,78	0,24	100,35	2 850	30 105 090	30 107 940	-48 710	1,98%	5
Bamble og Langesund Sparebank	03.06.2011	2,82	03.03.2011	30000000	29 991 000	2,91	0,16	99,99	65 800	29 996 910	30 062 710	5 910	1,98%	5
Sparebanken Pluss	11.03.2011	2,93	11.03.2011	27 500 000	27 431 500	2,66	0,19	100,07	40 287	27 518 645	27 558 932	87 145	1,82%	5
Sparebanken Telemark	08.04.2011	3,44	10.01.2011	25000000	25 171 000	2,65	0,03	100,21	200 667	25 052 175	25 252 842	-118 825	1,66%	5
Kredittforeningen for Sparebanker	03.10.2011	2,76	03.01.2011	25000000	24 993 250	2,87	0,01	99,98	174 417	24 994 075	25 168 492	825	1,66%	5
Sparebanken Narvik	03.05.2013	3,26	03.02.2011	25000000	24 906 500	3,5	0,09	99,64	131 306	24 910 150	25 041 456	3 650	1,65%	5
Sparebanken Sogn og Fjordane	07.06.2013	3,07	07.03.2011	25000000	24 700 000	3,33	0,17	99,61	51 167	24 903 350	24 954 517	203 350	1,64%	5
Pareto Bank ASA	20.04.2011	2,96	24.01.2011	20000000	19 990 000	2,92	0,05	100,02	115 111	20 004 500	20 119 611	14 500	1,33%	5
Pareto Bank ASA	17.08.2012	3,61	17.02.2011	20000000	19 988 000	3,81	0,13	99,86	88 244	19 971 720	20 059 964	-16 280	1,32%	5
Pareto Bank ASA	22.11.2011	3,18	22.02.2011	20000000	19 990 000	3,32	0,14	99,91	67 956	19 981 260	20 049 216	-8 740	1,32%	5
Aurskog Sparebank	15.01.2013	3,07	17.01.2011	20000000	19 872 000	3,48	0,04	99,37	131 328	19 874 760	20 006 088	2 760	1,32%	5
Sparebanken Sogn og Fjordane	04.02.2013	2,64	03.02.2011	20000000	19 718 000	3,19	0,09	99,06	85 067	19 811 580	19 896 647	93 580	1,31%	5
Sparebanken Narvik	03.10.2012	4,3	03.01.2011	15000000	15 357 000	3,33	0,01	101,74	157 667	15 261 585	15 419 252	-95 415	1,02%	5
Sparebanken Bien AS	01.04.2011	3,13	03.01.2011	15000000	14 910 000	2,74	0,01	100,11	118 679	15 016 530	15 135 209	106 530	1,00%	5
Sparebanken Sogn og Fjordane	16.10.2012	3,08	17.01.2011	15000000	14 968 500	3,16	0,04	100,04	94 967	15 006 480	15 101 447	37 980	0,99%	5
Pareto Bank ASA	14.09.2011	3,58	14.03.2011	15000000	14 970 000	3,21	0,19	100,32	25 358	15 047 550	15 072 908	77 550	0,99%	5
Helgeland Sparebank	10.05.2013	2,94	10.02.2011	15000000	14 900 250	3,25	0,11	99,51	62 475	14 926 710	14 989 185	26 460	0,99%	5
Hønefoss Sparebank	02.03.2011	3,25	02.03.2011	12000000	11 976 000	2,71	0,16	100,11	31 417	12 012 696	12 044 113	36 696	0,79%	5
Sparebank 1 Nordvest	24.04.2013	4,08	24.01.2011	11000000	11 161 700	3,41	0,06	101,62	83 527	11 177 958	11 261 485	16 258	0,74%	5
Sparebank 1 Buskerud-Vestfold	21.01.2011	2,82	21.01.2011	11000000	11 027 960	2,57	0,06	100,02	61 178	11 001 969	11 063 147	-25 991	0,73%	5
Kredittforeningen for Sparebanker	08.03.2013	3,36	09.03.2011	10000000	10 008 000	3,39	0,18	100,12	20 533	10 011 750	10 032 283	3 750	0,66%	5
Sparebank 1 Buskerud-Vestfold	21.02.2011	2,66	21.02.2011	5000000	5 004 000	2,62	0,14	100,01	14 408	5 000 685	5 015 093	-3 315	0,33%	5
Finanssertifikater														
Gjensidige Bank ASA	29.04.2011	2,73	31.01.2011	40000000	39 996 000	2,69	0,08	100,03	191 100	40 013 440	40 204 540	17 440	2,65%	5
RENTEPAPIRER MED FAST RENTE														
Finansobligasjoner														
Sparebank 1 SMN	07.02.2011	5,55		30000000	30 469 230	2,58	0,1	100,3	1 491 658	30 089 430	31 581 088	-379 800	2,08%	5
Kredittforeningen for Sparebanker	09.03.2011	4,45		13 500 000	13 603 400	2,69	0,18	100,31	488 829	13 542 444	14 031 273	-60 956	0,92%	5
Finanssertifikater														
BN Bank	08.09.2011	3,17		60000000	60 055 080	2,9	0,67	100,17	594 049	60 102 660	60 696 709	47 580	4,00%	5
SpareBank 1 Gruppen	15.09.2011	3,27		60000000	60 030 000	2,97	0,69	100,2	575 162	60 117 660	60 692 822	87 660	4,00%	5
Gjensidige Bank ASA	29.03.2011	3		35000000	34 974 625	2,73	0,23	100,06	532 192	35 021 595	35 553 787	46 970	2,34%	5
Askim Sparebank	16.03.2011	3,15		20000000	20 000 000	2,73	0,2	100,08	341 753	20 016 380	20 358 133	16 380	1,34%	5
Grong Sparebank	07.09.2011	3,2		20000000	19 990 000	3,02	0,66	100,11	201 644	20 021 600	20 223 244	31 600	1,33%	5
Sparebank 1 Ringerike Hadeland	23.03.2011	2,88		10000000	9 983 100	2,75	0,22	100,02	223 299	10 002 250	10 225 549	19 150	0,67%	5
SUM VERDIPAPIRPORTEFØLJE ³⁾					1 016 802 445				7 178 933	1 016 586 497	1 023 765 430	-215 948	67,43%	
Nøkkel tall portefølje														
Effektiv rente	3,07%													
Effektiv rentetil kunder ¹⁾	2,92%													
Durasjon ²⁾	0,14													

¹⁾ Effektiv rente justert for forvaltningshonorar.

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

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

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

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

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

⁵⁾ For verdi av likviditet i porteføljen pr 31.12.10 henvises til balansen.

Alle rentepapirene er omsatt i det svenske markedet.

Andelskurs pr 31.12.2010 102,8252

Kr 44.962.934 er besluttet utdelt til andelseierne. Dette vil medføre en reduksjon i andelskurs tilsvarende utbetalt prandel på utbetalingstidspunktet.

SKAGEN Avkastning

Note 8. Verdipapirportefølje pr 31.12.2010 (angitt i hele kroner)

Verdipapir	Forfallsdato	Kupong	Valuta	Renteregulerings- tidspunkt	Pålydende NOK	Kostpris NOK	Effektiv rente ¹⁾	Durasjon ²⁾	Markeds- kurs	Påløpt rente NOK	Markeds- verdi NOK	Markedsverdi inkl påløpt rente NOK	Urealisert gevinst/tap NOK	Andel av fondet	Risiko- klasse ³⁾
RENTEPAPIRER MED FLYTENDE RENTE															
Finansobligasjoner															
Sparebanken Sør	04.06.2012	3,22	NOK	04.03.2011	82 500 000	82 831 500	2,92	0,17	100,52	184 479	82 928 917	83 113 397	97 417	5,30 %	5
Sparebank 1 SMN	12.12.2013	4,12	NOK	14.03.2011	60 000 000	62 028 000	3,48	0,19	102,05	123 600	61 227 420	61 351 020	-800 580	3,91 %	5
Kredittforeningen for Sparebanker	29.06.2012	3,87	NOK	30.03.2011	60 000 000	60 458 000	3,23	0,23	101,12	6 450	60 673 200	60 679 650	215 200	3,87 %	5
Skandinaviska Enskilda Banken AB	16.01.2012	3,12	NOK	17.01.2011	50 000 000	50 000 000	3,03	0,04	100,2	333 667	50 102 500	50 436 167	102 500	3,22 %	5
Kredittforeningen for Sparebanker	08.03.2013	3,36	NOK	09.03.2011	50 000 000	50 050 800	3,39	0,18	100,12	102 667	50 058 750	50 161 417	7 950	3,20 %	5
Bolig- og Næringskreditt ASA	15.06.2011	2,73	NOK	16.03.2011	50 000 000	49 938 000	2,71	0,2	100,06	60 667	50 027 900	50 088 567	89 900	3,19 %	5
Sparebank 1 SMN	05.08.2014	3,46	NOK	07.02.2011	40 000 000	40 150 000	3,52	0,1	100,07	215 289	40 029 440	40 244 729	-120 560	2,57 %	5
Helgeland Sparebank	10.05.2013	2,94	NOK	10.02.2011	40 000 000	39 740 000	3,25	0,11	99,51	166 600	39 804 560	39 971 160	64 560	2,55 %	5
Sparebank 1 Buskerud-Vestfold	04.11.2013	3,07	NOK	02.02.2011	40 000 000	39 970 000	3,4	0,09	99,42	201 256	39 766 440	39 967 696	-203 560	2,55 %	5
Sparebanken Sogn og Fjordane	16.10.2012	3,08	NOK	17.01.2011	38 000 000	38 016 600	3,16	0,04	100,04	240 582	38 016 416	38 256 998	-184	2,44 %	5
Sparebank 1 Søre Sunnmøre	12.12.2011	3,32	NOK	11.03.2011	30 000 000	30 255 000	2,84	0,19	100,52	49 800	30 157 020	30 206 820	-97 980	1,93 %	5
Sparebanken Pluss	15.01.2013	2,97	NOK	17.01.2011	30 000 000	29 898 000	3,23	0,04	99,65	190 575	29 894 340	30 084 915	-3 660	1,92 %	5
Sparebanken Narvik	03.05.2013	3,26	NOK	03.02.2011	30 000 000	29 719 500	3,5	0,09	99,64	157 567	29 892 180	30 049 747	172 680	1,92 %	5
Aurskog Sparebank	15.01.2013	3,07	NOK	17.01.2011	30 000 000	29 760 000	3,48	0,04	99,37	196 992	29 812 140	30 009 132	52 140	1,91 %	5
Sparebanken Sogn og Fjordane	28.01.2014	3,04	NOK	28.01.2011	30 000 000	29 643 000	3,48	0,07	98,99	162 133	29 695 770	29 857 903	52 770	1,90 %	5
Sparebanken Møre	26.08.2011	3,29	NOK	26.08.2011	25 000 000	25 223 750	2,67	0,16	100,47	79 965	25 118 125	25 198 090	-105 625	1,61 %	5
Sparebank 1 SR-Bank	25.01.2012	2,88	NOK	25.01.2011	25 000 000	25 007 250	2,8	0,07	100,15	134 000	25 036 500	25 170 500	29 250	1,60 %	5
Bank 1 Oslo	03.10.2011	2,7	NOK	03.01.2011	25 000 000	24 655 000	2,75	0,01	100	165 000	25 001 250	25 166 250	346 250	1,60 %	5
Totens Sparebank	27.11.2013	3,03	NOK	28.02.2011	25 000 000	24 729 000	3,59	0,15	98,86	67 333	24 715 850	24 783 183	-13 150	1,58 %	5
ABG Sundal Collier Norge ASA	15.11.2011	3,34	NOK	15.02.2011	25 000 000	25 000 000	5,19	0,12	98,56	106 694	24 640 450	24 747 144	-359 550	1,58 %	5
Sparebanken Sør	17.02.2014	4,66	NOK	17.02.2011	20 000 000	20 775 500	3,41	0,13	103,84	113 911	20 767 140	20 881 051	-8 360	1,33 %	5
Sparebanken Sogn og Fjordane	27.02.2012	3,88	NOK	28.02.2011	20 000 000	20 432 000	2,8	0,16	101,34	68 978	20 267 920	20 336 898	-164 080	1,30 %	5
Helgeland Sparebank	21.03.2012	3,37	NOK	16.03.2011	20 000 000	20 196 000	2,91	0,21	100,7	29 956	20 139 240	20 169 196	-56 760	1,29 %	5
Pareto Bank ASA	14.09.2011	3,58	NOK	14.03.2011	20 000 000	19 960 000	3,21	0,19	100,32	33 811	20 063 400	20 097 211	103 400	1,28 %	5
Skandinaviska Enskilda Banken AB	28.02.2011	3,01	NOK	28.02.2011	20 000 000	20 000 000	2,63	0,16	100,08	53 511	20 015 360	20 068 871	15 360	1,28 %	5
Pareto Bank ASA	17.08.2012	3,61	NOK	17.02.2011	20 000 000	19 988 000	3,81	0,13	99,86	88 244	19 971 720	20 059 964	-16 280	1,28 %	5
Pareto Bank ASA	22.11.2011	3,18	NOK	22.02.2011	20 000 000	19 990 000	3,32	0,14	99,91	67 956	19 981 260	20 049 216	-8 740	1,28 %	5
Aurskog Sparebank	27.06.2011	2,87	NOK	28.03.2011	20 000 000	20 004 000	2,83	0,23	100,05	6 378	20 010 320	20 016 698	6 320	1,28 %	5
Flekkefjord Sparebank	21.09.2012	3,21	NOK	21.03.2011	20 000 000	19 990 000	3,37	0,21	99,86	17 833	19 972 400	19 990 233	-17 600	1,27 %	5
Sparebank 1 Buskerud-Vestfold	21.01.2011	2,82	NOK	21.01.2011	18 000 000	18 040 500	2,57	0,06	100,02	100 110	18 003 222	18 103 332	-37 278	1,15 %	5
Sparebank 1 SMN	18.09.2013	3,47	NOK	16.03.2011	15 000 000	15 055 350	3,44	0,2	100,36	23 133	15 054 270	15 077 403	-1 080	0,96 %	5
Sparebanken Pluss	11.03.2011	2,93	NOK	11.03.2011	15 000 000	15 042 000	2,66	0,19	100,07	21 975	15 010 170	15 032 145	-31 830	0,96 %	5
Finanssertifikater															
Sparebank 1 Nordvest	02.09.2013	3,53	NOK	02.03.2011	40 000 000	40 204 000	3,46	0,16	100,45	113 744	40 179 920	40 293 664	-24 080	2,57 %	5
Sparebank 1 Nord-Norge	04.12.2012	3,15	NOK	04.03.2011	30 000 000	30 027 000	3,15	0,17	100,16	65 625	30 046 710	30 112 335	19 710	1,92 %	5
Landkredit Bank AS	23.05.2011	2,59	NOK	23.02.2011	30 000 000	29 993 100	2,61	0,14	100,01	82 017	30 003 750	30 085 767	10 650	1,92 %	5
Sparebanken Sogn og Fjordane	10.08.2012	2,66	NOK	10.02.2011	30 000 000	29 799 000	2,97	0,11	99,64	113 050	29 892 210	30 005 260	93 210	1,91 %	5
RENTEPAPIRER MED FAST RENTE															
Utenlandske statsobligasjoner															
Gresk stat	20.03.2012	4,3	EUR		8 500 000	65 121 103	10,74	1,06	715,1	2 234 099	60 783 833	63 017 932	-4 337 270	4,02 %	2
Mexikansk stat	20.11.2036	10	MXN		105 000 000	56 538 656	8,1	10,01	58,62	96 203	61 553 092	61 649 295	5 014 435	3,93 %	3
Sør-Afrikansk stat	31.03.2036	6,25	ZAR		80 000 000	54 837 022	8,43	10,44	69,35	1 109 167	55 481 504	56 590 671	644 482	3,61 %	3
Norske statsobligasjoner															
Norsk Stat	25.05.2021	3,75	NOK		50 000 000	50 145 000	3,06	8,7	100,3	1 145 548	50 150 000	51 295 548	5 000	3,20 %	2
SUM VERDIPAPIRPORTEFØLJE ¹⁾						1 373 211 632				8 530 566	1 373 946 609	1 382 477 175	734 977	88,05 %	
Nøkkeltall portefølje															
Effektivrente	3,77 %														
Effektivrentetil kunder ¹⁾	3,27 %														
Durasjon ²⁾	1,19														

¹⁾ Effektivrente justert for forvaltningshonorar.

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

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

⁴⁾ Verdipapirene er inndelt i seks risikoklasser etter deres kreditrisiko.

Klasse 1 har lavest risiko og klasse 6 har høyest kreditrisiko.

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

⁵⁾ For verdi av likviditet i porteføljen pr 31.12.10 henvises til balansen.

Aller rentepapirene er omsatt i et telefonbasert internasjonalt marked.

Andelskurs pr 31.12.2010 128,5463

Kr0,- er beløttet ut delt til andelseierne pr 31.12.2010.

SKAGEN Tellus

Note 8. Verdipapirportefølje pr 31.12.2010 (angitt i hele kroner)

Verdipapir	Forfallsdato	Kupong	Valuta	PålydendeNOK	Kostpris NOK	Effektiv rente ¹⁾	Durasjon ²⁾	Markeds- kurs	Påløpt rente NOK	Markeds- verdi NOK	Markedsverdi inkl påløpt renteNOK	Urealisert gevinst/tapNOK	Andel avfondet	Risiko- klasse ³⁾	
RENTEPAPIRER MED FAST RENTE															
Utenlandske statsobligasjoner															
Dansk stat	15.11.2011	6	DKK	82750000	93659128	0,78	0,87	109,56	656011	90659080		91315091	-3000048	11,64%	2
Sveitsisk stat	11.02.2013	4	CHF	10000000	64493936	0,4	2	670,9	2212070	67090212		69302283	2596276	8,83%	3
USAstat	31.07.2011	1	USD	11500000	69440254	0,2	0,58	586,73	279273	67473772		67753045	-1966483	8,63%	3
UK stat	07.03.2011	4,25	GBP	5000000	48342310	0,37	0,18	911,17	611069	45558464		46169533	-2783846	5,88%	2
Hong Kong stat	07.12.2011	0	HKD	50000000	38626646	0,31	0,93	74,92	-	37459744		37459744	-1166902	4,77%	3
Gresk stat	20.03.2012	4,3	EUR	5000000	36008110	10,74	1,06	715,87	1316594	35793616		37110210	-214494	4,73%	2
Sør-Afrikansk stat	31.03.2036	6,25	ZAR	49000000	32150249	8,43	10,44	69,37	679558	33992074		34671632	1841825	4,42%	3
Malaysia stat	28.04.2011	3,76	MYR	17900000	33118930	2,64	0,31	191,21	225404	34227289		34452693	1108359	4,39%	3
Brasiliansk stat	10.01.2028	10,25	BRL	9000000	31344092	9,91	7,46	363,34	1541982	32700307		34242289	1356215	4,36%	3
Tyrkisk stat	15.01.2020	10,5	TRY	7400000	33903890	8,59	5,51	428,46	1247787	31705672		32953459	-2198218	4,20%	3
Peruansk stat	12.08.2037	6,9	PEN	13950000	32247916	6,92	11,45	212,33	784798	29620509		30405308	-2627406	3,87%	3
Mexikansk stat	20.11.2036	10	MXN	52000000	28286168	8,1	10,01	58,32	47654	30328155		30375809	2041987	3,87%	3
Taiwansk stat	10.02.2012	0,21	TWD	150000000	28375728	0,17	1,11	20,01	56702	30008898		30065600	1633170	3,83%	3
European Bank Recon & Dev	17.06.2015	0,5	CNY	31300000	28361932	-0,29	4,42	90,86	74762	28437776		28512538	75844	3,63%	3
Chilensk stat	05.08.2020	5,5	CLP	187000000	24364091	5,16	7,09	1,28	520704	23951093		24471797	-412998	3,12%	3
Indonesiske stat	15.07.2027	9,22	IDR	20000000000	11414606	8,17	8,17	0,07	551336	14321907		14873243	2907301	1,90%	3
SUM VERDIPAPIRPORTEFØLJE ¹⁾				634 137 986				10805 704		633 328 569	644 134 273	-809 416	82,08%		
Nøkkeltall portefølje															
Effektivrente	2,95%														
Effektivrente til kunder ¹⁾	2,15%														
Durasjon ²⁾	2,88														

¹⁾ Effektivrente justert for forvaltningshonorar.

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

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

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

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

Risikoklasse 1: Overnasjonale organisasjoner

Risikoklasse 2: Stat og statsgaranterte innenfor EØS

Risikoklasse 3: Stat og statsgaranterte utenfor EØS

Risikoklasse 4: Fylker og kommuner

Risikoklasse 5: Bank og finansinstitusjoner

Risikoklasse 6: Industri

⁵⁾ For verdi av likviditet i porteføljen pr 31.12.10 henvises til balansen.

Alle rentepapirene er omsatt i et telefonbasert internasjonalt marked.

Andelskurs pr 31.12.2010 113,9964

Kr 53.090.520,- er besluttet utdelt til andelseierne.

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

SKAGEN Krona

Note 8. Verdipapirportefølje pr 31.12.2010 (angitt i SEK)

Verdipapir	Forfallsdato	Kupong	Renteregulerings- tidspunkt	Pålydende	Kostpris SEK	Effektiv rente ¹⁾	Durasjon ²⁾	Markeds- kurs SEK	Markeds- verdi SEK	Sum påløpt rente og urealisert gevinst/ tap SEK	Andel avfondet	Risiko- klasse ³⁾
RENTEPAPIRER MED FLYTENDE RENTE												
Finansobligasjoner												
SBAB	17.08.2011	2,53	17.02.2011	8 000 000	8 061 280	1,9	0,13	100,44	8 035 080	-1 433	3,77 %	5
Industriobligasjoner												
SKF	21.04.2011	2,06	21.01.2011	8 000 000	8 031 440	1,78	0,06	100,11	8 008 440	-23 000	3,76 %	6
Industriertifikater												
Arla Foods Amba	07.02.2011	0		20 000 000	19 888 883	1,97	0,1	99,8	19 959 500	70 617	9,34 %	6
Peab Finans	23.03.2011	0		12 000 000	11 901 091	2,31	0,22	99,49	11 938 560	37 469	5,59 %	6
Castellum	11.01.2011	0		10 000 000	9 970 173	1,95	0,03	99,94	9 994 190	24 017	4,68 %	6
SCA Capital NV	26.01.2011	0		10 000 000	9 974 132	1,8	0,07	99,87	9 987 330	13 198	4,68 %	6
Securitas	26.01.2011	0		10 000 000	9 951 603	1,8	0,07	99,87	9 987 330	35 727	4,68 %	6
Vattenfall AB	02.02.2011	0		10 000 000	9 960 723	1,63	0,09	99,85	9 985 370	24 647	4,67 %	6
Fortum Oyj	07.02.2011	0		10 000 000	9 959 173	1,81	0,1	99,81	9 981 300	22 127	4,67 %	6
Lunds Energi	14.02.2011	0		10 000 000	9 958 966	1,82	0,12	99,78	9 977 830	18 864	4,67 %	6
Jernhusen AB	24.02.2011	0		10 000 000	9 956 743	1,94	0,15	99,71	9 971 080	14 336	4,67 %	6
Volkswagen Finans Sverige	21.02.2011	0		10 000 000	9 954 953	2,07	0,14	99,71	9 970 830	15 877	4,67 %	6
Vasakronan AB	28.02.2011	0		8 000 000	7 963 342	1,97	0,16	99,69	7 974 832	11 490	3,73 %	6
Trelleborg Treasury AB	08.02.2011	0		7 000 000	6 963 026	1,97	0,1	99,79	6 985 398	22 372	3,27 %	6
Assa Abloy Financial Services AB	17.03.2011	0		7 000 000	6 964 256	2,13	0,2	99,56	6 969 396	5 140	3,26 %	6
Industrivarden	18.02.2011	0		6 000 000	5 977 954	1,95	0,13	99,74	5 984 484	6 530	2,80 %	6
Holmen AB	09.03.2011	0		6 000 000	5 971 379	2,18	0,18	99,6	5 975 934	4 555	2,80 %	6
Trelleborg Treasury AB	09.02.2011	0		5 000 000	4 977 353	1,91	0,11	99,79	4 989 640	12 287	2,34 %	6
Finanssertifikater												
Ikano bank	22.02.2011	0		5 000 000	4 976 093	1,88	0,14	99,73	4 986 530	10 437	2,33 %	5
Ikano bank	10.02.2011	0		3 000 000	2 989 690	1,74	0,11	99,81	2 994 210	4 520	1,40 %	5
Ikano bank	17.02.2011	0		1 000 000	996 135	1,79	0,13	99,77	997 672	1 537	0,47 %	5
RENTEPAPIRER MED FAST RENTE												
Finansobligasjoner												
Skandinaviska Enskilda Banken AB	26.08.2011	2,9		8 000 000	8 017 620	2,58	0,64	100,21	8 016 416	78 707	3,79 %	5
Industriobligasjoner												
Volvo Treasury	23.03.2011	3,75		18 000 000	18 221 862	2,27	0,22	100,34	18 061 668	359 181	8,70 %	6
Electrolux AB	25.02.2011	4,25		4 000 000	4 016 660	2,05	0,15	100,33	4 013 012	140 380	1,95 %	6
SUM VERDIPAPIRPORTEFØLJE ⁵⁾					205 604 529				205 746 032	942 086	96,70 %	
Nøkkeltall portefølje												
Effektiv rente	2,01 %											
Effektiv rente til kunder ¹⁾	1,81 %											
Durasjon ²⁾	0,14 %											

¹⁾ Effektiv rente justert for forvaltningshonorar.

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

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

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

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

Risikoklasse 1: Overnasjonale organisasjoner

Risikoklasse 2: Stat og statsgaranterte innenfor EØS

Risikoklasse 3: Stat og statsgaranterte utenfor EØS

Risikoklasse 4: Fylker og kommuner

Risikoklasse 5: Bank og finansinstitusjoner

Risikoklasse 6: Industri

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

Alle rentepapirene er omsatt i det svenske markedet.

Andelskurs pr 31.12.2010 100,4158

Kr 3.379.974,- er besluttet utdelt til andelseierne.

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

Til styret i SKAGEN AS

Revisors beretning

Uttalelse om årsregnskapene

Vi har revidert årsregnskapene for verdipapirfondene som består av balanser per 31. desember 2010, resultatregnskaper for regnskapsåret avsluttet per denne datoen og en beskrivelse av vesentlige anvendte regnskapsprinsipper og andre noteopplysninger. Resultatregnskapene viser følgende årsresultater for regnskapsåret avsluttet per 31. desember 2010:

SKAGEN Vekst	NOK	1 367 187 806
SKAGEN Global	NOK	4 597 707 654
SKAGEN Kon-Tiki	NOK	7 412 566 938
SKAGEN Avkastning	NOK	42 930 703
SKAGEN Høyrente	NOK	106 640 703
SKAGEN Høyrente Institusjon	NOK	46 031 148
SKAGEN Tellus	NOK	35 943 998
SKAGEN Krona	SEK	2 301 038

Styrets ansvar for årsregnskapet

Styret i forvaltningsselskapet er ansvarlig for å utarbeide årsregnskapet og for at det gir et rettviseende bilde i samsvar med regnskapslovens regler og god regnskapsskikk i Norge, og for slik intern kontroll som styret finner nødvendig for å muliggjøre utarbeidelsen av et årsregnskap som ikke inneholder vesentlig feilinformasjon, verken som følge av misligheter eller feil.

Revisors oppgaver og plikter

Vår oppgave er å gi uttrykk for en mening om dette årsregnskapet på bakgrunn av vår revisjon. Vi har gjennomført revisjonen i samsvar med lov, forskrift og god revisjonsskikk i Norge, herunder International Standards on Auditing. Revisjonsstandardene krever at vi etterlever etiske krav og planlegger og gjennomfører revisjonen for å oppnå betryggende sikkerhet for at årsregnskapet ikke inneholder vesentlig feilinformasjon.

En revisjon innebærer utførelse av handlinger for å innhente revisjonsbevis for beløpene og opplysningene i årsregnskapet. De valgte handlingene avhenger av revisors skjønn, herunder vurderingen av risikoene for at årsregnskapet inneholder vesentlig feilinformasjon, enten det skyldes misligheter eller feil. Ved en slik risikovurdering tar revisor hensyn til den interne kontrollen som er relevant for fondenes utarbeidelse av et årsregnskap som gir et rettviseende bilde. Formålet er å utforme revisjonshandlinger som er hensiktsmessige etter omstendighetene, men ikke for å gi uttrykk for en mening om effektiviteten av fondenes interne kontroll. En revisjon omfatter også en vurdering av om de anvendte regnskapsprinsippene er hensiktsmessige og om regnskapsestimatene utarbeidet av ledelsen er rimelige, samt en vurdering av den samlede presentasjonen av årsregnskapet.

Etter vår oppfatning er innhentet revisjonsbevis tilstrekkelig og hensiktsmessig som grunnlag for vår konklusjon.

Konklusjon

Etter vår mening er årsregnskapene avgitt i samsvar med lov og forskrifter for verdipapirfond og gir et rettviseende bilde av den finansielle stillingen til verdipapirfondene per 31. desember 2010, og av resultatene for regnskapsåret som ble avsluttet per denne datoen i samsvar med regnskapslovens regler og god regnskapsskikk i Norge.

Uttalelse om øvrige forhold

Konklusjon om årsberetningen

Basert på vår revisjon av årsregnskapene som beskrevet ovenfor, mener vi at opplysningene i årsberetningen om årsregnskapene, forutsetningen om fortsatt drift og forslaget til anvendelse av overskuddene er konsistente med årsregnskapet og er i samsvar med lov og forskrifter.

Konklusjon om registrering og dokumentasjon

Basert på vår revisjon av årsregnskapene som beskrevet ovenfor, og kontrollhandlinger vi har funnet nødvendig i henhold til internasjonal standard for attestasjonsoppdrag ISAE 3000, "Attestasjonsoppdrag som ikke er revisjon eller begrenset revisjon av historisk finansiell informasjon", mener vi at ledelsen har oppfylt sin plikt til å sørge for ordentlig og oversiktlig registrering og dokumentasjon av fondenes regnskapsopplysninger i samsvar med lov og god bokføringsskikk i Norge.

Stavanger, 27. januar 2011
PricewaterhouseCoopers AS


Gunstein Hadland
Statsautorisert revisor

Sådan skaber vi resultater

SKAGEN har som målsætning at give kunderne bedst muligt afkast for den risiko, de tager. For at opnå dette mål anvendes en værdibaseret og aktiv investeringsfilosofi med brede investeringsmandater. En filosofi som bygger på anvendelse af sund fornuft.

SKAGEN Global



Kristian Falnes



Torkell Eide



Søren Milo Christensen



Chris-Tommy Simonsen



Beate Bredeesen



Ross Porter

SKAGEN Vekst

SKAGEN Kon-Tiki



Kristoffer Stensrud



Knut Harald Nilsson



Cathrine Gether

SKAGEN Avkastning



Jane Sirevåg Tvedt

SKAGEN Tellus



Torgeir Høien

Det særlige ved SKAGENS filosofi er, at vi investerer i selskaber som ofte er både Undervurderede, Underanalyserede og Upopulære blandt investorerne. Selskaber, hvor vi har identificeret mulige hændelser, som kan synliggøre skjulte værdier og dermed skabe et merafkast for vores investorer.

Engagerede porteføljeforvaltere

Porteføljeforvalterne deler en overbevisning om, at anvendelse af vores investeringsfilosofi kræver tålmodighed, begejstring og

grundige analyser. Uafhængighed og engagement er ord som beskriver porteføljeforvalterne, som med stor munterhed arbejder i team, hvor faglig stolthed og hårdt arbejde er nøglekriterier.

Interessefællesskab

Porteføljeforvalterne sidder sammen rundt om et bord i hovedkontoret i Stavanger. Teamet er blevet styrket kontinuerligt for at sørge god videns- og erfaringsudveksling mellem porteføljeforvalterne, som har for-

skellige erfaring og baggrund. Det at sidde sammen åbner for kommunikation på tværs af bordet og gør det enkelt at dele idéer og analyser i investeringsprocessen.

Porteføljeforvalterne har en resultatafhængig løn og har placeret en betydelig andel af egne midler i SKAGEN Fondene. Nøglemedarbejdere er ligeledes ejere i selskabet, således at SKAGEN kan tiltrække og fastholde motiverede og kompetente medarbejdere.

Hovedkontor

SKAGEN AS
Postboks 160, N-4001 Stavanger, Norge
Skagen 3, Torgterrassen
Telefon + 47 04001
Telefax + 47 51 86 37 00
Organisationsnummer: 867 462732
www.skagenfondene.no

Kontakt Kundeservice

Kundeservice er åben mandag til fredag klokken 9-17.
Kom forbi vores kontor på Nyhavn 63A, ring, eller send en e-mail, så vil vi gøre alt, hvad vi kan, for at hjælpe dig.

Telefon 70 10 40 01
Nyhavn 63A, 2. sal
1051 København K
kundeservice@skagenfondene.dk
www.skagenfondene.dk

Oplag: 11.000
Design: Kaland Marketing og Printing produksjon
Grafer: Meze Design
Dansk sprogforvaltning: adverbium og SKAGEN Fondene
Grafisk produktion, tryk og udsendelse: Rosendahl-Schultz Grafisk A/S