ÅRSRAPPORT 2013

SKAGEN

I EN OMSKIFTELIG VERDEN

WWW.SKAGENFONDENE.DK

INDHOLD

LEDER

Tallet er 3 ›3
Harald Espedal: Talmagi og gode afkast

Rådgivning er afgørende ›17
Leder af adm. dir. Jens Elkjær, SKAGEN Fondene Danmark

SKAGEN INFORMERER

SKAGEN Fondenes udvikling ›4
Fondenes afkast

Sammen for børn og unge ›5
Humanitært samarbejde

SKAGEN bryder nye veje ›14
Samarbejde med dansk litteratur

Tjek din skat ›15

Indkaldelse til investormøde ›16
Kom med til investor- og inspirationsmøde

Overskuelige investeringer ›68
Få produkter i SKAGEN

UOPDAGEDE MULIGHEDER

Tid til at sige farvel ›6
Interview med Hans Rosling

Den digitale revolution ›8
Vækstmarkedslandene på vej ind i fremtiden

En verden af muligheder ›10
Krise er kimen til fremskridt

Den, som kan vente ›12
Pionerer bliver overhalet

Solen varmer i vores aktiefonde ›13
Upopulære selskaber ind i varmen

BESTYRELSENS BERETNING

Ejerstruktur ›44

Fondene 2013 ›45

REGNSKAB

Årsregnskab 2013 ›48

Noter ›50

REVISORS BERETNING

Udtalelse om årsregnskaberne ›66

PORTEFØLJE-FORVALTERNES BERETNING

INTRODUKTION

Historisk stor kløft ›19
Forskel i afkastet i 2013

Gæld er ikke at foragte ›21
Rentekommentar af Torgeir Høien

AKTIEFONDE

SKAGEN Kon-Tiki ›22
Investeringsfilosofien stod imod

SKAGEN Global ›26
Absolut stærkt

SKAGEN Vekst ›30
Solid med lav risiko

SKAGEN m² ›34
Rutsjebanetur for ejendomsaktier

RENTEFONDE

SKAGEN Tellus ›38
Et år med lave renter

SKAGEN Avkastning ›40
Fald for danske investorer

NØGLETAL

Afkast og risikomåling ›42
Tal for fondenes præstationer

Tallet er 3

I SKAGEN er vi glade for tal, især 3-tal. Og vi kan nu føje 2013 til rækken af gode år, som slutter på 3.

I december 2012 gik jeg langt frem på banen og sendte julekort til alle SKAGEN-vennerne. Jeg skrev, at næste år, altså 2013, ville blive et godt år. For historien gentager sig gerne. Af de seneste ti år, som slutter på tre, har de otte været gode børs-år. Det var bestemt også tilfældet i 2013.

Godt afkast

Vores fonde har leveret godt afkast i det forløbne år. SKAGEN Kon-Tiki præsterede et afkast på 5 procent i et særdeles vanskeligt marked. Fonden slog sit referenceindeks med knapt 12 procentpoint. Vores to andre aktiefonde SKAGEN Vekst og SKAGEN Global leverede et solidt absolut afkast på henholdsvis 10 og 15 procent. Alligevel sluttede de to sidstnævnte fonde en smule efter deres referenceindekser. Det første år for SKAGEN m^2 var op ad bakke. Referenceindekset er massivt eksponeret i ejendomsmarkederne i Japan og USA, som begge havde et godt år. SKAGEN m^2 har kun få investeringer i disse to markeder og måtte bøde for det.

Samlet set er vi tilfredse med sidste års resultat. Men det skal i retfærdighedens navn nævnes, at vi blev hjulpet af et godt marked i de udviklede aktiemarkeder. Især norske investorer har nydt af en svækkelse af den norske krone, og derved opnået et godt afkast målt i norske kroner.

Rentefest

Jeg synes, at SKAGENs rentefonde fortjener større opmærksomhed, end de har fået. Vores globale obligationsfond SKAGEN Tellus gjorde et svendestykke i et vanskeligt obligationsmarked og præsterede et merafkast i forhold til sit referenceindeks på godt 4 procent. Målt i danske kroner blev det et værditab godt 4 procent, mens indekset faldt 8 procent. Også SKAGEN Avkastning klarede sig bedre end sit referenceindeks.

3-tal

Vi spøger jo lidt med talmagien, men 1993 var rent faktisk et godt år for selskabet. Det var nemlig der, SKAGEN blev stiftet. Vi har brugt året i år til at markere vores 20-års-jubilæum. Det skete blandt andet med en fantastisk udendørskoncert i Stavanger i august og en række kundearrangementer i alle markedsområder.

En positiv ting ved at blive ældre er, at vi er blevet mere erfarne. Vi ved meget mere i dag, end da vi begyndte for 20 år siden. Det er til investorernes fordel. Men der er noget, som ikke ændrer sig i SKAGEN, nemlig vores 3 (der var den igen) U'er. De var meget eksotiske, da de blev undfanget for 20 år siden. I mellemtiden har valueforvaltning allerede nået at blive moderne og gå af mode igen flere gange.

Mulighedernes marked

Temaet i denne årsrapport er uopdagede muligheder eller lommer af værdi. Det er essensen i vores investeringsfilosofi, at vi søger efter kvalitetsselskaber, hvor andre ikke drømmer om at lede.

Men hvorfor taler vi altid om vores investeringsfilosofi? Fordi vi tror ufravigeligt på, at kvalitet til den rigtige pris er bedst for vores investorer.

Over gennemsnittet

Forvaltningskapitalen var ved årets slutning på 114 mia. kr. Vi har i årets løb oplevet, at kunder har tabt troen på vækstmarkederne og taget penge ud af SKAGEN Kon-Tiki. Det skete, på trods af at fonden slog sit referenceindeks med en solid margin. Kunderne betalte i gennemsnit 2,25 procents forvaltningshonorar i løbet af året. Det er over gennemsnittet i branchen og kan tilskrives det store merafkast netop i Kon-Tiki.

SKAGEN på farten

Det, som for kort tid siden var den rene science fiction, er virkelighed i dag. Vi arbejder derfor løbende på at forbedre vores servicetilbud på alle flader. Det gælder især mobiler. Du kan nu også abonnere på og læse nyheder fra os på mobil og tablet-pc og se vores videoopdateringer. Jeg kan love, at der vil komme flere teknologiske nyheder fra os.

Det er ekstra fornøjeligt, at vores satsning på de sociale medier er blevet en succes. Flere og flere følger os på Facebook og LinkedIn. Vi bruger disse kanaler aktivt, blandt andet for at invitere til arrangementer såsom informationsmøder.

Hvad så nu?

Lad os ikke strække talmagien for langt. Det er trods alt de fundamentale forhold, som afgør rammebetingelserne for selskaberne i vores porteføljer. Hvad vi mener om det kommende år? To ting: Perioden, vi er inde i, har været usædvanligt stabil, så man skal formentlig regne med lidt flere svingninger og korrektioner. Der er mere plads til tro og tvivl, når en opgangsperiode har varet så længe. Men spørger du mig, tror jeg, at 2014 vil blive endnu et godt SKAGEN-år. Tak, fordi du holder ved!

HVOR ANDRE IKKE DRØMMER OM AT LEDE

Temaet i denne årsrapport er uopdagede muligheder eller *pockets of value*. Det er essensen i vores investeringsfilosofi, at vi søger efter kvalitetsselskaber, hvor andre ikke drømmer om at lede. Men hvorfor taler vi altid om vores investeringsfilosofi? Fordi vi tror ufravigeligt på, at kvalitet til den rigtige pris er bedst for vores investorer.

– Harald Espedal
Administrerende direktør

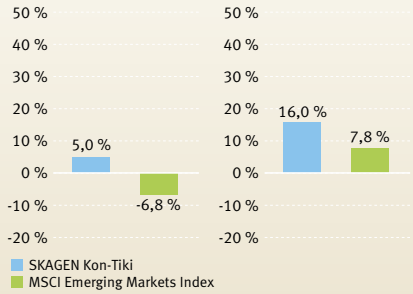
Udvikling

I tabellerne kan du aflæse, hvilke afkast de respektive SKAGEN fonde har opnået i forhold til deres referenceindeks. Tallene er i DKK og opdaterede pr. 31. december 2013.

Aktiefond Obligationsfond

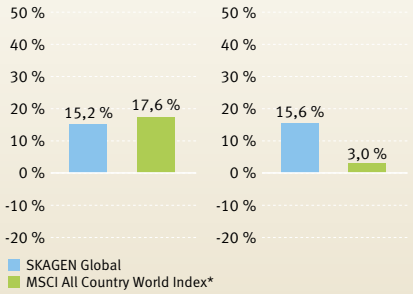
SKAGEN KON-TIKI

Forvalter: Kristoffer Stensrud
Start: 5. april 2002



SKAGEN GLOBAL

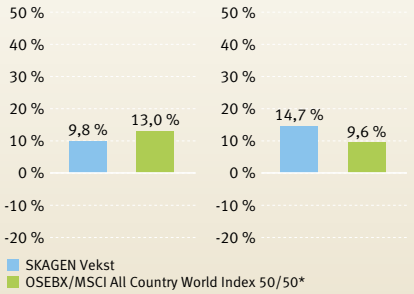
Forvalter: Kristian Falnes
Start: 7. august 1997



* Før 1.1.2010 var indeks MSCI World

SKAGEN VEKST

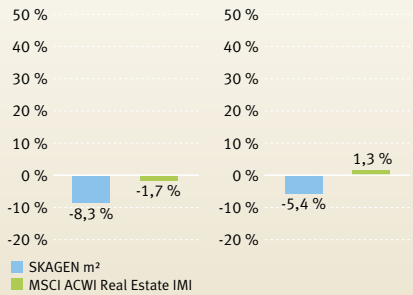
Forvaltere: Ole Søeberg og Geir Tjetland
Start: 1. december 1993



* Før 1.1.2010 var indeks OSEBX

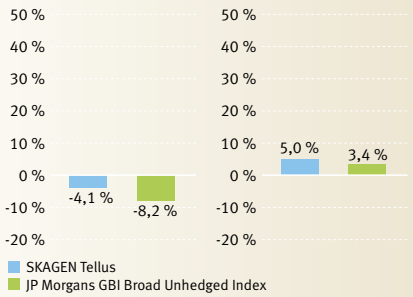
SKAGEN m²

Forvalter: Peter Almström
Start: 31. oktober 2012



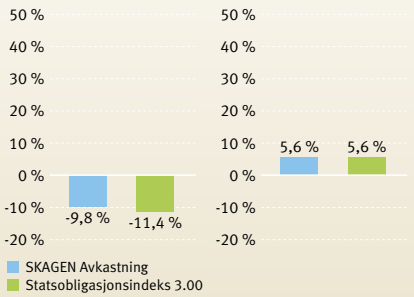
SKAGEN TELLUS

Forvalter: Torgeir Høien
Start: 29. september 2006



SKAGEN AVKASTNING

Forvalter: Jane Tvedt
Start: 16. september 1994



* Fonden blev startet i løbet af 2012

Årsrapporten er oprindelig udarbejdet på norsk. Dette er en oversat og bearbejdet 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 2013 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 2013 er i danske kroner, hvor ikke andet er angivet. Bestyrelsens beretning, regnskab og noter er i norske kroner. Bestyrelsens beretning er oversat til dansk.

SKAGEN Fondene i Danmark markedsfører ikke fondene SKAGEN Høyrente, SKAGEN Høyrente Institusjon, SKAGEN Balanse 60/40 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.

Almindelige forretningsvilkår er tilgængelige på www.skagenfondene.dk. Kontakt kundeservice hvis du ønsker et eksemplar af almindelige forretningsvilkår tilsendt.

Source: CARF

Sammen for børn og unge

Samarbejdet med Læger uden Grænser, SOS Børnebyerne og Kolibri – Children at Risk Foundation har lært os, hvor værdifuldt det er at lede efter det undervurderede, underanalyserede og upopulære.

– Margrethe Vika

Samarbejdet med de tre organisationer lærer os meget. Fx at medicinsk nødhjælp til Afrika ikke er specielt højt respekteret. Læger uden Grænser kalder det "glemte kriser". Børn, unge og deres familier som kan være vokset op med fattigdom, misbrug og kriminalitet. Fælles for vores tre partnerorganisationer er, at de arbejder indenfor områder, der er upopulære, underanalyserede og undervurderede. Kendetegnende for dem alle er også, at de arbejder med glødende engagement.

– Det er værdifuldt i sig selv at bidrage til medicinske nødsituationer, sikre boliger til børn uden forældrenes omsorg og skabe værdige liv for børn i fattigdom. Det er også værdifuldt, fordi det giver børnene værdighed og muligheder for at udtrykke sig selv, siger Margrethe Vika, projektansvarlig i SKAGEN.

Forlænger samarbejdet

I 2013 udvidede vi samarbejdet med organisationerne, og i alt syv millioner NOK blev fordelt på forskellige projekter: Læger uden Grænser har øremærket midlerne til arbejdet i Sierra Leone og Niger. I SOS Børnebyerne bliver midlerne brugt til at styrke arbejdet i Pskov, Rusland. Kolibri-projektet i Brasilien vil forbedre tilbud til børn og unge, herunder ferie- og rekreationscenteret KolibriEgg Itanhaém ved kysten, som stod færdigt i 2010.

Siden 2006 har SKAGEN samarbejdet med Læger uden Grænser, SOS Børnebyerne og Kolibri – Children at Risk Foundation. I løbet af denne periode har de modtaget mere end 60 millioner NOK* til arbejdet med børn og unge; øremærket favelaen uden for São Paulo i Brasilien, Østeuropa og medicinske nødsituationer og mor/barn-programmer i Afrika gennem Læger Uden Grænser.

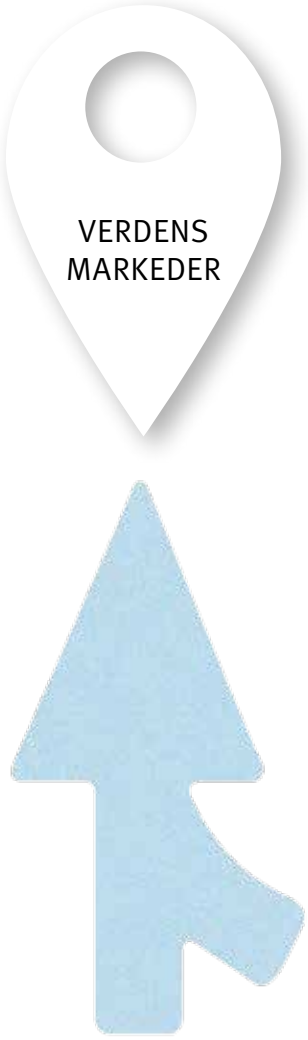
Mange af børnene, som vokser op i favelaen i Sao Paulo, har aldrig været udenfor byen. Ved KolibriEgget Itanhaém så de havet for første gang og lærte om Atlanterhavsregnskoven. Drengene på billedet besøgte centeret i skoleferien, lod sig inspirere af regnskoven og de afrikanske stammetraditioner og dekorerede sig med farvet ler og andet fra naturen. Sådan bliver børn bedre bekendt med naturen og deres afrikanske kulturarv.

*Midlerne er gået fra forvaltningsselskabet SKAGENs indtjening, ikke fra SKAGENs investorer.

Tid til at sige farvel

Den 'udviklede verden' og 'udviklingsverden' er grove etiketter til at beskrive verdens seks milliarder mennesker. Den svenske professor Hans Rosling foreslår, at vi udskifter de to udtryk med et andet mere mundret udtryk: verden.

– Interview med Hans Rosling



Der var engang, for ikke så længe siden, at vores verden faktisk let kunne grupperes i to lande, "u-lande" og "i-lande". Der var stor forskel mellem de lande, man anså for rige og de lande, man anså for fattige, og meget få lande derimellem – hvis der overhovedet var nogen. Den ene gruppe havde, modsat den anden gruppe af lande, en længere gennemsnitlig forventet levetid, mindre familier, uddannelse og politisk styrke.

– Jeg vil gerne fortælle en historie om min nabo, som kender to hundrede forskellige vinsorter – jeg kender kun to, nemlig rød og hvid. Selvom min nabo kun kender to slags lande (industri- og udviklingslande), så kender jeg ca. 200 lande og deres BNP, fødselstal, læse- og skrivefærdigheder, børnedødelighed o.s.v., forklarer Hans Rosling, som er professor i global sundhedsvidenskab på Karolinska Institutet i Stockholm.

Han var indlægsholder på SKAGEN Fondenes Nytårskonference i København, torsdag den 9. januar 2014, hvor han talte for både for professionelle og private investorer. Hans Rosling var ligeledes taler på Nytårskonferencen 2012. Det sker ofte, at han bliver inviteret på ny til konferencer, hans indlæg er ekstraordinære.

Sundhed og rigdom

– Landene i verden i dag trodser alle forsøg på at blive klassificeret i kun to grupper. Mange af de tidligere "udviklingslande" har gjort store fremskridt, og det meste af den globale vækst sker i dag udenfor Nordamerika og Vesteuropa.

Via organisationen Gapminder (www.gapminder.org) forsøger Hans Rosling at gøre statistik og facts lettere og mere tilgængelige, for at vise hvordan de fleste mennesker i dag lever i midten af det socio-økonomiske spektrum.

– Den gennemsnitlige forventede levetid i dag, i fx Vietnam, er 75 år. Det er samme niveau som i USA i 1990, men i et rigdomsperspektiv er indkomsten pr. person på niveau med USA i 1860'erne! Målt på sundhed er de 20 år bagud og målt på rigdom 150 år bagud.

Paradokset i forhold til højere overlevelse blandt børn er, at det ikke fører til befolkningsvækst. Faktisk gælder det modsatte. Hans Rosling forklarer, at det er, når dødeligheden hos børn falder, at efterspørgslen for familieplanlægning øges, hvilket fører til færre fødsler. Størstedelen af verdens befolkning lever i et samfund, hvor tobørnsfamilier er det mest almindelige og børnedødeligheden er forholdsvis lav. I gennemsnit føder kvinder i verden i dag 2,5 babyer. Det har ifølge Hans Rosling ført til en skæv børneudvikling: Antallet af børn er stagneret ved 2 mia. det sidste årti og forventes at blive på dette niveau i hele dette århundrede. I Afrika stiger antallet af børn stadig, men antallet falder med samme hastighed i Asien.

Opgradering af vores verdensbillede

I midten af 1990'er blev Hans Rosling klar over, at toppen af den akademiske elite på Karolinska Institutet manglede basal viden om, hvordan verden havde forandret sig, især på grund af et forældet mindset. Det inspirerede ham til missionen om at "opgradere vores verdensbillede", som han selv udtrykker det.

Da Hans Rosling bad sine studerende om at definere udtrykket 'den vestlige verden' og 'udviklingsverden', forklarede de, at i den vestlige verden er familierne mindre og den forventede levetid længere. Deres syn på verden ville have været korrekt i 1960. Siden dengang er der sket en løbende langsom, men dramatisk forandring, som gør den gamle opdeling af verden i to grupper ubrugelig.

På listen over udviklingslande fremhæver han Korea, hvor elektronikgiganten Samsung kommer fra. Singapore, landet med laveste børnedødelighed, anses for at være et udviklingsland, ligesom verdens rigeste land Qatar. Hans Rosling spørger, hvordan disse lande kan anses for 'udviklingslande' og svarer ved at rive siden med landekategorisering ud og råbe: "Det er noget sludder!"

Selvudnævnt 'edu-tainer' og professor i global sundhed, Karolinska Institutet, Stockholm.

Medstifter af Gapminder Foundation, hvis formål er, at 'bekæmpe ødelæggende uvidenhed ved hjælp af faktabaserede verdensbilleder, som enhver kan forstå'.

Google erhvervede i 2007 softwaren Trendalyzer fra Gapminder Foundation.

Den nyeste version af Trendalyzer er tilgængelig på nettet på www.gapminder.org/world, hvor den fremviser statistik over tidslig udvikling for alle lande.

– Jeg vil gerne fortælle en historie om min nabo, som kender to hundrede forskellige vinsorter – jeg kender kun to, nemlig rød og hvid. Selvom min nabo kun kender to slags lande (industri- og udviklingslande), så kender jeg ca. 200 lande og deres BNP, fødselstal, læse- og skrivefærdigheder, børnedødelighed o.s.v.

Vækstlande går direkte til digital økonomi

Vækstmarkedslandene har ikke som udviklede lande brugt årtier på at investere milliarder i dyre indkøbscentre, store mediehuse og enorme finansinstitutioner. De slipper for at slæbe rundt på dyre og forældede mastodonter.

– Kristoffer Stensrud

Source: Shutterstock

Sydafrika er et eksempel på et land, som opfattes som en råvarebaseret økonomi, men størstedelen af det sydafrikanske børsindeks er forankret i tjenestesektoren.

Det er ikke altid en ulempe for et vækstland at være bagefter i sin udvikling, hvis man er bagefter på erhvervsområder, som kræver store investeringer, og virksomhederne allerede er forældede mastodonter. Så er det en fordel at kunne starte forfra uden at være bundet af fortiden.

Vi tænker rutinemæssigt, at vækstlandene både skal have veje, hospitaler, uddannelsesinstitutioner, jernbaner, lufthavne, højhuse, supermarkeder, bilfabrikker, biografer, elværker, almindelig industri, bryggerier, industrielle landbrug, hoteller, indkøbscentre, avishuse, TV-stationer, storbanker og meget andet for at være rigtige udviklede lande.

Men det er ikke helt rigtigt. På en række områder er det en fordel at kunne springe syv udviklingsled over og gå direkte til digital økonomi. Hvad der på overfladen ligner en ulempe, som det vil tage årtier at få rettet op på, er en fordel på en række områder.

I SKAGEN har vi en grundfæstet tro på, at verden er under hastig forandring, og at udviklingen drives frem af gode muligheder for at skabe fremgang for befolkningerne i vækstlandene. Det vil sige for mennesker over hele jorden, ikke blot for mennesker i USA, Europa og Japan.

Digitalisering og mobiltelefoni er blandt de stærkeste drivere i denne udvikling. Det har vist sig, at det ikke er så vældig vanskeligt at implementere helt moderne teknologi også i vækstlandene, og effekterne er enorme. Den digitale økonomi er gennemskuelig, omkostningerne lavere, og distributionssystemer mere effektive.

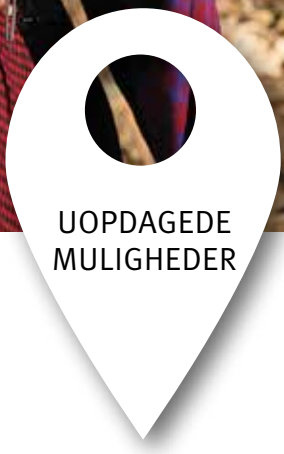
Læg dertil, at fødselsraterne er kraftigt faldende, og overlevelsesmuligheder for nyfødte er langt bedre end for blot tyve år siden. Det slår igennem i den økonomiske udvikling med enorm kraft, men ikke alle professionelle investorer har fået det med sig på vejen.

Fastlåst verdensbillede

Da jeg i begyndelsen af januar 2014 besøgte SKAGENs nytårskonferencer i Oslo, København og Stockholm, fik jeg syn for sagen. Midt mellem interessante taler og engagerede tilhørere oplevede jeg også en del brister i forståelsen af den globale økonomi.

Det var interessant, at tilhørerne i København troede, at over 50 procent af verdens befolkning var analfabeter, og at mindre end 50 procent af verdens nyfødte børn får mæslingevaccination, inden de fylder et år. Det korrekte svar er, at mindre end 20 procent er analfabeter, og at over 80 procent bliver vaccineret. At tæt på en halv milliard mennesker flyttes fra fattigdom til middelklassen er ikke rigtig trængt ind.

Heller ikke økonomiprofessor Paul Krugman, modtager af Nobelprisen og hovedtaler, havde efter min opfattelse forstået eller taget til sig, at den kinesiske økonomi nu er over tre gange så stor som den japanske, målt på købekraft. Hans beskrivelse af verden var koncentreret om USA, Europa og Japan. Spørgsmålet om Kinas fremtid blev affærdiget med, at «det kommer til at gå som Japan». Kinas andel af den globale verdenshandel er i øjeblikket tre gange så stor som Japans. Råvareforbruget er mellem tre og otte gange større end Japans og desuden væsentlig større end USA's. I 2013 overgik Kina desuden USA og er nu verdens største handelsnation målt på eksport og import.



DIGITAL ØKONOMI

Vi tænker rutinemæssigt, at vækstlandene både skal have flere veje, hospitaler, uddannelsesinstitutioner, jernbaner, lufthavne, højhuse, supermarkeder, bilfabrikker, biografer, elværker, almindelig industri, bryggerier, industrielle landbrug, hoteller, indkøbscentre, avishuse, TV-stationer og storbanker. Men på en række områder er det en fordel at gå direkte til digital økonomi.

En ny verden

Trods større købekraft i vækstmarkederne, hastig udvikling af servicesektoren, udbredelse af digital handel og et potentielt bedre politisk klima, så er der fortsat skepsis hos vanlige institutionelle investorer. Som altid søger markedsdeltagerne tryghed i konsensus; i øjeblikket er konsensus frygt for vækstmarkederne. Det giver muligheder.

Traditionelt er investeringer i globale vækstmarkeder blevet opfattet som en investering i den «globale konjunktur». Det er fokuseret på vækstmarkedslandenes rolle som producenter af råvarer, hvis efterspørgsel er stærkt konjunkturfølsom, hvilket kan slå kraftigt igennem i realøkonomien i både gode og dårlige tider.

Vækstmarkederne står stærkere

De globale vækstmarkeder er i dag mindre et spørgsmål om at være et derivat af en global råvarecyklus. Landenes økonomier er generelt store nok og ikke lige så eksportbaserede som vækstlandene.

Modsat 90'erne er formentlig størstedelen af økonomierne mere baseret på intern udvikling. Det er en interessant udvikling af servicesektoren, som i de industrialiserede lande udgør op til 80 procent af værdiskabelsen. På de globale vækstmarkeder er servicesektoren generelt en del af den uformelle økonomi. Men i takt med at den del af økonomien vokser, skal den også beskattes og bliver dermed en del af det officielle BNP.

De bratte fald, vi oplevede i 2013 i en række vækstlandes valutakurser, var en velkommen korrektion og naturlig stabilisator, som ikke sås i 90'erne, da den fremherskende teologi var baseret på faste valutakurser mod dollaren, hvad der fik katastrofale følger i Asien i 1997-98.

Ind i fremtiden

Men vækstmarkedernes omstillingsproces er ikke uden gnidninger. I 2013 så vi tydelige tegn på forskelle i den fremstormende middelklasse. På trods af et historisk økonomisk gyldent tiår med politisk stabilitet, så er der stærke drivkræfter for et regimeskifte, idet den angivelige politiske stabilitet har banet vej for fx korruption.

Kombinationen af økonomisk og politisk usikkerhed vil formentlig blive stærkere end normalt i 2014 med en eventuel dæmpende effekt på de globale vækstmarkeder. Allerede i 2013 så vi eksempelvis et politikskifte i Kina, som vil ændre ti års gamle fordomme omkring det, som har været nationalstatens suverænitet i forhold til globalisering, større relevans af individuel økonomisk frihed og større relevans af vækst i forhold til kvantitativ vækst.

Om de globale vækstmarkeder bliver et bedre investeringsområde end de traditionelle, industrialiserede markeder i 2014, er derfor usikkert. Baseret på nøgletal for, hvad man betaler for værdiskabelsen i selskaber, nærmer vi os et niveau, hvor vi normalt burde være sikre på, at de globale vækstmarkeder burde få et bedre risikojusteret resultat på et par års sigt. Men det kan vi på ingen måde garantere.

Det, vi kan garantere, er, at usikkerhed, som kan opstå i 2014, kan give os mulighed for at finde gode selskaber med god værdiskabelse til en lav pris.

Der burde opstå revurderingsmuligheder under ændrede forhold, som vi også så i 1998, 2002 og 2008. For mange forvaltere giver kortvarig uro på markederne en krise, mens det for SKAGEN de sidste 20 år har givet muligheder. Med en solid værdiforankring vil vi fortsat kunne skabe højere afkast.

DEMOGRAFI EJENDOMME

Source: Daniel Brokstad

Ny markedslogik

Ikke vækstmarkeder, men vækstbyer

– Peter Almström

SKAGEN m² søger konstant at være eksponeret i de bedste ejendomsselskaber i verdens vækstbyer, ikke i vækstlande.

Vækstbyer tegner sig for en voksende andel af verdens BNP. Disse geografiske centre har en næsten eksponentiel vækst. Koncentrationen af mennesker og virksomheder skaber endnu flere virksomheder, job og muligheder og sætter en positiv synergi-spiral i gang. Nogle byer vokser endnu hurtigere end de lande, hvor de har ligget i århundreder. Andre viser sig at have en kortere livsbane. Byer, som er baseret på en enkelt eller nogle få erhverv, er i fare for at sakke bagud i det globale kapløb, efterhånden som verdensøkonomien udfolder sig.

Byer i mindre udviklede økonomier er i tidlige vækstfaser ofte konfronteret med slumkvarterer, koncentration af fattigdom og sundhedsproblemer. Vækstbyerne kan efterhånden blive i stand til at løse disse problemer mere effektivt. Bedre adgang til rent vand, sundhedsvæsen og affalds- og spildevandshåndtering ændrer billedet.

Når velbeliggende, veldiversificerede og velstyrede byer bliver rigere, vil bløde værdier og livskvalitet tiltrække menneskeligt talent. Og koncentration af kreativitet er den bedste opskrift på økonomisk modstandskraft. Det er måden at fastholde fremtidig velstand.

Etiketterne 'udviklede lande' og 'vækstlande' har ingen dækning på byniveau. Voksende velstand i byerne er godt for ejendomsværdierne. På alle indkomstniveauer. Det gælder overalt lige fra Stockholm, New York og Istanbul til Mumbai.

Source: Shutterstock

En verden af muligheder

– Krise er begyndelsen til alt fremskridt, hævder Kristoffer Stensrud. Det kan vise sig at være en fordel at starte en ny aktiefond på et tilsyneladende dårligt tidspunkt.

– Tore Bang

I mange år har vi tjent store penge til vores investorer ved at være fokuseret på forhold, som andre har negligeret. Under Asienkrisen så vi mod øst, mens andre investorer så mod vest, fortæller Kristoffer Stensrud om lanceringen af SKAGEN Global i 1997.

Lige siden SKAGEN blev etableret for 20 år siden, har porteføljeforvalterne rettet opmærksomheden mod selskaber i dele af verden, som andre investorer styrer udenom.

– Etablerede sandheder kan altid nytænkes. Matematikkens lovmæssigheder fortæller os, at markedets selskabsvurderinger med tiden vil nærme sig hinanden. Det skaber handlingsrum for generalister som os. Vi er rustet med brede mandater og viljen til at undersøge nærmere, hvad der ligger skjult for mange andre i markedet, siger Kristoffer.

SKAGENs aktiefonde har forskellige mandater, og de egenrådige forvaltere har stor grad af frihed. Men én ting er fælles for fondene: en hård fødsel.

1993
NORSK UDGANGSPUNKT

SKAGEN Vekst

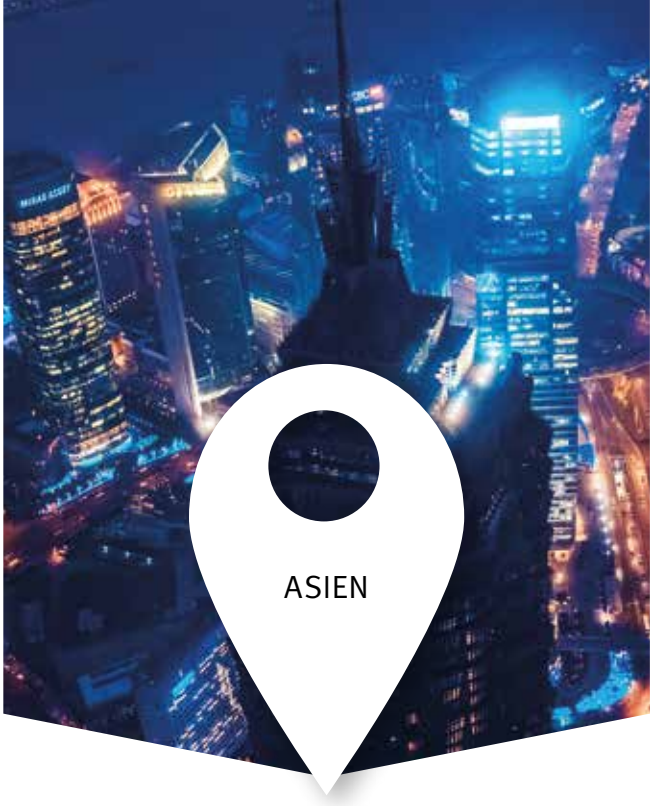
Rammebetingelser ved lancering: Frisættelsen af kredit i midten af 80'erne førte til, at det norske boligmarked skød i vejret. Villige banker gav boliglån til langt op over skorstenen. Boomet varede til vinteren 1988. Så faldt tæppet. Realpriserne på bolig i Norge faldt de næste fem år med over 40 procent. De førhen så sikre storbanker gik nedenom, aktionærerne tabte alt, og kreditmarkedet var lammet. Oslo Børs kom sig – i modsætning til globale aktiemarkeder – aldrig over børskrakket på New York-børsen den 19. oktober 1987.

Investorerne i norske aktier var på ørkenvandring frem til august 1992. De genvandt dog i 1993 troen på, at det over tid kan betale sig at investere i selskabernes egenkapital. 1993 var også et glædeligt år for de globale aktiemarkeder. Verdensindekset steg med 35 procent målt i norske kroner.

Gik glip af et superår
SKAGEN Vekst gik med sin lancering d. 1. december 1993 desværre glip af dette fantastiske børsår. Men fonden fik resten af de glade 1990'ere med.

Investorerne i SKAGEN Vekst kunne med undtagelse af 1998 glæde sig over en fantastisk rejse, både absolut og relativt i forhold til referenceindekset. Det toppede i 1999. Her endte fondens afkast på 94 procent, mod referenceindeksets 59 procent.

20 år efter lanceringen befinder flere af selskaberne fra SKAGEN Veksts spæde barndom sig stadig i fonden. Fred- Olsen-tvillingerne Bonheur og Ganger Rolf, Olav Thon Eiendom og Wilhelm Wilhelmsen er norske klassikere. Af de udenlandske lyser Samsung Electronics op som den største investering i SKAGEN Vekst. Selskabet har også i 2013 været en meget god bidragyder til resultatet.



1997
ASIENKRISEN

2002
BØRSFALD

Source: Daniel Brokstad and Shutterstock

SKAGEN Global

Rammebetingelser ved lancering: Asienkrisen var i fuld gang. Investorerne flygtede fra de forgældede asiatiske markeder. Mange asiatiske lande kæmpede hårdt med høj gæld i en stærk dollar. Situationen var ikke lige dårlig for alle selskaber. Nogle havde relativt lav gæld og den nødvendige likviditet til at håndtere krisen. Hårde omkostningsreduktioner og en svag valuta betød, at disse selskaber stod som fremtidige vindere, da lyset igen kunne skimtes for enden af tunnellen.

Fandt guld under Asienkrisen
Mange mente, at det var særdeles usmart at starte en global aktiefond i august 1997 midt under Asienkrisen. At investorer flygtede fra disse forgældede markeder og at selskaberne blev behandlet under en og samme kam, blev imidlertid guld værd for os.

Vi kunne plukke solide Upopulære, Undervurderede og Underanalyserede selskaber fra øverste hylde. Til udsalgspris. Et af selskaberne var Samsung Electronics. SKAGEN Global købte sine første aktier i det koreanske selskab ved juletid i 1997. Vi og vores investorer kunne ikke have fået en bedre julegave. Den varede ikke kun til påske, men til jul i mange efterfølgende år.

Selv i 2013, som har stået i de udviklede markeders tegn, er Samsung Electronics at finde på listen over de bedste bidragydere i alle vores tre aktiefonde.

De investorer, som havde været med i SKAGEN Global fra start, måtte de fem første måneder af fondens levetid finde sig i et tab på en procent. Men investorerne fik de efterfølgende to år virkelig valuta for pengene. Fonden steg med fantastiske 33 og 134 procent mod verdensindeksets 15 og 44 procent. Det følgende årti blev samlet set også godt for SKAGEN Global, der efterhånden fik god betaling for sin relativt tunge satsning på undervurderede selskaber i vækstmarkederne.

SKAGEN Kon-Tiki

Rammebetingelser ved lancering: Terrorangrebet 11. september 2001 førte til øgede pengepolitiske stimulanser fra Fed. Den amerikanske økonomi havde været i bund siden foråret 2000. De centrale indikatorer viste ved årets slutning, at verdensøkonomien var i bedring. Optimismen begyndte at vende tilbage. Kina stod klar i starthullerne foran en økonomisk guldalder. 2002 så lys ud, og investorerne oplevede for første gang i lang tid positivt afkast.

Fyldt med billige brasilianere
Det var et perfekt tidspunkt at starte en rendyrket vækstmarkedsfond. SKAGEN Kon-Tiki-flåden blev søsat den 5. april 2002. Tidspunktet virkede perfekt.

Men så sprang der to regnskabsbomber i træk. Energigiganten Enron og USA's næststørste teleselskab WorldCom viste sig at være luftkasteller bestående af løgn, bedrag og humbug. Endnu en gang braste børsverdenen sammen.

Investorerne oplevede efter kun få måneders sejlads, at over 40 procent af flåden var fyldt med vand. Stemningen blev en smule bedre i slutningen af 2002. SKAGEN Kon-Tiki sluttede sit første leveår 26 procent underdrejet. Startkapitalen havde været omkring 500 mio. NOK. Da året var omme, var der kun 250 mio. NOK tilbage.

Det gik værst ud over råvarelandet Brasilien – som ellers så ud til at have konjunkturerne med sig. Fagforeningsbossen Lula da Silva kom til magten efter valget i 2002. Det fik ikke just investorerne til at trykke på købsknappen.

Kombinationen af billige selskaber og en valuta i bund betød, at Kristoffer Stensrud kunne plukke selskaber på øverste hylde. Selskaber som Petrobras, Eletrobras, Vale, Antofagasta og Unibanco dukkede op i porteføljen.

Frygten begyndte at slippe taget i løbet af 2003. Og de tålmodige investorer i SKAGEN Kon-Tiki blev belønnet for deres tålmodighed. Fonden steg 76 procent mod vækstmarkedsindeksets 30 procent. Forvaltningskapitalen steg fra 250 mio. NOK til 1,7 mia. NOK. Antallet af investorer blev mere end fordoblet.

Foto: Shutterstock

Den, som venter

Det er relativt sjældent, at vi finder varige vindere i et helt nyt marked. Vi vil hellere surfe på markedets anden bølge. Så er det blevet mere modent. Og pionererne har ofte slidt sig op.

– Christian Jessen

Historien viser, at man bør være tilbageholdende med at investere i nye selskaber i nye markeder. Det er ikke tilstrækkeligt, at de er kommet først i et nyt segment eller et nyt marked. Og hvis man oven i købet hører nogen sige: "This time it's different," er der ekstra grund til at være på vagt.

Hvad der skal til, er i stedet en konkret vurdering. Her inddrager vi både historiske erfaringer og situationsbestemte forhold. Der er ofte større chance for at finde gode investeringer mellem 'faldne engle' end i de nyeste og hotteste trends.

Tidligere tiders favoritter ryger ofte i afgrunden, når de mister markedets gunst. De desillusionerede investorer har kastet kortene. Nøglen er her senere at finde et udviklingspunkt, hvor man ser en forbedret indtjening i de faldne selskaber. Vi går altså ind, når teknologien, rammebetingelserne og markederne forbedres – inden andre investorer overvinder frygten og de dårlige oplevelser.

Tro på iværksættere

Aktører i erhvervslivet og aktiemarkederne har ofte en naiv tro på, at de første virksomheder i et nyt marked bliver permanente vindere. De er jo sikret en stærk indtjening i mange år efter at introducere banebrydende opfindelser. Fortællingen om de dygtige pionerer, som får deres produkter ud på hylderne, rummer alle de rigtige ingredienser: drama, kreativitet og knaldhårdt arbejde. Alt sammen nødvendigt for at bryde igennem med noget nyt. Og erhvervsledere og presse labber det i sig.

Aktieanalytikere og investorer knokler med at få overblik over mulighederne i den ny branche. Men mulighederne er allerede gode – ellers var virksomhederne ikke kommet ud af kravlegården og ind i det børsnoterede marked.

Aktieinvestorer kæmper om selskaber og frygter at blive ladt tilbage på perronen. Pludselig kan toget være kørt. Destination: fremtiden. Tømmermændene melder sig, når selskaberne skuffer i kvartalsregnskaberne og vækstudsigterne blegner. Og pludselig er succesen forvandlet til børsfiasko og stor ulykke for investorerne.

Sund fornuft

Virker billedet bekendt? Sandsynligvis. Solcelleindustrien er et eksempel på en klassisk udviklingshistorie. SKAGEN har nu grebet chancen for at samle billige selskaber i en sektor, som fortsat udvikler sig flot. Hvordan kan det blive ved at lade sig gøre gang efter gang? Efter vores mening er mange markedsaktører for bagudskuende. De lader sig alt for meget styre af følelser. Har en investor brændt sig på et selskab eller en sektor,

Faldgruber for first movers
Historien viser, at kun enkelte spillere overlever i pionerindustrier. Det kan tage flere år at identificere varige markedsledere med sikkerhed.

Fordele for second movers
Konkurrenterne tager ved lære af de første virksomheder. Det afgørende er at gå ind, når teknologien, rammebetingelserne og markederne er forbedret.

MODNE TEKNOLOGIER

Hvem bliver vinderen, hvis ikke den, der kommer først til mølle? Ofte nummer to i rækken. De såkaldte first mover-fordele kan være: kundekapring uden konkurrence, teknologisk forspring og den selvforstærkende proces i selve det at have kunder. Men vinderen er den, som først opnår kritisk masse. Tag f.eks. Google, der fejede Yahoo og Alta Vista af banen.

Foto: Shutterstock

Titicaca-søen

Hi tech – low tech

Princippet i solenergi er lige så grundlæggende og logisk som livet selv. Men teknologien er avanceret. Uru-folket var et præ-inka-folk. De boede på flydende øer på Titicaca-søen. Deres unikke bebyggelser går hundreder af år tilbage, hvor de tjente forsvarsmæssige formål. Følte uruerne sig truet, kunne de flytte øerne til en anden beliggenhed. Sivene, som kaldes totora-siv, bruges ikke kun til at bygge øer, men også til at bygge huse og både. Dele af sivene kan endda spises. Uru-folket består i dag af 2000 individer, som lever et meget simpelt liv. Hen ad vejen er nogle få moderne bekvemmeligheder kommet til. En FM radiostation sender fra øerne. Og uruerne bruger solceller, et spring ind i den moderne tid.

sidder det ofte dybt i kroppen. Selv professionelle kan miste det nuancerede overblik.

Men hvem bliver vinderne, hvis ikke de, der kommer først til mølle? Ofte nummer to i rækken. De såkaldte first mover-fordele kan være: udvikling af kundeforhold uden konkurrence, teknologisk forspring og den selvforstærkende proces i selve det at have kunder. Men vinderen er den, som først opnår kritisk masse. Tag f.eks. Google, der fejede Yahoo og Alta Vista af banen.

Andre eksempler er Singer og Hoover, som er pionererinden for henholdsvis symaskiner og støvsugere. De to selskaber tilskrives ofte first mover-fordel. De var bare ikke de første med produkterne, men derimod de første til at opnå kommerciel succes. De var altså ikke first, men second movers.

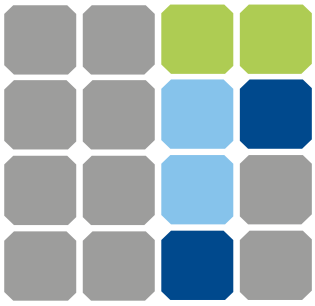
Faldgruberne

Der er mange faldgruber for de førstefødte. Store investeringer i teknologi og innovation kan skabe fordel. Men glæden kan være kort, hvis konkurrenterne senere kan kopiere og fremstille til lavere omkostninger. Hvis man har overvurderet markedets størrelse, kan virksomheden blive kvalt i for høje udgifter til udviklingsomkostninger i forhold til indtjeningen.

Et andet problem kan være, at en visionær virksomhed lancerer produkter, som er langt forud for deres tid. Forbrugerne er ofte længe om at omfavne helt nye teknologier. I mellemtiden kan konkurrenterne lære af foregangsmændenes erfaringer. Elbiler en anden branche, hvor mange af de tidlige aktører (f.eks. Buddy og Think) måtte give op.

Investorer har nemlig en kedelig tendens til at overdrive betydningen af særlige forhold knyttet til en situation. Samtidig undervurderer de vigtigheden af at forstå, hvordan historiens gang har været llignende situationer.

Vi kommer heller ikke uden om dot.com-boblen i slutningen af 1990'erne. De tidlige internetselskaber insisterede på, hvor vigtigt det var at være de første i segmentet. Og investorerne hoppede på den. Historien har vist igen og igen, hvor svært det er at plukke vindere i et nyt markeds tidlige faser. Bil- og flybranchen i forrige århundrede er fremragende eksempler. Det viste sig efterfølgende, at kun nogle få aktører overlevede. Det tog flere år, før det var muligt at identificere varige markedsledere nogenlunde sikkert. Livet som pioner er ingen dans på roser.



DET RETTE MIX

Solen varmer i aktiefonde

– Ole Søeberg

Solenergiproducenter opfylder SKAGENs kriterier for en god investering: De er upopulære blandt aktieinvestorer efter et 80 procents fald, og de er billigt prisfastsat målt på fremtidig indtjening.

Solenergi er hastigt på vej til at blive den billigste energiform i verden. Omkostningerne til at fremstille solenergi rasler ned. I år 2020 forventer selv det traditionelle olie- og energiselskab BP, at solenergi vil udgøre cirka 2 procent af verdens samlede energiproduktion uden at være holdt oppe af subsidier.

Investeringsfilosofien i SKAGEN er valuebaseret, ligesom vi tør anvende sund fornuft. Derfor har vi valgt at investere i flere aktier i denne sektor, lidt modsat vores vanlige tilgang, hvor vi finder undervurderede enkeltselskaber. Årsagen er, at investeringscasen er baseret på en generel fejlopfattelse af solcelleindustrien, som omfatter alle selskaber, ikke blot et enkelt selskab. Derfor er det værd at opnå en spredning af risikoen ved at tage flere selskaber ind, som alle har en stærk konkurrenceposition.

Norske REC, som i en periode var en ren børskatastrofe, har de laveste omkostninger til produktion af polysilicium i lighed med OCI fra Korea og GCL fra Kina. Vi vurderer, at der netop her er en stor værdiskabelse og en beskyttelse mod indtrængning af konkurrenter, som ikke omfatter alle dele af industrien. De tre virksomheder besidder tilsammen 150.000 tons årlig produktionskapacitet.

Derudover har vi investeret i kinesiske Yngli, der laver solcellemoduler, og ABB fra Europa, der blandt andet laver inverters og såkaldte 'smart grids', der er næste generation el-distributions-netværk.

Polysilicium fremstilles af sand. Lidt forenklet beskrevet koger man i en traditionel produktion sand op til 1.600 grader, hvorefter man filtrerer og rengør polysilicium. Nye metoder kan dog klare opgaven ved "blot" 400 grader, hvad der gør det billigere at producere.

Fortsat udfordringer

Der er dog stadig udfordringer i at anvende solenergi i et traditionelt el-net, der er designet til store produktionsenheder som kul og a-kraft, hvorefter strøm distribueres til virksomheder og forbrugere via højspænding og lokalnet. I mere øde områder vil sol give energi om dagen, men der er behov for strøm hele døgnet, så batterimarkedet vil sandsynligvis udvikle sig hastigt sammen med sol- og vindenergi.

Udviklingen burde vække entusiasme, men solsektorens aktieudvikling de senere år har skræmt mange investorer.

For ti år siden var opstillingen af solcelleanlæg drevet af subsidier, der som bekendt er uforudsigelige, idet de fastsættes af politikere. Den kortsigtede efterspørgsel blev for høj, og prisen på råvaren, polysilicium, blev drevet på himmelfart. Fra 50 amerikanske dollars (USD) per kilo i 2004 til 475 USD i starten af 2008. Produktionsomkostningerne var dengang omkring 35 USD, så et væld af nye producenter kom ind i dette marked. Det pressede priserne ned, og nedturen blev hård og kontant. Mange producenter måtte dreje nøglen om, og aktiekurserne raslede ned, hvorefter selskaberne blev uglesete af investorerne.

SKAGEN tør analysere tallene og forretningsplanerne, selv om selskaberne er upopulære, og ser nu igen nogle "lommer af god værdi". I dag kan et kilo polysilicium produceres for omkring 15 USD af de mest effektive selskaber, hvilket er tæt på markedsprisen 21 USD. Markedet forventes at vokse med 45 procent frem til udgangen af 2015, hvilket forventes at give en ligevægtspris på omkring 30 USD. Det tegner kort sagt ganske lovende for de mest effektive producenter.

SKAGEN bryder nye veje for danske forfattere

Efter et års analyse har SKAGEN i Danmark indledt et samarbejde med Forlaget Gladiator. Sammen ønsker vi at forny og forbedre de bedste danske forfatteres vilkår. SKAGEN bidrager økonomisk til produktion af 15 udgivelser de kommende tre år. Modtagelsen af projektet har været overvældende.

GSM

Denne bog er produceret efter Gladiator-Skagen Fondene-modellen. Modellen sikrer forfatteren 50 % af overskuddet af salget fra første solgte eksemplar. Ligeledes sikrer modellen, at forfatteren kan få sine rettigheder til bogen tilbage efter 2 år, altså en reel ophævelse af bogens stavnsbånd.

Danske forfatteres elendige økonomiske vilkår kan forbedres, hvis forlag, forfattere og læsere er villige til at tænke nyt. Forretningsmodellerne i forlagsbranchen er til ugunst for de bedste digtere og romanforfattere; akkurat de mennesker, som i særlig grad beskriver vores tid og arbejder bedst med sproget.

Sådan har det altid været, lyder det typisk i kulturdebatten. Gerne med den pessimistiske tilføjelse: Men det er blevet værre de senere år!

Vi mener, det er paradoksalt, at netop de kunstnere, som gør mest af alle for at udvikle og bevare vores sprog, skal leve med store vanskeligheder med at finansiere deres kunstneriske aktivitet. Mens balletdansere og orkestermusikere som noget helt naturligt kan øve sig på fuld tid hver dag, så lever forfattere med meget usikre vilkår og manglende tid til kunstnerisk aktivitet.

Nu gør vi noget ved det.

Efter et års fælles analyse og forberedelse har vi indledt et samarbejde med Forlaget Gladiator. Forlaget Gladiator er stiftet af to tidligere Gyldendalredaktører; den unge Jakob Sandvad og den noget ældre Hans Otto Jørgensen, der ligeledes er anerkendt forfatter og tidligere rektor for forfatterskolen. Udgivelserne får gode eller fremragende anmeldelser, mens salgstallene kan være moderate. Josefine Klougart og debutanten Jacob Skyggebjerg er de mest profilerede forfattere.

Både kunstnerisk og forretningsmæssigt går Gladiator nye veje. Forlagets forfattere får fair bidrag af bøgernes omsætning, og de får deres rettigheder tilbage allerede efter to år. Det kan lade sig gøre, fordi omkostningerne i Gladiator er lavere end i et traditionelt stort dansk forlag.

Modtagelsen af samarbejdet i presse og kulturliv har været både overvældende og meget positiv. SKAGEN bidrager økonomisk til femten udgivelser de kommende tre år, og ved siden af arbejder vi med arrangementer og andre samarbejdsformer. Den samlede økonomiske ramme er på godt én million kroner, hvortil kommer arbejdstimer mv. Pengene til disse bidrag kommer selvsagt ikke fra fondene, men tages fra indtjeningen i SKAGENs forvaltningsselskab.

Det er en ny måde for erhvervslivet at bidrage til litteraturen, og det er det rigtige sted i en bogs fødekæde at formidle et økonomisk bidrag, som både mindsker tabsrisiko og forbedrer indtjeningen. Vi vil ikke have, og skal heller ikke have, nogen indflydelse på redigering og udgivelser.

Det gavner projektet, når vores egne investorer engagerer sig, hvilket vi allerede har nydt godt af. På længere sigt forventer vi at kunne medvirke til, at både læsere, forlag og forfattere mobiliseres i dansk litteratur.

Det skrev pressen

Jacob Levinsen, projektstøtte-udvalget, Statens Kunstfond

Det er usædvanligt, både fordi fondsfinansieringen har mere overordnet karakter, og fordi det er et smalt forlag, vi har med at gøre. Det bryder med den traditionelle tankegang i litteraturmiljøet, hvor fordommen er, at krimi- og genreforfattere vil sælge deres børns sjæl for at tjene penge, mens smalle forfattere ikke kunne drømme om at lade sig besudle af ussel mammon. (..) Projektet kan vise resten af kulturlivet, at der er mange måder at være moderne mæcen på. Privat kunststøtte behøver ikke nødvendigvis være spektakulære prisuddelinger med store bannere og konfetti. Enhver opblødning af lejrtænkning er en positiv ting, og hvis det kaster flere penge af sig, er det også kun godt.

Søren Friis Møller, ekspert i kulturøkonomi, Copenhagen Business School

Det er en interessant konstellation. Det ligger ikke ligefor, at der skulle komme flere penge fra fælleskassen, og det er svært at fastholde copyrighten som primær indtægtskilde, så vi er i en situation, hvor der er behov for at gå nye veje. Rigtig meget af den offentlige støtte går til eksisterende kulturformater, så det er begrænset, hvad der er af frie midler til nye initiativer.

Søren Kassebeer, leder i Berlingske Tidende

Skagen Fondenes nye initiativ viser på sin side, at sponsor- og mæcentanken ikke er død, og det er en glædelig nyhed. Ligesom det er en glædelig nyhed, at mange unge forfattere i disse år viser sig entreprenante i en grad, som tidligere generationers forfattere ikke var. De synes at have et anderledes fordomsfrit syn på den vifte af muligheder, der er for at skabe sig en levevej som forfatter. Eventuelt med sponsorpenge. Og eventuelt helt uden de offentlige kulturpenge, som der alligevel altid er alt for få af.

Tjek din skat

Tjek din selvangivelse, om den skattepligtige minimumsindkomst er forprintet på din selvangivelse.

Selvom minimumsindkomsten nu forprintes på de flestes selvangivelser anbefaler vi, at du tjekker, at dette rent faktisk er sket, når du modtager din selvangivelse.

Frie midler

Investorer som ejede andele i vores tre aktiefonde SKAGEN Vekst A, SKAGEN Global A og SKAGEN Kon-Tiki A pr. 24. januar 2013 vil blive beskattet af minimumsindkomsten for indkomståret 2013. Bemærk, at minimumsindkomsten ikke udbetales, men forbliver i fonden.

BESKATTES I 2013	MINIMUMS-INDKOMST PR. ANDEL	AKTIEINDKOMST
SKAGEN Kon-Tiki	5,75	5,75
SKAGEN Global	22,75	22,75
SKAGEN Vekst	51	51

Obligationsfonden SKAGEN Tellus udbetalte ikke udbytte for skatteåret 2013. SKAGEN Avkastning udbetalte 4,64 NOK pr. andel. Udbyttet er udbetalt i andele eller kontant i DKK via dit pengeinstitut i januar 2013. Begge obligationsfonde beskattes efter lagerprincippet.

Ejendomsfonden SKAGEN m² beskattes ligeledes efter lagerprincippet.

Pensionsmidler

Har du investeret i SKAGENs fonde for pensionsmidler, skal du intet fortage dig. Din bank eller dit pensionsselskab beregner og afregner skatten.

Vil du vide mere?

Har du spørgsmål omkring beskatning af SKAGENs beviser kan du læse mere på www.skagenfondene.dk/skat. Du er også velkommen til at kontakte os på kundeservice@skagenfondene.dk eller 7010 4001.

VP RETTER FEJL

VP Securities har indberettet fejlagtige kurser pr. 31. december 2013 på en række af SKAGEN Fondenes fonde til pengeinstitutter og SKAT.

VP Securities har fremsendt korrektion til både pengeinstitutterne og SKAT.

Fejlen bør derfor ikke få skattemæssige konsekvenser for SKAGENs kunder. Vi anbefaler dog, at du som altid tjekker oplysningerne, som SKAT bruger for at sikre, at skattebetalingen er korrekt.

Alle berørte kunder har modtaget et informationsbrev fra VP Securities.

Særligt for investorer i SKAGEN Tellus

Dette er til dig, der ejede SKAGEN Tellus pr. den 31. december 2012. Vi har opdaget, at VP Securities har indberettet en forkert ultimokurs pr. 31. december 2012 på SKAGEN Tellus (kurs 122,9920, i stedet for 112,9920).

Det betyder, at de investorer der ejede SKAGEN Tellus pr. 31. december 2012 har fået indberettet en forkert kurs. Vi er opmærksomme på denne problematik og er i dialog med SKAT omkring at få rettet op på dette. SKAT har oplyst os følgende:

- SKAT har besluttet at rette op på alle relevante selvangivelser for skatteåret 2012.
- Ændringen foretages snarest muligt og vil være implementeret efter den 11. marts 2014.

Efter dette tidspunkt kan du foretage en digital genoptagelse af skatteansættelsen for 2012. Du skal nedsætte indkomsten til det rigtige beløb ved at trykke "godkend" til ændringen i Årsopgørelsen 2012.

INDKALDELSE TIL VALGMØDE

Hermed byder vi SKAGEN Fondenes investorer velkommen til valgmøde i Stavanger Koncerthus d. 5. marts kl 18:00 i Zetlitz-salen.

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

Dagsorden for valgmødet:

1. Valg af mødeleder og to investorer til at underskrive protokollen – til behandling
2. Bestyrelsens årsberetning – til orientering
3. Revisors årsberetning – til orientering
4. Valg af to bestyrelsesmedlemmer til SKAGEN AS' bestyrelse – til behandling
5. Valg af en suppleant til SKAGEN AS' bestyrelse – til behandling
6. Valg til valgkomiteen – til behandling
7. Indsendte spørgsmål fra investorerne – til behandling

Valgkomiteen indstiller Yuhong Jin Hermansen til genvalg som investorudpeget bestyrelsesmedlem med varighed til 2016. Desuden indstiller Valgkomiteen Per Gustav Blom til genvalg som investorudpeget bestyrelsesmedlem med varighed til 2016, og at Martin Petersson genvælges som investorudpeget suppleant med varighed til 2015.

Bestyrelsen indstiller Per Olof Höglund som nyt medlem af Valgkomiteen med varighed til 2017 i stedet for Ola Lauritzon, som har trukket sig. Desuden indstiller Bestyrelsen Barbro Johansson til nyt medlem af Valgkomiteen med varighed til 2016 efter Mette Lundh Haakestad, som stiller op til valg.

Forhåndsstemme

Investorer (som er investeret direkte via SKAGEN) kan afgive stemme på Min side (log ind via www.skagenfondene.dk). Stemmer kan alternativt indgives på legal@skagenfondene.no eller til SKAGEN, postboks 160, NO-4001 Stavanger. Forhåndsstemmer skal være SKAGEN i hænde senest 28. februar. Beholdning pr. 28. februar vil være afgørende for antal stemmer. Hvis du har afgivet forhåndsstemme, er det ikke nødvendigt at blive registreret ved ankomsten.

Stemmeretten justeres ved valget, således at investorer, som ejer lige stor værdi, har samme antal stemmer. Øvrige investorer kan stemme ved hjælp af fuldmagt. Kontakt Kundeservice på 7010 4001 for at modtage godkendt fuldmagtsblanket. Husk at medsende legitimation, bevis for beholdningen pr. 28. februar og eventuel virksomhedsattest.

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

Når den formelle del af valgmødet er forbi, vil investeringsdirektør Harald Espedal fortælle om udsigterne i tiden frem. Derefter vil der være fondssamtale med porteføljeforvalterne og administrerende direktør Harald Espedal. Investorerne vil få mulighed for at stille spørgsmål både via sms eller direkte fra salen.

Yderligere information og tilmeldingsblanket kan du finde på www.skagenfondene.dk eller ved at kontakte Kundeservice på 7010 4001. 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

Rådgivning er afgørende

I SKAGEN fremhæver vi kontinuerligt, at aktiefonde er en lønsom, men krævende investeringsform. Det stiller betydelige krav til investors investeringsadfærd, tålmodighed og risikovilje, men er vejen til et godt resultat på sigt.

SKAGEN er den eneste investeringsforening i Danmark, som tilbyder sine private investorer rådgivning om både investering i fondene og generelle privatøkonomiske forhold.

Vores erfaring er, at det lønner sig for vores investorer, som sætter pris på muligheden for at diskutere sammensætningen af fondene, at opnå en hensigtsmæssig opsparings- og investeringsadfærd og samtidig få et serviceeftersyn af privatøkonomien af erfarne rådgivere.

Analyseselskabet Morningstar har ved udgangen af 2013 opført SKAGEN som den investeringsforening i Danmark, hvis fonde har den højeste gennemsnitlige rating. Eller sagt med andre ord: Vi er nummer 1 i Danmark.

Vi bruger ikke kræfterne på at udvikle og markedsføre mange nye komplicerede og uigennemskuelige investeringsprodukter. Vi anvender tiden på at forbedre det, vi har på hylderne i forvejen.

Baggrunden for det er det, vi kalder "den smalle sti". SKAGEN holder sig til nogle få enkle, globale og transparente fonde, hvor vi følger den samme værdiorienterede investeringsfilosofi.

På nettet og i denne rapport fremgår det tydeligt, hvad vi investerer i: udvalgte aktier og obligationer. Ingen af de stadigt mere populære "derivater" og andre svært gennemskuelige strukturer. Til gengæld er porteføljeforvalterne medinvestorer i fondene med betydelige beløb, hvilket sikrer et interessesammenfald mellem foreningen og investorerne. I branchesprog taler man om at have "hånden på kogepladen".

For os er det naturligt at gøre det på denne måde, men sådan er det ikke nødvendigvis i en vanlig investeringsforening. Ofte, når vi møder kunder i rådgivningen, ser vi depoter fyldt op af alskens foreninger med alt lige fra udvalgte russiske aktier til high yield obligationer i Sydamerika.

For mange investorer er det umuligt at overskue, og risikoen for investor formindskes ikke gennem at have investeret i mange produkter. I aktiemarkedet klares det i hovedsagen fint af blot én enkelt fond med hundrede selskaber fordelt på både sektorer og geografiske områder.

Andre steder i Årsrapporten 2013 omtales fondenes resultater, så det gentager vi ikke her. Vi nævner dog gerne de forretningsmæssige resultater i Danmark:

Forvaltningskapitalen udgør godt 7,5 mia. kroner. Investorerne er både institutionelle og private investorer, fordelt på en række forskellige investortyper. Beløbet er vokset med en milliard i 2013, hvor vi samtidig kan sige velkommen til 4.000 nye investorer.

Vi er således den største Investeringsforening i Danmark med rødder udenfor Danmark, og ligeledes med i førerfeltet blandt de uafhængige foreninger.

Som man kan læse i denne rapport, har vi også i 2014 planlagt en række møder og aktiviteter; ligeledes leverer vi service og rapportering om udviklingen i fondene. Vi engagerer os i det danske samfund (for forvaltningsselskabets egne penge). I år blandt andet i Læger uden Grænser og vores nyskabelse, en fornyende indsats for finansieringen af dansk litteratur. Velkommen i det nye investeringsår.

– Jens Elkjær
Adm. direktør i Danmark

Porteføljeforvalternes beretning

Introduktion

› ET GODT ÅR
for udviklede markeder takket være en bedre verdensøkonomi, lave renter og gode selskabsresultater.

› HISTORISK STOR FORSKEL
mellem investorernes vurdering af selskabernes indtjening i udviklede markeder sammenlignet med vækstmarkederne.

› FORTSAT PLADS TIL FORBEDRING
både i udviklede markeder og særligt i vækstmarkederne, hvis de nødvendige strukturændringer sker.

Foto: Bloomberg

De er højt oppe: Kinesiske arbejdere pudser vinduer på Shanghai World Financial Center i Pudong. Kløften mellem investorernes værdifastsættelse af selskabernes indtjening i de udviklede markeder og vækstmarkederne voksede i 2013.

Historisk stor kløft

Endnu et år, som slutter på 3, stod i aktionærernes tegn. Men kun aktionærer, som var investeret i udviklede aktiemarkeder. Kløften til afkastet i vækstmarkederne var historisk stor.

Et gennemgående tema prægede de globale aktiemarkeder i 2013: Investorerne var parate til at betale mere for aktier i den udviklede del af verden, først og fremmest i USA, Europa og Japan. Samtidig faldt prisen på aktier i vækstmarkederne. Ligeledes var et tema, at vi sjældent har oplevet et børsår med så få tilbageslag undervejs; der var historisk lave kurssvingninger gennem året.

Obligationsinvestorerne fik et meget vanskeligere og mere turbulent 2013. Lange statsobligationer i såkaldt trygge havne som USA og Tyskland blev udsat for en kraftig rentestigning, hvilket er ensbetydende med kursfald. Det kan være begyndelsen til enden på 30 års rally på denne type af lånepapirer.

Usikkerheden i verdensøkonomien er fortsat stor. Men der vil sikkert, i kortere perioder, dukke gode muligheder op for at tjene penge - også på "sikre" statsobligationer.

I det kriseramte Euroland faldt de lange renter markant i årets løb. Det kunne investorer, som havde satset på, at det værste var overstået, glæde sig over.

Risikopræmierne faldt fortsat på højrente selskabsobligationer (high yield). Det førte generelt til endnu et godt år for dem, der udlånte penge til virksomheder i den højeste ende af risikoskalaen.

Overdrevet frygt

Vi skrev i porteføljeberetningen for 2012, at verdensøkonomien gik ind i 2013 mere stabil og afbalanceret. En amerikansk økonomi i bedring og fortsat relativt høj vækst i Kina bestyrkede dette billede. Desuden forekom frygten for stramningerne i de kriseramte lande i Europa overdrevet.

Den globale vækst blev ganske vist en del svagere end antaget. Men det var mere vigtigt, at risikoen for katastrofe begyndte at aftage, især i Europa. Selskaberne har generelt haft et drønhårdt fokus på omkostninger. I en tid med svag omsætningsvækst har dette ført til stabil og en let stigende indtjening.

Verdensøkonomien er i bedring, renterne lave, og selskaberne leverede brugbare resultater. Disse forhold har været nøglefaktorer i et vældig godt aktieår i de udviklede markeder. Verdensindekset steg 17,6 procent i DKK.

Tre fjerdedele af afkastet i de globale aktiemarkeder kunne tilskrives højere priser på aktier, i lokal valuta. Der skete en multipelekspansion, som det hedder i fagsproget (højere P/E). Udbytte og en smule indtjeningsvækst tegnede sig for resten af afkastet.

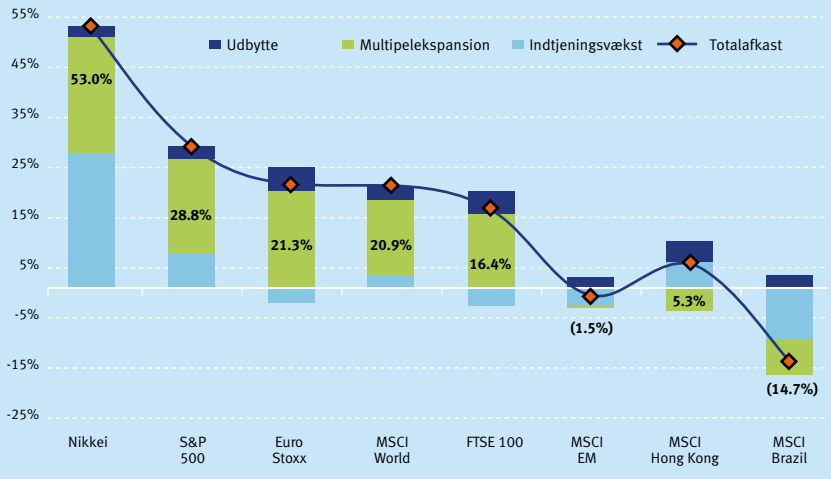
Brudte trends og kløft

De ti år fra 2002 til 2012 havde stor global konvergens. Men trenden blev brudt i 2013. Generelt var der betydelige forskelle på prisfastsættelsen af aktier, både mellem sektorer og geografiske områder.

Selskaber med stabil indtjening og højt udbytte var især populære frem mod sommeren. Men så steg de lange renter, og disse aktier tabte højde. Prisfastsættelsen af disse selskaber havde længe været for høj efter vores smag.

Mens aktieinvestorerne i de udviklede aktiemarkeder fik et særdeles godt år,

AFKAST I GLOBALE AKTIEMARKEDER



Tre fjerdedele af afkastet i de globale aktiemarkeder kunne tilskrives øgede prissedler på aktier, i lokal valuta. Der er tale om multipelekspansion (højere P/E). Udbytte og en smule indtjeningsvækst stod for resten.

måtte de, som havde investeret i vækstmarkederne, se deres selskaber falde i værdi, målt i danske kroner. Selskaberne blev billigere, og aldrig tidligere har kløften mellem afkastet i de udviklede markeder og vækstmarkederne været større.

De udviklede markeder prisfastsættes svarende til det historiske gennemsnit. Samtidig kan selskaberne i vækstmarkederne købes med stor rabat (se graf). Rabatten i vækstmarkederne kan forklares med følgende:

- Forventningerne til økonomisk vækst er blevet nedjusteret, især i Indien og Sydamerika.
- Manglende strukturelle reformer og politisk uro har ført til, at troen på den langsigtede vækst i denne del af verden er svækket.
- Selskabernes afkast fra egenkapitalen har de seneste år været faldende.

Plads til tro og tvivl

Vi forventer en moderat bedring i verdensøkonomien i 2014. Udviklingen er først og fremmest drevet af USA og Europa.

Deflation er en større trussel end inflation i de fleste lande. Det skyldes vedvarende pres nedad på prisniveauet. De globale renter – både korte og lange – vil derfor stadig være lave.

Øget indtjening må forventes fra selskaberne, men ikke så meget, at det vil give anledning til jubelscener.

Virksomhedernes finanser er solide. Selskaberne kan bryste sig med historisk velspækkede tegnebøger. Der er derfor grund til at tro, at fusions- og opkøbsaktiviteten vil tiltage yderligere. Og finder selskaberne ikke investeringer, som tilfredsstiller kravene til afkastet, kan de meget vel finde på at øge udbetalingen af udbytte til aktionærerne.

Forudsætningen for yderligere stigende aktiekurser er altså til stede. Vi er i øjeblikket inde i en opgangsfase – og her viser historien, at aktiernes prisskilte kan nå et godt stykke op over det historiske gennemsnit.

Men det afgørende for os er altid prisfastsættelsen af selskaberne. Så kan markedet gå den ene eller den anden vej. Det er derfor betryggende, at vores aktiefonde er prisfastsat med betydelig rabat i forhold til de respektive referenceindekser.

Dyrere aktier efterlader på den anden side mere plads til tvivl og tro. Vi må altså forvente øgede kursudsving gennem 2014.

Den største risikofaktor er, at verdensøkonomien får et stort tilbageslag, som rammer selskabernes bundlinjer. Desuden kan der ske signifikante rentestigninger, som gør risikofrie investeringer mere attraktive.

Trusselsbilledet er ikke helt urealistisk. Men vi mener ikke, at faren er overhængende i 2014.

Alt i alt er vi godt tilfredse med vores fonde

Vores tre globale aktiefonde kunne alle demonstrere godt absolut afkast i 2013. Øverst glimrer SKAGEN Global med 15,2 procent. Det er 2,4 procentpoint svagere end verdensindekset. SKAGEN Vekst gik 9,8 procent op, men blev slået af referenceindekset med 3,2 procentpoint. SKAGEN Kon-Tiki sluttede året med en værdistigning på 5,0 procent. Det overgår vækstmarkedsindekset med hele 11,8 procentpoint.

Vi ville selvfølgelig gerne have set både SKAGEN Global og SKAGEN Vekst foran deres referenceindekser. Men når vi betænker vores investeringsfilosofi og -proces, er vi glade for resultaterne.

Aktiemarkedet blev stadig mere selektivt. Selskaber, som ikke leverede, blev hårdt straffet. Der var kun få og små negative bidragydere i fondene. Kursstigningen havde stor bredde, og størstedelen af selskaberne bidrog godt til resultatet .

Men det er vigtigt, at afkastet kom som en kombination fra to sider: Fra væksten i selskabernes indtjening, og fra en omvurdering af meget lav pris til mere moderate niveauer.

Når vi vurderede et selskab som fuldt prisfastsat, blev det (som sædvanlig) udskiftet med mere attraktive alternativer. Aktiefondenes prisfastsættelse lå derfor i slutningen af 2013 næsten på samme niveau som ved årets indgang. Rabatten i forhold til de respektive referenceindekser er betryggende stor.

Vores globale ejendomsfond havde et svagt år. Fonden faldt 8,3 procent mod minus 1,7 procent for referenceindekset. Fonden var eksponeret mod asiatiske lande, som i sommer og ind i efteråret blev ramt af politisk uro og svækkede valutakurser. Det fik relativ stor indvirkning på fondskursen.

Obligationsfondene SKAGEN Tellus og SKAGEN Avkastning var bevidste om risikoen for højere lange renter på statsobligationer. En overvejende kraftig rentestigning indfandt sig i slutningen af andet kvartal. Men fondene havde forinden reduceret låneporteføljens løbetid betydeligt. Derved undgik de et kurssmæk.

Den globale obligationsfond SKAGEN Tellus opnåede et afkast på minus 4,1 procent, mod minus 8,2 procent for refenceindekset. SKAGEN Avkastning stod for et fald på 9,8 procent mod et minus på 11,4 procent for indekset. Fonden har et norsk fokus, afkastet i danske kroner er derfor kraftigt påvirket af et stort fald for den norske krone i 2013.

Gæld er ikke at foragte

”Må jeg låne din kuglepen? Jeg skal gøre nogle notater, mens jeg læser denne artikel.”

Du låner kuglepennen og bidrager dermed til at hæve det samlede gældsniveau i samfundet. Er der noget i vejen med det?

Finanskrisen har haft den bivirkning, at gæld nu i sig selv bliver betragtet som odiøs. Hvor ofte læser vi ikke, at gældsgraden har nået et vist niveau, og det nu er lige før, landet går nedenom og hjem?

Fattige lande har lav gæld, rige lande har høj gæld. Hvorfor forholder det sig sådan? Fordi viljen til at yde kredit afhænger af klare regler for privat ejendomsret og generel tillid mellem folk – retslige og sociale normer, som fattige lande mangler. Kreditformidling er essentiel for velstandsudviklingen. Den kanaliserer opsparing til investering. Ikke al opsparing kan ende som egenkapital. Indimellem går det selvfølgelig galt, og når egenkapitalen er forduftet, må kreditorerne trække læsset. Men det er ved at forsøge og fejle, at man famler sig frem og finder en bedre måde at bruge sine ressourcer.

Heller ikke offentlig gæld er nødvendigvis af det onde. Stater kan bruge penge på en fornuftig måde, og udgifterne vil svinge med konjunkturerne. Hvis man ikke kunne udstede gæld, ville skatte- og afgiftssatserne blive volatile og uforudsigelige. Men har gældskrisen i Eurozonen ikke vist, at offentlig gæld kan blive alt for høj? Selvfølgelig kan den det. Den offentlige sektor har ikke kapitalejere, som kan trække det store læs; kreditorerne kommer i første række, hvis det går galt med statsfinanserne. Hvad er for stor offentlig gæld? Det er, når der ikke er udsigt til, at fremtidige indtægter er høje nok til at drive staten og betjene gælden. Og det afhænger igen af, hvor meget – og hvad – politikerne bruger penge på, og udviklingen i skattegrundlaget.

Finanspolitiske stramninger har været nødvendige i mange lande. Udgifterne var løbet løbsk og var i al for ringe grad fokuseret på produktive investeringer. Men det bliver ofte undervurderet, hvor stor betydning væksten i skattegrundlaget har for offentlige finanser. Skattegrundlaget er den økonomiske aktivitet, som folk står for. Uden at hæve skattesatserne vil skatteindtægterne vokse hurtigt, hvis der er et opsving i økonomien. Selv et moderat opsving kan have en betydelig effekt. Det har vi set i USA. Her har man lagt en vis dæmper på væksten i de offentlige udgifter, men det, som først og fremmest har beskåret underskuddet de seneste to år, er højere økonomisk aktivitet. Den offentlige sektors primærbalance er i løbet af de seneste tre år beskåret fra mere end minus 7 procent til knap -1 procent af bruttonationalproduktet. I løbet af det indeværende år vil primærbalancen sandsynligvis blive positiv, hvilket betyder, at myndighederne ikke behøver at låne penge for at dække driftsudgifter og investeringer.

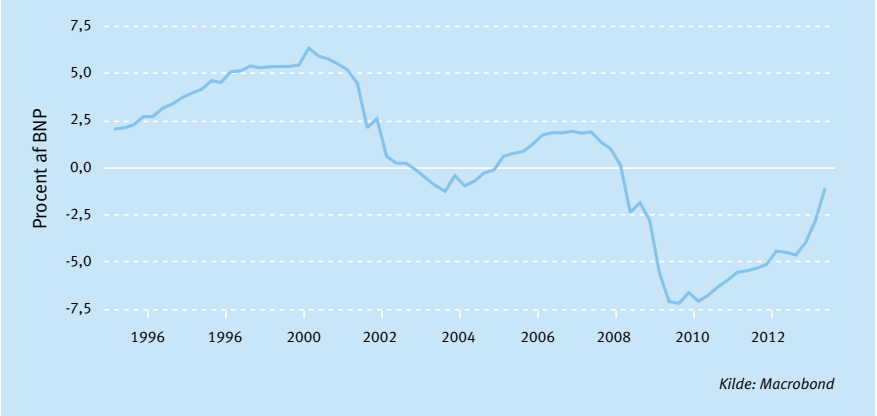
Dette er meget vigtigt – for obligationsinvestorer. For det betyder, at risikoen for inflation på grund af, at myndighederne ikke formår at betjene gælden, sandsynligvis er ved at forduft e. ”Sandsynligvis”

– fordi udviklingen i statsfinanserne afhænger af, at økonomien bliver ved med at vokse. Hvilket alt sandelig tyder på, at den vil.

Også i Eurozonen har en blanding af politisk ædruelighed og en økonomi, som er ved at vende, dannet grundlag for bæredygtige statsfinanser. Her er problemet, at der er tale om 18 forskellige nationer, som alle kommer med deres. Men det er ikke til at komme uden om, at de er bundet sammen via den europæiske centralbank i et skæbnefællesskab, som vil nyde godt af, at nogle lande har fået ganske god gang i deres økonomi. Eurozonen har mindst lige så gode udsigter til primæroverskud i 2014 som USA.

Af de store økonomier er kun Japan potentielt på randen. Her er den offentlige sektors nettogæld meget høj. Selv med meget lave renter sluger rentebetalinger en stor del af statens udgifter. Selv om økonomien er begyndt at vokse igen, er der stadig langt igen til et primæroverskud. Men heller ikke i Solens Rige er gæld det egentlige problem. Japan som nation er langt fra en gældsslave. Problemet er, at politikerne i Tokyo sandsynligvis har påtaget sig flere forpligtelser, end de kan stå inde for. Lån ikke din fyldepen til den japanske premierminister Shinzo Abe.

OFFENTLIG BUDGET FØR RENTEUDGIFTER I USA



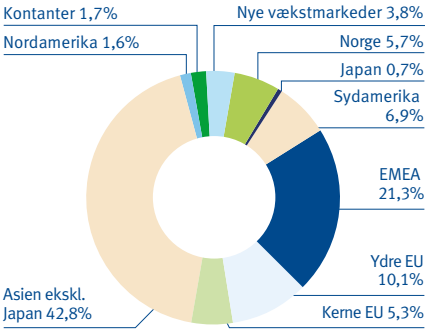
Kilde: Macrobond

– Torgeir Høien
Makroøkonom
og porteføljeforvalter

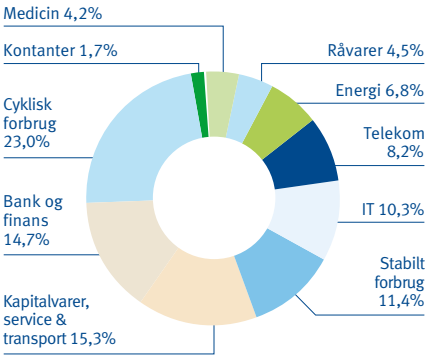
SKAGEN Kon-Tiki
Viser vej i nyt farvand

Skagen Rev fyrskib. 1892. Udsnit.
Af Carl Locher. Billedet tilhører Skagens Museum.

GEOGRAFISK FORDELING (AFRUNDET)



SEKTORFORDELING (AFRUNDET)



Fondens startdato	5. april 2002
Afkast siden lancering	470 %
Gennemsnitligt årligt afkast	15,99 %
Totalomkostning i år	3,27 %
Forvaltningskapital	44.652 mio. DKK
Antal kendte investorer	86.803

SKAGEN KON-TIKI 2013 (MILL. NOK)

5 STØRSTE POSITIVE BIDRAGYDERE

Hyundai Motor Co Pref	2 459
Great Wall Motor Co Ltd	1 331
Samsung Electronics Co Ltd Pref	1 047
Sistema Jsfc GDR	967
AP Moeller - Maersk A/S	529

5 STØRSTE NEGATIVE BIDRAGYDERE

Indosat Tbk PT	-326
State Bank of India	-308
Vale SA-Pref A	-260
Haci Omer Sabanci Holding AS	-251
Mafrig Alimentos Sa	-180

5 STØRSTE KØB

State Bank of India	789
Mafrig Alimentos Sa	509
X 5 Retail Group NV GDR	488
Kinnevik Investment AB-B	349
Raiffeisen Bank International AG	328

5 STØRSTE SALG

Baker Hughes Inc	-1 797
Hon Hai Precision Industry Co Ltd	-1 418
Hanmi Pharm Co Ltd	-636
HSBC Holdings PLC	-635
Great Wall Motor Co Ltd	-592

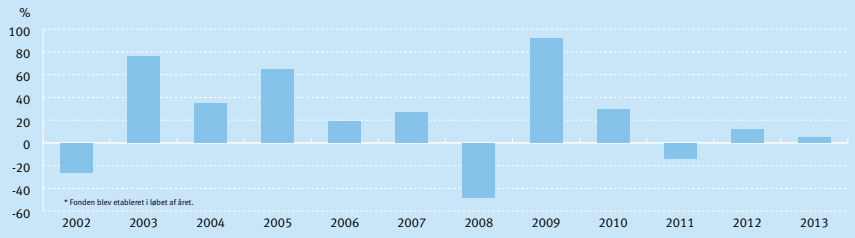
Porteføljeforvalternes beretning
SKAGEN Kon-Tiki

› Virksomhedsspecifikke udviklinger betød mere for afkastet i 2013, end vi har set længe.

› Mange af vores selskaber har nydt godt af lokal forbrugsvækst og stærkere positionering globalt.

› Emerging Markets har givet svagt afkast de seneste år, men selvom det kan svinge på kort sigt, har dagens værdiansættelse en tendens til at give meget gode afkast til den tålmodige investor over tid.

AFKAST PR. ÅR



HISTORISK KURSUDVIKLING

SKAGEN KON-TIKI
Porteføljeforvaltere
Kristoffer Stensrud, Knut Harald Nilsson,
Cathrine Gether, Erik Landgraff og Hilde Jenssen

Investeringsfilosofien stod imod i et turbulent år

SKAGEN Kon-Tiki havde et stærkt 2013 i et turbulent år for emerging markets (EM). Fonden steg med fem procent sammenlignet med et fald på syv procent for benchmarkindekset. Siden starten i april 2002 har fonden opnået et årligt gennemsnitligt afkast på 16,0 procent sammenlignet med 7,8 procent for EM-indekset.

Langsommere vækst, politisk uro og faldende valutaer bidrog alt sammen til et svagt år for aktieinvestorer i EM, som faldt med 7 procent, i forhold til de udviklede markeder, som steg med 18 procent. Men på trods af en række makro-begivenheder, der dominerede nyhedsstrømmen fra EM, betød virksomhedsspecifik udvikling mere for afkastet i 2013, end vi har set i lang tid. Vores investeringsfilosofi betalte sig, idet vi klarede os bedre end benchmarket med næsten 12 procent.

Vi glæder os over, at mange af vores vigtigste porteføljeselskaber ikke kun nød godt af en fortsat forbrugervækst i egne regioner, men også nød godt af en styrkelse af deres globale positionering – både på udviklede og emerging markets. Firmaer som Samsung Electronics og Hyundai Motor er formidable konkurrenter inden for deres respektive segmenter, uanset i hvilken retning man ser.

Vi fastholder investeringsfilosofien og udnytter markedsuroen til at købe undervurderede selskaber. Porteføljen forbliver attraktivt prissat (P/E på 5,9 for 2014 og P/B på 1,2 sammenlignet med 10,8 og 1,5 for EM-indekset). Selvom vi ikke kan forudsige den kortsigtede udvikling, har sådanne lave værdiansættelser en tendens til at give et meget tilfredsstillende afkast til tålmodige investorer på længere sigt.

Bekymring over nedtrapning og politisk uro

Aktiemarkederne på emerging markets begyndte året nærmest fladt til en vis grad faldende, før et betydeligt fald i slutningen af maj. Bekymringer over den amerikanske centralbanks planer om nedtrapning førte til mindre risikovillighed hos investorerne og kapitalflugt fra aktier, obligationer og valutaer til såkaldt sikrere havne i de udviklede markeder. Svækkelsen af valutaerne forværrede aktiekursfaldet, hvilket bragte flere store EM aktiemarkeder ind i bearmarked-området. Markederne kom sig noget i efteråret, men EM-indekset sluttede alligevel året med en syv procent tilbagegang.

2013 oplevede sin andel af politisk uro på flere emerging markets. Taksim Gezi Park-demonstrationerne i Tyrkiet viste den store kløft mellem en stadig mere autoritær og konservativ premierminister og en yngre, mere progressiv del af befolkningen. Tyrkiet sluttede året med mere turbulens, hvor en række højtprofilerede arrestationer satte fokus på, hvad der synes at være en magtkamp mellem centrale dele af det tyrkiske samfund. Også i Brasilien og Thailand udløste utilfredshed med den herskende klasse omfattende demonstrationer i løbet af året.

Et år med store forskelle

2013 var et år med store forskelle på emerging markets. Denne tendens er ikke overraskende, da de lande, der er grupperet i kategorien EM, adskiller sig væsentligt, når det kommer til de udfordringer og muligheder, de står overfor.

BRIKS-landene havde et hårdt år. Aktiemarkederne i Brasilien, Rusland, Indien, Kina og Sydafrika faldt mellem -6 og -33 procent, målt i euro. Væksten har generelt været skuffende, og der er bekymring for, at manglen på politiske og økonomiske reformer vil gøre det vanskeligt for flere af disse lande at vende tilbage til tidligere vækstrater.

Adskillige aktiemarkeder i ASEAN-regionen performede også dårligt i 2013. Kombinationen af høje værdiansættelser

Foto: Bloomberg

Solenergi: Vores udvalg af solenergiselskaber nød godt af, at markedet omsider er ved at få øjnene op for denne sektor. Kinesiske Yingli Green Energy er et af porteføljens solselskaber.

i begyndelsen af året og betydelige betalingsbalanceunderskud, for eksempel i Indonesien, var en temmelig giftig blanding.

Trods den dårlige samlede præstation i EM, havde Frontier Markets et stærkt år, og markeder som Nigeria, Ghana, Kenya og Vietnam sluttede alle året betydeligt højere end de startede.

From Korea with Love

De største bidragydere til afkastet i år var Hyundai Motor, Great Wall Motor og Samsung Electronics. Vi er glade for at se, at de ideer, vi har stor tiltro til, og som vi vægtede tungt i porteføljen ved årets begyndelse, også betalte sig.

I Hyundai Motor klarede vores præferenceaktier (+70 procent)[1] sig betydeligt bedre end de ordinære aktier (+8 procent), hvilket bekræfter vores tese om, at den beskedne ulempe i form af lavere likviditet, på ingen måde berettiger en rabat på 50 eller endda 70 procent. Når dette kombineres med en bemærkelsesværdig værdiansættelse på mindre end tre gange indtjeningen for et selskab af høj kvalitet, er det klart, at grundlaget for en god investering var – og er – på plads.

Great Wall Motor (+81 procent) fortsatte den kraftige vækst og nyder godt af virksomhedens fremragende position i det hastigt voksende SUV-segment. Understøttet af storskalaproduktion til lave omkostninger i Kina samt stigende teknologisk raffinement har Great Wall Motor også en god chance for at få succes på eksportmarkederne. I 2013 nød vores investering i Great Wall Motor også godt af en revurdering af selskabets aktier.

Samsung Electronics' fortsatte succes på smartphone-markedet forbliver attraktivt prissat og fortsætter med at gøre sig gældende i en række andre segmenter og brancher. Ligesom med Hyundai Motor holder vi Samsungs præferenceaktier (+19 procent), der udkonkurrerede de ordinære aktier med næsten 30 procent.

Ændrede opfattelser

Nye positioner i porteføljen købt op til eller i løbet af 2013 har også vist en positiv udvikling. I Kinnevik har vores tese om, at selskabets attraktive aktiver inden for e-handel og andre online-tjenester, ikke fuldt ud var afspejlet i aktieprisen, vist sig at holde stik indtil nu. Den svenske virksomhed, der blev etableret i 1936 og har udviklet sig til en førende spiller inden for online-branchen, er en god illustration af, at det kan tage tid før opfattelser ændrer sig. Investorer, der identificerer sådanne ændringer før andre, står normalt til at profitere heraf. Vores investering i en anden online virksomhed, Naspers, der leverede gode afkast i 2013 (+99 procent), er et andet lignende eksempel.

Vores kurv af solenergivirksomheder, anført af Yingli Green Energy og REC, nød godt af markedets erkendelse af, at solenergi nu er på netparitet uden tilskud på adskillige markeder. Dette har tydeligvis betydelige konsekvenser for efterspørgslen. Endvidere er den markedsmæssige

1 Alle virksomhedsafkast målt i lokal valuta

baggrund for at investere i solenergi interessant. Efter mange år med røde tal, konkurser og skuffende afkast til investorerne var forventningerne til sektoren meget lave.

Sistema – vores russiske holdingselskab – var en fremragende bidragyder i 2013. Selskabet beviste sin evne til at generere og udlodde afkast til investorerne blandt andet ved at fokusere sin portefølje. AP Møller-Mærsk klarede sig også godt, idet verdens førende containerskibsoperatør viste sit omkostningsmæssige lederskab i et marked, der lider af midlertidig overkapacitet. Selskabet tilfredsstillede også investorerne ved at fokusere sin portefølje på centrale forretningsområder.

Den lærte lektie

Blandt vores tabere finder vi virksomheder som den indonesiske teleoperatør Indosat, State Bank of India, det brasilianske jernmalmselskab Vale og det tyrkiske konglomerat Sabanci Holding. Der er ingen enkelt forklaring på disse fejltrin, men svag indtjening og valutaudvikling eller forværring af investorernes opfattelse af det land eller den sektor, selskaberne opererer i, var almindelige årsager. Vi tror, at de fleste af tabene er midlertidige, da operationelle trends og investorernes opfattelser ændrer sig.

En lektie, vi har lært, er dog at være mere forsigtige med forretningsmodeller, der efter deres karakter er uforudsigelige. Vi har derfor reduceret vores eksponering mod selskaber, hvis indtjening er stærkt påvirket af statslig regulering eller råvareprisernes retning. Det samme gælder for virksomheder med alt for mange bevægelige dele, hvor vi ikke er i stand til at udvikle dyb overbevisning om de overordnede perspektiver for virksomheden. I løbet af året har vi solgt ud af en række af disse virksomheder og omfordelt midlerne til ideer, vi tror mere på.

Vi har opnået gode relative resultater, men vi er ikke tilfredse med vores absolutte afkast. Vores fokus er EM, men i bakspejlet burde vi have opnået større fordel af vores fleksible mandat til at opfange stærke aktieafkast i USA, Europa og Japan.

Vi holder os til det, vi har forstand på

Emerging Markets har ikke været venlige mod investorerne i de seneste tre år. Mens investorerne har haft en tendens til at belønne en stor eksponering mod de hastigt voksende emerging markets, har vi på det seneste set den modsatte udvikling. Lavere vækst og en forringet opfattelse blandt investorerne har forringet prisfastsættelsen af EM; fra en højere til nu en lavere prisfastsættelse i forhold til udviklede markeder. Selskaber hjemmehørende i emerging markets bliver nu belønnet for at have en forretningsmæssig eksponering til udviklede markeder; før var det omvendt.

Et meget debatteret spørgsmål er, om EM-aktierne nu er billige. Moderate værdiansættelser i forhold til både historien og de udviklede markeder indikerer, at tålmodige investorer kan forvente gode afkast på langt sigt.

Men gennemsnitlige målinger af værdifastsættelse fortæller ikke den fulde historie i EM. For det første udgøres en stor del af markedet af selskaber med en stor eksponering til råvarer og selskaber i statsligt ejerskab. Generelt er disse selskaber prisfastsat lavere, eller bør i hvert fald være. Private selskaber af højere kvalitet bliver til gengæld handlet til markant højere multipler.

For det andet har faldende indtjeningsmarginer og et højt investeringsniveau ført til egenkapital afkast, som konvergerer mod niveauet i udviklede markeder, hvilket naturligt fører til en lavere værdifastsættelse. Men dette er også en kilde til muligheder. Lavere indstrømning af kapital skulle føre til moderate investeringer, som sammen med stabiliserende valutaer kan støtte afkast på længere sigt.

I SKAGEN Kon-Tiki følger vi denne udvikling med interesse for at forstå den kontekst, som vores virksomheder opererer i. Men forudsigelser med hensyn til økonomiske vækstrater eller resultaterne af politiske valg er hverken vores fokus eller vores styrke. Vi fortsætter derimod med at lede efter gode selskaber – dem med en holdbar kant i forhold til deres konkurrenter – og køber dem, når de handles med en rabat i forhold til forsigtigt skønnet indre værdi.

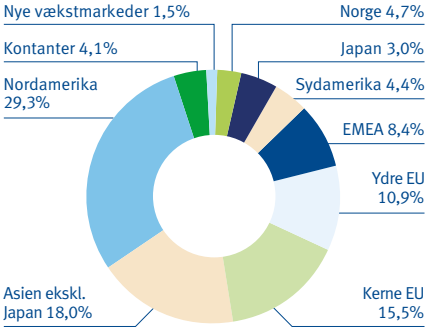
NØGLETAL FOR DE STØRSTE POSITIONER I SKAGEN KON-TIKI (PR. 31.12.2013)

Selskab	Andel af portf. (%)	Kurs	P/E 2013e	P/E 2014e	P/B	Kursmål
Hyundai Motor	8,8	125 000	3,6	3,1	0,6	195 000
Samsung Electronics	8,2	1 013 000	4,8	4,2	1,1	1 500 000
Great Wall Motor	4,5	42,8	11,9	9,5	4,3	55
Sistema	4,1	32,1	12,8	12,8	1,5	32
ABB	3	170	17	13,1	3,6	195
AP Moller-Maersk	2,8	58 850	12,5	10,3	1,2	75 000
Richter Gedeon	2,5	4 399	14,7	13,3	1,5	5 000
Sabanci Holding	2,3	8,6	6,9	6,2	1	12
Vale	2,3	32,7	6	6	1	50
Mahindra & Mahindra	2,2	944	12,6	11,1	3,5	1 200
Naspers	2,3	1 096	54,8	34,3	7,1	1 200
State Bank of India	2	1 767	5,9	5	0,9	3 000
Vægtet top 12	**45**		**6,7**	**5,9**	**1,2**	
Vægtet top 35	**75**		**7,7**	**6,7**	**1,2**	
Referenceindeks (MSCI EM)			**11,3**	**10,8**	**1,5**	
Kursmål top 35			**10,4**	**9**	**1,6**	

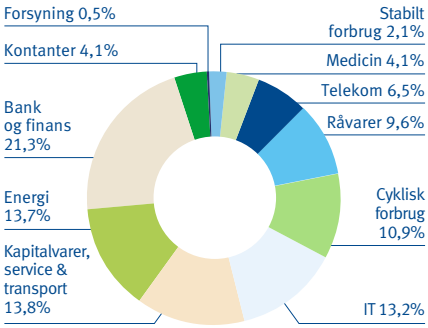
SKAGEN Global
En verden af muligheder

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

GEOGRAFISK FORDELING (AFRUNDET)



SEKTORFORDELING (AFRUNDET)



Fondens startdato	7. august 1997
Afkast siden lancering	975 %
Gennemsnitligt årligt afkast	15,58 %
Totalomkostning i år	1 %
Forvaltningskapital	41.636 mio. DKK
Antal kendte investorer	99.075

SKAGEN GLOBAL 2013 (MILL. NOK)

5 STØRSTE POSITIVE BIDRAGYDERE

Samsung Electronics Co Ltd Pref	882
Citigroup Inc	806
Tyco International Ltd	541
Renault SA	362
American International Group Inc	337

5 STØRSTE NEGATIVE BIDRAGYDERE

Indosat Tbk PT	-100
Banco Do Estado Rio Grande Do Sul SA Pref	-73
State Bank of India	-63
Electromagnetic Geoservices AS	-53
Asya Katilim Bankasi AS	-50

5 STØRSTE KØB

Nordea Bank AB	1 048
State Bank of India	491
Technip SA	466
Mosaic Co/The	362
Vale Sa Spons ADR	348

5 STØRSTE SALG

Svenska Cellulosa AB-B	-763
Oracle Corp	-743
Gjensidige Forsikring ASA	-484
TE Connectivity Ltd	-452
Pentair Inc	-400

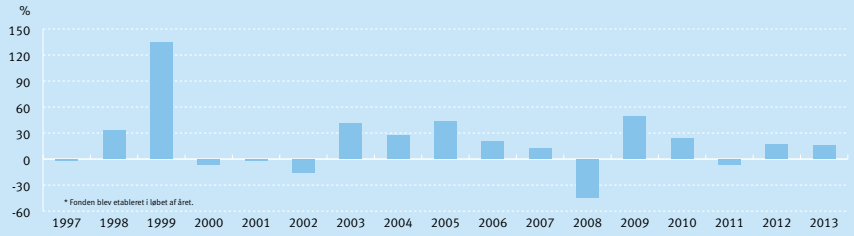
Porteføljeforvalternes beretning
SKAGEN Global

› Den dobbelt så store eksponering mod de svage vækstmarkeder i forhold til verdensindekset betyder, at vi er tilfredse med afkastet i 2013.

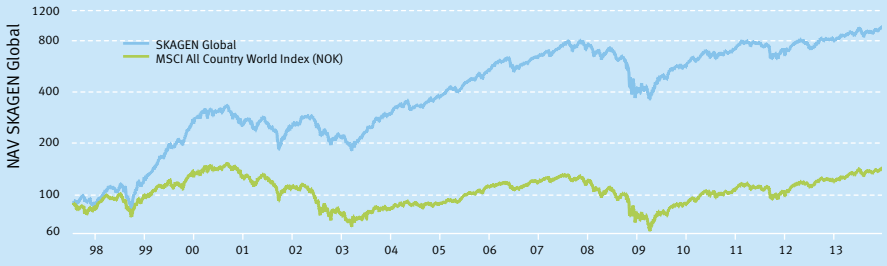
› Vi undgik store negative overraskelser på resultatsiden.

› Porteføljen var ved årets udgang næsten lige så lavt prisfastsat som ved indgangen. Dyrere selskaber var blevet udskiftet med billigere.

AFKAST PR. ÅR



HISTORISK KURSUDVIKLING



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

Absolut stærkt

2013 var et meget godt år for SKAGEN Global, når afkastet måles i absolutte tal. I Danmark var afkastet på 15,2 pct. Men vi blev slået af verdensindekset med 2,4 procentpoint. Det er vi selvfølgelig ikke tilfredse med.

2013 er tredje år siden starten i august 1997, at SKAGEN Global slutter på et svagere afkast end referenceindekset.

31 procent af fondens midler var ved årets udgang investeret i verdens vækstmarkeder. Det er over dobbelt så meget som verdensindekset og en af forklaringerne på, at fonden ikke slog sit referenceindeks. Andre årsager har været en væsentligt mindre eksponering imod USA og Japan – to aktiemarker som har klaret sig flot i 2013 – og markeder som fylder meget i referenceindekset.

Situationen var, at verdensindekset steg med 17,6 procent, mens vækstmarkedsindekset faldt 6,7 procent. Det er en historisk stor afstand. Så fondens vægtning taget i betragtning, er vi tilfredse med resultaterne af selskabsvalgene.

Fondens afkast har i årets løb været jævnt fordelt i både sektorer og selskaber. Vi bemærker, at mere end halvdelen af selskaberne i porteføljen kunne demonstrere en solid værdistigning, hvorfor fremgangen har været fordelt bredt.

Det er ligeledes betryggende, at porteføljen er prisfastsat med omkring 50 procents rabat i forhold til verdensindekset. Det gælder både målt på selskabernes indtjening og på værdien af bogført egenkapital.

Dyrere i udviklede markeder

En betydelig del af afkastet i de udviklede aktiemarkeder henføres til, at selskaberne blev dyrere. Indtjeningsmultiplerne (P/E) blev øget. Kun en mindre del af kursstigningen stammede fra øget indtjening i selskaberne. I vækstmarkederne var billedet omvendt, se porteføljeberetningen side 22

SKAGEN Global noterede sig sidst på året for en ny 'all times high'. Med andre ord kunne alle fondens investorer da glæde sig over at have opnået et positivt afkast af deres investering.

SKAGEN Global har en meget flot langsigtet afkasthistorik. Har man som investor været med hele vejen, har det gennemsnitlige afkast ligget på 15,6 procent mod verdensindeksets 3,0 procent.

Næsten lige billige

Fondskursen steg 15,2 procent i 2013. Men prisen på selskabernes indtjening (P/E) lå kun marginalt højere ved årets udgang end ved indgangen. Det skyldes, at vi i årets løb har solgt eller reduceret posterne i de højest vurderede selskaber. De er udskiftet med lavere prisfastsatte selskaber med større kurspotentiale.

Den forventede vækst i selskabernes indtjening i 2014 ligger lige over ti procent. Det var også tilfældet for et år siden.

Gazprom blev ikke værdsat

Olieprisen lå hele året relativt stabilt på omkring 105-110 dollar pr. tønde. Vores energiaktier steg 25 procent, svarende til det amerikanske olieserviceindeks. Baker Hughes og Weatherford var de bedste bidragydere.

Gazprom havde en skuffende kursudvikling gennem 2013. En af grundene var frygten for lavere gaspriser i Europa, men dette mener vi er overdrevet. I modsætning til hvad de fleste har opfattet, holdt gas-

Foto: Bloomberg

Over gennemsnittet: Råvaresektoren bidrog mere end gennemsnitligt til afkastet i 2013. Det brasilianske mineselskab Vale var et af SKAGEN Globals nye selskaber.

priserne i Europa sig på et højt niveau, og forventningerne til Gazproms fremtidige indtjening steg i andet halvår.

Solenergiaktierne REC Silicon og REC Solar havde en formidabel kursstigning. De er begge nye i porteføljen og bidrog godt til sektorafkastet.

Vi fordoblede vores post i russiske Surgutneftegas. Vi mener, at selskabet er betydeligt undervurderet.

Det franske Technip kom ind som nyt porteføljeselskab, hvor Nabor Industries og Noble blev solgt fra.

Gode råvarer

I modsætning til 2012 gav råvaresektoren et bidrag, som lå over gennemsnittet for porteføljen. Det koreanske kemikalieselskab OCI og det brasilianske mineselskab Vale var nye i porteføljen. Vi havde tiltro til bedre konjunkturer og fordoblede vores beholdninger i Lundin Mining og Norsk Hydro.

Tyco International blev i 2012 splittet i tre. Vi solgte os ud af Pentair, det ene af de udskilte selskaber, og reducerede posten i ADC Corp. Posten i 'moderselskabet' Tyco International beholdt vi. Tyco var en af fondens bedste bidragydere.

De to underleverandører til bilindustrien TE Connectivity og TRW Automotive fik en betydelig kursstigning. Derfor blev de begge solgt med god gevinst.

Vores bilproducenter Renault, GM og TRW Automotive drønede alle ind på fondens vinderliste. Nævnte selskaber var hovedgrunden til, at cyklisk forbrug blev fondens bedste enkeltsektor. Det russiske medieselskab CTC media var ligeledes en god bidragsyder.

Aktiemarkederne i både Brasilien og Indien havde stor, generel skepsis imod sig. Derved fik vi mulighed for at købe aktier til meget attraktive priser i den brasilianske boligbygger Gafisa og indiske Tata Motors.

Ned i forbrug og medicin

Selskaber med stabil indtjening var blevet for populære, og nøgletallene for fremtidig indtjening fik SKAGENs regnemaskine til at tænde for advarselslamperne. Vi solgte os derefter helt ud af amerikanske Pfizer og det svenske SCA. Begge selskaber har været i porteføljen i en årrække og har bidraget stærkt til fondens afkast.

Det bliver en udfordring i 2014 at identificere selskaber med defensiv karakter og en attraktiv værdifastsættelse, som giver en god beskyttelse på nedsiden i et klima præget af højere obligationsrenter.

På bankfronten blev vi i lighed med 2012 godt betalt for vores satsning på de amerikanske banker Citigroup, AIG og Goldman Sachs. Det gik knap så godt for finansaktierne i vækstmarkederne, nemlig Banrisul, State Bank of India, Sabanci og Bank Asya/AlBaraka. De endte alle på listen over taberaktier. Da den svenske stat solgte Nordea fra, købte vi os efter-

følgende ind. Forventningerne til øget egenkapital afkast betød, at prisen var attraktiv.

Store tab fra irsk datterselskab

De resterende aktier i Gjensidige blev solgt. Aktien havde nået vores kursmål og bidraget fortrinligt til sidste års resultater. Vi fordoblede posten i RSA Insurance Group. Det norske livsforsikringsselskab Storebrand var nyt i porteføljen.

RSA Insurance Group har indtil nu været en skuffelse. Først og fremmest havde det store tab på sit irske datterselskab. Selskabet måtte flere gange over sommeren nedjustere sin forventede fremtidige indtjening. Ledelsen måtte efterfølgende tage sit gode tøj og gå. Vi må for vores del forberede os på en betydelig reduktion af udbyttet.

RSA Insurance Group fremstår nu som opkøbsemne. Især hvis man ønsker at komme ind på det attraktive skandinaviske marked for skadesforsikring. Vi blev derfor siddende på vores aktier.

Det tyske boligselskab GSW Immobilen blev overtaget af konkurrenten Deutsche Wohnen på betingelser, vi fandt acceptabe. Vi forventer, at det forenede selskab får realiseret omkostningsreduktioner, som alle aktionærer vil have glæde af. Når det gælder boligmarkedet i Tyskland, og specielt Berling, ser vi fortsat gode argumenter for, at den seneste tids gunstige prisudvikling fortsætter.

Svulmende tegnebøger

Samsung Electronics kunne demonstrere en stærk indtjeningsvækst på 25 procent. Aktien steg dog kun 20 procent, i lokal valuta. 2013 blev altså endnu et år, hvor Samsung-aktien var lavere prisfastsat i forhold til løbende indtjening.

Vores præferenceaktier er nu værdiansat svarende til bogført egenkapital. Samsungs tegnebog er velpolstret, og alligevel formår selskabet at forrente egenkapitalen med omkring 20 procent om året. En udbyttepolitik, som er mere imødekommende over for investorerne, kan gøre selskabet mere populært. Aktien kan i så fald få en kærkommen ny prisfastsættelse.

Microsoft var et selskab, som investorerne fik et nyt og mere positivt syn på. Børsgiganten steg ikke mindre end 41 procent, målt i lokal valuta. Microsoft er de senere år blevet værdiansat ud fra frygten for, hvor meget pc-salget kan falde globalt. Men fokus er nu flyttet over på selskabets attraktive position inden for software til virksomhedsmarkedet. En ny ledelse og en mere effektiv kapitalstruktur gennem øget udbytte og tilbagekøb af egne aktier bidrog også godt til Microsoft-aktiens kursstigning.

Vi halverede vores post i det amerikanske softwareselskab Oracle. Grunden har været, at værdiansættelsen målt på P/E er blevet øget. Dertil er der en risiko forbundet med, at flere kunder overgår til netbaserede løsninger (cloud).

Optur med Kinnevik og Vivendi

Vi er gennem vores investeringer i Vimpelcom og Sistema eksponeret mod russisk telekom. Det gav god betaling i 2013. Disse selskabers øgede popularitet skyldes først og fremmest viljen til at betale højere udbytte til aktionærerne. Kinnevik var klar vinder hos os i sektoren. Aktien steg ikke mindre end 120 procent i NOK. En væsentlig del af denne fantastiske værdistigning kan relateres til selskabets satsning inden for nethandelsportaler, hvor Zalando er den mest kendte. Men Kinneviks prisfastsættelse er efterhånden svær at forsvare, og vi har mere end halveret vores beholdning.

Vores hypotese om, at det franske Vivendi ville rendyrke selskabsstrukturen, holdt stik. Aktiekursen steg betydeligt. Samtidig faldt konglomeratrabatten til et niveau, hvor vi fandt det mest fornuftigt at sælge selskabet fra.

Vi har beholdt en mindre post i Eletrobras – den brasilianske fadæse fra 2012. Selskabet har stadig kapital nok til at overholde udbytteforpligtelsen på den præferencekapital, vi er i besiddelse af. Aktiekursen er lav sammenlignet med det forventede udbytte i 2014.

Ingen røde lys

Prisfastsættelsen af de globale aktiemarkeder har i flere lande nået niveauer omkring og over det historiske gennemsnit. Men advarselslamperne er ikke begyndt at blinke. Det afgørende er selvfølgelig her, hvordan selskabernes indtjening vil udvikle sig i tiden frem. Det meste er allerede presset ud af citronen i forhold til reduktion af omkostninger.

Den fortsatte bedring af verdensøkonomien bør efterhånden slå positivt igennem på toplinjen som øget omsætning. Mens faldende risikopræmier var den største bidragyder til en god aktieudvikling i 2013, forventer vi, at vækst i indtjeningen bliver den vigtigste driver i 2014.

SKAGEN Globals 35 største investeringer modsvarer godt 64 procent af fonden og prisfastsættes til 8,6 gange forventet indtjening i 2014, og kun marginalt højere end værdien af bogført egenkapital. Risikoen for fald bør hermed være begrænset. Samtidig er potentialet for en fortsat god kursudvikling så absolut til stede. En rabat på 50 procent i forhold til verdensindekset peger også på relativt bedre tider.

Aktieåret 2013 var præget af historisk lave kurssvingninger – men i 2014 må man være forberedt på øget volatilitet.

NØGLETAL FOR DE STØRSTE POSITIONER I SKAGEN GLOBAL (PR. 31.12.2013)

Selskab	Andel af portf. (%)	Kurs	P/E 2013e	P/E 2014e	P/B	Kursmål
Samsung Electronics	7,6	1 013 000	5,1	4,5	1,1	1 500 000
Citigroup	5,7	52,1	11,3	9,8	0,8	75
Tyco International	3,1	41	19,2	16,1	3,7	45
Nordea	2,6	86,7	12,3	11	1,4	100
Gazprom	2,3	8,6	3	3,3	0,4	12
AIG	2,2	51,1	11,8	11,9	0,8	70
Akzo Nobel	2	56,3	19,7	16,7	2,4	60
China Unicom	2	11,6	19,9	14,2	1	17
Microsoft	2	37,4	14,1	12,8	3,8	40
Renault	2	58,5	11,9	6,8	0,7	80
Vægtet top 10	**29,6**		**8**	**7,4**	**1**	**33%**
Vægtet top 35	**64,3**		**9,7**	**8,6**	**1,1**	
Referenceindeks (MSCI ACWI)			**16,9**	**14,4**	**2,1**	

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

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.

Porteføljeforvalternes beretning

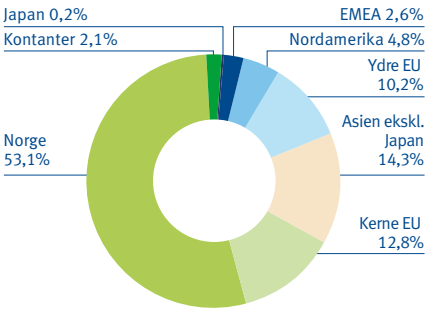
SKAGEN Vekst

› Omlægninger og reduktion af aktier i porteføljen siden sommeren 2012 er begyndt at give resultater.

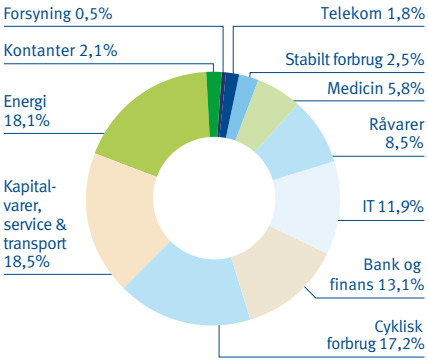
› De statistisk forventede kursudsving i Vekst er mindre end markedet.

› Vi forventer, at opsvinget bider sig yderligere fast. Vi går ind i 2014 med lavt vurderede selskaber, som er i god form og fint positioneret. Det giver en god sandsynlighed for et godt absolut afkast.

GEOGRAFISK FORDELING (AFRUNDET)



SEKTORFORDELING (AFRUNDET)



Fondens startdato	1. december 1993
Afkast siden lancering	1.477 %
Gennemsnitligt årligt afkast	14,72 %
Totalomkostning i år	2,75 %
Forvaltningskapital	7.171 mio. DKK
Antal kendte investorer	75.218

SKAGEN VEKST 2013 (MILL. NOK)

5 STØRSTE POSITIVE BIDRAGYDERE

Continental AG	229
Royal Caribbean Cruises Ltd	205
Samsung Electronics Co Ltd Pref	140
Danske Bank A/S	87
Hexagon Composites ASA	79

5 STØRSTE NEGATIVE BIDRAGYDERE

Agrinos AS	-26
Electromagnetic Geoservices AS	-26
Marine Accurate Well ASA	-26
AirAsia Bhd	-23
Eurasian Natural Resources Corp Plc	-19

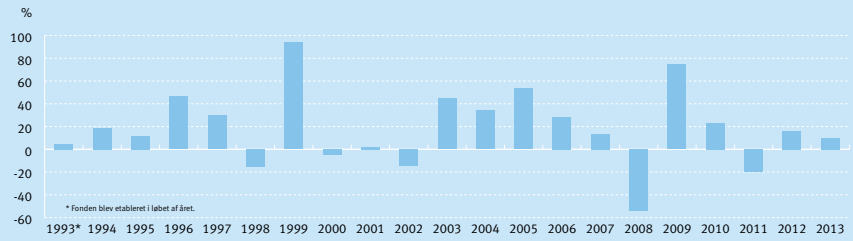
5 STØRSTE KØB

Kia Motors Corporation	193
Sberbank of Russia Pref	174
Norsk Hydro ASA	170
Statoil ASA	118
AirAsia Bhd	90

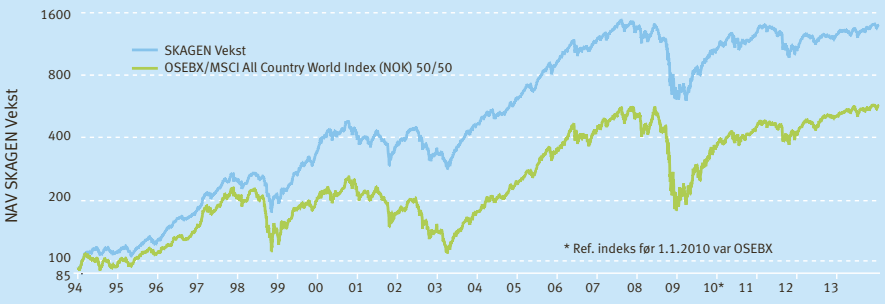
5 STØRSTE SALG

Baker Hughes Inc	-174
Akzo Nobel NV	-159
Cermaq ASA	-114
Sistema Jsfc GDR	-106
Transocean Ltd	-91

AFKAST PR. ÅR



HISTORISK KURSUDVIKLING



SKAGEN Vekst
Porteføljeforvaltere
Geir Tjetland og Ole Søeberg.

Solid med lav risiko

2013 blev et fremgangsrigt år for investorerne. De gode resultater blev leveret af en række kendte selskaber i porteføljen.

SKAGEN Vekst leverede et absolut afkast på 9,8 procent i 2013. Resultatet var en del lavere end vores referenceindeks, som steg 13,0 procent.

Især Oslo Børs huser en række gode selskaber og brancher, hvor kurserne historisk har været meget svingende. Det kan man også forvente i fremtiden. De pågældende selskaber fylder meget i indekset. Oslo Børs svinger derfor generelt mere end en række andre børser.

SKAGEN Vekst havde i 2013 en lavere risiko end det generelle marked. Vores investeringsfilosofi er afspejlet heri; vi fokuserer på lav værdifastsættelse og absolut afkast i det enkelte selskab.

Jævnfør vores fokus på værdifastsættelse var SKAGEN Vekst lavt eksponeret mod amerikanske selskaber og minimalt mod japanske. En kraftig stigning i disse markeder bidrog til, at fondens afkast blev lavere end indekset. Vi undervurderede effekterne af en ændret japansk økonomisk politik efter regeringsskifte, populært kaldt "Abenomics". Den mere ekspansive økonomiske politik og lavere kurs på yen har ført til en markant højere værdifastsættelse af japanske selskaber.

Markederne korrelerer mindre end de foregående år, både generelt og på selskabsniveau. Det enkelte selskabs præstation betyder mere for kursfastsættelsen. Positive overraskelser og skuffelser slår klart igennem på kursen, og der er mere opmærksomhed på værdier og værdifastsættelse af det enkelte selskab. Mulighederne er til stede for valueinvestorer som os. SKAGEN Veksts portefølje er godt sammensat ved indgangen til 2014, og vi ser vi frem til at udnytte potentialet de kommende år.

Gode bidrag

Continental blev årets bedste bidragyder til fonden. Den tyske bil- og dækproducent opnåede en stærk ny prisfastsættelse. En række investorer fik forståelse af, at selskabet er meget mere end en dækproducent. Dermed blev vores investeringsanalyse bekræftet. Selskabets prisfastsættelse er nu efter en aktiestigning i lokal valuta på 82 procent blevet mere normal, virksomheden taget i betragtning. Vi kan dog stadig se potentiale i aktien.

Royal Caribbean Cruise var en anden vigtig bidragyder i porteføljen. Ordrebogen med nye cruiseskibe ligger på et historisk lavt niveau. Det lover generelt godt for cruisebranchen, at billetpriserne er steget, forbruget om bord øget, og at omkostningskontrollen er god. Det gælder især RCL, der ikke har haft de samme udfordringer som konkurrenten Carnival. Dertil kommer den forventede rejseaktivitet fremover, når mange millioner kinesere begiver sig ud for at opleve verden. Billedet kan blive meget lovende for store dele af rejsebranchen i den kommende tid.

Samsung Electronics leverede også i 2013 positivt bidrag til porteføljen. Aktien har aldrig fremstået billigere end ved indgangen til 2014. Præferenceaktierne bliver i skrivende stund prisfastsat til 5 gange det forgangne års indtjening og 4,7 gange dette års indtjening. Det er svært at finde en billigere aktie, hvor den underliggende virksomhed er af tilsvarende kvalitet og størrelse. Samsung Electronics har leveret fantastiske resultater, siden selskabet fandt vej til porteføljen før julen i 1997, men aktien har hele tiden været billig i forhold til nøgletallene. Kursstigningerne er skabt via en støt voksende indtjening pr. aktie. Samsung Electronics vil også i det

Foto: Continental

Bedste bidragyder: Den tyske bil- og dækproducent Continental var SKAGEN Veksts bedste bidragyder. Den ny prisfastsættelse blev betydelig, da investorerne fik øjnene op for selskabets virksomhed.

kommende år udgøre en betydelig del af SKAGEN Vekst porteføljen.

Små, men gode

En række investeringer i mindre selskaber har givet store bidrag. Men på grund af en meget lavere samlet eksponering har de fået betydelig mindre opmærksomhed. Hexagon Composites er det bedste eksempel.

Hexagons stigning skyldes hovedsagelig forventninger til den såkaldte "gasification" af trucks i USA. Selskabet Lincoln ejes helt af Hexagon og er førende producent af gastanke til trucks i USA. Gaspriserne er lave, og først og fremmest gør distributionsnettet det muligt at køre på gas fra kyst til kyst i USA. Vi forventer derfor en exceptionel vækst i dette marked i tiden frem. Aktien steg over 600 procent målt i lokal valuta i 2013 og bidrog til fonden med 80 millioner NOK kroner i absolut afkast.

DNO er et andet mindre selskab i porteføljen. Det er et Oslo-baseret olieselskab, hvor hovedparten af værdierne består i 55 procents ejerskab af Tawke-feltet i Kurdistan. SKAGEN Vekst købte sig ind i DNO i februar. Vi forventede, at en fornyet prisfastsættelse ville blive trigget af bedre eksportbetingelser ud af Kurdistan via Tyrkiet. Denne forudsætning blev opfyldt i slutningen af 2013. Samtidig var udviklingen positiv i de formodede reserver i Tawke-feltet. Vi vurderede ved årets slutning, at afkastet i forhold til risikoen i aktien var blevet forringet efter en periode med store kursstigninger. Derfor fik vi ikke længere tilstrækkelig kompensation for den politiske risiko i Kurdistan og valgte at hjemtage en gevinst efter en stigning på mere end 100 procent.

Også Renewable Energy Corporation (REC) skal nævnes som et af de ekstraordinære bidrag i året. Ganske vist udeblev den betydelige stigning i siliciumprisen. Men omstruktureringen af selskabet, udskillelsen af divisionen REC Solar og den styrkede balance medvirkede til, at begge REC-selskaberne fik en solid kursudvikling i årets løb. (Se temaartikel om REC Solar side 13).

På den anden side

Agrinos, Marine Accurate Well og EMGS var nogle af de selskaber, som bidrog negativt til SKAGEN Vekst. De tre selskaber har hver 'kostet' porteføljen 26 mio NOK. Deres fællesnævner er nye produkter/løsninger og en ret uprøvet forretningsmodel.

Vi så i den rigtige retning i en del selskaber, som gav et udmærket afkast, men alligevel bidrog til, at fondens afkast blev mindre end referenceindeksets. I den gruppe finder vi blandt andre Norsk Hydro, Teva Pharmaceutical, Statoil, RSA Insurance, SAP, Kongsberg Gruppen og de norske "Olsen-tvillinger" Bonheur og Ganger Rolf.

Ved udgangen af forrige år øgede vi eksponeringen i Norsk Hydro. Vale havde solgt selskabet fra. Norsk Hydro er meget lavt prisfastsat, men tjener heller ingen penge. Det er meget svært at vide, hvornår prisen på aluminium vil stige. Til gengæld ved vi, at Norsk Hydro operationelt er meget dygtig og en af de bedste i klassen, når det gælder omkostninger. Selskabet har desuden stor værdi inden for energiproduktion.

I december øgede vi også vores position i Statoil. Både Statoil og andre 'oil majors' er ved at blive mere fokuserede på værdiskabelse. Det vil medføre lavere investeringer, bedre cash flows og potentielle for et bedre udbytte. Disse forhold er efter vores opfattelse ikke indregnet i den nuværende prisfastsættelse af store olieselskaber, heller ikke Statoil.

Vi øgede også vores post i lægemiddelselskabet Teva i december. Selskabet er utrolig lavt prisfastsat, selv når man korrigerer for, at indtægter fra sklerosemedicinen Copaxone gradvis bortfalder i løbet af 2014. Desuden lader det til, at selskabet får en ny administrerende direktør på plads efter megen uro. Teva vil nu forhåbentlig få ro til sin videre udvikling, samtidig med at omkostningerne skal reduceres kraftigt.

Forsikringsselskabet RSA Insurance havde store udfordringer sidste år. Det gælder især den irske virksomhed, som påførte selskabet store tab. Men heldigvis blev det for nylig bekræftet i en rapport fra PWC, at kakerlakkerne i det irske køkken ikke havde spredt sig til de andre lande, hvor RSA opererer.

Udvidet mandat

Året 2014 bliver et spændende år for SKAGEN Vekst. Vi har først og fremmest udvidet investeringsmandatet fra 50/50 norske og globale aktier til nu at være 50/50 nordiske og globale aktier. Som forvaltere opnår vi derved et større investeringsunivers. Og ikke mindst vil porteføljen få en lavere eksponering mod olie- og energisektoren. SKAGEN Vekst går ind i 2014 med over 50 procent norske selskaber i porteføljen. Andelen vil blive gradvis reduceret, efterhånden som vi identificerer selskaber af høj kvalitet, billige nok til at reducere eksisterende beholdninger.

En anden god nyhed for investorerne er, at SKAGEN Vekst fra årsskiftet har indført et såkaldt high water mark. Honorarstrukturen er dermed blevet forbedret for investor.

Vi forventer, at vores selskaber i 2014 leverer en indtjeningsvækst på over 20 procent og regner med, at den vil blive genspejlet i højere aktiekurser. De nuværende forventninger til væksten i den globale økonomi bliver efterhånden mere positive. Det er gode nyheder for cyklisk industri. Den højere vækst kan udgøre en risiko, eftersom obligationsafkastet på lang sigt vil stige. Aktier vil så blive tilsvarende mindre attraktive. Et sådant scenario kan minde om situationen for 20 år siden. Her steg aktier kraftigt i 1993. Men afkastet blev moderat i 1994 trods meget bedre indtjening i selskaberne.

SKAGEN Veksts portefølje prisfastsættes ved indgangen til det nye år med over 11 gange indtjeningen, målt i det seneste års regnskabsresultater. Målt i forventet indtjening i selskaberne i 2014 vil porteføljen blive prisfastsat til lige under 9 gange indtjeningen. Forskellen i tallene afspejler, at vi forventer en stærk indtjeningsvækst. Vi synes vældig godt om niveauerne.

Det generelle marked (vores referenceindeks) prisfastsættes til omkring 14 gange indtjeningen i 2014. Det generelle aktiemarked kan ikke længere anses for billigt, men mere normalt prisfastsat. Vi går det kommende år i møde med optimisme.

NØGLETAL FOR DE STØRSTE POSITIONER I SKAGEN VEKST (PR. 31.12.2013)

Selskab	Andel af portf. (%)	Kurs	P/E 2013e	P/E 2014e	P/B	Kursmål
Samsung Electronics	7,2	1 013 000	5,1	4,7	1,1	1 500 000
Royal Caribbean Cruises Ltd.	7,1	47	19,4	14,9	1,2	62
Continental AG	5,4	159	14,7	12,7	3,3	200
Norsk Hydro	4,7	27	36,1	20,1	0,8	42
Kongsberg Gruppen	4,7	128	13,1	12,4	2,3	160
Teva Pharamaceutical	4,1	40	8	8,6	1,4	52
Statoil	3,7	147	9,8	9,5	1,4	185
Norwegian Air Shuttle	3,4	188	17,1	7,8	2,3	340
Danske Bank A/S	3,3	124	15,9	10,4	0,9	175
SAP	3,2	62	18,6	16,6	4,6	95
Vægtet top 10	**46,8**		**11,4**	**9,7**	**1,4**	**40%**
Vægtet top 35	**84,3**		**11,3**	**8,8**	**1,4**	**48%**
Referenceindeks (MSCI ACWI/OSEBX)			**14,7**	**12,8**	**1,8**	

Kilder, P/E kan afvige fra andre kilder siden det er baseret på SKAGENs estimater.

SKAGEN m²
En andel af det globale ejendomsmarked

Arkitekten Ulrik Plesners første tilbygning til Brøndums hotel. 1892. Udsnit.
Af Johan Peter von Wildenradt, en af Skagenmalerne. Billedet tilhører Skagens Museum.

Porteføljeforvalternes beretning

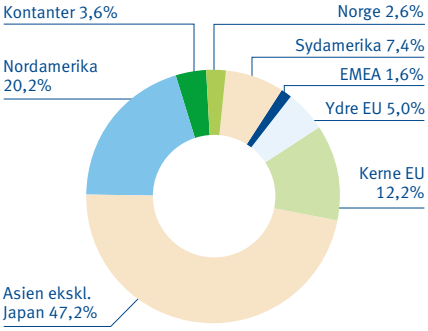
SKAGEN m²

› Fondens udvikling i løbet af året var påvirket af store udsving i efterspørgslen på ejendomsaktier og makrouro i de asiatiske markeder.

› Britiske ejendomsaktier, et par amerikanske ejendomsaktier og Olva Thon er blandt porteføljens videre i 2013.

› Meget taler for en langsom styrkelse af væksten i 2014, som i så fald også vil berøre ejendomsaktier.

GEOGRAFISK FORDELING (AFRUNDET)



Fondens startdato	31. oktober 2012
Afkast siden lancering	-6 %
Gennemsnitligt årligt afkast	-5,39 %
Totalomkostning i år	0,85 %
Forvaltningskapital	452 mio. DKK
Antal kendte investorer	5.629

SKAGEN m² 2013 (MILL. NOK)

5 LARGEST POSITIVE CONTRIBUTORS

Segro Plc	7
British Land Co Plc	6
Gecina SA	4
GSW Immobilien AG	3
Ashford Hospitality Trust	3

5 LARGEST DETRACTORS

Surya Semesta Internusa PT	-9
Ananda Development PCL-Nvdr	-8
Bekasi Fajar Industrial Estate Tbk PT	-8
BR Properties SA	-5
DLF Ltd	-5

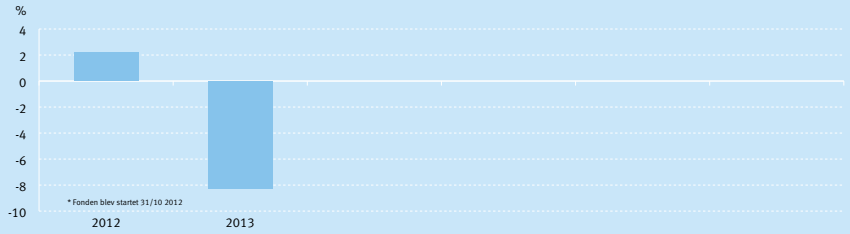
5 LARGEST PURCHASES

Ananda Development PCL-Nvdr	19
Brandywine Realty Trust	18
Bekasi Fajar Industrial Estate Tbk PT	13
PS Business Parks Inc	12
Ashford Hospitality Trust	12

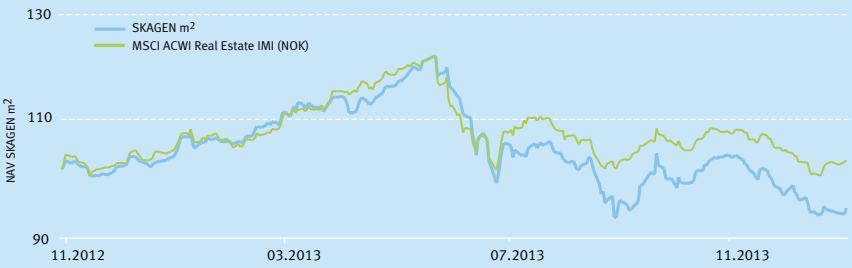
5 LARGEST SALES

Corio NV	-6
Mack-Cali Realty Corp	-5
Fastighets AB Balder	-5
Nexity SA	-4
Gecina SA	-4

AFKAST PR. ÅR



HISTORISK KURSUDVIKLING



SKAGEN m²
Porteføljeforvaltere
Michael Gobitschek, Harald Haukås og Peter Almström

Rutsjebanetur for verdens ejendomsaktier

For at afkastet på børsnoterede ejendomsaktier kan nærme sig afkastet på ejendomme snarere end aktier, bør investeringshorisonten være på fem år og gerne mere. Men udviklingen i 2013 har virkelig sat den tålmodighed, som skal til, på prøve.

Afkastet lå indtil 21. maj 2013 på 18 procent. Derefter faldt ejendomsaktier kraftigt. Hele stigningen forduftede i løbet af en måned. Årets samlede afkast endte på -1,7 procent for vores globale referenceindeks og med minus 8,3 procent for fonden.

Negativ spiral

Udviklingen er forbundet med centralbankernes håndtering af den globale finanskrise. Ekstremt lave renter øgede efterspørgslen på aktiver med højt afkast såsom ejendomme og ejendomsaktier. Ekstremt lave renter i USA og Japan skabte også forudsætninger for de såkaldte carry trades. Her lånte investorer i stor stil i lavrentevalutaer og investerede derefter i værdipapirer med højt afkast i andre lande, blandt andet i Sydøstasien. Virkningen blev, at ejendomsaktier blev værdifastsat stadig højere i forhold til indtjeningen, i en såkaldt multipelekspansion. Vi var opmærksomme på problemet, men undervurderede virkningen på markeder uden for USA, Japan og Hongkong.

Federal Reserve i USA offentliggjorde den 22. maj, at man planlagde at neddrosle støtteopkøbene af obligationer. Efterspørgslen på ejendomsaktier dalede derefter hurtigt. Især gjaldt dette rentefølsomme investorer som obligationsinvestorer og carry tradere. Da ejendomsaktierne ikke steg hurtigt igen, blev også langsigtede investeringsfonde tvunget til at sælge aktier for at håndtere det negative flow i deres fonde. Parallelt med dette forløb skabte kapitalflowet ud af flere vækstmarkeder nye problemer. Det gjaldt især lande som Indien og Indonesien med store underskud på betalingsbalancens løbende poster .

SKAGEN m² blev trukket direkte ind i nedgangen på hele det globale ejendomsmarked. Desuden blev vi i forhold til vores referenceindeks ramt meget hårdere af nedgangen i de asiatiske vækstmarkeder, først og fremmest i Indonesien, men også i Thailand, Indien og Filippinerne. SKAGEN m² har i årets løb haft en 50-procents eksponering mod vækstmarkeder, hvorimod referenceindeksets var på mindre end ti procent i vækstmarkederne.

En grundlæggende ide med SKAGEN m² er at kombinere SKAGENs gennemprøvede valuebaserede aktiefilosofi med tematiske investeringsstrategier i ejendomme. Et sådant tema kan f.eks. være værdiskabende ejendomsselskaber i stærke storbyregioner (ikke lande). Den økonomiske vækst går særlig hurtigt her som følge af urbanisering, koncentration af kompetence og øget velstand. Et andet tema er udviklingen af e-handel og dens indvirkning på de fysiske handelssteder og logistiksystemer. Afkastet blev dog i 2013 domineret af globale, grænseoverskridende tendenser på aktiemarkedet. Geografi og valuta havde også stor indvirkning på det samlede udfald. Selskabs- og segmentspecifikke forskelle i indtjening og fastsættelse af fremtidig pengestrøm fik dog relativt set mindre betydning. I 2013 fik vi det bedste afkast på vores investeringer i Europa og USA. Vi tabte mest i Sydøstasien og Brasilien.

Godt i USA, missede japansk rally

De tre bedste geografiske ejendomsaktiemarkeder i 2013 var Japan med en stigning på 32 procent, England med 21 procent og Sverige med 17 procent. Japanske ejen-

Foto: Bloomberg

Britisk ejendom: De britiske Segro og British Land er to af porteføljens vindere i 2013. Det bedste afkast i det forløbne år kom fra Europa og USA. Sydøstasien og Brasilien var mest skuffende.

domsaktier overtrumfede det brede japanske aktieindeks med ti procent og bidrog stærkt til afkastet i vores referenceindeks. Bank of Japans kraftige hjælpetiltag svækkede den japanske yen og skabte negativ realrente. Dette førte til et meget voldsomt aktierally. Vi valgte ikke at investere i Japan, som allerede inden rallyet så dyrt ud. De grundlæggende forudsætninger i Japan virker svage, ikke mindst demografisk. Dette har i løbet af 2013 kostet os omkring fire procents negativt afkast i forhold til vores referenceindeks. Vi er indirekte eksponeret mod logistikejendomme og ældrepleje i Japan via vores to Singaporebaserede selskaber Global Logistic Properties og Parkway REIT, som begge har demonstreret en stabil operativ udvikling i årets løb.

Amerikanske REITs (Real Estate Investment Trusts) leverede negativt afkast i 2013. De var 30 procent dårligere end S&P 500 i USD. Vores aktieplukning i USA lykkedes godt. Fire af vores ti positioner i USA steg mellem 15 og 20 procent i USD. Hotelselskabet Ashford og SL Green, som har kontor på Manhattan, lå på porteføljens topti-liste.

Vi klarede os godt i Kina trods et svagt marked. To af vores positioner, SOHO China og Shimao, lå mellem de bedste ejendomsaktier på Hongkongbørsen.

Det britiske Segro og British Land er blandt årets vindere i porteføljen. Vi har dog reduceret eksponeringen en del grundet høje værdifastsættelser. I Sverige havde vi en god udvikling i vores positioner i Sagax og Balder i starten af året. Men med dette facit i hånden fik vi solgt for tidligt. Begge aktier nåede hurtigt vores kursmål i løbet af foråret.

Årets værste

Årets værste ejendomsaktiemarkeder var Tyrkiet, Indien og Brasilien, der alle faldt mere end 40 procent. De største kursbevægelser fandt sted i Indonesien med et maksimum på 73 procent og næsten nul ved årets slutning. Valutaen faldt desuden med 25 procent. Ved årets slutning blev det relative afkast forværret af den stigende politiske uro i Thailand og Tyrkiet.

I Indien var kursudviklingen i DLF negativ trods stigende indtjening og store merværdier. Det gik bedre for både Indiabulls og Phoenix Mills i løbet af året end det lokale ejendomsindeks. Alle vores positioner i Brasilien har haft en god underliggende udvikling. Aktiemarkedet er dog blevet kraftigt forværret i løbet af året, i takt med at den brasilianske centralbank er blevet tvunget til nye store renteforhøjelser for at bremse den stigende inflation. Brasilien er sammen med Indien og Tyrkiet det land, hvor regeringens fremgangsmåde har voldt størst økonomisk skade i 2013. Kraftige kursfald trods gode fundamentale forudsætninger og god indtjening i vores investeringer har været resultatet.

Stærkere vækst forude

I Indonesien fik vi en meget positiv udvikling i foråret. I løbet af perioden havde vi et kraftigt inflow til fonden, imens næsten alle ejendomsaktier steg kraftigt (især lav-risiko selskaber) i løbet af kort tid. Det var derfor ikke let at se, hvor kapitalen skulle flyttes hen set fra et værdiansættelsesperspektiv. Vi har skærpet rutinerne for løbende hjemtagning af gevinst og for geografisk risikostyring, så vi fremover vil kunne håndtere en lignende situation bedre.

Obligationslignende ejendomsaktier med højt udbytte har de seneste år tiltrukket flere investorer. Men samtidig er de blevet mere volatile i takt med den øgede usikkerhed omkring renter i fremtiden. Vi har derfor aktivt reduceret vores andel af disse aktier. I stedet har vi øget porteføljens fokus yderligere på, hvad vi kalder værdiskabende ejendomsselskaber. Denne type selskaber geninvesterer aktivt en større del af den løbende indtjening i udvikling af virksomheden.

Ved indgangen til 2014 kan det konstateres, at ejendomsaktier i de fleste modne markeder er blevet dyrere i forhold til deres indtjening (USA er en undtagelse). De fleste vækstmarkeder er blevet billigere. Meget taler for, at væksten i 2014 langsomt vil øge. Det vil i så fald også komme ejendomsaktier til gode.

Ejendomsaktier er historisk ofte initialt faldet i forbindelse med rentestigninger. Derefter er de så hurtigt kommet tilbage enten på grund af øget økonomisk vækst eller stigende inflation. I USA har vi både set højere renter og højere vækst. Dette kan indikere, at markedsforudsætningerne lysner for ejendomsselskaber. Det gælder især, når renterne kan forventes at holde sig på historisk lave niveauer. Værdifastsættelsen af flere amerikanske ejendomsaktier er mere attraktive i dag sammenlignet med tidligere. Vi har derfor løbende øget eksponeringen mod USA fra ca. 15 til 20 procent i løbet af året.

I Europa forventer vi, at Frankrig vil være relativt svag i løbet af 2014. Men ejendomsmarkedet i Paris vil være betydeligt stærkere. I England vil der være risiko for stigende lånerenter, men gode værdiskabere vil stadig kunne få en stærk udvikling. Boligmarkedet i England støttes fortsat af fordelagtig finansiering og stor efterspørgsel i London fra udenlandske investorer. Tyske boliger, især i Berlin, er fortsat interessante. I Sverige virker de underliggende markedsforudsætninger i storbyregionerne solide, ikke mindst i Stockholm. De børsnoterede ejendomsaktier forekommer dog dyre, især hvis markedsrenterne på sigt begynder at bevæge sig opad.

Værdien i centrum

Mange negative scenarier for ejendomsaktier er indregnede i markeder som Indonesien, Thailand, Brasilien og Indien. Vi må dog forvente, at den negative stemning i markedet vil holde en rum tid endnu. I hvert fald indtil vi får valgresultaterne på plads i disse lande. I Kina tror vi, at mange lokale ejendomsmarkeder fortsat vil vokse hurtigt, også inden for underudviklede ejendomssegmenter som logistik. Vi regner også med, at allerede implementerede stramninger i boligmarkedet fortsat vil bremse de uholdbare prisstigninger, vi tidligere har set i Kina. Det vil være positivt. Igangværende reformer og reguleringer kan samtidig gavne den langsigtede udvikling af mange byer og delmarkeder.

Prisfastsættelsen af japanske ejendomsaktier forudsætter en meget stærk vækst eller evigt negative realrenter. Vi tror ikke på nogen af delene. Men der findes meget kapital i Japan, som burde flyttes ind i aktier. Tokyo vokser, og det gør behovet for ældrepleje også. Dygtige virksomhedsledelser har gode forudsætninger for at skabe godt ejendomsafkast også i Japan.

Vores langsigtede fokus er på value-aktier, og de fundamentale drivere er på plads. På baggrund af sidste års udvikling forventer vi, at vores portefølje begynder at levere merafkast i 2014. Det er også et kvalificeret gæt, at flere af aktierne på listen over de dårligste bidragydere i 2013 vil blive vindere i 2014.

NØGLETAL FOR DE STØRSTE POSITIONER I SKAGEN m² (pr. 31.12.2013)

Selskab	Andel af portf. (%)	Kurs	Udbytte-procent 13e	EV/EBITDA 13e	P/NAV
Brandywine	3,5	14,09	4,30%	8,00%	95%
Deutsche Wohnen	3,4	13,49	1,50%	3,00%	102%
Mercialys	3,2	15,25	4,50%	5,90%	89%
Capitamalls Asia	3,2	1,96	1,80%	1,70%	81%
British Land	3,0	6,29	4,30%	4,30%	110%
Lexington	3,0	10,21	6,50%	8,70%	80%
Global Logistic	3,0	2,89	1,40%	3,20%	87%
AIV	3,0	25,91	3,70%	6,60%	80%
Lippo Malls	3,0	0,41	8,50%	11,10%	91%
PS Business Park	2,8	76,42	2,30%	6,80%	105%
Vægtet top 10	**31,1**		**3,90%**	**5,90%**	**92,10%**

EBITDA 2013E kan afvige fra andre kilder siden det er baseret på SKAGENs estimater.

SKAGEN Tellus
Åbner døren til globale renter

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

Fondens startdato	29. september 2006
Afkast siden lancering	43 %
Gennemsnitligt årligt afkast	5,04 %
Forvaltningskapital	452 mio. DKK
Antal kendte investorer	2.219

Porteføljeforvalternes beretning

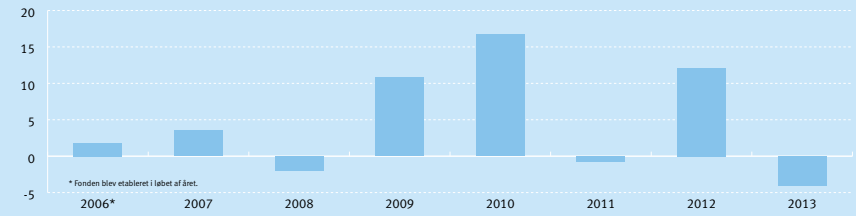
SKAGEN Tellus

› Vi tjente på at holde os fra lange amerikanske og tyske obligationer.

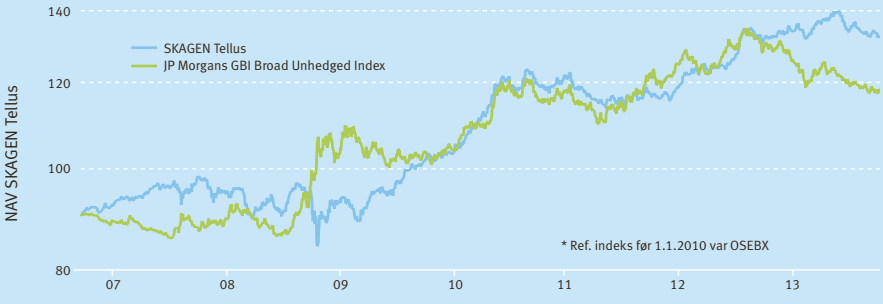
› Vi tror forsat på lave renter i 2014, til trods for globale vækstforventninger.

› 2014 bør blive et år med gode muligheder for gevinst i markedet for statsobligationer.

AFKAST PR. ÅR



HISTORISK KURSUDVIKLING



SKAGEN TELLUS
Porteføljeforvalter
Torgeir Høien

Endnu et år med lave renter

De risikofrie renter steg i 2013. Dette tjente SKAGEN Tellus relativt på i forhold til sit referenceindeks, fordi vi holdt os fra sådan noget som lange amerikanske og tyske obligationer.

Så hvad tror vi, der vil ske i år?

Vi tror, at den globale vækst vil blive bedre, end de fleste analytikere forestiller sig. Alligevel tror vi på en stærkt begrænset stigning i de lange risikofrie renter. Hvordan hænger dette sammen? Vil højere vækst ikke trække renterne op?

I modsætning til analytikerne tror vi, at rentemarkedet allerede har indregnet en relativt spændstig økonomisk vækst i år. Det er netop derfor, at renten på den amerikanske 10-årige statsobligation steg fra 1,6 procent ved indgangen til 2013 til ca. 3 procent ved indgangen til 2014. Vi tager også centralbankcheferne på ordet, når de siger, at de korte renter vil forblive lave i flere år. De seneste signaler fra USA tyder på, at man ikke er indstillet på at hæve den ledende rentesats før i 2017.

Hvorfor ikke hæve renten hurtigere? Fordi ledigheden stadig er høj, og fordi inflationen ligger under centralbankernes mål. I Eurozonen var ledigheden 12,1 procent i december, og kerneinflationen faldt til 0,7 procent.

Vores opfattelse er også kendetegnet ved, hvordan vi tænker om effekten af en periode med næsten nulrentepolitik. "Alle" siger, at nulrente er meget ekspansiv, og at den vil trække inflationen op. Men det kan være, at "alle" tager fejl. Hvad hvis nulrentepolitikken faktisk medfører lavere, og ikke høj inflation? Man kan argumentere for, at det var det, som skete i Japan. Bank of Japan har i årevis holdt renten tæt ved nul, og indtil for nylig havde man næsten kontinuerlig deflation.

Der er to veje fra lave renter til lav inflation. Den første er forventningsvejen. Over tid er forventet inflation lig med differencen mellem nominel rente og realrente. Centralbankerne kan ikke styre realrenten i det lange løb. Når økonomisk vækst driver realrenten op, betyder det, at den forventede inflation falder ved en givet nominel rente. Den anden er, at en nulrentepolitik har effekt på finanspolitikken. Med lave renter over tid falder kuponerne på statsobligationer. Det betyder, at myndighedernes udgifter falder. Det er den sidste effekt, som har betydet, at det er lykkes for de japanske myndigheder at finansiere deres gæld – takket være Bank of Japan er den gennemsnitlige kuponrente på 1,2 procent.

Så mens realrenterne sandsynligvis vil stige en smule i løbet af året, forventer vi, at faldende inflation og lavere inflationsforventninger vil holde de lange nominelle renter i skak.

Med rimelig stabilitet i de lange risikofrie renter kan vi se betydelige muligheder for gevinst i lande, som har høj spread på amerikanske og tyske renter. Både i Eurozonen og i vækstmarkederne. Det vil variere i årets løb, hvor der er flest penge at hente. Men det bør blive et år med mange gode muligheder for gevinst i markedet for statsobligationer. Usikkerheden er som altid størst mht. hvor valutakurserne begynder at springe. 2013 var euroens år mod alle odds. Vi tror ikke på en gentagelse.

SKAGEN Avkastning
Aktiv renteforvaltning

Båden sættes i søen. 1884. Udsnit.
Af Oscar Björck, en af Skagensmalerne. Billedet tilhører Skagens Museum.

Fondens startdato	16. september 1994
Afkast siden lancering	185 %
Gennemsnitligt årligt afkast	5,59 %
Forvaltningskapital	1.068 mio. DKK
Antal kendte investorer	10.743

Porteføljeforvalternes beretning

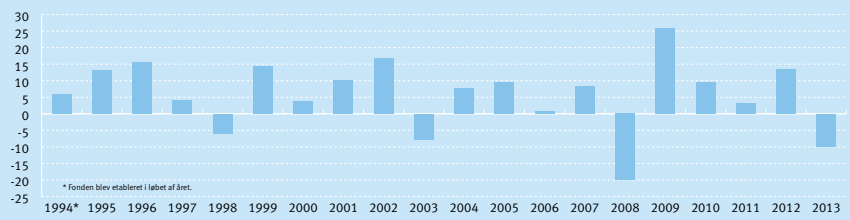
SKAGEN Avkastning

› Året var præget af stigning i de lange renter, særligt i USA.

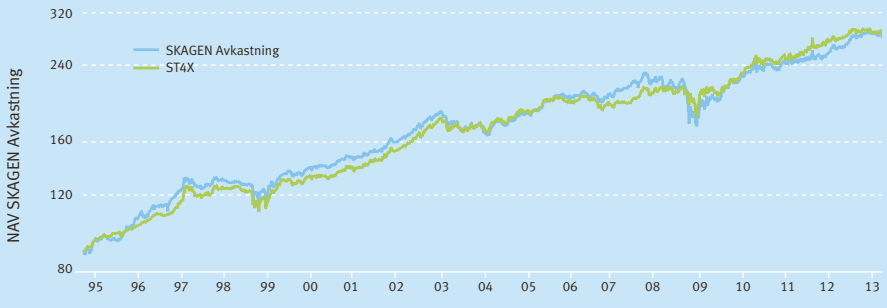
› Norske bankobligationer og indskud bedrog mest til afkastet.

› Vi ser interessante muligheder i enkelte eurolande og fremvoksende økonomier i 2014.

AFKAST PR. ÅR



HISTORISK KURSUDVIKLING



SKAGEN AVKASTNING
Porteføljeforvalter
Jane Tvedt

Godt relativt afkast – men fald for norsk krone ramte fonden i Danmark

Selvom 2013 har været et svært år for statsobligationer, har SKAGEN Avkastning et solidt absolut afkast og et godt relativt afkast målt i NOK*. Grunden er, at fonden har et fleksibelt mandat, som giver mulighed for at reducere varigheden i en periode med stigning i de lange statsobligationsrenter.

Obligationsmarkedet i 2013 var præget af bedre vækstudsigter for de udviklede økonomier. Desuden gav den amerikanske centralbanks nedtrapning af de kvantitative lettelser anledning til usikkerhed. De lange renter i USA steg betydeligt. Den amerikanske tiårige statsobligation havde en stigning på 140 basispunkter (100 basispunkter svarer til 1 procentpoint).

Renterne i andre lande fulgte med. I vækstøkonomierne medførte usikkerheden på Federal Reserves politik høj volatilitet, og de lange renter fik endnu et løft. De lange renter i Norge blev også øget i 2013. Det førte til, at SKAGEN Avkastnings referenceindeks (ST4X) fik en svag udvikling.

Vi valgte at reducere fondens varighed betydeligt, da vi så, at de lange renter ville stige. Vi solgte fondens udenlandske obligationer og placerede alle midlerne i norske rentepapirer med flydende rente og bankindskud. Denne strategi betød, at vi undgik store tab. Men samtidig har der kun været begrænset upside.

Fonden har kun investeret i Norge i størstedelen af året, og det var derfor norske bankobligationer og -indskud, som bidrog mest til afkastet i 2013. De mest positive bidrag fra udenlandske investeringer kom fra obligationerne i Spanien, Portugal og Slovenien. Vi tabte på en sydafrikansk obligation. Desværre solgte vi for sent, da renterne begyndte at gå op.

Vi havde holdt rentevarigheden lav siden først på sommeren, men valgte derefter at øge den igen fra november. Fonden har nu obligationer i Mexico, Slovenien og Portugal. I de lande findes drivere, som skaber potentiale for rentefald, selv om en større international rentestigning finder sted. Fonden fik en god afslutning på året på grund af et kraftigt rentefald i Slovenien.

2014 er et år med udsigt til lav inflation, fortsat ekspansiv pengepolitik og mindre usikkerhed omkring Federal Reserves ukonventionelle pengepolitik. Det vil derfor igen blive lettere at skille avnerne fra hveden og finde gode cases med rentefald. Både vækstøkonomier og enkelte af de kriseramte eurolande vil give interessante muligheder i tiden frem.

Fondens effektive rente var ved udgangen af året 2,6 procent. Vi tror, at den udenlandske del af fonden atter vil bidrage til at løfte afkastet – både gennem højere rente og kursgevinster.

* SKAGEN Avkastning er primært investeret i NOK denomineret obligationer og de udenlandske investeringer er hedged mod NOK.

Afkast- og risikomåling

	SENESTE ÅR	SENESTE 2 ÅR	SENESTE 3 ÅR	SENESTE 5 ÅR	SENESTE 7 ÅR	SENESTE 10 ÅR	SIDEN START
SKAGEN Vekst	9,8%	12,8%	0,8%	17,1%	1,9%	11,7%	14,7%
MSCI Nordic/MSCI AC ex. Nordic	13,0%	15,7%	7,0%	24,1%	3,4%	12,8%	9,6%
SKAGEN Global	15,2%	15,9%	8,0%	18,4%	5,4%	12,3%	15,6%
MSCI World AC	17,6%	16,2%	8,8%	14,4%	2,6%	5,6%	3,0%
SKAGEN Kon-Tiki	5,0%	8,4%	0,5%	20,3%	7,5%	16,0%	16,0%
MSCI Emerging Markets	-6,8%	4,4%	-2,9%	15,1%	3,2%	10,2%	7,8%
SKAGEN m²	-8,3%						-5,4%
MSCI All Country World Index Real Estate IMI	-1,7%						1,3%
SKAGEN Tellus	-4,1%	3,9%	2,2%	6,8%	5,0%		5,0%
J.P. Morgan GBI Broad Index Unhedged in EUR	-8,2%	-4,5%	-0,7%	2,2%	3,8%		3,4%
SKAGEN Avkastning	-9,8%	1,2%	1,8%	7,8%	3,4%	4,1%	5,6%
Statsobligasjonsind. 3.00	-11,4%	-2,0%	0,7%	6,7%	4,1%	4,0%	5,6%
SKAGEN Tellus (Euro)	-4,1%	3,7%	2,2%	6,8%	5,0%		5,0%
J.P. Morgan GBI Broad Index Unhedged in EUR	-8,2%	-4,7%	-0,7%	2,2%	3,8%		3,4%

* Ref. indeks før 1.1.2010 var Oslo Børs Hovedindeks

** Ref. indeks før 1.1.2010 var MSCI World Index

Risiko- og præstationsmål	SKAGEN VEKST	SKAGEN GLOBAL	SKAGEN KON-TIKI	SKAGEN TELLUS	SKAGEN AVKASTNING
RISIKO- OG PRÆSTATIONSMÅL SENESTE 5 ÅR					
Standard afvigelse, fond	17,5%	14,7%	17,5%	6,3%	7,5%
Standard afvigelse, reference indeks	17,0%	11,9%	16,6%	8,4%	7,7%
Sharpe-ratio, fond	0,85	1,09	1,01	0,91	0,88
Sharpe-ratio, reference indeks	1,22	1,06	0,79	0,16	0,73
Relativ volatilitet / Tracking error	6,6%	5,6%	4,6%	6,4%	2,9%
IR	-0,88	0,61	0,96	0,68	0,35
korrelasjon	0,93	0,93	0,97	0,65	0,93
alfa	-4,9%	1,3%	4,2%		
beta	0,96	1,15	1,02		
R2	86%	87%	93%		
GEVINST -OG TABSANALYSE SIDSTE 5 ÅR					
Relativ gevinst	90%	119%	109%	104%	106%
Relativ tab	115%	109%	89%	59%	96%
Relativ gevinst/tab-ratio	0,78	1,09	1,23	1,75	1,11
Positive indeksafvigelser	6,6	9,3	8,9	10,8	4,5
Negative indeksafvigelser	12,6	5,7	4,2	6,4	3,5
Indeks afvigelse-ratio	0,53	1,62	2,10	1,69	1,27
Antal positive afvigelser	35%	62%	68%	63%	56%
Antal positive afvigelser, opgang	32%	69%	60%	27%	42%
Antal positive afvigelser, nedgang	42%	49%	75%	89%	73%
Konsistens	37%	55%	57%	62%	58%
Konsistens,opgang	33%	61%	52%	41%	46%
Konsistens,nedgang	45%	45%	63%	81%	76%
VALUE AT RISK 5 ÅR					
Value at risk: observed, NAV	-7,2%	-6,6%	-7,6%	-2,0%	-2,2%
Value at risk: observed, Benchmark	-6,2%	-3,6%	-6,8%	-3,1%	-2,5%
Relativ Value at Risk, observed	-3,6%	-2,2%	-1,6%	-3,5%	-1,4%
GENVINST OG TABSANALYSE SIDEN START					
Relativ gevinst	96%	154%	121%	75%	110%
Relativ tab	79%	104%	97%	69%	112%
Relativ gevinst/tab-ratio	1,21	1,48	1,25	1,09	0,98
Positive indeksafvigelser	14,37	19,39	12,69	12,81	4,36
Negative indeksafvigelser	9,86	8,25	5,51	12,80	4,29
Indeks afvigelse-ratio	1,46	2,35	2,30	1,00	1,02

GODE RESULTATER ER INGEN GARANTI FOR FREMTIDIG AFKAST

Historisk afkast er ingen garanti for fremtidigt afkast. Fremtidigt afkast vil blandt andet afhænge af markedsudviklingen, porteføljeforvalters dygtighed, fondens risiko og fondens forvaltningshonorar. Afkast kan blive negativt som følge af kurstab.

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 finansteori 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 tabsanalysen 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 procents 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 ratio 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 merafkast 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 ermed 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 kompensation man får for den påtagede risiko, og anvendes derfor ofte til at vurdere aktive forvalteres præstationer. Det kan vises, at i et effektivt marked, vil den forventede værdi af alfa koefficienten være nul. Derfor angiver alpha koefficienten, 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 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 tilnærmelse 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 finansiel 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 du kan risikere at tabe I løbet af en måned med 2,5 % sandsynlighed.
Beregningerne er både parametriske og observerede tal fra de sidste 5 år. I og med at observationerne de sidste 5 år er blandt de værste inden for de sidste 30 år, er det forventet at beregningen baseret på observationer giver større nedgangspotentiale end ved parametrisk beregning (baseret på standardafvigelse).

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

Ved frokosten, 1883.
Af P.S. Krøyer, en af Skagenmalerne.
Billedet tilhører Skagens Museum.
(beskåret/manipuleret).

EJERSTRUKTUR

Ejerstruktur:

T.D. Veen AS	25,69 %
Solbakken AS	18,40 %
MCM Westbø AS	9,84 %
Harald Espedal AS	8,31 %
Kristian Falnes AS	8,31 %
Månebakken AS	7,29 %
Westbø Finans AS	7,29 %
Andre	14,88 %

BESTYRELSEN OG NØGLEPERSONERS ANDELE I FONDENE

NAVN	ANTAL ANDELE	FUNKTION
Martin Gjelsvik	6 429	Bestyrelsesformand og ejer
Tor Dagfinn Veen	556 553	Bestyreksesmedlem og ejer, valgte af andelsejerne
Barbro Johansson	253	Bestyrelsesmedlem, valgt af ejerne
Yuhong Jin Hermansen	542 401	Bestyrelsesmedlem, valgt af andelsejerne
Per Gustav Blom	52 697	Bestyrelsesmedlem, valgt af andelsejerne
Jesper Rangvid	55	Suppleant, valgt af ejerne
Anne Sophie K. Stensrud	193 360	Suppleant, valgt af andelsejerne, og ejer
Martin Petersson	4 920	Suppleant, valgt af andelsejerne
Harald Espedal	309 132	Administrerende direktør og ejer
Kristian Falnes	1 660 197	Porteføljeforvalter og ejer
J. Kristoffer C. Stensrud	3 329 009	Porteføljeforvalter og ejer

VALGKOMITÉEN

Valgkomitéen består af Sigve Erland (chef) og Mette Lundh Håkestad.

Valgkomiteens opgave er at foreslå kandidater til investorvalgte medlemmer af bestyrelsen i SKAGEN AS.

Bestyrelsens beretning for fondene 2013

For andelsejerne i SKAGEN fonde blev 2013 et af de mindst volatile år i selskabets 20-årige historie. Kløften mellem de udviklede markeder og vækstmarkederne blev øget, og det fik konsekvenser for afkastet i flere af fondene.

Hvad skete i 2013?

2013 blev et år med stabilisering af verdensøkonomien og større optimisme. Det blev også et år uden store markedskorrektioner, men med stor variation i afkastet i de forskellige aktiemarkeder. De udviklede aktiemarkeder udviklede sig stærkt, mens vækstmarkederne udviklede sig uventet svagt. Der opstod en stort kløft mellem afkastet i de udviklede markeder og vækstmarkederne. Svækkelsen af den norske krone medførte, at begge markeder alligevel gav positivt absolut afkast. Det gode afkast i SKAGEN Kon-Tiki viste, at SKAGENs investeringsfilosofi har gjort det muligt at opnå godt afkast også i de upopulære vækstmarkeder.

Hvad kan vi vente i 2014?

Vi tror på en yderligere stabilisering af verdensøkonomien og en del stærkere vækst. Det ser ud til, at renterne fortsat vil være lave. Vi forventer en forbedring af selskabsresultaterne, både som følge af stærkere vækst og fokus på omkostninger. Relativt lidt dyrere aktier kan dog give mere plads til tro og tvivl og dermed flere svingninger end i 2013.

Der er dog altid også bekymringer. Vi kan få tilbageslag i den økonomiske vækst, renterne kan stige mere end forventet, og der er altid usikkerhed omkring den geopolitiske udvikling.

Nyt mandat i SKAGEN Vekst

SKAGENs ældste fond, SKAGEN Vekst, udvider efter mere end 20 år pr. 1. januar 2014 sit mandat fra minimum 50 pct. Norge til minimum 50 pct. Norden. Baggrunden for denne ændring er blandt andet, at Oslo Børs i løbet af disse 20 år har udviklet sig til at være mere og mere domineret af energirelaterede selskaber, således at risikoprofilen ikke længere giver det forhold mellem afkast og risiko, som SKAGEN ønsker. Med det udvidede mandat bliver det lettere at finde selskaber, som opfylder de tre U'er i SKAGENs investeringsfilosofi. Samtidig er det blevet vedtaget at indføre et såkaldt high water mark ved beregningen af fondens variable forvaltningsgodtgørelse, som kan give andelsejerne et lavere forvaltningshonorar i volatile markeder. Et high water mark fungerer på den måde, at der ikke beregnes variabelt forvaltningshonorar, før fondens kurs er højere end ved forrige beregning.

Andelsklasser

SKAGEN anvender distributører og rådgivere i nogle få lande, og de modtager returprovision fra SKAGEN for det arbejde, de udfører. I Holland og Storbritannien er der indført reguleringer, hvor distributører og rådgivere i disse lande ikke længere kan modtage sådan returprovision for enkelte kundegrupper. For at tilpasse sig disse reguleringer behandlede SKAGEN i 2013 etablering af en såkaldt netto andelsklasse i de tre ældste aktiefonde, med virkning fra 1. januar 2014.

Forvaltningskapital

Forvaltningskapitalen steg i 2013 med 18,8 milliarder norske kroner (NOK), fra 109,3 milliarder NOK (111,0 milliarder DKK) til 128,1 milliarder NOK (114,3 milliarder DKK).

Samlet var der en netto indløsning på 6,3 milliarder NOK (6,0 milliarder DKK), hovedsagelig som følge af generel reduktion af eksponering mod vækstmarkederne både i Norge og internationalt. Værdistigningen blev altså på 25,1 milliarder NOK (9,3 milliarder DKK).

SKAGEN har bevaret sin position som den norske fondsbranches største aktieforvalter, selv om aktiefondene har haft en netto indløsning på 6,1 milliarder NOK (5,8 milliarder DKK) i 2013.

Rentefondene havde en netto indløsning på 0,3 milliarder NOK (0,3 milliarder DKK), mens kombinationsfonden SKAGEN Balance havde en netto nytegning på 0,1 milliarder NOK (0,1 milliarder DKK).

SKAGENs markeder uden for Norge bliver mere og mere vigtige for selskabet. Norske kunder stod ved udgangen af 2013 for 40 pct. af den samlede forvaltningskapital, øvrige nordiske kunder for 35 pct., mens kunder uden for Norden udgjorde 25 procent.

Der har ikke været ekstraordinært store indløsninger i aktie- eller rentefondene i 2013.

Afkast i fondene

Også 2013 blev et krævende år for value forvaltere, og flere af SKAGENs aktiefonde leverede ikke godt nok, målt i relativt afkast.

Alle fondene gav dog godt absolut afkast i 2013. Relativt blev SKAGEN Kon-Tiki bedste aktiefond med et merafkast på knap 13 procentpoint i forhold til referenceindekset (12 procentpoint DKK), mens SKAGEN Global og SKAGEN Vekst var lidt svagere end deres referenceindekser. SKAGEN m2 klarede sig relativt svagt i sit første hele driftsår. Alle rentefondene samt kombinationsfonden SKAGEN Balance 60/40 klarede sig bedre end deres referenceindekser.

BESTYRELSENS BERETNING

Martin Gjelsvik
Bestyrelsesmedlem og ejer

Tor Dagfinn Veen
Bestyrelsesmedlem og ejer

Barbro Johansson
Bestyrelsesmedlem, udpeget af ejerne

Yuhong Jin Hermansen
Bestyrelsesmedlem, udpeget af andelsejerne

Investormøder

Verdipapirfondloven, som trådte i kraft 1. januar 2012, styrkede investordemokratiet ved at indføre investormødet som nyt organ. Investorerne har gennem investormødet fået myndighed til at godkende vedtægtsændringer og fusion af fonde, hvor 75 pct. af de repræsenterede stemmer skal stemme for ændringen. Finanstilsynet skal som tidligere føre kontrol med, at ændringerne er lovlige, og at forvaltningsselskaberne har fulgt de nødvendige procedurer. Men efter de nye regler får investorerne lejlighed til selv at vurdere og stemme på, hvilke ændringer de mener er i deres interesse.

Der blev afholdt et antal investormøder i 2013, blandt andet for at etablere netto andelsklasser som nævnt ovenfor. Der blev også arrangeret forhåndsafstemning via SKAGENs hjemmeside for at sikre størst mulig deltagelse.

Kundedialog i fokus

SKAGEN skal levere bedst mulig service, opfølgning og kommunikation til kunderne og ønsker at være innovativ og anderledes i sin kundeservice og kommunikation.

SKAGENS hjemmeside giver godt overblik over fondenes udvikling og kurser. Direkte dialog med SKAGENs rådgivere via chat og nyhedstjeneste giver mulighed for direkte kommunikation med SKAGENs medarbejdere. Online-møderne med forvalterne fortsatte også i 2013, og "Min Side" leverer skræddersyet information, rapporter og analyser til investorerne om deres beholdning i SKAGENs fonde.

Der har været høj aktivitet i alle de lande, hvor SKAGEN markedsfører sine fonde. På kontorerne i Norge, Sverige og Danmark blev afholdt både inspirationsmøder, frokost- og temamøder med godt fremmøde. Kontoret i Holland, som blev etableret i 2011, er kommet godt i gang med kundearbejdet via flere kanaler. I Storbritannien har SKAGEN flest institutionelle kunder, som ofte har deres egne lovpligtige krav til forvaltningen af deres midler, og de ansatte på Londonkontoret har brugt meget tid sammen med kunderne for at gennemgå SKAGENs investeringsfilosofi, risikohåndtering og interne kontrol. SKAGEN bruger også betydelige ressourcer på sine distributører i de forskellige lande for at sikre, at de har tilstrækkelig viden om SKAGENs fonde, og at kunderne får den rigtige oplevelse af SKAGEN, også når de handler gennem distributører.

SKAGEN har tilpasset sin hjemmeside til tablet-pc og mobiltelefon. Til norske kunder er der også udviklet en løsning til handel med mobiltelefon via BankID. I de nordiske markeder bliver de sociale medier en stadig vigtigere kommunikationskanal med vores kunder.

SKAGEN gennemfører hvert år en kundeundersøgelse i Norge og Sverige, hvor vi har flest direkte privatkunder, for at se om selskabet opfylder målsætningen om bedst mulig service og opfølgning. Kundeundersøgelsen 2013 viser, at kunderne fortsat er tilfredse med SKAGEN.

SKAGENs medarbejdere

SKAGEN har ved udgangen af 2013 179 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), i Storbritannien (London) og i Holland (Amsterdam). SKAGENs fonde markedsføres desuden i Finland, Schweiz, Luxembourg, Belgien og Island.

Medarbejdernes viden og kompetenceudvikling er helt afgørende for SKAGEN og vores kunder. Tilnærmelsesvis alle SKAGENs kunderådgivere er ved udgangen af 2013 autoriserede som finansielle rådgivere. Ordningen stiller høje krav til både teoretisk og praktisk viden, og medarbejdere med kunderelationer skal bestå prøver under kontrol af et uafhængigt nævn. En tilsvarende autorisationsordning blev indført i Sverige i 2005, og alle vores svenske rådgivere er autoriseret i henhold til den.

I sit mere end tyveårige virke har SKAGEN haft en incitament struktur og ejerskabsmodel, som fremmer langsigtet tænkning og bæredygtig risikovilje. Forvaltningsselskabets indtjening svinger kraftigt i takt med finansmarkederne, og det har været nødvendigt at have et lavt fast omkostningsgrundlag for at være forberedt på at bevare en intakt organisation og kompetence i dårlige tider. SKAGEN skal for at kunne rekruttere og holde på de bedste medarbejdere i et globalt marked have mulighed for at udbetale variabel aflønning, når selskabets resultater er gode.

SKAGEN har en aflønningsmodel, som skal stimulere medarbejderne til at samarbejde for at opnå det højest mulige risikojusterede afkast til kunderne. Modellen understøtter samarbejde mellem alle afdelinger for at sikre, at kunderne får den bedst mulige oplevelse af SKAGEN, også når det gælder service, opfølgning og kommunikation. Ingen medarbejderes løn er direkte knyttet til tegningsresultater. Selskabet undgår derved uheldig intern konkurrence og salgspres, værn om egen ekspertise og dårlig udnyttelse af medarbejdernes ressourcer, som kan kendetegne sådanne ordninger.

SKAGEN rekrutterer medarbejdere med forskellig baggrund og søger at opnå en balance mellem mandlige og kvindelige medarbejdere. Ved årets udgang var 63 kvinder og 116 mænd ansat i virksomheden. Kønnene er ligestillede med hensyn til arbejdsvilkår og aflønning. SKAGEN havde i 2013 et sygefravær på 3,4 procent.

Bestyrelsen ønsker at takke alle medarbejdere for en fortrinlig indsats i 2013. Medarbejdernes kompetence og holdninger er afgørende for SKAGENs resultater.

Organisering

Forvaltningsselskabet SKAGEN AS er under opsyn fra Finanstilsynet og er SKAGEN Fondenes forretningsfører. Handelsbanken er SKAGENs depotmodtager, og Verdipapirsentralen (VPS) fører SKAGENs register over investorer.

Per Gustav Blom
Bestyrelsesmedlem, udpeget af andelsejerne

Martin Petersson
Suppleant, udpeget af andelsejerne

Jesper Rangvid
Suppleant, udpeget af ejerne

Anne Sophie K. Stensrud
Supleant og ejer

Risikostyring

Bestyrelsen har godkendt fondenes risikoprofil, som skal revideres mindst en gang om året. Bestyrelsen modtager risikorapporter ved hvert bestyrelsesmøde. SKAGEN Fondene styrer markedsrisiko, likviditetsrisiko, operationel og juridisk risiko samt omdømmerisiko på en helhedsorienteret måde. Risiko- og compliance ansvarlige arbejder tæt sammen med de forskellige forretningsområder, men er samtidig uafhængige og rapporterer direkte til bestyrelsen.

Finansiel risiko

Fondenes finansielle risiko er lav og består kun af renterisiko, eftersom de kun har kortsigtet gæld i forbindelse med opgørelse af værdipapirer.

Markedsrisiko, kreditrisiko og likviditetsrisiko

Der er knyttet risiko til investeringer i fondene grundet markedsbevægelser, udvikling i valuta, renteniveauer, konjunkturer og branche- og selskabsspecifikke forhold. I løbet af 2013 var den forventede risiko på porteføljeniveau usædvanligt lav. Den faktiske risiko holdt sig inden for det forventede med undtagelse af ejendomsfonden m². Den faktiske risiko var her højere end forventet på grund af en kombination af fondens høje eksponering mod asiatiske markeder med svag udvikling og stor turbulens i Indien, Indonesien og Thailand. Markedsrisikoen forventes at blive en del højere i 2014 end i 2013, eftersom aktier generelt er blevet dyrere i forhold til værdimultipler samt forestående valg i flere vigtige markeder. Derved bliver der mere plads til tro og tvivl, og det kan blive mere uklart, hvad der vil fange investorernes interesse og risikoaversion.

Ud over lovbefalede krav styrer SKAGEN de relevante risikokategorier på forskellig måde. Markedsrisikoen søges reduceret ved spredning af investeringerne mellem forskellige typer brancher, lande og valutaer. I overensstemmelse med investeringsfilosofien analyserer SKAGEN selskabernes værdifastsættelse, produkt/markedsmatrice, gældsgrad og det finansielle instruments likviditet. Rentefondenes investeringer er baseret på en vurdering af den enkelte udsteders kreditværdighed og økonomiske og institutionelle forhold i det land, hvor udsteder befinder sig. Kreditrisikoen i form af modpartsrisiko ved opgørelse reduceres ved at søge momentan levering mod betaling, såkaldt DVP (delivery vs. payment) og ved at overvåge mæglermodpartens kvalitet mht. kreditværdighed og regnskaber.

Likviditetsrisiko følges jævnligt bl.a. ved at se på historisk store nettoindløsninger i forhold til konservative estimater af hvert værdipapirs nedsalgsmuligheder.

Der følges op på operationel risiko ved at opdatere hændelsesregistre og diskussioner med selskabets ansvarlige ledere i de forskellige markeder på detaljeniveau. De forskellige operationelle risikobidrag vurderes derefter af den administrerende direktør på et aggregeret niveau, og eventuelle tiltag vurderes.

SKAGEN har udarbejdet interne rutiner for at reducere risikoen for operationelle fejl, som kan påvirke fondene.

Både lovpligtige krav og interne retningslinjer har været opfyldt i 2013.

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

Investeringsfilosofi

Bestyrelsen fastholder SKAGENs investeringsfilosofi og forretningside. Vi tror på, at den bedste måde at skabe merafkast til kunderne – nu som før – er at anvende en aktiv investeringsfilosofi, hvor forvalterne leder efter upopulære, underanalyserede og undervurderede selskaber. Det samme princip er gældende for forvalterne af SKAGENs rentefonde: Fondene skal forvaltes aktivt på basis af egne analyser af markedet, udsteder og de enkelte værdipapirer.

Forslag til fordeling af fondenes overskud:

RESULTATREGNSKAB 2013 I HELE 1000 NOK	SKAGEN VEKST	SKAGEN GLOBAL	SKAGEN KON-TIKI	SKAGEN m²	SKAGEN AVKASTNING	SKAGEN HØYRENTE	SKAGEN HØYRENTE INSTITUSJON	SKAGEN TELLUS	SKAGEN KRONA (I SEK)	SKAGEN BALANSE 60/40
ÅRSRESULTAT	**1 660 057**	**11 055 789**	**8 327 903**	**-20 399**	**31 003**	**90 947**	**28 820**	**42 765**	**20 129**	**17 884**
Som disponeres										
Overført til/fra optjent egenkapital	1 660 057	11 055 789	8 327 903	-20 399	- 6 176	4 777	-3 454	-11 769	945	17 884
Afsat til uddeling til andelsejerne	-	-	-	-	37 179	86 170	32 273	54 535	-	-
Netto uddelt til andelsejerne i løbet af året	-	-	-	-	-	-	-	-	19 184	-
SUM	**1 660 057**	**11 055 789**	**8 327 903**	**-20 399**	**31 003**	**90 947**	**28 820**	**42 765**	**20 129**	**17 884**

Stavanger, d. 30. januar 2014

Martin Gjelsvik | Tor Dagfinn Veen | Martin Petersson | Yuhong Jin Hermansen | Barbro Johansson | Anne S.K. Stensrud | Jesper Rangvid | Per Gustav Blom

Årsregnskab 2013

RESULTATREGNSKAP (angitt i hele tusen norske kroner)	Noter	SKAGEN Vekst 2013	SKAGEN Vekst 2012	SKAGEN Global 2013	SKAGEN Global 2012	SKAGEN Kon-Tiki 2013	SKAGEN Kon-Tiki 2012	SKAGEN m2* 2013	SKAGEN m2* 2012	SKAGEN Balanse 60/40** 2013	SKAGEN Balanse 60/40** 2012
Porteføljeinntekter og -kostnader											
Renteinntekter/-kostnader		678	-2024	7066	-5913	7947	5790	-29	50	1216	693
Aksjeutbytte		185561	195731	1002452	884975	974735	1195258	20490	427	-	-
Gevinst/tap ved realisasjon		45664	-37525	2100568	590257	560193	273256	12861	41	2664	-104
Endring urealiserte kursgevinster/tap	7	1632804	652076	8353608	2222686	8451539	1589782	-47481	3585	14318	930
Garantiprovisjon		195	-	370	-	536	-	-	-	-	-
Kurtasje		-5438	-7640	-33751	-26867	-54579	-47478	-2167	-474	-	-
Valutagevinst/tap		23759	-21866	159551	-101630	68446	-80649	1318	-185	-	-
PORTEFØLJERESULTAT		**1883224**	**778751**	**11589864**	**3563508**	**10008817**	**2935959**	**-15008**	**3444**	**18198**	**1518**
Forvaltningsinntekter og -kostnader											
Provisjonsinntekter fra salg og innløsning av andeler		-	-	-1	-	-	-	-	-	-	-
Forvaltningshonorar fast	8	-74800	-74873	-412391	-330487	-955657	-888357	-8307	-466	-	-
Forvaltningshonorar variabelt	8	-136194	-25740	-	-63312	-633789	222463	4126	183	-	-
FORVALTNINGSRESULTAT		**-210994**	**-100613**	**-412392**	**-393799**	**-1589447**	**-665894**	**-4181**	**-283**	**-**	**-**
RESULTAT FØR SKATTEKOSTNAD		**1672229**	**678139**	**11177472**	**3169709**	**8419371**	**2270065**	**-19189**	**3161**	**18198**	**1518**
Skattekostnad	10	-12173	-11600	-121683	-96849	-91468	-130070	-1210	-45	-314	-236
ÅRSRESULTAT		**1660057**	**666539**	**11055789**	**3072860**	**8327903**	**2139995**	**-20399**	**3116**	**17884**	**1282**
Som disponeres											
Overført til/fra opptjent egenkapital	9	1660057	666539	11055789	3072860	8327903	2139995	-20399	3116	17884	1282
Avsatt til utdeling til andelseierne	9	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Netto utdelt til andelseierne i løpet av året	9	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
SUM		**1660057**	**666539**	**11055789**	**3072860**	**8327903**	**2139995**	**-20399**	**3116**	**17884**	**1282**

BALANSE		31.12.2013	31.12.2012	31.12.2013	31.12.2012	31.12.2013	31.12.2012	31.12.2013	31.12.2012	31.12.2013	31.12.2012
Eiendeler											
Norske verdipapirer til kostpris	3,7	2558016	3448770	1479170	914112	1307106	1042332	11330	4720	175097	68277
Utenlandske verdipapirer til kostpris	3,7	3283566	3178796	32526759	29264262	34803657	38524216	520320	191991	-	-
Urealiserte kursgevinster/tap	7	2028704	398998	10756595	2403282	13100771	4657004	-43897	3585	15247	930
Opptjente renter verdipapir	7	-	-	-	-	-	-	88	-	-	-
SUM VERDIPAPIRPORTEFØLJE		**7870285**	**7026564**	**44762524**	**32581656**	**49211534**	**44223552**	**487841**	**200296**	**190344**	**69207**
Tilgodehavende aksjeutbytte		17589	8091	108153	150691	166010	137273	499	151	-	-
SUM OPPTJENTE, IKKE MOTTATTE INNTEKTER		**17589**	**8091**	**108153**	**150691**	**166010**	**137273**	**499**	**151**	**-**	**-**
Utsatt skattefordel	10	-	-	-	-	-	-	1865	-	18	-
Til gode fra meglere		-	794	86544	16912	166170	14210	2654	-	-	-
Til gode fra forvaltningsselskapet		4	1	18	4	26	8	1954	5	-	-
Tilgodehavende skatt på aksjeutbytte		6441	5602	43429	30658	5248	2284	848	-	-	-
Andre fordringer		-	-	-	-	-	-	202	-	-	-
SUM ANDRE FORDRINGER		**6445**	**6398**	**129991**	**47574**	**171445**	**16503**	**7522**	**5**	**18**	**-**
Bankinnskudd		306670	190556	1841208	1726057	1478438	1973195	13569	14583	2561	408
SUM EIENDELER		**8200989**	**7231609**	**46841877**	**34505978**	**51027427**	**46350522**	**509430**	**215034**	**192923**	**69615**
Egenkapital											
Andelskapital til pålydende	9	500868	559112	4262254	4103250	8056199	8889649	478320	210869	162382	68116
Overkurs	9	-2330671	-1588476	18482830	17287148	20158787	23779564	45874	7	10993	-43
INNSKUTT EGENKAPITAL		**-1829803**	**-1029364**	**22745084**	**21390398**	**28214987**	**32669214**	**524194**	**210876**	**173375**	**68073**
Opptjent egenkapital	9	9871410	8211354	23938254	12882465	21846541	13518639	-17283	3116	19167	1282
Avsatt til andelseierne for reinvestering i nye andeler	9	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
SUM EGENKAPITAL		**8041607**	**7181990**	**46683338**	**34272863**	**50061528**	**46187853**	**506911**	**213992**	**192542**	**69356**
Gjeld											
Utsatt skatt	10	-	-	-	-	-	-	-	12	-	29
Skyldig til meglere		-	4334	3688	50841	53916	127765	71	607	-	-
Skyldig til forvaltningsselskapet		156162	43379	114983	147900	882652	2589	-	283	-	-
Annen gjeld	10	3220	1905	39868	34373	29331	32316	2448	140	381	230
SUM ANNEN GJELD		**159382**	**49619**	**158539**	**233114**	**965899**	**162670**	**2519**	**1042**	**381**	**259**
SUM GJELD OG EGENKAPITAL		**8200989**	**7231609**	**46841877**	**34505978**	**51027427**	**46350522**	**509430**	**215034**	**192923**	**69615**

* Oppstartfond 31.10.2012
** Driftsoppstartfond 29.02.2012

Stavanger 30. januar 2014
Styret for SKAGEN AS

Martin Gjelsvik | Tor Dagfinn Veen | Martin Petersson | Yuhong Jin Hermansen | Barbro Johansson | Anne S.K. Stensrud | Jesper Rangvid | Per Gustav Blom

RESULTATREGNSKAP		SKAGEN Tellus		SKAGEN Avkastning		SKAGEN Høyrente		SKAGEN Høyrente Institusjon		SKAGEN Krona*	
(angitt i hele tusen norske kroner)	Noter	2013	2012	2013	2012	2013	2012	2013	2012	2013	2012
Porteføljeinntekter og -kostnader											
Renteinntekter/-kostnader		14 910	18 315	37 181	37 264	102 957	135 347	32 259	47 518	21 672	18 933
Aksjeutbytte		-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Gevinst/tap ved realisasjon		47 765	5 898	18 656	5 506	-2 226	1 456	199	-566	-	-
Endring urealiserte kursgevinster/tap	7	-20 438	8 035	-7 989	21 251	-743	15 772	-1 852	4 511	246	1 732
Garantiprovisjon		-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Kurtasje		-26	-15	-10	-10	-5	-99	-3	-64	-33	-97
Valutagevinst/tap		4 587	-1 022	-10 696	13 451	-	-	-	-	-	-
PORTEFØLJERESULTAT		**46 798**	**31 210**	**37 141**	**77 463**	**99 984**	**152 475**	**30 603**	**51 399**	**21 885**	**20 569**
Forvaltningsinntekter og -kostnader											
Provisjonsinntekter fra salg og innløsning av andeler		-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Forvaltningshonorar fast	8	-4 033	-3 889	-6 138	-5 225	-9 036	-10 096	-1 783	-2 225	-1 757	-1 094
Forvaltningshonorar variabelt	8	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
FORVALTNINGSRESULTAT		**-4 033**	**-3 889**	**-6 138**	**-5 225**	**-9 036**	**-10 096**	**-1 783**	**-2 225**	**-1 757**	**-1 094**
RESULTAT FØR SKATTEKOSTNAD		**42 765**	**27 322**	**31 003**	**72 238**	**90 947**	**142 379**	**28 820**	**49 173**	**20 129**	**19 475**
Skattekostnad	10	-	-78	-	-	-	-	-	-	-	-
ÅRSRESULTAT		**42 765**	**27 244**	**31 003**	**72 238**	**90 947**	**142 379**	**28 820**	**49 173**	**20 129**	**19 475**
Som disponeres											
Overført til/fra opptjent egenkapital	9	-11 769	27 244	-6 176	35 632	4 777	23 093	-3 454	10 662	945	-9 056
Avsatt til utdeling til andelseierne	9	54 535	-	37 179	36 606	86 170	119 286	32 273	38 511	-	-
Netto utdelt til andelseierne i løpet av året	9	-	-	-	-	-	-	-	-	19 184	28 531
SUM		**42 765**	**27 244**	**31 003**	**72 238**	**90 947**	**142 379**	**28 820**	**49 173**	**20 129**	**19 475**

BALANSE		31.12.2013	31.12.2012	31.12.2013	31.12.2012	31.12.2013	31.12.2012	31.12.2013	31.12.2012	31.12.2013	31.12.2012
Eiendeler											
Norske verdipapirer til kostpris	3,7	34 253	-	789 381	793 547	2 378 339	2 984 971	714 565	797 137	-	-
Utenlandske verdipapirer til kostpris	3,7	458 920	439 235	139 365	153 977	-	-	-	-	837 349	795 819
Urealiserte kursgevinster/tap	7	-5 720	14 717	5 179	13 168	9 908	10 651	1 628	3 480	1 804	1 558
Opptjente renter verdipapir	7	8 146	7 940	5 383	6 950	7 011	13 202	2 335	5 193	2 653	3 359
SUM VERDIPAPIRPORTEFØLJE		**495 599**	**461 892**	**939 308**	**967 642**	**2 395 258**	**3 008 825**	**718 528**	**805 810**	**841 806**	**800 736**
Tilgodehavende aksjeutbytte		-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
SUM OPPTJENTE, IKKE MOTTATTE INNTEKTER		**-**	**-**	**-**	**-**	**-**	**-**	**-**	**-**	**-**	**-**
Utsatt skattefordel	10	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Til gode fra meglere		-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Til gode fra forvaltningsselskapet		5	1	2	-	7	-	5	-	2	-
Tilgodehavende skatt på aksjeutbytte		955	852	-	-	-	-	-	-	-	-
Andre fordringer		-	-	-	-	-	179	-	-	-	-
SUM ANDRE FORDRINGER		**960**	**854**	**2**	**-**	**7**	**179**	**5**	**-**	**2**	**-**
Bankinnskudd		11 094	8 951	260 080	148 923	1 044 806	850 446	547 768	489 951	23 075	29 083
SUM EIENDELER		**507 653**	**471 696**	**1 199 390**	**1 116 565**	**3 440 071**	**3 859 449**	**1 266 301**	**1 295 761**	**864 882**	**829 819**
Egenkapital											
Andelskapital til pålydende	9	416 855	423 042	852 668	788 149	3 309 524	3 693 165	1 235 057	1 256 286	848 159	818 539
Overkurs	9	45 046	44 285	302 771	277 172	29 180	33 864	-2 995	-2 937	6 382	6 171
INNSKUTT EGENKAPITAL		**461 900**	**467 327**	**1 155 438**	**1 065 321**	**3 338 705**	**3 727 029**	**1 232 062**	**1 253 349**	**854 541**	**824 710**
Opptjent egenkapital	9	-10 184	3 301	5 594	13 420	10 025	10 274	1 260	3 123	1 918	1 647
Avsatt til andelseierne for reinvestering i nye andeler	9	54 494	-41	36 578	36 124	85 983	119 583	32 512	38 750	-	-
SUM EGENKAPITAL		**506 210**	**470 588**	**1 197 611**	**1 114 865**	**3 434 713**	**3 856 886**	**1 265 834**	**1 295 222**	**856 459**	**826 357**
Gjeld											
Utsatt skatt	10	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Skyldig til meglere		-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Skyldig til forvaltningsselskapet		1 036	959	1 566	1 373	2 227	2 563	467	539	473	363
Annen gjeld	10	407	150	214	327	3 130	-	-	-	7 951	3 099
SUM ANNEN GJELD		**1 443**	**1 109**	**1 780**	**1 700**	**5 358**	**2 563**	**467**	**539**	**8 424**	**3 462**
SUM GJELD OG EGENKAPITAL		**507 653**	**471 696**	**1 199 390**	**1 116 565**	**3 440 071**	**3 859 449**	**1 266 301**	**1 295 761**	**864 882**	**829 819**

* Angitt i hele tusen svenske kroner

Stavanger 30. januar 2014
Styret for SKAGEN AS

Martin Gjelsvik | Tor Dagfinn Veen | Martin Petersson | Yuhong Jin Hermansen | Barbro Johansson | Anne S.K. Stensrud | Jesper Rangvid | Per Gustav Blom

Generelle noter 2013

NOTE 1: REGNSKAPSPRINSIPPER

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

Regnskapet for 2013 er satt opp i samsvar med regnskapslov og forskrift om årsregnskap m.m for verdipapirfond.

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

Fastsettelse av virkelig verdi:
Verdipapirer er vurdert til markedskurser 31.12.2013.

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

Unoterte aksjer er verdsatt etter siste omsetningskurs, verdivurderinger foretatt av megler-forbindelser og/eller interne verdivurderinger.

Valutakurser:
Verdipapirer og bankinnskudd/-trekk i utenlandsk valuta er vurdert til gjeldende valutakurs ved tidspunkt for kursfastsettelse 31.12.2013.

Behandling av transaksjonskostnader:
Transaksjonskostnader i form av kurtasje til meglere kostnadsføres på transaksjonstidspunkt.

Avsatt til utdeling til andelseierne:
For rentefondene er skattemessig resultat, bestående av renteinntekter, realisert gevinst/tap samt andre inntekter med fradrag for forvaltningskostnader og transaksjonsdrevne depot omkostninger, utdelt til andelseierne i form av nye andeler pr 31.12.2013.

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

NOTE 2: FINANSIELLE DERIVATER

Ingen av fondene har benyttet finansielle derivater gjennom 2013.

NOTE 3: FINANSIELL MARKEDSRISIKO

Aksjefondene er gjennom investering i norske og utenlandske virksomheter eksponert for aksjekurs-, valutakurs- og likviditetsrisiko. Rentefondene er eksponert for renterisiko, kreditt-risiko, likviditetsrisiko og valutarisiko i de tilfeller fondene investerer i annen valuta enn NOK.

Foruten lover, forskrifter og vedtekter som regulerer fondenes risiko, styres fondenes risiko ut fra en bevisst holdning til selskapsspesifikk risiko knyttet til selskaper som inngår i fondenes porteføljer.

NOTE 4: DEPOTOMKOSTNINGER

Fondene blir kun belastet med transaksjonsdrevne depotkostnader.

NOTE 5: OMLØPSHASTIGHET

Omløpshastighet er et mål på gjennomsnittlig varighet på fondets investeringer.

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. Formelen er en tilnærming for beregning av fondets omløpshastighet.

Omløpshastighet for 2013:

SKAGEN Vekst	29 %
SKAGEN Global	20 %
SKAGEN Kon Tiki	21 %
SKAGEN m²	52 %
SKAGEN Balanse 60/40	36 %
SKAGEN Avkastning	68 %
SKAGEN Høyrente	33 %
SKAGEN Høyrente Institusjon	68 %
SKAGEN Tellus	358 %
SKAGEN Krona	116 %

NOTE 6: TEGNINGSPROVISJON

Fondene har ikke tegnings- eller innløsningsprovisjoner.

NOTE 7: SE SIDENE 53 – 65

SKAGEN Vekst Note 8, 9, 10 og 11

NOTE 8. FORVALTNINGSHONORAR

Fast forvaltningshonorar utgjør 1 prosent p.a. av den daglige forvaltningskapitalen i tillegg til variabelt forvaltningshonorar: 1/10 av avkastning utover 6 prosent p.a. målt i norske kroner.

NOTE 9. EGENKAPITAL

	Andelskapital	Overkurs	Opptjent egenkapital	Sum
EGENKAPITAL PR 1.1.2013	559 112	-1 588 476	8 211 354	7 181 990
Utstedelse av andeler	48 034	640 780		688 814
Innløsning av andeler	-106 278	-1 382 974		-1 489 252
Årsresultat			1 660 057	1 660 057
EGENKAPITAL PR 31.12.2013	**500 868**	**-2 330 671**	**9 871 410**	**8 041 607**

	31.12.13	31.12.12	31.12.11
Antall andeler	5 008 679	5 591 123	6 243 962
Basiskurs pr andel (angitt i hele kroner)*	1 605,2264	1 284,4768	1 173,0200

* Basiskurs er satt ved dagsslutt siste virkedag i året og basert på beste estimat på dette tidspunkt. I regnskap er endelige tall pr 31.12 lagt til grunn. Mindre periodiseringsavvik kan dermed forekomme.

NOTE 10. SKATTENOTE

Aksjefond er i all hovedsak fritatt for skatteplikt på gevinster og har ikke fradragsrett for tap ved realisasjon av aksjer. Videre er utbytter mottatt fra selskaper innenfor EU/EØS i utgangspunktet skattefrie. 3 prosent av disse utbyttene behandles imidlertid som skattepliktige.

Utbytter mottatt fra aksjeselskaper utenfor EU/EØS er skattepliktige. Fondene kan i tillegg belastes kildeskatt på utbytte mottatt fra alle utenlandske selskaper.

Faktisk skattekostnad i SKAGEN Vekst for årene 2013 og 2012 knytter seg til kildeskatt på utenlandsk utbytte.

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 8, 9 og 10

NOTE 8. FORVALTNINGSHONORAR

Fast forvaltningshonorar utgjør 1 prosent p.a. av den daglige forvaltningskapitalen 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 9. EGENKAPITAL

	Andelskapital	Overkurs	Opptjent egenkapital	Sum
EGENKAPITAL PR 1.1.2013	4 103 250	17 287 148	12 882 465	34 272 863
Utstedelse av andeler	940 053	7 989 200		8 929 253
Innløsning av andeler	-781 049	-6 793 519		-7 574 568
Årsresultat			11 055 789	11 055 789
EGENKAPITAL PR 31.12.2013	**4 262 254**	**18 482 830**	**23 938 254**	**46 683 338**

	31.12.13	31.12.12	31.12.11
Antall andeler	42 622 543	41 032 500	41 481 231
Basiskurs pr andel (angitt i hele kroner)*	1 095,2810	835,3336	758,2843

* Basiskurs er satt ved dagsslutt siste virkedag i året og basert på beste estimat på dette tidspunkt. I regnskap er endelige tall pr 31.12 lagt til grunn. Mindre periodiseringsavvik kan dermed forekomme.

NOTE 10. SKATTENOTE

Aksjefond er i all hovedsak fritatt for skatteplikt på gevinster og har ikke fradragsrett for tap ved realisasjon av aksjer. Videre er utbytter mottatt fra selskaper innenfor EU/EØS i utgangspunktet skattefrie. 3 prosent av disse utbyttene behandles imidlertid som skattepliktige.

Utbytter mottatt fra aksjeselskaper utenfor EU/EØS er skattepliktige. Fondene kan i tillegg belastes kildeskatt på utbytte mottatt fra alle utenlandske selskaper.

Faktisk skattekostnad i SKAGEN Global for årene 2013 og 2012 knytter seg til kildeskatt på utenlandsk utbytte.

SKAGEN Kon-Tiki Note 8, 9, 10 og 11

NOTE 8. FORVALTNINGSHONORAR

Fast forvaltningshonorar utgjør 2 prosent p.a. av den daglige forvaltningskapitalen i tillegg til variabelt forvaltningshonorar: 1/10 av bedre verdiutvikling i andelsverdien enn referanseindeksen, MSCI Emerging Markets Index Daily Traded Net Total Return $ målt i norske kroner. Ved dårligere verdiutvikling i andelsverdien enn referanseindeksen, trekkes 10 prosent av underutviklingen fra det faste forvaltningshonoraret. Sum forvaltningshonorar er dog begrenset oppad og nedad slik at samlet honorar ikke kan overstige 4 prosent p.a. og ikke bli lavere enn 1 prosent p.a. av gjennomsnittlig forvaltningskapital.

NOTE 9. EGENKAPITAL

	Andelskapital	Overkurs	Opptjent egenkapital	Sum
EGENKAPITAL PR 1.1.2013	8 889 649	23 779 564	13 518 639	46 187 853
Utstedelse av andeler	1 488 075	6 927 199		8 415 274
Innløsning av andeler	-2 321 525	-10 547 976		-12 869 501
Årsresultat			8 327 903	8 327 903
EGENKAPITAL PR 31.12.2013	**8 056 199**	**20 158 787**	**21 846 541**	**50 061 528**
	31.12.13	**31.12.12**	**31.12.11**	
Antall andeler	80 561 992	88 896 486	82 687 385	
Basiskurs pr andel (angitt i hele kroner)*	621,4137	519,6300	492,0310	

* Basiskurs er satt ved dagsslutt siste virkedag i året og basert på beste estimat på dette tidspunkt. I regnskap er endelige tall pr 31.12 lagt til grunn. Mindre periodiseringsavvik kan dermed forekomme.

NOTE 10. SKATTENOTE

Aksjefond er i all hovedsak fritatt for skatteplikt på gevinster og har ikke fradragsrett for tap ved realisasjon av aksjer. Videre er utbytter mottatt fra selskaper innenfor EU/EØS i utgangspunktet skattefrie. 3 prosent av disse utbyttene behandles imidlertid som skattepliktige.

Utbytter mottatt fra aksjeselskaper utenfor EU/EØS er skattepliktige. Fondene kan i tillegg belastes kildeskatt på utbytte mottatt fra alle utenlandske selskaper.

Faktisk skattekostnad i SKAGEN Kon-Tiki for årene 2013 og 2012 knytter seg til kildeskatt på utenlandsk utbytte.

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

Fastsatt Risk-beløp pr 1. januar:

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

SKAGEN Høyrente Note 8, 9 og 10

NOTE 8. FORVALTNINGSHONORAR

Forvaltningshonoraret utgjør 0,25 prosent p.a. av den daglige forvaltningskapitalen.

NOTE 9. EGENKAPITAL

	Andelskapital	Overkurs	Opptjent egen-kapital	Avsatt til andels-eierne for reinvest. i nye andeler	Sum
EGENKAPITAL PR 1.1.2013	3 693 165	33 864	10 274	119 583	3 856 886
Utstedelse av andeler	2 614 630	33 421	32 454		2 680 505
Innløsning av andeler	-2 998 271	-38 105	-37 479		-3 073 855
Reinvestert for andelseierne				-119 770	-119 770
Avsatt til reinvestering for andelseierne				86 170	86 170
Årsresultat etter utdeling til andelseierne			4 777		4 777
EGENKAPITAL PR 31.12.2013	**3 309 524**	**29 180**	**10 025**	**85 983**	**3 434 713**
	31.12.13	**31.12.12**	**31.12.11**		
Antall andeler	33 095 242	36 931 648	40 190 371		
Basiskurs pr andel (angitt i hele kroner)*	103,7847	104,4340	104,1241		

* Basiskurs er satt ved dagsslutt siste virkedag i året og basert på beste estimat på dette tidspunkt. I regnskap er endelige tall pr 31.12 lagt til grunn. Mindre periodiseringsavvik kan dermed forekomme.

NOTE 10. SKATTENOTE

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

SKAGEN Høyrente Institusjon Note 8, 9 og 10

NOTE 8. FORVALTNINGSHONORAR

Forvaltningshonoraret utgjør 0,15 prosent p.a. av den daglige forvaltningskapitalen.

NOTE 9. EGENKAPITAL

	Andelskapital	Overkurs	Opptjent egen-kapital	Avsatt til andels-eierne for reinvest. i nye andeler	Sum
EGENKAPITAL PR 1.1.2013	1 256 286	-2 937	3 123	38 750	1 295 222
Utstedelse av andeler	402 892	-261	6 559		409 189
Innløsning av andeler	-424 120	203	-4 969		-428 886
Reinvestert for andelseierne				-38 511	-38 511
Avsatt til reinvestering for andelseierne				32 273	32 273
Årsresultat etter utdeling til andelseierne			-3 454		-3 454
EGENKAPITAL PR 31.12.2013	**1 235 057**	**-2 995**	**1 260**	**32 512**	**1 265 834**
	31.12.13	**31.12.12**	**31.12.11**		
Antall andeler	12 350 572	12 562 857	16 667 559		
Basiskurs pr andel (angitt i hele kroner)*	102,4937	103,1008	103,0476		

* Basiskurs er satt ved dagsslutt siste virkedag i året og basert på beste estimat på dette tidspunkt. I regnskap er endelige tall pr 31.12 lagt til grunn. Mindre periodiseringsavvik kan dermed forekomme.

NOTE 10. SKATTENOTE

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

SKAGEN Avkastning Note 8, 9, 10 og 11

NOTE 8. FORVALTNINGSHONORAR

Forvaltningshonoraret utgjør 0,5 prosent p.a. av den daglige forvaltningskapitalen.

NOTE 9. EGENKAPITAL

	Andelskapital	Overkurs	Opptjent egen-kapital	Avsatt til andels-eierne for reinvest. i nye andeler	Sum
EGENKAPITAL PR 1.1.2013	788 149	277 172	13 420	36 124	1 114 865
Utstedelse av andeler	553 927	204 419	9 221		767 567
Innløsning av andeler	-489 408	-178 821	-10 872		-679 101
Reinvestert for andelseierne				-36 725	-36 725
Avsatt til reinvestering for andelseierne				37 179	37 179
Årsresultat etter utbetaling til andelseierne			-6 176		-6 176
EGENKAPITAL PR 31.12.2013	**852 668**	**302 771**	**5 594**	**36 578**	**1 197 611**
	31.12.13	**31.12.12**	**31.12.11**		
Antall andeler	8 526 677	7 881 492	8 746 638		
Basiskurs pr andel (angitt i hele kroner)*	140,4571	141,457	131,963		

* Basiskurs er satt ved dagsslutt siste virkedag i året og basert på beste estimat på dette tidspunkt. I regnskap er endelige tall pr 31.12 lagt til grunn. Mindre periodiseringsavvik kan dermed forekomme.

NOTE 10. SKATTENOTE

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

NOTE 11. VALUTARISIKO

SKAGEN Avkastning benytter ikke valutasikringsinstrumenter mot norske kroner, men har pr 31.12.2013 trekk på EUR og MXN bankkonti for å redusere valutaeksponeringen på investeringene i Portugese Government og Mexican Government.

SKAGEN Tellus Note 8, 9 og 10

NOTE 8. FORVALTNINGSHONORAR

Forvaltningshonoraret utgjør 0,8 prosent p.a. av den daglige forvaltningskapitalen.

NOTE 9. EGENKAPITAL

	Andelskapital	Overkurs	Opptjent egen-kapital	Avsatt til andels-eierne for reinvest. i nye andeler	Sum
EGENKAPITAL PR 1.1.2013	423 042	44 285	3 301	-41	470 588
Utstedelse av andeler	205 605	23 634	13 868		243 106
Innløsning av andeler	-211 792	-22 874	-15 584		-250 249
Avsatt til reinvestering for andelseierne				54 535	54 535
Årsresultat etter utdeling til andelseierne			-11 769		-11 769
EGENKAPITAL PR 31.12.2013	**416 855**	**45 046**	**-10 184**	**54 494**	**506 210**
	31.12.13		**31.12.12**	**31.12.11**	
Antall andeler	4 168 548		4 230 420	5 089 726	
Basiskurs pr andel (angitt i hele kroner)*	121,4385		111,2406	104,8583	

* Basiskurs er satt ved dagsslutt siste virkedag i året og basert på beste estimat på dette tidspunkt. I regnskap er endelige tall pr 31.12 lagt til grunn. Mindre periodiseringsavvik kan dermed forekomme.

NOTE 10. SKATTENOTE

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

SKAGEN Tellus hadde et skattemessig underskudd til fremføring på NOK 6 mill pr 31.12.2012. Tilhørende utsatt skattefordel var ikke bokført i balansen da fremtidig utnyttelse av denne var usikker.

Skattemessig underskudd til fremføring er i sin helhet kommet til anvendelse i 2013.

SKAGEN Krona Note 8, 9 og 10 (alle tall i hele tusen SEK)

NOTE 8. FORVALTNINGSHONORAR

Forvaltningshonoraret utgjør 0,2 prosent p.a. av den daglige forvaltningskapitalen.

NOTE 9. EGENKAPITAL

	Andelskapital	Overkurs	Opptjent egenkapital	Sum
EGENKAPITAL PR 1.1.2013	818 539	6 171	1 647	826 357
Utstedelse av andeler	734 920	6 547	8 764	750 231
Innløsning av andeler	-724 306	-6 514	-9 438	-740 258
Reinvestert for andelseierne	19 006	178		19 184
Årsresultat			945	945
EGENKAPITAL PR 31.12.2013	**848 159**	**6 382**	**1 918**	**856 459**
	31.12.13	**31.12.12**	**31.12.11**	
Antall andeler	8 481 594	8 185 390	3 900 661	
Basiskurs prandel (angitt i hele kroner)*	100,9781	100,9874	100,7418	

* Basiskurs er satt ved dagsslutt siste virkedag i året og basert på beste estimat på dette tidspunkt. I regnskap er endelige tall pr 31.12 lagt til grunn. Mindre periodiseringsavvik kan dermed forekomme.

NOTE 10. SKATTENOTE

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

SKAGEN Balanse 60/40 Note 8, 9 og 10

NOTE 8. FORVALTNINGSHONORAR

Det belastes ikke forvaltningshonorar i SKAGEN Balanse 60/40, men de underliggende fond belastes forvaltningsgodtgjørelse i henhold til hvert fonds prospekt. Satsene for forvaltningsgodtgjørelse i potensielle underliggende fond er som følger:

	Fast honorar i prosent p.a. av den daglige forvaltningskapital	Variabelt forvaltningshonorar
SKAGEN Avkastning	0,5%	-
SKAGEN Tellus	0,8%	-
SKAGEN Høyrente	0,25 %	-
SKAGEN Høyrente Institusjon	0,15 %	-
SKAGEN Vekst	1,0%	1/10 av avkastning utover 6 prosent p.a.
SKAGEN Global	1,0%	*
SKAGEN Kon-Tiki	2,0%	**

* 1/10 av bedre verdiutvikling i andelsverdien enn referanseindeksen MSCI All Country World Daily Total return Net $ målt i norske kroner.

**1/10 av bedre verdiutvikling i andelsverdien enn referanseindeksen, MSCI Emerging Markets Index Daily Traded Net Total Return $ målt i norske kroner. Ved dårligere verdiutvikling i andelsverdien enn referanseindeksen, trekkes 10 prosent av underutviklingen fra det faste forvaltningshonoraret. Sum forvaltningshonorar er dog begrenset oppad og nedad slik at samlet honorar ikke kan overstige 4 prosent p.a. og ikke bli lavere enn 1 prosent p.a. av gjennomsnittlig forvaltningskapital.

NOTE 9. EGENKAPITAL

	Andelskapital	Overkurs	Opptjent egenkapital	Sum
EGENKAPITAL PR 1.1.2013	68 116	-43	1 282	69 356
Utstedelse av andeler	173 877	19 781		193 658
Innløsning av andeler	-79 611	-8 745		-88 356
Årsresultat			17 884	17 884
EGENKAPITAL PR 31.12.2013	**162 382**	**10 993**	**19 167**	**192 542**
SKAGEN Balanse 60/40 hadde driftsoppstart 29.02.2012.				
	31.12.13	**31.12.12**		
Antall andeler	1 623 820	681 158		
Basiskurs prandel (angitt i hele kroner)*	118,5793	101,8231		

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

NOTE 10. SKATTENOTE

SKAGEN Balanse 60/40 er fritatt for skatteplikt på gevinster og har ikke fradragsrett for tap ved realisasjon av aksjefondsandeler innenfor EU/EØS. Fondet er skattepliktig for gevinst og har fradragsrett for tap ved realisasjon av rentefondsandeler. Opptjente periodiserte renteinntekter inngår også i skattegrunnlaget.

Beregningsgrunnlag betalbar skatt	2013	29.02.2012 - 31.12.2012
Netto renteinntekt	1 217	693
Gevinst/tap ved realisasjon av rentefondsandeler	70	46
Sum skattepliktige inntekter	**1 287**	**739**
Fradragsberettigede kostnader	-	-
Netto skattepliktig inntekt	1 287	739
Beregningsgrunnlag betalbar skatt (A)	**1 287**	**739**
Betalbar skatt i resultatregnskapet		
Betalbar skatt (A x 28 %)	360	207
For lite avsatt betalbar skatt tidligere år	-	-
Skyldig betalbar skatt	**360**	**207**
Grunnlag utsatt skatt/-skattefordel i balansen		
Urealisert gevinst / tap rentefondsandeler (B)	-65	103
Utsatt skatt/-skattefordel i balansen (B x 27%)	**-18**	**29**
Skattekostnad i resultatregnskapet		
Betalbar skatt	360	207
Endring i utsatt skatt/-skattefordel	-47	29
Sum skattekostnad	**314**	**236**

Skyldig betalbar skatt inngår i annen gjeld.

SKAGEN m² Note 8, 9 og 10

NOTE 8. FORVALTNINGSHONORAR

Fast forvaltningshonorar utgjør 1,5 prosent p.a. av den daglige forvaltningskapitalen i tillegg til variabelt forvaltningshonorar: 1/10 av bedre verdiutvikling i andelsverdien enn referanseindeksen, MSCI ACWI Real Estate IMI Net total return index USD målt i norske kroner. Ved dårligere verdiutvikling i andelsverdien enn referanseindeksen, trekkes 10 prosent av underutviklingen fra det faste forvaltningshonoraret. Sum forvaltningshonorar er dog begrenset oppad og nedad slik at samlet honorar ikke kan overstige 3 prosent p.a. og ikke bli lavere enn 0,75 prosent p.a. av gjennomsnittlig forvaltningskapital.

NOTE 9. EGENKAPITAL

	Andelskapital	Overkurs	Opptjent egenkapital	Sum
EGENKAPITAL PR 01.01.2013	210 869	7	3 116	213 992
Utstedelse av andeler	724 055	90 321		814 376
Innløsning av andeler	-456 603	-44 454		-501 058
Årsresultat			-20 399	-20 399
EGENKAPITAL PR 31.12.2013	**478 320**	**45 874**	**-17 283**	**506 911**
SKAGEN m² hadde oppstart 31.10.2012				
	31.12.13	**31.12.12**		
Antall andeler	4 783 203	2 108 687		
Basiskurs prandel (angitt i hele kroner)*	105,9746	101,4865		

* Basiskurs er satt ved dagsslutt siste virkedag i året og basert på beste estimat på dette tidspunkt. I regnskap er endelige tall pr 31.12 lagt til grunn. Mindre periodiseringsavvik kan dermed forekomme.

NOTE 10. SKATTENOTE

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

Videre er utbytter mottatt fra selskaper innenfor EU/EØS i utgangspunktet skattefrie. 3 prosent av disse utbyttene behandles imidlertid som skattepliktige.

Kildeskatt på utbytter innenfor EU/EØS er ført til fradrag i henhold til avsagt dom i Asker og Bærum Tingrett den 19.11.2012.

Utbytter mottatt fra aksjeselskaper utenfor EU/EØS er skattepliktige. Fondene kan i tillegg belastes kildeskatt på utbytte mottatt fra alle utenlandske selskaper.

Beregningsgrunnlag betalbar skatt	2013	31.10.2012 - 31.12.2012
Renteinntekt/-kostnad	-29	50
Skattepliktig aksjeutbytte	13 325	221
3 % av skattefritt aksjeutbytte	215	-
Skattepliktig gevinst/tap utenfor fritaksmetoden	-2 040	18
3 % av skattefri utdeling fra transparent objekt	-	6
Valutagevinst/tap	1 318	-185
Sum skattepliktige inntekter	**12 789**	**110**
Fast forvaltningshonorar	-8 307	-466
Variabelt forvaltningshonorar	4 126	183
Kildeskatt på utbytter innenfor EØS	-927	-
Sum fradragsberettigede kostnader	**-5 108**	**-283**
Netto skattepliktig inntekt	**7 681**	**-173**
Beregningsgrunnlag betalbar skatt (A)	**7 681**	**-**
Betalbar skatt i resultatregnskapet		
Betalbar skatt (A x 28 %)	2 151	-
Kreditfradrag betalt kildeskatt utenfor EØS	-734	-
Anvendelse av fremført kreditfradrag	-3	-
Skyldig betalbar skatt	**1 413**	**-**
Grunnlag utsatt skatt/-skattefordel i balansen		
Urealisert gevinst/tap utenfor fritaksmetoden	-6 906	254
Underskudd til fremføring	-	-173
Sum grunnlag utsatt skatt/-skattefordel (B)	-6 906	81
Utsatt skatt/-skattefordel (B x 27%)	-1 865	23
Kreditfradrag for betalt kildeskatt til fremføring	-	-11
Netto utsatt skatt/-skattefordel i balansen	**-1 865**	**12**
Skattekostnad i resultatregnskapet		
Betalbar skatt	1 413	-
Endring i utsatt skatt/-skattefordel	-1 877	23
Kildeskatt utbytte	1 673	33
Sum skattekostnad	**1 210**	**56**

Skyldig betalbar skatt inngår i annen gjeld.

SKAGEN Balanse 60/40

Note 7. Verdipapirportefølje pr 31.12.2013 (angitt i hele kroner)

Verdipapir	Antall	Kjøpsverdi NOK	Markedskurs	Valuta	Markedsverdi NOK	Urealisert gevinst/tap	Andel av fondet
Aksjefond							
SKAGEN Global	53 592	50 212 532	1 095,28	NOK	58 698 035	8 485 504	30,58 %
SKAGEN Vekst	18 208	25 448 527	1 605,23	NOK	29 227 739	3 779 212	15,23 %
SKAGEN Kon-Tiki	45 994	25 533 095	621,41	NOK	28 581 115	3 048 021	14,89 %
Sum Aksjefond		**101 194 153**			**116 506 889**	**15 312 736**	**60,69 %**
Rentefond							
SKAGEN Høyrente	270 411	27 383 079	101,16	NOK	27 355 471	-27 607	14,25 %
SKAGEN Høyrente Institusjon	270 619	27 044 113	99,87	NOK	27 027 444	-16 669	14,08 %
Sum Rentefond		**54 427 192**			**54 382 915**	**-44 276**	**28,33 %**
Obligasjonsfond							
SKAGEN Avkastning	142 969	19 475 374	136,07	NOK	19 454 315	-21 060	10,13 %
Sum Obligasjonsfond		**19 475 374**			**19 454 315**	**-21 060**	**10,13 %**
SUM VERDIPAPIRPORTEFØLJE [1]		**175 096 719**			**190 344 119**	**15 247 400**	**99,15 %**

[1] For verdi av likviditet i porteføljen pr 31.12.2013 henvises til balansen.

Underliggende fond prises alle norske bankdager av forvaltningsselskapet SKAGEN AS. Kurser er tilgjengelige på hjemmesiden www.skagenfondene.no og publiseres i relevante aviser.

Tilordning av anskaffelseskost:
For SKAGEN Balanse 60/40 benyttes FIFO-prinsippet ved beregning av realisert kursgevinst/-tap ved salg.

SKAGEN m²

Note 7. Verdipapirportefølje pr 31.12.2013 (angitt i hele kroner)

Verdipapir	Antall	Kjøpsverdi NOK	Markedskurs	Valuta	Markedsverdi NOK	Urealisert gevinst/tap	Andel av fondet	Eierandel selskap/ aksjeklasse	Børs
Eiendomsselskaper inkl REITs [2]									
Brandywine Realty Trust	208 000	17 949 713	14,09	USD	17 783 495	-166 217	3,51 %	0,13 %	New York
Deutsche Wohnen AG	150 450	13 571 960	13,49	EUR	16 979 082	3 407 121	3,35 %	0,13 %	Frankfurt
Mercialys SA	128 400	15 900 860	15,25	EUR	16 375 101	474 241	3,23 %	0,14 %	Paris
Capitamalls Asia Ltd	1 710 000	15 783 731	1,96	SGD	16 115 163	331 432	3,18 %	0,04 %	Singapore
British Land Co Plc	243 826	12 308 570	6,29	GBP	15 413 185	3 104 615	3,04 %	0,02 %	London
Lexington Realty Trust	247 000	16 265 277	10,21	USD	15 302 609	-962 668	3,02 %	0,11 %	New York
Global Logistic Properties Ltd	1 094 000	13 681 784	2,89	SGD	15 201 894	1 520 109	3,00 %	0,02 %	Singapore
Apartment Investmest & Management Co	96 097	16 193 664	25,91	USD	15 108 454	-1 085 210	2,98 %	0,07 %	New York
Lippo Malls Indonesia Retail Trust	7 484 000	18 294 225	0,41	SGD	14 933 596	-3 360 628	2,95 %	0,31 %	Singapore
PS Business Parks Inc	31 000	13 340 290	76,42	USD	14 375 121	1 034 831	2,84 %	0,12 %	New York
Ashford Hospitality Trust	277 300	12 305 129	8,28	USD	13 932 306	1 627 177	2,75 %	0,34 %	New York
Franshion Properties China Ltd	6 284 000	12 075 296	2,70	HKD	13 281 611	1 206 315	2,62 %	0,07 %	Hong Kong
Olav Thon Eiendomsselskap ASA	12 400	11 330 452	1 070	NOK	13 268 000	1 937 548	2,62 %	0,12 %	Oslo Børs
Citycon Oyj	525 958	9 096 633	2,56	EUR	11 260 045	2 163 412	2,22 %	0,12 %	Helsinki
Ananda Development PCL-Nvdr	30 719 200	19 072 450	1,90	THB	10 824 064	-8 248 386	2,14 %	0,92 %	Bangkok
Soho China Ltd	2 037 500	9 835 250	6,68	HKD	10 654 299	819 049	2,10 %	0,04 %	Hong Kong
BR Properties SA	220 000	14 576 798	18,60	BRL	10 514 394	-4 062 404	2,08 %	0,07 %	Sao Paulo
Mapletree Logistics Trust	2 028 557	11 687 648	1,05	SGD	10 290 162	-1 397 487	2,03 %	0,08 %	Singapore
Segro Plc	300 000	7 459 189	3,34	GBP	10 070 000	2 610 811	1,99 %	0,04 %	London
SL Green Realty Corp	17 000	8 322 549	92,38	USD	9 529 490	1 206 941	1,88 %	0,02 %	New York
Ticon Industrial Connection Pcl-Nvdr	3 242 600	10 949 839	15,80	THB	9 501 175	-1 448 665	1,88 %	0,36 %	Bangkok
CapitaLand Ltd	650 000	10 094 334	3,03	SGD	9 469 750	-624 584	1,87 %	0,02 %	Singapore
Affine SA	79 497	8 037 353	13,94	EUR	9 267 501	1 230 148	1,83 %	0,88 %	Paris
Bekasi Fajar Industrial Estate Tbk PT	40 835 000	15 782 104	445,00	IDR	9 058 530	-6 723 574	1,79 %	0,42 %	Indonesia
SM Prime Holdings Inc	4 500 000	11 116 731	14,68	PHP	9 027 099	-2 089 632	1,78 %	0,02 %	Philippines
HCP Inc	40 500	9 063 237	36,32	USD	8 925 728	-137 508	1,76 %	0,01 %	New York
Indiabulls Real Estate Ltd	1 219 883	8 156 955	69,00	INR	8 259 843	102 888	1,63 %	0,29 %	National India
Vista Land & Lifescapes Inc	11 517 700	8 604 748	5,20	PHP	8 184 247	-420 500	1,62 %	0,13 %	Philippines
Gecina SA	10 116	6 756 658	96,03	EUR	8 123 906	1 367 247	1,60 %	0,02 %	Paris
DLF Ltd	494 914	10 536 158	166,70	INR	8 095 988	-2 440 170	1,60 %	0,03 %	National India
Yuexiu Property Co Ltd	5 077 000	8 541 707	1,91	HKD	7 590 866	-950 841	1,50 %	0,05 %	Hong Kong
BR Malls Participacoes SA	170 000	11 546 295	17,05	BRL	7 447 696	-4 098 599	1,47 %	0,04 %	Sao Paulo
Ascendas India Trust	2 254 000	8 596 417	0,68	SGD	7 369 624	-1 226 793	1,46 %	0,25 %	Singapore
First Real Estate Investment Trust	1 402 000	7 668 002	1,06	SGD	7 145 562	-522 440	1,41 %	0,20 %	Singapore
General Shopping Brasil SA	282 000	8 535 629	9,43	BRL	6 832 969	-1 702 661	1,35 %	0,56 %	Sao Paulo
Lippo Karawaci Tbk PT	14 579 500	10 400 055	910,00	IDR	6 613 771	-3 786 283	1,31 %	0,06 %	Indonesia
Emlak Konut Gayrimenkul Yatirim Ortakligi AS	1 100 000	8 241 465	2,10	TRY	6 524 779	-1 716 686	1,29 %	0,03 %	Istanbul
Phoenix Mills Ltd	275 000	7 551 670	227,65	INR	6 143 344	-1 408 326	1,21 %	0,19 %	National India
IJM Land Bhd	1 300 000	5 926 934	2,55	MYR	6 131 424	204 490	1,21 %	0,08 %	Kuala Lumpur
Summarecon Agung Tbk PT	15 460 000	9 230 690	780,00	IDR	6 011 312	-3 219 378	1,19 %	0,11 %	Indonesia
Parkway Life Real Estate Investment Trust	472 000	5 731 747	2,35	SGD	5 333 255	-398 491	1,05 %	0,08 %	Singapore
Keppel Land Ltd	325 000	5 733 134	3,34	SGD	5 219 301	-513 833	1,03 %	0,02 %	Singapore
Shimao Property Holdings Ltd	351 000	4 458 318	17,82	HKD	4 896 273	437 955	0,97 %	0,01 %	Hong Kong
Bumi Serpong Damai PT	7 406 000	6 346 152	1 290	IDR	4 762 539	-1 583 613	0,94 %	0,04 %	Indonesia
Surya Semesta Internusa PT	15 123 500	12 552 718	560,00	IDR	4 221 876	-8 330 842	0,83 %	0,32 %	Indonesia
Rockwell Land Corp	20 000 000	8 186 790	1,49	PHP	4 072 170	-4 114 620	0,80 %	0,33 %	Philippines
Hovnanian Enterprices Inc	100 000	3 068 328	6,62	USD	4 016 990	948 663	0,79 %	0,08 %	New York
Irsa Sa ADR	54 534	3 839 802	12,11	USD	4 007 322	167 521	0,79 %	0,09 %	New York
Century Properties Group Inc	21 832 000	4 197 753	1,32	PHP	3 938 012	-259 741	0,78 %	0,23 %	Philippines
Ticon Property Fund	1 798 697	4 339 219	10,70	THB	3 569 181	-770 037	0,71 %	0,16 %	Bangkok
Ashford Hopsitality Prime Inc	30 328	3 486 153	18,20	USD	3 349 330	-136 823	0,66 %	0,19 %	New York
Parque Arauco SA	300 000	3 509 761	965,37	CLP	3 345 441	-164 320	0,66 %	0,04 %	Santiago
Siam Future Development NVDR	3 000 000	3 723 383	5,65	THB	3 143 377	-580 006	0,62 %	0,23 %	Bangkok
Torunlar Gayrimenkul Yatirim	200 000	2 659 231	2,76	TRY	1 559 168	-1 100 063	0,31 %	0,04 %	Istanbul
General Shopping Finance (finansobligasjon)	1 000 000	5 429 495	88,69	USD	5 469 171	-47 972	1,08 %	0,40 %	Euroclear
SUM EIENDOM		**531 650 434**			**487 840 595**	**-43 897 486**	**96,37 %**		
SUM VERDIPAPIRPORTEFØLJE [1]		**531 650 434**			**487 840 595**	**-43 897 486**	**96,37 %**		

[1] For verdi av likviditet i porteføljen pr 31.12.2013 henvises til balansen.

[2] REITs (Real Estate Investment Trusts) er børsnoterte, juridiske strukturer som er underlagt gunstige skatteregler i sine hjemland. Vilkårene for å oppnå gunstig beskatning er blant annet at selskapet oppfyller minimumskrav til eiendomseksponering og at en minimumsandel av overskuddet deles ut til eierne.

Tilordning av anskaffelseskost:
For SKAGEN m² benyttes FIFO-prinsippet ved beregning av realisert kursgevinst/-tap ved salg.

SKAGEN Vekst

Note 7. Verdipapirportefølje pr 31.12.2013 (angitt i hele kroner)

Verdipapir	Antall	Kjøpsverdi NOK	Markedskurs	Valuta	Markedsverdi NOK	Urealisert gevinst/tap	Andel av fondet	Eierandel selskap/ aksjeklasse	Børs
Energi									
Statoil ASA	1 997 489	286 217 479	147,00	NOK	293 630 883	7 413 404	3,65 %	0,06 %	Oslo Børs
Solstad Offshore ASA	1 938 650	95 343 907	120,50	NOK	233 607 325	138 263 418	2,91 %	5,01 %	Oslo Børs
DOF ASA	5 762 213	110 021 666	31,70	NOK	182 662 152	72 640 486	2,27 %	5,19 %	Oslo Børs
Ganger Rolf ASA	1 273 817	130 404 738	127,50	NOK	162 411 667	32 006 929	2,02 %	3,76 %	Oslo Børs
Bonheur ASA	1 192 594	88 117 205	128,50	NOK	153 248 329	65 131 124	1,91 %	2,92 %	Oslo Børs
Siem Offshore Inc	8 036 317	68 364 907	9,65	NOK	77 550 459	9 185 552	0,96 %	2,06 %	Oslo Børs
Rec Silicon ASA	29 162 486	42 189 645	2,44	NOK	71 214 791	29 025 146	0,89 %	1,26 %	Oslo Børs
Sevan Drilling ASA	13 252 171	83 460 363	4,95	NOK	65 598 246	-17 862 117	0,82 %	2,23 %	Oslo Børs
Eidesvik Offshore ASA	1 587 641	60 594 698	34,50	NOK	54 773 614	-5 821 084	0,68 %	5,27 %	Oslo Børs
Baker Hughes Inc	150 000	36 383 089	55,26	USD	50 297 330	13 914 241	0,63 %	0,03 %	New York
REC Solar AS	502 801	10 056 020	84,00	NOK	42 235 284	32 179 264	0,53 %	1,26 %	Oslo Børs
Electromagnetic Geoservices AS	5 029 207	68 319 497	7,87	NOK	39 579 859	-28 739 638	0,49 %	2,52 %	Oslo Børs
Northern Offshore Ltd	2 750 000	26 551 574	9,45	NOK	25 987 500	-564 074	0,32 %	1,68 %	Oslo Børs
Remora ASA	828 465	26 108 037	0,46	NOK	379 934	-25 728 103	0,00 %	0,95 %	Unotert
Sum Energi		**1 132 132 827**			**1 453 177 375**	**321 044 548**	**18,07 %**		
Råvarer									
Norsk Hydro ASA	14 042 679	355 935 581	27,07	NOK	380 135 321	24 199 739	4,73 %	0,68 %	Oslo Børs
Akzo Nobel NV	303 804	91 338 330	56,34	EUR	143 139 483	51 801 153	1,78 %	0,13 %	Amsterdam
Hexagon Composites ASA	2 833 473	4 283 776	32,30	NOK	91 521 178	87 237 401	1,14 %	2,13 %	Oslo Børs
OCI Co Ltd	39 000	33 002 671	191 000	KRW	42 936 781	9 934 110	0,53 %	0,16 %	Seoul
Nordic Mining ASA	17 428 114	20 579 819	1,27	NOK	22 133 705	1 553 886	0,28 %	6,21 %	Oslo Axess
Agrinos AS	817 242	23 068 088	6,89	NOK	5 630 797	-17 437 291	0,07 %	1,83 %	Unotert
Sum Råvarer		**528 208 266**			**685 497 265**	**157 288 999**	**8,53 %**		
Kapitalvarer, service og transport									
Kongsberg Gruppen ASA	2 940 497	122 134 038	127,50	NOK	374 913 367	252 779 330	4,66 %	2,45 %	Oslo Børs
Norwegian Air Shuttle ASA	1 448 775	86 454 943	188,20	NOK	272 659 455	186 204 512	3,39 %	4,12 %	Oslo Børs
Wilh. Wilhelmsen Holding ASA	1 064 275	76 006 038	202,00	NOK	214 983 550	138 977 512	2,67 %	3,07 %	Oslo Børs
Stolt-Nielsen Ltd	781 341	96 891 665	167,00	NOK	130 483 947	33 592 282	1,62 %	1,22 %	Oslo Børs
ABB Ltd	607 625	78 497 573	170,00	SEK	97 449 682	18 952 109	1,21 %	0,03 %	Stockholm
AirAsia Bhd	16 364 100	90 073 480	2,20	MYR	66 587 487	-23 485 993	0,83 %	0,59 %	Kuala Lumpur
Avance Gas Holdings Ltd	434 974	44 712 000	123,00	NOK	53 501 802	8 789 802	0,67 %	1,78 %	Unotert
Odfjell SE-A	1 222 521	54 729 571	41,00	NOK	50 123 361	-4 606 210	0,62 %	1,86 %	Oslo Børs
LG Corp Pref	224 482	25 796 379	35 700	KRW	46 193 540	20 397 161	0,57 %	6,77 %	Seoul
LG Corp	98 000	20 305 365	64 000	KRW	36 152 435	15 847 070	0,45 %	0,06 %	Seoul
Goodtech ASA	2 116 842	48 134 917	15,90	NOK	33 657 788	-14 477 130	0,42 %	6,51 %	Oslo Børs
FLSmidth & Co A/S	100 000	30 332 146	296,10	DKK	33 191 330	2 859 183	0,41 %	0,19 %	København
Norwegian Car Carriers ASA	11 920 305	36 476 952	1,71	NOK	20 383 722	-16 093 230	0,25 %	4,92 %	Oslo Børs
TTS Group ASA	3 222 553	32 175 187	6,20	NOK	19 979 829	-12 195 358	0,25 %	3,72 %	Oslo Børs
Frontline 2012 Ltd	370 500	14 820 000	50,00	NOK	18 525 000	3 705 000	0,23 %	0,15 %	Unotert
I.M. Skaugen SE	1 294 257	16 227 008	9,45	NOK	12 230 729	-3 996 279	0,15 %	4,78 %	Oslo Børs
DO & CO AG	16 650	4 753 125	105,00	TRY	4 938 071	184 946	0,06 %	0,17 %	Istanbul
Viti Invest AS	931 782	5 643 663	0,47	NOK	437 938	-5 205 725	0,01 %	5,95 %	Unotert
Sum Kapitalvarer, service og transport		**884 164 050**			**1 486 393 031**	**602 228 982**	**18,49 %**		
Inntektsavhengige forbruksvarer									
Royal Caribbean Cruises Ltd	1 993 021	305 591 208	47,42	USD	573 477 280	267 886 072	7,13 %	0,94 %	New York
Continental AG	323 500	162 432 640	159,40	EUR	431 232 730	268 800 090	5,36 %	0,16 %	Frankfurt
Kia Motors Corporation	643 000	192 623 806	56 100	KRW	207 924 344	15 300 538	2,59 %	0,16 %	Seoul
Hurtigruten ASA	22 671 503	81 526 374	3,47	NOK	78 670 115	-2 856 259	0,98 %	5,39 %	Oslo Børs
Mahindra & Mahindra Ltd GDR	672 000	16 600 999	15,25	USD	62 184 466	45 583 467	0,77 %	0,11 %	London Int.
Fjord Line AS	2 850 000	28 500 000	5,00	NOK	14 250 000	-14 250 000	0,18 %	3,57 %	Unotert
Nippon Seiki Co Ltd	99 999	9 356 203	2 034	JPY	11 752 029	2 395 827	0,15 %	0,16 %	Tokyo
Sum Inntektsavhengige forbruksvarer		**796 631 231**			**1 379 490 966**	**582 859 735**	**17,16 %**		

Note 7. Verdipapirportefølje pr 31.12.2013 (angitt i hele kroner)

Verdipapir	Antall	Kjøpsverdi NOK	Markedskurs	Valuta	Markedsverdi NOK	Urealisert gevinst/tap	Andel av fondet	Eierandel selskap/ aksjeklasse	Børs
Defensive konsumvarer									
Royal Unibrew A/S	100 000	30 967 217	736,00	DKK	82 501 920	51 534 703	1,03 %	0,90 %	København
Austevoll Seafood ASA	1 718 200	54 151 853	35,50	NOK	60 996 100	6 844 247	0,76 %	0,85 %	Oslo Børs
Yazicilar Holding AS	689 169	23 544 261	18,75	TRY	36 498 987	12 954 726	0,45 %	0,43 %	Istanbul
Deoleo SA	5 000 000	12 554 532	0,47	EUR	19 652 463	7 097 930	0,24 %	0,43 %	Madrid
R. Domstein & Co AS Convertible	3 750 000	3 750 000	90,00	NOK	3 376 027	-373 973	0,04 %	15,00 %	Unotert
Genomar AS	463 407	11 585 175	0,29	NOK	134 388	-11 450 787	0,00 %	6,31 %	Unotert
Norsk Marin Fisk AS	354 000	7 338 000	0,01	NOK	3 540	-7 334 460	0,00 %	3,13 %	Unotert
Sum Defensive konsumvarer		**143 891 038**			**203 163 425**	**59 272 387**	**2,53 %**		
Medisin									
Teva Pharmaceutical-Sp ADR	1 361 530	361 874 143	40,08	USD	331 129 383	-30 744 760	4,12 %	0,16 %	NASDAQ
Novo Nordisk A/S-B	58 050	62 217 876	994,00	DKK	64 680 721	2 462 845	0,80 %	0,00 %	København
Medi-Stim ASA	1 465 625	18 313 038	23,00	NOK	33 709 375	15 396 337	0,42 %	7,77 %	Oslo Børs
Photocure ASA	920 401	37 075 126	25,70	NOK	23 654 306	-13 420 820	0,29 %	4,30 %	Oslo Børs
Karolinska Development AB	384 619	13 405 742	30,90	SEK	11 212 052	-2 193 690	0,14 %	0,82 %	Stockholm
PCI Biotech ASA	75 000	1 723 784	22,00	NOK	1 650 000	-73 784	0,02 %	0,97 %	Oslo Børs
Norchip AS	1 200 000	18 000 000	0,01	NOK	12 000	-17 988 000	0,00 %	6,66 %	Unotert
Sum Medisin		**512 609 708**			**466 047 836**	**-46 561 872**	**5,80 %**		
Bank og finans									
Danske Bank A/S	1 900 000	195 059 849	124,40	DKK	264 947 742	69 887 893	3,30 %	0,19 %	København
Sberbank of Russia Pref	11 470 000	173 557 344	80,03	RUB	169 498 378	-4 058 966	2,11 %	1,15 %	Moscow
RSA Insurance Group Plc	12 231 142	120 400 129	0,91	GBP	112 350 483	-8 049 646	1,40 %	0,33 %	London
Olav Thon Eiendomsselskap ASA	100 509	18 889 866	1 070	NOK	107 544 630	88 654 764	1,34 %	0,94 %	Oslo Børs
Tribona AB	2 728 689	94 155 883	39,30	SEK	101 167 836	7 011 954	1,26 %	7,01 %	Stockholm
Korean Reinsurance Co	1 466 760	49 965 587	11 450	KRW	96 804 613	46 839 025	1,20 %	1,22 %	Seoul
Norwegian Finans Holding ASA	6 565 356	12 872 945	12,50	NOK	82 066 950	69 194 005	1,02 %	3,86 %	Unotert
Sparebanken Øst	1 413 500	25 052 791	43,00	NOK	60 780 500	35 727 709	0,76 %	6,82 %	Oslo Børs
Hitecvision AS	762 746	5 183 496	74,00	NOK	56 443 204	51 259 708	0,70 %	4,14 %	Unotert
Zoncolan ASA	730 000	4 045 513	5,20	NOK	3 796 000	-249 513	0,05 %	4,90 %	Oslo Axess
Sum Bank og finans		**699 183 403**			**1 055 400 336**	**356 216 934**	**13,13 %**		
Informasjonsteknologi									
Samsung Electronics Co Ltd Pref	99 660	589 917 231	1 013 000	KRW	581 918 059	-7 999 172	7,24 %	0,44 %	Seoul
SAP AG	490 000	196 372 096	62,31	EUR	255 330 647	58 958 551	3,18 %	0,04 %	Frankfurt
Q-Free ASA	3 182 604	44 687 622	14,00	NOK	44 556 456	-131 166	0,55 %	4,68 %	Oslo Børs
Proact IT Group AB	458 101	15 214 172	81,00	SEK	35 005 971	19 791 799	0,44 %	4,91 %	Stockholm
PSI Group ASA	3 796 612	43 430 508	5,62	NOK	21 336 959	-22 093 548	0,27 %	8,56 %	Oslo Børs
Bang & Olufsen A/S	220 375	16 862 279	45,80	DKK	11 313 945	-5 548 334	0,14 %	0,56 %	København
Precise Biometrics AB	2 362 593	2 436 168	1,63	SEK	3 633 058	1 196 891	0,05 %	0,68 %	Stockholm
Oter Invest AS	2 468 164	6 930 569	0,50	NOK	1 234 082	-5 696 487	0,02 %	8,09 %	Unotert
Ceetron ASA	60 622	935 943	1,50	NOK	90 933	-845 010	0,00 %	2,53 %	Unotert
Sum Informasjonsteknologi		**916 786 587**			**954 420 110**	**37 633 523**	**11,87 %**		
Telekom									
Orange	1 842 000	181 070 523	9,00	EUR	138 637 670	-42 432 853	1,72 %	0,07 %	Paris
Indosat Tbk PT	4 205 085	15 438 255	4 150	IDR	8 699 375	-6 738 880	0,11 %	0,08 %	Indonesia
Sum Telekom		**196 508 777**			**147 337 044**	**-49 171 733**	**1,83 %**		
Nyttetjenester									
Fortum Oyj	283 000	31 465 343	16,63	EUR	39 357 527	7 892 184	0,49 %	0,03 %	Helsinki
Sum Nyttetjenester		**31 465 343**			**39 357 527**	**7 892 184**	**0,49 %**		
SUM VERDIPAPIRPORTEFØLJE 1)		**5 841 581 229**			**7 870 284 915**	**2 028 703 686**	**97,89 %**		

[1)] For verdi av likviditet i porteføljen pr 31.12.2013 henvises til balansen.

Tilordning av anskaffelseskost:

For SKAGEN Vekst er gjennomsnittlig anskaffelsesverdi benyttet for å finne realiserte kursgevinster/-tap ved salg av aksjer.

SKAGEN Global

Note 7. Verdipapirportefølje pr 31.12.2013 (angitt i hele kroner)

Verdipapir	Antall	Kjøpsverdi NOK	Markedskurs	Valuta	Markedsverdi NOK	Urealisert gevinst/tap	Andel av fondet	Eierandel selskap/ aksjeklasse	Børs
Energi									
Gazprom Oao ADR	20 237 618	1 341 337 548	8,55	USD	1 049 949 235	-291 388 313	2,25 %	0,17 %	London Int.
Baker Hughes Inc	2 400 304	625 704 821	55,26	USD	804 859 217	179 154 397	1,72 %	0,54 %	New York
Weatherford Intl Ltd	7 016 525	575 664 070	15,49	USD	659 502 259	83 838 188	1,41 %	0,91 %	New York
OMV AG	2 131 595	462 052 943	34,79	EUR	620 166 404	158 113 461	1,33 %	0,65 %	Wien
Ensco Plc Class A	1 392 400	429 466 518	57,18	USD	483 115 485	53 648 968	1,04 %	0,60 %	New York
Surgutneftegas OAO Pref	96 926 900	368 470 884	25,88	RUB	463 188 648	94 717 764	0,99 %	1,26 %	Moscow
Technip SA	771 254	466 276 054	69,86	EUR	450 583 335	-15 692 719	0,97 %	0,68 %	Paris
Afren Plc	23 356 508	246 480 940	1,69	GBP	397 164 124	150 683 184	0,85 %	2,13 %	London
Kazmunaigas Exploration GDR	3 401 603	419 105 565	15,70	USD	324 060 480	-95 045 085	0,69 %	0,81 %	London Int.
BP Plc	4 317 010	215 354 079	4,88	GBP	211 743 025	-3 611 055	0,45 %	0,02 %	London
Petroleo Brasileiro Pref ADR	2 240 773	363 958 776	14,69	USD	199 738 807	-164 219 969	0,43 %	0,08 %	New York
BP Plc ADR	618 040	180 221 116	48,61	USD	182 299 299	2 078 183	0,39 %	0,00 %	New York
Pacific Drilling SA	2 159 403	123 780 169	11,46	USD	150 162 369	26 382 199	0,32 %	1,03 %	New York
Rec Silicon ASA	50 877 884	68 504 656	2,44	NOK	124 243 793	55 739 137	0,27 %	2,20 %	Oslo Børs
Electromagnetic Geoservices AS	10 124 112	157 087 703	7,87	NOK	79 676 761	-77 410 941	0,17 %	5,07 %	Oslo Børs
Surgutneftegas OAO ADR	1 304 540	67 586 829	8,64	USD	68 393 359	806 530	0,15 %	0,04 %	London Int.
Renewable Energy Corp ASA 09/18 6,5%	11 849 882	71 552 995	94,50	USD	68 205 968	-3 347 027	0,15 %	-	Unotert
REC Solar AS	705 733	14 114 660	84,00	NOK	59 281 572	45 166 912	0,13 %	1,76 %	Oslo Børs
Sum Energi		**6 196 720 326**			**6 396 334 140**	**199 613 813**	**13,71 %**		
Råvarer									
Akzo Nobel NV	2 014 190	614 985 904	56,34	EUR	949 000 393	334 014 488	2,03 %	0,83 %	Amsterdam
Ternium SA ADR	3 053 223	456 317 626	31,30	USD	579 890 048	123 572 422	1,24 %	1,52 %	New York
Heidelbergcement AG	1 255 040	399 375 209	55,15	EUR	578 831 555	179 456 346	1,24 %	0,67 %	Frankfurt
Norsk Hydro ASA	20 865 878	563 982 989	27,07	NOK	564 839 317	856 328	1,21 %	1,01 %	Oslo Børs
OCI Co Ltd	336 568	314 713 154	191 000	KRW	370 542 217	55 829 064	0,79 %	1,41 %	Seoul
Mayr-Melnhof Karton AG	481 146	222 870 505	90,00	EUR	362 133 334	139 262 829	0,78 %	2,41 %	Wien
Lundin Mining Corp SDR	10 865 046	276 551 458	27,50	SEK	281 877 321	5 325 862	0,60 %	1,86 %	Stockholm
Vale Sa Spons pref ADR	2 670 526	202 841 948	14,01	USD	227 027 119	24 185 171	0,49 %	0,13 %	New York
Lundin Mining Corp	8 120 335	210 416 443	4,60	CAD	213 417 589	3 001 146	0,46 %	1,39 %	Toronto
UPM-Kymmene Oyj	1 796 493	119 101 841	12,28	EUR	184 490 076	65 388 236	0,40 %	0,34 %	Helsinki
Vale Sa Spons ADR	1 717 891	145 339 253	15,25	USD	158 967 462	13 628 209	0,34 %	0,05 %	New York
Evonik Industries AG	51 752	12 222 594	29,63	EUR	12 823 539	600 946	0,03 %	0,01 %	Xetra
Sum Råvarer		**3 538 718 924**			**4 483 839 971**	**945 121 047**	**9,61 %**		
Kapitalvarer, service og transport									
Tyco International Ltd	5 812 262	626 239 089	41,04	USD	1 447 422 527	821 183 438	3,10 %	1,25 %	New York
LG Corp	2 450 793	686 437 409	64 000	KRW	904 103 420	217 666 011	1,94 %	1,42 %	Seoul
Bunge Ltd	1 210 668	414 426 808	82,11	USD	603 203 577	188 776 769	1,29 %	0,82 %	New York
ADT Corp	1 835 667	254 619 985	40,47	USD	450 785 458	196 165 473	0,97 %	0,91 %	New York
Siemens AG	516 969	294 386 567	99,29	EUR	429 258 720	134 872 153	0,92 %	0,06 %	Frankfurt
Stolt-Nielsen Ltd	2 429 079	396 454 476	167,00	NOK	405 656 193	9 201 717	0,87 %	3,79 %	Oslo Børs
Mosaic Co/The	1 140 401	350 849 607	47,27	USD	327 104 098	-23 745 510	0,70 %	0,38 %	New York
Koninklijke Philips NV	1 229 000	206 400 359	26,64	EUR	273 852 507	67 452 149	0,59 %	0,13 %	Amsterdam
Prosegur Cia de Seguridad Sa	6 506 714	211 174 524	4,98	EUR	270 981 832	59 807 308	0,58 %	1,05 %	Madrid
China Communications Services Corp Ltd	65 239 720	240 314 508	4,80	HKD	245 134 334	4 819 825	0,53 %	2,73 %	Hong Kong
Metso Oyj	882 429	182 289 857	31,02	EUR	228 913 117	46 623 261	0,49 %	0,59 %	Helsinki
BW LPG Ltd	3 562 500	167 437 500	57,75	NOK	205 734 375	38 296 875	0,44 %	2,61 %	Oslo Børs
Autoliv Inc	345 467	118 275 590	91,80	USD	192 438 535	74 162 945	0,41 %	0,36 %	New York
BayWa AG	507 873	151 672 883	37,76	EUR	160 374 836	8 701 952	0,34 %	1,48 %	Frankfurt
Autoliv Inc SDR	247 842	86 021 762	592,00	SEK	138 417 973	52 396 211	0,30 %	0,26 %	Stockholm
Finnair Oyj	4 650 212	239 128 478	2,77	EUR	107 721 312	-131 407 166	0,23 %	3,63 %	Helsinki
Avance Gas Holdings Ltd	333 900	34 558 650	123,00	NOK	41 069 700	6 511 050	0,09 %	1,36 %	Unotert
LG Corp Pref	20 240	2 399 103	35 700	KRW	4 164 954	1 765 851	0,01 %	0,61 %	Seoul
Sum Kapitalvarer, service og transport		**4 663 087 157**			**6 436 337 468**	**1 773 250 311**	**13,79 %**		
Inntektsavhengige forbruksvarer									
Renault SA	1 861 779	487 037 072	58,45	EUR	910 042 672	423 005 600	1,95 %	0,63 %	Paris
General Motors Co	3 493 080	496 224 396	40,87	USD	866 275 362	370 050 965	1,86 %	0,25 %	New York
Comcast Corp	1 754 229	185 121 503	49,88	USD	530 952 321	345 830 818	1,14 %	0,37 %	NASDAQ
Toyota Industries Corp	1 600 102	267 359 741	4 745	JPY	438 682 336	171 322 595	0,94 %	0,49 %	Tokyo
Hyundai Motor Co Pref (2pb)	565 937	159 608 475	130 500	KRW	425 706 329	266 097 854	0,91 %	1,50 %	Seoul
Dixons Retail Plc	76 463 194	107 355 956	0,49	GBP	372 773 860	265 417 904	0,80 %	2,09 %	London
CTC Media Inc	3 720 817	184 890 231	13,89	USD	313 718 157	128 827 925	0,67 %	2,39 %	NASDAQ
Tesco Plc	7 199 966	257 772 279	3,34	GBP	241 932 110	-15 840 169	0,52 %	0,09 %	London
Gafisa Sa	20 661 100	186 009 079	3,53	BRL	187 403 098	1 394 019	0,40 %	4,74 %	Sao Paulo
Yamaha Motor Co Ltd	2 055 311	166 387 566	1 577	JPY	187 273 144	20 885 578	0,40 %	0,59 %	Tokyo
LG Electronics Inc Pref	1 090 448	278 239 007	26 350	KRW	165 621 642	-112 617 365	0,35 %	0,75 %	Seoul
Tata Motors Ltd-A- DVR	7 709 256	101 055 860	192,55	INR	145 666 772	44 610 912	0,31 %	1,60 %	Bombay
Royal Caribbean Cruises Ltd	492 053	69 854 993	47,42	USD	141 584 668	71 729 675	0,30 %	0,23 %	New York
Hyundai Motor Co Pref (1p)	115 835	40 301 020	125 000	KRW	83 460 565	43 159 546	0,18 %	0,46 %	Seoul
Television Broadcasts Ltd	1 264 462	30 609 422	51,85	HKD	51 322 211	20 712 790	0,11 %	0,29 %	Hong Kong
Gafisa Sa ADR	1 055 790	18 039 498	3,13	USD	20 052 322	2 012 824	0,04 %	0,48 %	New York
Sum Inntektsavhengige forbruksvarer		**3 035 866 100**			**5 082 467 571**	**2 046 601 471**	**10,89 %**		

Note 7. Verdipapirportefølje pr 31.12.2013 (angitt i hele kroner)

Verdipapir	Antall	Kjøpsverdi NOK	Markedskurs	Valuta	Markedsverdi NOK	Urealisert gevinst/tap	Andel av fondet	Eierandel selskap/ aksjeklasse	Børs
Defensive konsumvarer									
Unilever NV-Cva	968 146	172 539 122	29,27	EUR	237 021 026	64 481 904	0,51 %	0,06 %	Amsterdam
Yazicilar Holding AS	3 988 265	96 595 743	18,75	TRY	211 221 966	114 626 223	0,45 %	2,49 %	Istanbul
Royal Unibrew A/S	250 058	63 417 204	736,00	DKK	206 302 651	142 885 447	0,44 %	2,25 %	København
United Intl Enterprises	149 768	26 906 303	1 120	DKK	188 028 332	161 122 029	0,40 %	3,48 %	København
Chiquita Brands International Inc	1 655 233	120 412 717	11,70	USD	117 513 508	-2 899 210	0,25 %	3,53 %	New York
Apetit OYJ	228 600	25 383 210	19,45	EUR	37 183 044	11 799 835	0,08 %	3,62 %	Helsinki
Sum Defensive konsumvarer		**505 254 299**			**997 270 528**	**492 016 229**	**2,14 %**		
Medisin									
Roche Holding AG-Genusschein	479 783	424 948 170	249,20	CHF	815 866 654	390 918 485	1,75 %	0,07 %	Zürich
Teva Pharmaceutical-Sp ADR	3 067 930	665 433 694	40,08	USD	746 132 490	80 698 796	1,60 %	0,36 %	NASDAQ
Rhoen-Klinikum AG	2 083 941	235 099 533	21,25	EUR	370 421 036	135 321 503	0,79 %	1,51 %	Frankfurt
Sum Medisin		**1 325 481 397**			**1 932 420 181**	**606 938 785**	**4,14 %**		
Bank og finans									
Citigroup Inc	8 451 582	1 907 220 431	52,11	USD	2 672 402 537	765 182 105	5,73 %	0,28 %	New York
Nordea Bank AB	14 913 000	1 047 647 749	86,65	SEK	1 219 072 282	171 424 533	2,61 %	0,37 %	Stockholm
American International Group Inc	3 369 347	684 945 060	51,05	USD	1 043 720 657	358 775 597	2,24 %	0,23 %	New York
Hannover Rueckversicherung AG	1 101 269	243 586 571	62,38	EUR	574 497 177	330 910 606	1,23 %	0,91 %	Frankfurt
Goldman Sachs Group Inc	506 133	368 177 016	177,26	USD	544 400 095	176 223 078	1,17 %	0,11 %	New York
Cheung Kong Holdings Ltd	5 202 014	403 377 515	122,40	HKD	498 429 515	95 052 000	1,07 %	0,22 %	Hong Kong
RSA Insurance Group Plc	40 617 663	407 943 282	0,91	GBP	373 097 955	-34 845 327	0,80 %	1,10 %	London
State Bank of India	1 840 430	378 651 057	1 767	INR	319 034 355	-59 616 702	0,68 %	0,27 %	National India
Banco Do Estado Rio Grande Do Sul SA Pref	9 632 640	223 855 050	12,60	BRL	311 863 463	88 008 413	0,67 %	2,36 %	Sao Paulo
Storebrand ASA	7 500 000	263 563 425	37,90	NOK	284 250 000	20 686 575	0,61 %	1,67 %	Oslo Børs
Sparebank 1 SR-Bank ASA	3 943 743	117 820 315	60,25	NOK	237 610 516	119 790 201	0,51 %	1,54 %	Oslo Børs
Sberbank of Russia Pref	15 793 109	193 786 139	80,03	RUB	233 383 292	39 597 153	0,50 %	1,58 %	Moscow
Haci Omer Sabanci Holding AS	8 351 939	186 838 088	8,64	TRY	203 823 783	16 985 695	0,44 %	0,41 %	Istanbul
Japan Securities Finance Co	4 192 475	239 849 446	817,00	JPY	197 905 927	-41 943 519	0,42 %	3,91 %	Tokyo
TAG Immobilien AG	2 469 243	142 387 142	8,78	EUR	181 304 032	38 916 890	0,39 %	1,88 %	Frankfurt
Talanx AG	805 319	111 843 782	24,65	EUR	166 009 898	54 166 116	0,36 %	0,32 %	Frankfurt
EFG-Hermes Holding SAE	21 408 078	263 142 910	8,68	EGP	162 324 910	-100 817 999	0,35 %	3,73 %	Cairo
Industrial Bank of Korea	2 076 655	150 393 451	12 150	KRW	145 436 072	-4 957 379	0,31 %	0,38 %	Seoul
Deutsche Wohnen AG	1 213 736	81 756 800	13,49	EUR	136 976 554	55 219 754	0,29 %	1,03 %	Frankfurt
Irsa Sa ADR	1 839 371	152 910 200	12,11	USD	135 162 517	-17 747 683	0,29 %	3,18 %	New York
Albaraka Turk Katilim Bankasi AS	30 787 252	205 218 909	1,54	TRY	133 920 002	-71 298 906	0,29 %	3,42 %	Istanbul
State Bank Of India GDR	306 450	112 359 173	57,15	USD	106 271 951	-6 087 223	0,23 %	0,09 %	National India
Asya Katilim Bankasi AS	17 112 388	157 711 211	1,45	TRY	70 086 185	-87 625 025	0,15 %	1,90 %	Istanbul
EFG-Hermes Holding GDR	338 100	3 434 928	2,24	USD	4 605 792	1 170 863	0,01 %	0,12 %	London Int.
Sum Bank og finans		**8 048 419 650**			**9 955 589 466**	**1 907 169 816**	**21,33 %**		
Informasjonsteknologi									
Samsung Electronics Co Ltd Pref	549 080	1 329 923 546	1 013 000	KRW	3 206 096 404	1 876 172 858	6,87 %	2,40 %	Seoul
Microsoft Corp	4 114 742	654 322 867	37,41	USD	934 056 421	279 733 554	2,00 %	0,05 %	NASDAQ
Oracle Corp	2 879 925	466 469 350	38,26	USD	668 603 947	202 134 597	1,43 %	0,06 %	NASDAQ
Kyocera Corp	1 890 536	497 242 132	5 250	JPY	573 469 755	76 227 623	1,23 %	0,49 %	Tokyo
Google Inc	64 975	227 242 861	1 121	USD	441 857 599	214 614 738	0,95 %	0,02 %	NASDAQ
Samsung Electronics Co Ltd Pref GDR	118 762	120 020 146	483,60	USD	348 503 053	228 482 908	0,75 %	0,26 %	London Int.
Kyocera Corp ADR	10 000	3 682 670	50,14	USD	3 042 476	-640 195	0,01 %	0,00 %	New York
Sum Informasjonsteknologi		**3 298 903 572**			**6 175 629 655**	**2 876 726 083**	**13,23 %**		
Telekom									
Vimpelcom Ltd-Spon ADR	10 613 761	809 447 725	12,94	USD	833 386 331	23 938 606	1,79 %	0,60 %	New York
China Unicom Hong Kong Ltd	78 599 030	695 410 054	11,60	HKD	713 716 920	18 306 866	1,53 %	0,33 %	Hong Kong
Sistema Jsfc GDR	1 703 004	175 287 115	32,12	USD	331 920 440	156 633 325	0,71 %	0,35 %	London Int.
First Pacific Co Ltd	45 234 923	285 824 808	8,82	HKD	312 315 298	26 490 490	0,67 %	1,05 %	Hong Kong
Kinnevik Investment AB-B	874 395	45 708 311	297,90	SEK	245 738 974	200 030 663	0,53 %	0,37 %	Stockholm
China Unicom Hong Kong Ltd ADR	2 506 883	231 256 739	15,06	USD	229 087 730	-2 169 009	0,49 %	0,11 %	New York
Global Telecom Holding	38 328 039	100 420 322	4,69	EGP	157 028 040	56 607 718	0,34 %	0,73 %	Cairo
Indosat Tbk PT	65 928 725	227 989 201	4 150	IDR	136 391 698	-91 597 503	0,29 %	1,21 %	Indonesia
Global Telecom Holding GDR	3 499 613	48 958 233	3,35	USD	71 138 978	22 180 745	0,15 %	0,33 %	London Int.
Sistema Jsfc	3 200 000	19 507 173	44,72	RUB	26 424 154	6 916 980	0,06 %	0,03 %	Moscow
Sum Telekom		**2 639 809 682**			**3 057 148 563**	**417 338 881**	**6,55 %**		
Nyttetjenester									
Centrais Eletricas Brasileiras SA Pref	7 617 985	471 058 091	9,93	BRL	194 373 916	-276 684 175	0,42 %	2,87 %	Sao Paulo
Centrais Eletricas Brasileiras SA	3 388 765	282 609 926	5,87	BRL	51 112 624	-231 497 302	0,11 %	0,31 %	Sao Paulo
Sum Nyttetjenester		**753 668 016**			**245 486 540**	**-508 181 477**	**0,53 %**		
SUM VERDIPAPIRPORTEFØLJE [1]		**34 005 929 123**			**44 762 524 083**	**10 756 594 961**	**95,91 %**		

[1] For verdi av likviditet i porteføljen pr 31.12.2013 henvises til balansen.

Tilordning av anskaffelseskost:
For SKAGEN Global er gjennomsnittlig anskaffelsesverdi benyttet for å finne realiserte kursgevinster/-tap ved salg av aksjer.

SKAGEN Kon-Tiki

Note 7. Verdipapirportefølje pr 31.12.2013 (angitt i hele kroner)

Verdipapir	Antall	Kjøpsverdi NOK	Markedskurs	Valuta	Markedsverdi NOK	Urealisert gevinst/tap	Andel av fondet	Eierandel selskap/ aksjeklasse	Børs
Energi									
Gazprom Oao ADR	18 487 299	1 239 037 642	8,55	USD	959 140 816	-279 896 826	1,92 %	0,16 %	London Int.
Tullow Oil Plc	8 111 624	765 457 532	8,55	GBP	697 004 636	-68 452 896	1,39 %	0,89 %	London
Afren Plc	28 782 928	356 400 261	1,69	GBP	489 437 308	133 037 047	0,98 %	2,62 %	London
Pacific Drilling SA	4 583 777	274 975 641	11,46	USD	318 750 512	43 774 871	0,64 %	2,18 %	New York
GCL-Poly Energy Holdings Ltd	123 090 000	189 580 659	2,40	HKD	231 251 645	41 670 986	0,46 %	0,79 %	Hong Kong
Rec Silicon ASA	80 201 594	124 338 862	2,44	NOK	195 852 293	71 513 430	0,39 %	3,47 %	Oslo Børs
Deep Sea Supply Plc	12 229 431	125 765 711	11,45	NOK	140 026 985	14 261 273	0,28 %	9,61 %	Oslo Børs
Archer Ltd	25 327 048	405 547 179	4,97	NOK	125 875 429	-279 671 750	0,25 %	4,37 %	Oslo Børs
REC Solar AS	1 382 786	27 655 720	84,00	NOK	116 154 024	88 498 304	0,23 %	3,46 %	Oslo Børs
Siem Offshore Inc	10 977 629	94 336 405	9,65	NOK	105 934 120	11 597 715	0,21 %	2,82 %	Oslo Børs
Sum Energi		**3 603 095 613**			**3 379 427 767**	**-223 667 846**	**6,75 %**		
Råvarer									
Vale Sa Spons pref ADR	12 022 805	1 247 590 946	14,01	USD	1 022 084 333	-225 506 613	2,04 %	0,57 %	New York
Exxaro Resources Ltd	4 669 011	596 419 520	146,46	ZAR	395 694 382	-200 725 138	0,79 %	1,30 %	Johannesburg
OCI Co Ltd	250 000	201 965 743	191 000	KRW	275 235 775	73 270 032	0,55 %	1,05 %	Seoul
Asia Cement China Holdings	48 607 500	178 677 291	4,89	HKD	186 064 260	7 386 969	0,37 %	3,12 %	Hong Kong
LG Chem Ltd Pref	211 049	128 888 866	152 500	KRW	185 517 400	56 628 534	0,37 %	2,77 %	Seoul
Vale SA-Pref A	1 231 900	210 807 094	32,73	BRL	103 602 464	-107 204 630	0,21 %	0,06 %	Sao Paulo
Drdgold Ltd ADR	3 724 701	206 449 868	3,69	USD	83 398 948	-123 050 919	0,17 %	9,66 %	NASDAQ
Sum Råvarer		**2 770 799 328**			**2 251 597 562**	**-519 201 766**	**4,50 %**		
Kapitalvarer, service og transport									
ABB Ltd	9 353 727	930 339 494	170,00	SEK	1 500 132 029	569 792 535	3,00 %	0,40 %	Stockholm
AP Moeller - Maersk A/S	21 558	868 049 001	58 850	DKK	1 422 136 150	554 087 149	2,84 %	0,98 %	København
Frontline 2012 Ltd	12 005 000	315 940 571	50,00	NOK	600 250 000	284 309 429	1,20 %	4,82 %	Unotert
CNH Industrial NV	7 310 545	449 860 075	11,35	USD	503 487 171	53 627 096	1,01 %	0,54 %	New York
OCI NV	1 825 927	455 606 325	32,73	EUR	499 855 955	44 249 630	1,00 %	0,89 %	Amsterdam
Bidvest Group Ltd	2 878 881	335 297 044	268,35	ZAR	447 034 736	111 737 692	0,89 %	0,88 %	Johannesburg
AirAsia Bhd	80 571 200	296 216 076	2,20	MYR	327 853 881	31 637 805	0,66 %	2,90 %	Kuala Lumpur
Enka Insaat Ve Sanayi AS	19 223 614	226 359 111	6,02	TRY	326 877 728	100 518 616	0,65 %	0,60 %	Istanbul
Aveng Ltd	21 017 094	617 358 060	26,44	ZAR	321 551 156	-295 806 905	0,64 %	5,39 %	Johannesburg
Golden Ocean Group Ltd	21 821 808	93 557 529	14,54	NOK	317 289 088	223 731 559	0,63 %	4,88 %	Oslo Børs
Empresas ICA S.A.B	22 401 721	327 103 771	26,95	MXN	279 761 993	-47 341 778	0,56 %	3,69 %	Mexico
Harbin Electric Company Ltd	68 000 000	614 366 467	5,02	HKD	267 216 608	-347 149 859	0,53 %	4,94 %	Hong Kong
Abengoa Sa- B Shares	12 195 948	202 440 756	2,18	EUR	221 933 861	19 493 105	0,44 %	3,37 %	Madrid
Norwegian Air Shuttle ASA	997 061	73 389 109	188,20	NOK	187 646 880	114 257 771	0,37 %	2,84 %	Oslo Børs
Yingli Green Energy Holding Co Ltd ADR	5 925 439	137 448 191	5,05	USD	181 574 435	44 126 245	0,36 %	3,56 %	New York
LG Corp Pref	808 430	118 266 161	35 700	KRW	166 357 408	48 091 246	0,33 %	24,39 %	Seoul
Avance Gas Holdings Ltd	546 386	46 575 000	123,00	NOK	67 205 478	20 630 478	0,13 %	2,23 %	Unotert
Kuribayashi Steamship Co Ltd	288 000	5 769 611	255,00	JPY	4 243 253	-1 526 358	0,01 %	2,26 %	Tokyo
Sum Kapitalvarer, service og transport		**6 113 942 352**			**7 642 407 810**	**1 528 465 457**	**15,27 %**		
Inntektsavhengige forbruksvarer									
Hyundai Motor Co Pref (2pb)	3 139 823	501 307 364	130 500	KRW	2 361 822 115	1 860 514 751	4,72 %	8,35 %	Seoul
Great Wall Motor Co Ltd	67 765 000	122 922 429	42,80	HKD	2 270 387 718	2 147 465 288	4,54 %	2,47 %	Hong Kong
Hyundai Motor Co Pref (1p)	2 864 684	460 148 253	125 000	KRW	2 064 040 631	1 603 892 377	4,12 %	11,41 %	Seoul
Naspers Ltd	1 791 520	524 354 814	1 096	ZAR	1 136 193 067	611 838 253	2,27 %	0,43 %	Johannesburg
Royal Caribbean Cruises Ltd	3 496 839	628 973 526	47,42	USD	1 006 189 960	377 216 434	2,01 %	1,65 %	New York
Mahindra & Mahindra Ltd GDR	8 254 190	192 306 749	15,25	USD	763 813 092	571 506 343	1,53 %	1,34 %	London Int.
LG Electronics Inc Pref	3 050 000	823 954 276	26 350	KRW	463 246 307	-360 707 970	0,93 %	2,11 %	Seoul
DRB-Hicom Bhd	88 408 800	365 449 189	2,82	MYR	461 128 985	95 679 795	0,92 %	4,57 %	Kuala Lumpur
Mahindra & Mahindra Ltd	3 734 550	301 682 680	944,20	INR	346 024 445	44 341 766	0,69 %	0,61 %	National India
Apollo Tyres Ltd	27 020 843	209 933 585	107,20	INR	284 248 503	74 314 918	0,57 %	5,36 %	National India
Hengdeli Holdings Ltd	162 572 800	256 631 920	1,83	HKD	232 889 438	-23 742 482	0,47 %	3,38 %	Hong Kong
Ghabbour Auto	3 114 064	73 860 444	36,00	EGP	97 930 462	24 070 018	0,20 %	2,41 %	Cairo
Sum Inntektsavhengige forbruksvarer		**4 461 525 230**			**11 487 914 721**	**7 026 389 491**	**22,95 %**		
Defensive konsumvarer									
Heineken NV	2 216 744	682 261 045	49,08	EUR	909 848 765	227 587 720	1,82 %	0,38 %	Amsterdam
Cosan Ltd	10 319 782	577 466 683	13,72	USD	859 146 900	281 680 216	1,72 %	5,92 %	New York
Distribuidora Internacional de Alimentacion SA	12 266 933	417 656 693	6,50	EUR	666 804 411	249 147 718	1,33 %	1,88 %	Madrid
X 5 Retail Group NV GDR	4 836 025	487 680 658	16,77	USD	492 112 495	4 431 838	0,98 %	1,78 %	London Int.
Yazicilar Holding AS	8 741 860	216 728 152	18,75	TRY	462 976 471	246 248 319	0,92 %	5,46 %	Istanbul
Royal Unibrew A/S	431 112	72 364 382	736,00	DKK	355 675 677	283 311 295	0,71 %	3,88 %	København
Mafrig Alimentos Sa	32 036 800	508 815 753	4,00	BRL	329 274 230	-179 541 522	0,66 %	6,15 %	Sao Paulo
Familymart Co Ltd	1 176 500	326 160 786	4 805	JPY	326 626 627	465 842	0,65 %	1,20 %	Tokyo
Kulim Malaysia BHD	50 827 600	160 451 024	3,44	MYR	323 396 908	162 945 884	0,65 %	3,97 %	Kuala Lumpur
PZ Cussons Plc	7 625 746	127 930 872	3,76	GBP	288 542 013	160 611 140	0,58 %	1,78 %	London
Cia Cervecerias Unidas SA ADR	1 538 270	280 090 167	24,11	USD	225 046 661	-55 043 506	0,45 %	0,83 %	New York
Tata Global Beverages Ltd	12 304 260	167 952 231	160,45	INR	193 731 271	25 779 040	0,39 %	1,99 %	National India
Podravka Prehrambena Ind DD	406 584	111 935 175	254,55	HRK	113 532 204	1 597 029	0,23 %	7,50 %	Zagreb
United Intl Enterprises	68 500	12 938 797	1 120	DKK	85 999 284	73 060 487	0,17 %	1,59 %	København
East African Breweries Ltd	2 876 166	36 148 318	290,00	KES	58 678 101	22 529 783	0,12 %	0,36 %	Nairobi
Pivovarna Lasko	499 286	138 711 783	4,01	EUR	16 743 370	-121 968 413	0,03 %	5,71 %	Ljubljana
Kulim Malaysia BHD Warrants	8 437 550	-	0,69	MYR	10 768 204	10 768 204	0,02 %	5,40 %	Kuala Lumpur
Sum Defensive konsumvarer		**4 325 292 518**			**5 718 903 592**	**1 393 611 074**	**11,43 %**		

Note 7. Verdipapirportefølje pr 31.12.2013 (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	10 116 722	1 098 439 617	4 399	HUF	1 252 794 653	154 355 036	2,50 %	5,43 %	Budapest
China Shineway Pharmaceutical	36 934 000	280 297 726	10,62	HKD	307 044 752	26 747 026	0,61 %	4,47 %	Hong Kong
Ranbaxy Laboratories Ltd	5 122 307	240 946 908	453,25	INR	227 828 433	-13 118 475	0,46 %	1,21 %	National India
Supermax Corp BHD	30 573 600	117 547 743	2,77	MYR	156 640 538	39 092 795	0,31 %	4,50 %	Kuala Lumpur
Eis Eczacibasi Ilac Ve Sanayi	19 410 554	133 038 236	2,11	TRY	115 684 237	-17 353 999	0,23 %	3,54 %	Istanbul
Eczacibasi Yatirim Holding	3 362 732	39 931 421	5,20	TRY	49 391 180	9 459 759	0,10 %	4,80 %	Istanbul
Sum Medisin		**1 910 201 651**			**2 109 383 793**	**199 182 141**	**4,21 %**		
Bank og finans									
Haci Omer Sabanci Holding AS	47 509 436	962 243 029	8,64	TRY	1 159 437 703	197 194 674	2,32 %	2,33 %	Istanbul
State Bank of India	5 872 082	1 450 751 715	1 767	INR	1 017 912 061	-432 839 654	2,03 %	0,86 %	National India
VTB Bank Ojsc GDR	45 401 213	1 353 743 121	2,99	USD	825 100 928	-528 642 193	1,65 %	0,70 %	London Int.
Banco Do Estado Rio Grande Do Sul SA Pref	20 115 400	475 600 477	12,60	BRL	651 250 156	175 649 679	1,30 %	4,92 %	Sao Paulo
Haitong Securities Co Ltd	49 559 200	409 233 588	13,50	HKD	523 731 714	114 498 125	1,05 %	3,32 %	Hong Kong
HSBC Holdings PLC	7 000 000	410 146 809	6,62	GBP	465 993 763	55 846 954	0,93 %	0,04 %	London
Raiffeisen Bank International AG	1 634 031	328 454 185	25,62	EUR	350 097 114	21 642 929	0,70 %	0,84 %	Wien
JSE Ltd	6 464 519	249 899 375	89,73	ZAR	335 652 465	85 753 090	0,67 %	7,60 %	Johannesburg
Korean Reinsurance Co	4 860 366	181 996 624	11 450	KRW	320 779 048	138 782 425	0,64 %	4,04 %	Seoul
Kiwoom Securities Co Ltd	1 043 205	190 647 588	50 500	KRW	303 663 466	113 015 878	0,61 %	4,72 %	Seoul
Kiatnakin Bank Pcl	37 429 463	334 353 001	37,25	THB	258 563 198	-75 789 803	0,52 %	4,46 %	Bangkok
Ghana Commercial Bank Ltd	17 397 904	83 591 006	4,85	GHS	215 639 751	132 048 745	0,43 %	6,57 %	Ghana
VTB Bank Ojsc	21 701 144 197	165 581 900	0,05	RUB	198 913 252	33 331 352	0,40 %	0,17 %	Moscow
EFG-Hermes Holding SAE	17 939 257	353 506 510	8,68	EGP	136 022 875	-217 483 635	0,27 %	3,13 %	Cairo
Value Partners Group Ltd	26 290 000	101 073 037	6,00	HKD	123 478 872	22 405 835	0,25 %	1,50 %	Hong Kong
Nordnet AB	5 007 907	69 538 630	26,00	SEK	122 835 946	53 297 316	0,25 %	2,86 %	Stockholm
Dragon Capital - Vietnam Enterprise Investments Ltd	8 000 000	96 045 021	2,46	USD	119 660 194	23 615 173	0,24 %	4,60 %	Dublin
Diamond Bank Plc	378 971 941	79 309 879	7,35	NGN	105 289 774	25 979 895	0,21 %	2,62 %	Lagos
Turkiye Sinai Kalkinma Bankasi AS	11 545 017	59 565 733	1,83	TRY	59 675 969	110 236	0,12 %	0,89 %	Istanbul
VinaCapital Vietnam Opportunity Fund Ltd	2 752 000	26 575 716	2,26	USD	37 698 058	11 122 342	0,08 %	1,06 %	London
Trimegah Securities Tbk PT	700 000 000	67 131 002	59,00	IDR	20 588 050	-46 542 952	0,04 %	9,85 %	Jakarta
EFG-Hermes Holding GDR	202 863	8 188 185	2,24	USD	2 763 516	-5 424 669	0,01 %	0,07 %	London Int.
Sum Bank og finans		**7 457 176 131**			**7 354 747 873**	**-102 428 258**	**14,69 %**		
Informasjonsteknologi									
Samsung Electronics Co Ltd Pref	505 187	1 248 104 153	1 013 000	KRW	2 949 803 716	1 701 699 563	5,89 %	2,21 %	Seoul
Samsung Electronics Co Ltd Pref GDR	400 725	394 304 759	483,60	USD	1 175 913 896	781 609 136	2,35 %	0,88 %	London Int.
Tech Mahindra Ltd	2 529 440	408 241 341	1 838	INR	456 182 847	47 941 506	0,91 %	1,08 %	National India
Lenovo Group Ltd	57 990 000	286 694 048	9,43	HKD	428 070 814	141 376 766	0,86 %	0,56 %	Hong Kong
Skyworth Digital Holdings Ltd	37 020 411	107 848 397	4,27	HKD	123 742 797	15 894 400	0,25 %	1,32 %	Hong Kong
Ericsson Nikola Tesla	13 810	15 881 714	1 470	HRK	22 269 307	6 387 593	0,04 %	1,04 %	Zagreb
Sum Informasjonsteknologi		**2 461 074 412**			**5 155 983 376**	**2 694 908 964**	**10,30 %**		
Telekom									
Sistema Jsfc GDR	10 568 574	843 713 770	32,12	USD	2 059 845 855	1 216 132 085	4,12 %	2,19 %	London Int.
Bharti Airtel Ltd	31 681 489	1 257 059 136	330,25	INR	1 026 722 118	-230 337 018	2,05 %	0,79 %	National India
Kinnevik Investment AB-B	2 124 324	349 482 579	297,90	SEK	597 017 595	247 535 017	1,19 %	0,90 %	Stockholm
Indosat Tbk PT	206 683 750	557 400 537	4 150	IDR	427 582 175	-129 818 362	0,85 %	3,80 %	Indonesia
Sum Telekom		**3 007 656 021**			**4 111 167 743**	**1 103 511 721**	**8,21 %**		
SUM VERDIPAPIRPORTEFØLJE [1)]		**36 110 763 257**			**49 211 534 236**	**13 100 770 979**	**98,32 %**		

[1)] For verdi av likviditet i porteføljen pr 31.12.2013 henvises til balansen.

Tilordning av anskaffelseskost:
For SKAGEN Kon-Tiki er gjennomsnittlig anskaffelsesverdi benyttet for å finne realiserte kursgevinster/-tap ved salg av aksjer.

SKAGEN Høyrente

Note 7. Verdipapirportefølje pr 31.12.2013 (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 av fondet	Risiko-klasse[4]
RENTEPAPIRER MED FLYTENDE RENTE														
Finansobligasjoner														
BN Bank ASA	16.06.2014	2,47	17.03.2014	84 000 000	83 936 200	2,02	0,20	100,24	86 450	84 198 500	84 284 950	262 300	2,45 %	5
Sparebanken Sør	18.02.2015	2,92	18.02.2014	78 000 000	78 547 550	2,24	0,13	101,07	272 047	78 831 292	79 103 339	283 742	2,30 %	5
Skandinaviska Enskilda Banken AB	20.02.2015	2,92	20.02.2014	75 000 000	75 000 000	2,24	0,14	101,08	249 417	75 809 764	76 059 180	809 764	2,21 %	5
Sparebanken Sør	25.08.2014	2,48	25.02.2014	75 000 000	74 847 000	2,00	0,15	100,38	186 000	75 282 889	75 468 889	435 889	2,20 %	5
BN Bank ASA	19.03.2014	2,45	19.03.2014	75 000 000	74 985 000	1,96	0,21	100,11	66 354	75 080 899	75 147 254	95 899	2,19 %	5
Sparebank 1 SMN	16.03.2016	2,68	19.03.2014	68 000 000	68 720 800	2,58	0,21	101,13	65 809	68 766 747	68 832 556	45 947	2,00 %	5
Sparebanken Sør	17.10.2014	2,90	17.01.2014	55 000 000	54 992 500	2,09	0,05	100,76	332 292	55 419 201	55 751 492	426 701	1,62 %	5
Sparebank 1 SMN	19.03.2014	2,54	19.03.2014	55 000 000	55 202 500	1,90	0,21	100,14	46 567	55 075 753	55 122 319	-126 747	1,60 %	5
Sparebank 1 Buskerud-Vestfold	25.09.2015	2,90	25.03.2014	50 000 000	49 926 250	2,45	0,23	101,42	16 111	50 711 106	50 727 218	784 856	1,48 %	5
Sparebank 1 Østfold Akershus	20.09.2016	2,85	20.03.2014	50 000 000	50 760 000	2,82	0,21	101,34	43 542	50 670 831	50 714 373	-89 168	1,48 %	5
Totens Sparebank	23.11.2015	2,89	24.02.2014	50 000 000	49 800 000	2,70	0,15	101,33	144 500	50 663 252	50 807 752	863 252	1,48 %	5
BN Bank ASA	26.01.2015	3,18	27.01.2014	50 000 000	50 000 000	2,32	0,08	101,24	282 667	50 620 472	50 903 139	620 472	1,48 %	5
Sparebank 1 SMN	05.08.2014	2,63	05.02.2014	50 000 000	50 018 400	2,04	0,10	100,42	204 556	50 209 664	50 414 220	191 264	1,47 %	5
Kredittforeningen for Sparebanker	02.06.2014	2,46	03.03.2014	50 000 000	49 922 500	2,04	0,17	100,21	99 083	50 102 890	50 201 973	180 390	1,46 %	5
Bank 1 Oslo Akershus AS	22.10.2014	2,35	22.01.2014	41 500 000	41 094 200	2,09	0,06	100,32	189 632	41 632 861	41 822 493	538 661	1,22 %	5
Eiendomskreditt AS	08.05.2015	2,52	10.02.2014	40 000 000	40 000 000	2,45	0,10	100,21	148 400	40 083 108	40 231 508	83 108	1,17 %	5
Kredittforeningen for Sparebanker	10.02.2014	2,57	10.02.2014	35 000 000	35 005 950	1,99	0,11	100,07	124 931	35 023 929	35 148 860	17 979	1,02 %	5
Sparebank 1 Nord-Norge	17.08.2016	2,96	17.02.2014	34 000 000	34 659 600	2,74	0,14	101,81	120 209	34 613 822	34 734 031	-45 778	1,01 %	5
Sparebanken Sør	05.09.2016	3,08	05.03.2014	30 000 000	30 667 200	2,72	0,18	102,13	66 733	30 640 362	30 707 095	-26 838	0,89 %	5
Pareto Bank ASA	04.04.2014	3,05	06.01.2014	30 000 000	29 985 900	2,45	0,02	100,29	223 667	30 088 133	30 311 800	102 233	0,88 %	5
Sparebanken Sør	20.05.2014	2,47	20.02.2014	30 000 000	30 018 300	1,99	0,14	100,22	84 392	30 064 925	30 149 317	46 625	0,88 %	5
Sparebank 1 Gruppen AS	03.02.2014	2,86	03.02.2014	30 000 000	30 000 000	2,16	0,09	100,07	143 000	30 020 230	30 163 230	20 230	0,88 %	5
Sparebanken Sør	09.05.2016	2,70	10.02.2014	27 000 000	27 290 250	2,69	0,11	101,15	101 250	27 309 421	27 410 671	19 171	0,80 %	5
Sparebanken Møre	25.02.2014	2,39	25.02.2014	25 000 000	25 000 000	1,92	0,15	100,07	59 750	25 018 430	25 078 180	18 430	0,73 %	5
Fana Sparebank	19.02.2014	2,34	19.02.2014	25 000 000	24 986 250	1,98	0,13	100,05	68 250	25 013 031	25 081 281	26 781	0,73 %	5
Sparebank 1 Nord-Norge	19.02.2015	2,37	19.02.2014	22 500 000	22 267 500	2,24	0,13	100,45	62 212	22 601 751	22 663 964	334 251	0,66 %	5
Pareto Bank ASA	04.11.2014	3,61	04.02.2014	20 000 000	19 970 000	2,41	0,10	101,17	114 317	20 234 619	20 348 936	264 619	0,59 %	5
Sparebank 1 Telemark	21.12.2015	2,51	21.03.2014	20 000 000	20 126 000	2,66	0,21	100,57	11 156	20 113 743	20 124 899	-12 257	0,59 %	5
Totens Sparebank	02.12.2015	1,94	03.03.2014	16 000 000	15 852 800	2,70	0,15	99,46	25 004	15 912 895	15 937 900	60 095	0,46 %	5
Totens Sparebank	14.10.2016	3,53	14.01.2014	15 000 000	15 487 500	2,93	0,06	103,07	114 725	15 461 133	15 575 859	-26 367	0,45 %	5
Sparebanken Narvik	29.09.2014	3,06	31.03.2014	15 000 000	15 012 300	2,04	0,24	100,78	1 275	15 116 867	15 118 142	104 567	0,44 %	5
Helgeland Sparebank	21.11.2014	2,85	21.02.2014	10 000 000	10 082 500	2,07	0,14	100,83	31 667	10 082 953	10 114 620	453	0,29 %	5
Sparebank 1 Telemark	10.02.2015	2,39	10.02.2014	10 000 000	9 880 000	2,33	0,11	100,41	33 194	10 040 850	10 074 044	160 850	0,29 %	5
Industriobligasjoner														
AP Moeller - Maersk A/S	16.12.2014	3,50	17.03.2014	95 000 000	96 336 700	2,23	0,21	101,24	138 542	96 180 091	96 318 633	-156 609	2,80 %	6
Entra Eiendom AS	09.11.2015	2,89	10.02.2014	70 000 000	70 058 000	2,74	0,11	101,03	280 972	70 723 500	71 004 472	665 500	2,07 %	6
Felleskjopet Agri SA	15.02.2016	3,35	13.02.2014	60 000 000	60 000 000	3,00	0,11	100,97	268 000	60 583 652	60 851 652	583 652	1,77 %	6
Tele2 AB	24.02.2015	3,34	24.02.2014	50 000 000	50 460 000	2,83	0,14	100,69	167 000	50 346 877	50 513 877	-113 123	1,47 %	6
Vasakronan AB	30.05.2014	2,43	28.02.2014	50 000 000	49 915 500	2,11	0,16	100,14	108 000	50 069 872	50 177 872	154 372	1,46 %	6
Scania CV AB	17.06.2016	2,50	17.03.2014	50 000 000	50 000 000	2,54	0,22	99,94	48 611	49 969 157	50 017 768	-30 843	1,46 %	6
Entra Eiendom AS	25.11.2014	2,44	25.02.2014	45 000 000	44 854 250	2,33	0,15	100,26	109 800	45 117 356	45 227 156	263 106	1,32 %	6
Schibsted ASA	16.12.2015	3,70	17.03.2014	40 000 000	40 520 640	2,89	0,20	101,66	61 667	40 665 318	40 726 985	144 678	1,19 %	6
Olav Thon Eiendomsselskap ASA	15.09.2015	2,75	17.03.2014	39 000 000	39 289 750	2,75	0,20	100,75	44 687	39 291 624	39 336 311	1 874	1,14 %	6
Kraftobligasjoner														
Agder Energi AS	25.08.2014	2,54	25.02.2014	102 000 000	102 357 212	2,12	0,15	100,36	259 080	102 372 188	102 631 268	14 976	2,99 %	6
BKK AS	26.08.2016	2,60	26.02.2014	100 000 000	100 395 000	2,80	0,15	100,87	252 778	100 874 667	101 127 445	479 667	2,94 %	6
BKK AS	20.11.2015	2,62	20.02.2014	100 000 000	100 005 600	2,49	0,14	100,87	298 389	100 870 981	101 169 370	865 381	2,94 %	6
BKK AS	12.02.2015	2,39	12.02.2014	65 000 000	64 949 500	2,27	0,11	100,41	211 449	65 263 873	65 475 322	314 373	1,91 %	6
BKK AS	29.05.2014	2,51	28.02.2014	55 000 000	55 025 000	2,06	0,16	100,21	122 711	55 117 616	55 240 328	92 616	1,61 %	6
Agder Energi AS	02.03.2016	2,58	03.03.2014	25 000 000	25 117 500	2,61	0,16	100,80	51 958	25 199 903	25 251 862	82 403	0,73 %	6
Finanssertifikat														
Skandiabanken	08.07.2014	2,01	08.07.2014	30 000 000	29 997 000	1,94	0,51	100,06	140 700	30 019 000	30 159 700	22 000	0,88 %	5

Note 7. Verdipapirportefølje pr 31.12.2013 (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 av fondet	Risiko-klasse[4]
RENTEPAPIRER MED FAST RENTE														
Industrisertifikater														
Olav Thon Eiendomsselskap ASA	18.09.2014	2,46		30 000 000	30 000 000	2,24	0,70	100,21	210 279	30 064 433	30 274 713	64 433	0,88 %	6
Entra Eiendom AS	10.01.2014	2,30		25 000 000	25 012 500	2,21	0,03	100,00	417 466	25 000 493	25 417 959	-12 007	0,74 %	6
SUM VERDIPAPIRPORTEFØLJE [5]					**2 378 339 102**				**7 011 245**	**2 388 246 928**	**2 395 258 173**	**9 907 826**	**69,69 %**	

Nøkkeltall portefølje	
Effektiv rente	2,50 %
Effektiv rente til kunder [1]	2,25 %
Durasjon [2]	0,11

[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 kredittrisiko og klasse 6 har høyest kredittrisiko.
Risikoklasse 1: Overnasjonale organisasjoner
Risikoklasse 2: Stat og statsgaranterte papirer innenfor EØS
Risikoklasse 3: Stat og statsgaranterte papirer utenfor EØS
Risikoklasse 4: Fylker og kommuner
Risikoklasse 5: Banker og finansinstitusjoner
Risikoklasse 6: Industri

[5] For verdi av likviditet i porteføljen pr 31.12.13 henvises til balansen.

Alle rentepapirene er omsatt i det norske markedet.

Andelskurs pr 31.12.2013 103,7847

Kr 86.170.081,- er besluttet utdelt til andelseierne. Dette vil medføre en reduksjon i andelskurs tilsvarende utbetalt pr andel på utbetalingstidspunktet.

Tilordning av anskaffelseskost:
For SKAGEN Høyrente benyttes FIFO-prinsippet ved beregning av realisert kursgevinst/-tap ved salg.

SKAGEN Høyrente Institusjon

Note 7. Verdipapirportefølje pr 31.12.2013 (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 av fondet	Risiko-klasse[4]
RENTEPAPIRER MED FLYTENDE RENTE														
Finansobligasjoner														
Kredittforeningen for Sparebanker	08.03.2016	2,53	10.03.2014	50 000 000	50 020 500	2,74	0,18	100,60	77 306	50 299 425	50 376 731	278 925	3,98 %	5
Sparebanken Sør	20.05.2014	2,47	20.02.2014	45 000 000	45 209 610	1,99	0,14	100,22	126 587	45 097 388	45 223 976	-112 222	3,57 %	5
Eiendomskreditt AS	08.05.2015	2,52	10.02.2014	40 000 000	40 000 000	2,45	0,10	100,21	148 400	40 083 108	40 231 508	83 108	3,18 %	5
Sparebank 1 Østfold Akershus	20.09.2016	2,85	20.03.2014	37 000 000	37 562 400	2,82	0,21	101,34	32 221	37 496 415	37 528 636	-65 985	2,96 %	5
Sparebank 1 SMN	16.03.2016	2,68	19.03.2014	36 000 000	36 421 200	2,58	0,21	101,13	34 840	36 405 925	36 440 765	-15 275	2,88 %	5
Kredittforeningen for Sparebanker	10.02.2014	2,57	10.02.2014	35 000 000	35 199 150	1,99	0,11	100,07	124 931	35 023 929	35 148 860	-175 221	2,78 %	5
BN Bank ASA	26.08.2014	2,95	26.02.2014	30 000 000	30 264 480	2,05	0,15	100,65	86 042	30 193 842	30 279 883	-70 638	2,39 %	5
BN Bank ASA	07.03.2016	2,43	07.03.2014	29 000 000	29 069 820	2,74	0,17	100,38	43 065	29 111 300	29 154 365	41 480	2,30 %	5
Bank 1 Oslo Akershus AS	22.10.2014	2,35	22.01.2014	26 500 000	26 388 725	2,09	0,06	100,32	121 090	26 584 839	26 705 929	196 114	2,11 %	5
Sparebanken Møre	01.08.2014	1,94	03.02.2014	25 000 000	25 007 000	2,04	0,09	100,02	76 792	25 004 131	25 080 923	-2 869	1,98 %	5
Totens Sparebank	14.10.2016	3,53	14.01.2014	22 000 000	22 716 920	2,93	0,06	103,07	168 263	22 676 329	22 844 592	-40 591	1,79 %	5
Skandinaviska Enskilda Banken AB	20.02.2015	2,92	20.02.2014	21 000 000	21 000 000	2,24	0,14	101,08	69 837	21 226 734	21 296 571	226 734	1,68 %	5
Totens Sparebank	15.08.2014	2,50	17.02.2014	20 000 000	19 752 000	2,06	0,13	100,33	63 889	20 065 307	20 129 196	313 307	1,59 %	5
Pareto Bank ASA	04.04.2014	3,05	06.01.2014	20 000 000	19 990 600	2,45	0,02	100,29	149 111	20 058 756	20 207 867	68 156	1,58 %	5
Sparebanken Sør	04.02.2015	2,21	04.02.2014	20 000 000	19 620 600	2,24	0,09	100,28	69 983	20 055 944	20 125 928	435 344	1,59 %	5
Sparebank 1 Telemark	28.03.2014	2,41	28.03.2014	20 000 000	19 970 000	1,95	0,23	100,11	1 339	20 022 368	20 023 706	52 368	1,58 %	5
Skandiabanken	11.04.2014	2,23	13.01.2014	20 000 000	20 030 800	2,04	0,03	100,09	100 350	20 017 284	20 117 634	-13 516	1,58 %	5
Sparebanken Sogn og Fjordane	24.08.2016	3,05	24.02.2014	16 000 000	16 350 400	2,73	0,16	102,14	48 800	16 342 754	16 391 554	-7 646	1,29 %	5
Bank 1 Oslo Akershus AS	30.04.2015	2,83	30.01.2014	15 000 000	14 990 100	2,37	0,08	101,08	73 108	15 161 875	15 234 983	171 775	1,20 %	5
Sparebank 1 Østfold Akershus	10.02.2015	2,79	10.02.2014	10 000 000	9 983 300	2,33	0,11	100,85	38 750	10 085 348	10 124 098	102 048	0,80 %	5
Sparebanken Narvik	29.09.2014	3,06	31.03.2014	10 000 000	10 008 200	2,04	0,24	100,78	850	10 077 911	10 078 761	69 711	0,80 %	5
Sparebanken Sør	18.02.2015	2,92	18.02.2014	5 000 000	5 019 500	2,24	0,13	101,07	17 439	5 053 288	5 070 727	33 788	0,40 %	5
Finanssertifikater														
Sparebanken Møre	12.06.2014	1,84	12.03.2014	60 000 000	60 005 160	1,96	0,19	99,97	58 267	59 984 732	60 042 999	-20 428	4,74 %	5
Skandiabanken	08.07.2014	2,01	08.07.2014	30 000 000	29 998 340	1,94	0,51	100,06	140 700	30 019 000	30 159 700	20 660	2,38 %	5
RENTEPAPIRER MED FAST RENTE														
Finanssertifikater														
Sparebank 1 SMN	25.08.2014	2,00		30 000 000	29 988 600	1,97	0,64	100,05	64 110	30 015 439	30 079 549	26 839	2,38 %	5
Skandiabanken	29.08.2014	2,19		20 000 000	20 000 000	1,94	0,65	100,16	148 800	20 031 840	20 180 640	31 840	1,59 %	5
Sparebanken Hedmark	02.05.2014	1,89		20 000 000	19 997 200	1,88	0,33	99,99	250 619	19 997 240	20 247 859	40	1,60 %	5
SUM VERDIPAPIRPORTEFØLJE[5]					**714 564 605**				**2 335 488**	**716 192 452**	**718 527 940**	**1 627 847**	**56,73 %**	

Nøkkeltall portefølje	
Effektiv rente	2,50 %
Effektiv rente til kunder[1]	2,35 %
Durasjon[2]	0,11

[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 kredittrisiko og klasse 6 har høyest kredittrisiko.
Risikoklasse 1: Overnasjonale organisasjoner
Risikoklasse 2: Stat og statsgaranterte papirer innenfor EØS
Risikoklasse 3: Stat og statsgaranterte papirer utenfor EØS
Risikoklasse 4: Fylker og kommuner
Risikoklasse 5: Banker og finansinstitusjoner
Risikoklasse 6: Industri

[5] For verdi av likviditet i porteføljen pr 31.12.13 henvises til balansen.

Alle rentepapirene er omsatt i det norske markedet.

Andelskurs pr 31.12.2013 102,4937

Kr 32.273.279,- er besluttet utdelt til andelseierne. Dette vil medføre en reduksjon i andelskurs tilsvarende utbetalt pr andel på utbetalingstidspunktet.

Tilordning av anskaffelseskost:
For SKAGEN Høyrente Institusjon benyttes FIFO-prinsippet ved beregning av realisert kursgevinst/-tap ved salg.

SKAGEN Avkastning

Note 7. Verdipapirportefølje pr 31.12.2013 (angitt i hele kroner)

Verdipapir	Forfallsdato	Kupong	Valuta	Renteregulerings-tidspunkt	Pålydende NOK	Kostpris NOK	Effektiv rente[3]	Durasjon[2]	Markeds-kurs	Påløpt rente NOK	Markeds-verdi NOK	Markedsverdi inkl påløpt rente NOK	Urealisert gevinst/tap NOK	Andel av fondet	Risiko-klasse[4]
RENTEPAPIRER MED FLYTENDE RENTE															
Finansobligasjoner															
Sparebanken Sør	16.09.2015	2,65	NOK	19.03.2014	49 000 000	48 497 106	2,46	0,21	100,99	46 890	49 483 011	49 529 901	985 905	4,14 %	5
Sparebank 1 Nord-Norge	25.01.2016	2,77	NOK	27.01.2014	46 000 000	46 611 800	2,63	0,08	101,26	237 143	46 578 342	46 815 485	-33 458	3,91 %	5
Sparebank 1 Buskerud-Vestfold	25.09.2015	2,90	NOK	25.03.2014	40 000 000	40 416 000	2,45	0,23	101,42	12 889	40 568 885	40 581 774	152 885	3,39 %	5
BN Bank ASA	07.03.2016	2,43	NOK	07.03.2014	40 000 000	40 015 600	2,74	0,17	100,38	59 400	40 153 517	40 212 917	137 917	3,36 %	5
Sparebank 1 Nord-Norge	17.08.2016	2,96	NOK	17.02.2014	35 000 000	35 623 000	2,74	0,14	101,81	123 744	35 631 876	35 755 620	8 876	2,99 %	5
Totens Sparebank	08.06.2015	2,90	NOK	10.03.2014	35 000 000	35 418 500	2,49	0,19	101,17	62 028	35 410 330	35 472 358	-8 170	2,96 %	5
Bank 1 Oslo Akershus AS	15.02.2016	2,36	NOK	17.02.2014	35 000 000	35 043 000	2,62	0,12	100,41	105 544	35 141 939	35 247 483	98 939	2,94 %	5
Sparebank 1 SMN	23.03.2015	2,56	NOK	24.03.2014	34 000 000	34 201 150	2,22	0,22	100,71	19 342	34 241 727	34 261 069	40 577	2,86 %	5
Kredittforeningen for Sparebanker	01.10.2015	2,79	NOK	02.01.2014	31 000 000	31 272 700	2,75	0,01	101,04	218 628	31 322 017	31 540 645	49 317	2,62 %	5
Helgeland Sparebank	15.03.2017	3,35	NOK	17.03.2014	30 000 000	31 011 450	2,77	0,23	103,24	41 875	30 971 542	31 013 417	-39 907	2,59 %	5
Aurskog Sparebank	23.02.2015	2,96	NOK	24.02.2014	30 000 000	29 991 900	2,41	0,15	101,03	96 200	30 307 723	30 403 923	315 823	2,54 %	5
Sparebank 1 Buskerud-Vestfold	11.03.2016	2,36	NOK	11.03.2014	30 000 000	30 057 000	2,60	0,18	100,41	39 333	30 123 604	30 162 937	66 604	2,52 %	5
Pareto Bank ASA	04.04.2014	3,05	NOK	06.01.2014	30 000 000	29 985 900	2,45	0,02	100,29	223 667	30 088 133	30 311 800	102 233	2,51 %	5
Skandiabanken	16.01.2015	2,18	NOK	16.01.2014	30 000 000	29 995 500	2,25	0,04	100,22	138 067	30 065 393	30 203 460	69 893	2,52 %	5
Sparebank 1 Østfold Akershus	27.06.2016	2,29	NOK	27.03.2014	30 000 000	29 997 000	2,77	0,21	99,96	7 633	29 986 660	29 994 293	-10 340	2,50 %	5
Totens Sparebank	23.11.2015	2,89	NOK	24.02.2014	25 000 000	24 900 000	2,70	0,15	101,33	72 250	25 331 626	25 403 876	431 626	2,12 %	5
Bank 1 Oslo Akershus AS	16.09.2016	3,15	NOK	17.03.2014	20 000 000	20 465 200	2,70	0,22	102,41	26 250	20 481 238	20 507 488	16 038	1,71 %	5
Helgeland Sparebank	25.08.2016	3,02	NOK	25.02.2014	20 000 000	20 435 600	2,73	0,16	102,07	60 400	20 413 001	20 473 401	-22 599	1,71 %	5
Fana Sparebank	20.05.2015	3,02	NOK	20.02.2014	20 000 000	20 108 000	2,49	0,14	101,29	68 789	20 257 977	20 326 765	149 977	1,70 %	5
Sparebank 1 SMN	16.03.2016	2,68	NOK	19.03.2014	20 000 000	20 221 200	2,58	0,21	101,13	19 356	20 225 514	20 244 869	4 314	1,69 %	5
Kredittforeningen for Sparebanker	08.03.2016	2,53	NOK	10.03.2014	20 000 000	20 012 500	2,74	0,18	100,60	30 922	20 119 770	20 150 692	107 270	1,68 %	5
Sparebank 1 Østfold Akershus	15.05.2017	2,53	NOK	17.02.2014	20 000 000	20 086 000	2,97	0,10	100,25	64 656	20 049 282	20 113 938	-36 718	1,68 %	5
Sparebank 1 Søre Sunnmøre	15.09.2015	2,75	NOK	17.03.2014	19 500 000	19 706 400	2,61	0,20	101,02	22 344	19 698 869	19 721 213	-7 531	1,65 %	5
Sparebank 1 Nordvest	13.04.2015	2,93	NOK	13.01.2014	15 000 000	15 202 500	2,49	0,04	101,08	95 225	15 162 127	15 257 352	-40 373	1,26 %	5
Sparebank 1 Nord-Norge	19.02.2015	2,37	NOK	19.02.2014	15 000 000	14 880 600	2,24	0,13	100,45	41 475	15 067 834	15 109 309	187 234	1,26 %	5
Sparebanken Møre	05.12.2016	2,78	NOK	05.03.2014	12 000 000	12 022 400	2,74	0,17	101,36	24 093	12 163 360	12 187 453	140 960	1,02 %	5
BN Bank ASA	15.03.2017	3,40	NOK	19.03.2014	10 000 000	10 308 000	2,87	0,23	103,07	12 278	10 307 232	10 319 510	-768	0,86 %	5
Pareto Bank ASA	09.01.2017	3,53	NOK	09.01.2014	10 000 000	10 129 000	3,57	0,01	101,74	81 386	10 173 588	10 254 974	44 588	0,85 %	5
Sparebank 1 Østfold Akershus	20.09.2016	2,85	NOK	20.03.2014	10 000 000	10 152 000	2,82	0,21	101,34	8 708	10 134 166	10 142 875	-17 834	0,85 %	5
Sparebanken Sør	18.02.2015	2,92	NOK	18.02.2014	10 000 000	10 039 000	2,24	0,13	101,07	34 878	10 106 576	10 141 454	67 576	0,85 %	5
Sparebanken Narvik	09.02.2015	2,52	NOK	10.02.2014	5 500 000	5 519 250	2,41	0,11	100,50	19 250	5 527 237	5 546 487	7 987	0,46 %	5
Sparebank 1 Nordvest	29.06.2016	2,89	NOK	31.03.2014	5 000 000	5 069 250	2,76	0,24	101,40	401	5 070 169	5 070 571	919	0,42 %	5
Sparebank 1 Nord-Norge	12.10.2015	2,70	NOK	13.01.2014	2 000 000	1 986 400	2,59	0,04	101,01	11 700	2 020 202	2 031 902	33 802	0,17 %	5
RENTEPAPIRER MED FAST RENTE															
Utenlandske statsobligasjoner															
Mexican Government	20.11.2036	10,00	MXN		100 000 000	60 297 314	7,63	9,93	58,99	115 848	58 985 403	59 101 251	-1 311 911	4,94 %	3
Slovenia Government	30.03.2026	5,12	EUR		6 000 000	46 778 495	5,08	8,61	839,30	1 944 511	50 358 139	52 302 650	3 579 644	4,37 %	2
Portugese Government	15.02.2024	5,65	EUR		4 000 000	32 288 988	6,14	7,21	804,91	1 196 125	32 196 588	33 392 713	-92 400	2,79 %	2
SUM VERDIPAPIRPORTEFØLJE[5]						**928 745 703**				**5 383 228**	**933 924 598**	**939 307 826**	**5 178 895**	**78,38 %**	

Nøkkeltall portefølje

Effektiv rente	3,13 %
Effektiv rente til kunder[1]	2,63 %
Durasjon[2]	1,17

[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 kredittrisiko og klasse 6 har høyest kredittrisiko.
Risikoklasse 1: Overnasjonale organisasjoner
Risikoklasse 2: Stat og statsgaranterte papirer innenfor EØS
Risikoklasse 3: Stat og statsgaranterte papirer utenfor EØS
Risikoklasse 4: Fylker og kommuner
Risikoklasse 5: Banker og finansinstitusjoner
Risikoklasse 6: Industri

[5] For verdi av likviditet i porteføljen pr 31.12.13 henvises til balansen.

Alle rentepapirene er omsatt i et telefonbasert internasjonalt marked.

Andelskurs pr 31.12.2013 140,4571

Kr 37.178.870,- er besluttet utdelt til andelseierne.
Dette vil medføre en reduksjon i andelskurs tilsvarende utbetalt pr andel på utbetalingstidspunktet.

Tilordning av anskaffelseskost:
For SKAGEN Avkastning benyttes FIFO-prinsippet ved beregning av realisert kursgevinst/-tap ved salg.

SKAGEN Tellus

Note 7. Verdipapirportefølje pr 31.12.2013 (angitt i hele kroner)

Verdipapir	Forfallsdato	Kupong	Valuta	Pålydende NOK	Kostpris NOK	Effektiv rente[3]	Durasjon[2]	Markeds-kurs	Påløpt rente NOK	Markeds-verdi NOK	Markedsverdi inkl påløpt rente NOK	Urealisert gevinst/tap NOK	Andel avfondet	Risiko-klasse[4]
RENTEPAPIRER MED FAST RENTE														
Obligasjon utstedt av overnasjonal organisasjon														
European Bank Recon & Dev	17.06.2015	0,50	CNY	43 000 000	41 462 381	1,39	1,44	98,94	116 302	42 545 112	42 661 414	1 082 730	8,43 %	1
European Bank Recon & Dev	06.06.2014	5,25	INR	175 000 000	19 814 789	8,35	0,40	9,68	513 774	16 947 893	17 461 667	-2 866 896	3,45 %	1
European Bank Recon & Dev	07.02.2014	5,25	INR	60 000 000	5 750 298	8,17	0,10	9,78	276 930	5 869 584	6 146 514	119 287	1,21 %	1
Utenlandske statsobligasjoner														
Slovenia Government	30.03.2026	5,12	EUR	5 400 000	39 295 664	5,08	8,61	839,30	1 750 060	45 322 325	47 072 385	6 026 662	9,30 %	2
Norwegian Government	24.05.2023	2,00	NOK	37 000 000	34 252 800	2,96	8,25	92,20	448 055	34 114 000	34 562 055	-138 800	6,83 %	2
Portugese Government	15.04.2021	3,85	EUR	4 600 000	34 116 297	5,84	5,90	739,58	1 054 990	34 020 712	35 075 702	-95 584	6,93 %	2
UK Government	07.03.2014	2,25	GBP	2 800 000	27 177 522	0,33	0,18	1 008,51	201 137	28 238 209	28 439 346	1 060 687	5,62 %	2
Chilean Government	05.08.2020	5,50	CLP	2 040 000 000	25 708 116	5,08	5,25	1,19	525 632	24 191 891	24 717 522	-1 516 225	4,88 %	3
Canadian Government	01.02.2014	1,00	CAD	4 200 000	23 583 678	0,85	0,08	571,36	99 116	23 997 090	24 096 206	413 412	4,76 %	3
Mexican Government	20.11.2036	10,00	MXN	40 000 000	24 368 325	7,63	9,93	58,99	46 339	23 594 161	23 640 500	-774 163	4,67 %	3
Brazilian Government	10.01.2028	10,25	BRL	9 000 000	25 299 099	10,87	6,58	250,53	1 125 923	22 547 362	23 673 285	-2 751 737	4,68 %	3
Colombian Government	14.04.2021	7,75	COP	5 400 000 000	19 255 462	5,91	5,32	0,35	941 161	18 786 934	19 728 095	-468 527	3,90 %	3
Turkish Government	08.03.2023	7,10	TRY	8 000 000	21 729 404	10,39	5,86	232,00	460 921	18 560 312	19 021 233	-3 169 092	3,76 %	3
Peruvian Government	12.08.2037	6,90	PEN	8 000 000	18 379 698	7,18	10,79	212,88	458 469	17 030 578	17 489 047	-1 349 120	3,45 %	3
New Zealand Government	15.04.2015	6,00	NZD	2 000 000	10 596 464	3,28	1,21	516,92	126 857	10 338 421	10 465 278	-258 043	2,07 %	3
Utenlandske statssertifikater														
US Government	06.03.2014	0,00	USD	20 000 000	122 383 313	0,05	0,18	606,74	-	121 348 381	121 348 381	-1 034 932	23,97 %	3
SUM VERDIPAPIRPORTEFØLJE[5]					**493 173 308**				**8 145 665**	**487 452 967**	**495 598 632**	**-5 720 342**	**97,90 %**	

Nøkkeltall portefølje

Effektiv rente	3,73 %
Effektiv rente til kunder[1]	2,93 %
Durasjon[2]	3,82

[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 kredittrisiko og klasse 6 har høyest kredittrisiko.
Risikoklasse 1: Overnasjonale organisasjoner
Risikoklasse 2: Stat og statsgaranterte papirer innenfor EØS
Risikoklasse 3: Stat og statsgaranterte papirer utenfor EØS
Risikoklasse 4: Fylker og kommuner
Risikoklasse 5: Banker og finansinstitusjoner
Risikoklasse 6: Industri

[5] For verdi av likviditet i porteføljen pr 31.12.13 henvises til balansen.

Alle rentepapirene er omsatt i et telefonbasert internasjonalt marked.

Andelskurs pr 31.12.2013 121,4385

Kr 54.534.609,- er besluttet utdelt til andelseierne.
Dette vil medføre en reduksjon i andelskurs tilsvarende utbetalt pr andel på utbetalingstidspunktet.

Tilordning av anskaffelseskost:
For SKAGEN Tellus benyttes FIFO-prinsippet ved beregning av realisert kursgevinst/-tap ved salg.

SKAGEN Krona

Note 7. Verdipapirportefølje pr 31.12.2013 (angitt i SEK)

Verdipapir	Forfallsdato	Kupong	Renteregulerings-tidspunkt	Pålydende	Kostpris SEK	Effektiv rente[3]	Durasjon[2]	Markeds-kurs SEK	Markeds-verdi SEK	Sum påløptrente og urealisert gevinst/tap SEK	Andel avfondet	Risiko-klasse[4]
RENTEPAPIRER MED FLYTENDE RENTE												
Finansobligasjoner												
Länsförsäkringar Bank AB	10.02.2015	2,61	10.02.2014	27 000 000	27 359 648	1,25	0,12	101,26	27 340 223	78 600	3,20 %	5
Danske Bank A/S	17.08.2015	3,02	18.02.2014	25 000 000	25 651 750	1,42	0,15	102,32	25 578 849	17 281	3,00 %	5
Ikano Bank SE	26.09.2016	2,07	26.03.2014	25 000 000	25 000 000	2,15	0,21	100,18	25 045 092	50 853	2,92 %	5
Nordea Bank AB	16.01.2015	2,76	16.01.2014	23 000 000	23 220 072	1,08	0,05	101,44	23 330 209	244 151	2,74 %	5
Sampo Oyj	28.05.2015	1,84	28.02.2014	23 000 000	23 000 000	1,54	0,16	100,32	23 074 048	112 947	2,70 %	5
Jyske Bank A/S	03.05.2016	2,21	03.02.2014	20 000 000	20 000 000	1,70	0,12	100,56	20 112 822	182 837	2,36 %	5
Sparebank 1 Nord-Norge	13.08.2014	2,23	13.02.2014	20 000 000	20 099 400	1,29	0,12	100,47	20 094 133	54 306	2,35 %	5
Swedbank AB	31.07.2015	2,31	03.02.2014	17 000 000	17 172 330	1,20	0,10	101,35	17 229 678	122 826	2,02 %	5
SBAB AB	20.01.2014	2,46	20.01.2014	16 000 000	16 166 540	1,09	0,05	100,08	16 012 468	-76 508	1,88 %	5
Sparebank 1 SMN	25.09.2015	1,87	25.03.2014	15 000 000	15 000 750	1,60	0,24	100,70	15 104 585	106 958	1,76 %	5
SBAB AB	24.03.2014	1,86	24.03.2014	11 000 000	11 034 930	1,27	0,22	100,16	11 018 017	-14 635	1,29 %	5
Jyske Bank A/S	22.02.2016	2,13	24.02.2014	10 000 000	10 046 100	1,67	0,15	100,71	10 071 498	48 516	1,18 %	5
Länsförsäkringar Bank AB	04.06.2014	2,08	04.03.2014	10 000 000	10 001 350	1,16	0,17	100,39	10 039 199	53 434	1,17 %	5
Industriobligasjoner												
Skanska Financial Services AB	27.06.2014	2,23	31.03.2014	43 000 000	43 219 340	1,47	0,24	100,44	43 188 552	-28 128	5,04 %	6
Svensk Fastighets Finansiering AB	24.08.2015	2,76	24.02.2014	37 000 000	37 215 385	2,12	0,17	100,88	37 324 193	210 964	4,37 %	6
Volvo Treasury AB	26.02.2016	2,11	26.02.2014	35 000 000	35 040 400	1,75	0,18	100,54	35 187 281	218 612	4,12 %	6
Getinge AB	29.05.2015	2,99	28.02.2014	33 000 000	33 177 740	1,93	0,16	101,41	33 465 239	375 264	3,92 %	6
NCC Treasury AB	02.10.2014	2,60	02.01.2014	29 000 000	29 069 490	1,66	0,25	100,61	29 178 114	297 486	3,43 %	6
Tele2 AB	06.03.2015	2,18	06.03.2014	20 000 000	20 000 000	1,58	0,17	100,67	20 133 030	163 349	2,35 %	6
Scania CV AB	30.04.2014	1,63	30.01.2014	20 000 000	20 000 000	1,18	0,08	100,08	20 016 023	72 236	2,34 %	6
Skanska Financial Services AB	25.04.2016	2,96	27.01.2014	19 000 000	19 085 400	1,82	0,08	102,00	19 380 026	399 330	2,28 %	6
Volvo Treasury AB	09.02.2015	2,41	10.02.2014	17 000 000	17 081 320	1,45	0,11	100,82	17 140 007	115 684	2,01 %	6
Securitas AB	19.01.2015	2,86	20.01.2014	15 000 000	15 219 740	1,27	0,06	101,37	15 204 920	69 729	1,79 %	6
Svensk Fastighets Finansiering AB	22.12.2014	2,68	24.03.2014	15 000 000	15 054 000	2,00	0,22	100,79	15 118 943	73 870	1,77 %	6
Vasakronan AB	06.10.2014	2,10	06.01.2014	14 000 000	13 999 580	1,20	0,02	100,43	14 060 480	130 416	1,65 %	6
Vasakronan AB	26.01.2015	2,51	27.01.2014	10 000 000	10 070 400	1,31	0,08	101,00	10 099 890	74 094	1,18 %	6
Volvo Treasury AB	16.07.2014	1,76	16.01.2014	10 000 000	10 007 950	1,27	0,04	100,11	10 010 552	39 758	1,17 %	6
Industrisertifikater												
Trelleborg Treasury AB	04.04.2014	0,00		32 000 000	31 734 176	1,42	0,25	99,67	31 893 120	158 944	3,72 %	6
Holmen AB	05.06.2014	0,00		30 000 000	29 802 025	1,36	0,42	99,50	29 849 368	47 342	3,49 %	6
Arla Foods amba	09.01.2014	0,00		27 000 000	26 849 902	1,21	0,02	99,97	26 992 081	142 179	3,15 %	6
Fabege AB	20.02.2014	0,00		17 000 000	16 859 497	1,37	0,14	99,82	16 969 250	109 753	1,98 %	6
Intrum Justitia AB	13.05.2014	0,00		15 000 000	14 878 000	1,54	0,36	99,51	14 926 402	48 402	1,74 %	6
Volkswagen Finans Sverige AB	30.05.2014	0,00		15 000 000	14 892 935	1,45	0,41	99,48	14 922 461	29 526	1,74 %	6
Castellum AB	15.05.2014	0,00		12 000 000	11 916 638	1,59	0,36	99,48	11 937 915	21 277	1,39 %	6
Castellum AB	07.02.2014	0,00		11 000 000	10 916 444	1,34	0,10	99,87	10 985 370	68 926	1,28 %	6
Intrum Justitia AB	26.02.2014	0,00		10 000 000	9 917 230	1,33	0,15	99,80	9 980 444	63 215	1,17 %	6
Volkswagen Finans Sverige AB	12.03.2014	0,00		10 000 000	9 967 854	1,26	0,19	99,77	9 977 440	9 586	1,16 %	6
Fabege AB	17.03.2014	0,00		10 000 000	9 923 151	1,43	0,21	99,72	9 972 396	49 245	1,16 %	6
Fabege AB	10.04.2014	0,00		10 000 000	9 914 341	1,49	0,27	99,63	9 962 909	48 569	1,16 %	6
Arla Foods amba	23.04.2014	0,00		10 000 000	9 928 515	1,48	0,31	99,59	9 959 124	30 609	1,16 %	6
Castellum AB	10.03.2014	0,00		9 000 000	8 923 702	1,41	0,19	99,75	8 977 590	53 888	1,05 %	6
Getinge AB	08.04.2014	0,00		7 000 000	6 859 674	1,53	0,26	99,62	6 973 665	113 991	0,81 %	6
Trelleborg Treasury AB	14.08.2014	0,00		7 000 000	6 926 464	1,39	0,61	99,11	6 937 379	10 915	0,81 %	6
Finanssertifikater												
Ikano Bank SE	06.11.2014	0,00		42 000 000	41 197 834	1,56	0,84	98,59	41 407 465	209 631	4,83 %	5
Ikano Bank SE	17.02.2014	0,00		4 000 000	3 946 881	1,26	0,13	99,84	3 993 737	46 855	0,47 %	5
SUM VERDIPAPIRPORTEFØLJE[5]					**837 348 877**				**840 176 188**	**4 457 086**	**98,29 %**	

Nøkkeltall portefølje	
Effektiv rente	1,52 %
Effektiv rente til kunder [1]	1,32 %
Durasjon [2]	0,21

[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 kredittrisiko og klasse 6 har høyest kredittrisiko.
Risikoklasse 1: Overnasjonale organisasjoner
Risikoklasse 2: Stat og statsgaranterte papirer innenfor EØS
Risikoklasse 3: Stat og statsgaranterte papirer utenfor EØS
Risikoklasse 4: Fylker og kommuner
Risikoklasse 5: Banker og finansinstitusjoner
Risikoklasse 6: Industri

[5] For verdi av likviditet i porteføljen pr 31.12.13 henvises til balansen.

Alle rentepapirene er omsatt i det svenske markedet.

Andelskurs pr 31.12.2013 100,9781

Kr 19.183.899,- er besluttet utdelt til andelseierne
Dette vil medføre en reduksjon i andelskurs tilsvarende utbetalt pr andel på utbetalingstidspunktet.

Tilordning av anskaffelseskost:
For SKAGEN Krona benyttes FIFO-prinsippet ved beregning av realisert kursgevinst/-tap ved salg.

Til styret i SKAGEN AS

Revisors beretning

Uttalelse om årsregnskapet

Vi har revidert årsregnskapet for verdipapirfondene, som består av balanse per 31. desember 2013, resultatregnskap 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 2013:

SKAGEN Vekst	NOK	1 660 057 000
SKAGEN Global	NOK	11 055 789 000
SKAGEN Kon-Tiki	NOK	8 327 903 000
SKAGEN Avkastning	NOK	31 003 000
SKAGEN Høyrente	NOK	90 947 000
SKAGEN Høyrente Institusjon	NOK	28 820 000
SKAGEN Tellus	NOK	42 765 000
SKAGEN Krona	SEK	20 129 000
SKAGEN m²	NOK	-20 399 000
SKAGEN Balanse 60/40	NOK	17 884 000

Styrets ansvar for årsregnskapet

Styret i forvaltningsselskapet er ansvarlig for å utarbeide årsregnskapet og for at det gir et rettvisende 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 fondets utarbeidelse av et årsregnskap som gir et rettvisende bilde. Formålet er å utforme revisjonshandlinger som er hensiktsmessige etter omstendighetene, men ikke for å gi uttrykk for en mening om effektiviteten av fondets 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 og gir et rettvisende bilde av den finansielle stillingen til verdipapirfondene per 31. desember 2013, 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 disponering av årsresultatene 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 forenklet revisorkontroll av historisk finansiell informasjon", mener vi at ledelsen har oppfylt sin plikt til å sørge for ordentlig og oversiktlig registrering og dokumentasjon av selskapets regnskapsopplysninger i samsvar med lov og god bokføringsskikk i Norge.

Stavanger, 30. januar 2014
PricewaterhouseCoopers AS

Gunstein Hadland
Statsautorisert revisor

Returadresse:
SKAGEN Fondene, Kongens Nytorv 8, 4. sal, 1050 København K

Vi gør dine investeringer enkle og overskuelige

- Har dine investeringer givet for lave afkast?
- Er dine investeringsomkostninger for høje?
- Er dine investeringer for komplekse?

Hvorfor gøre investeringer komplicerede, når det kan gøres enkelt og gennemskueligt – både hvad angår produkter, omkostninger og afkast?

Mange undersøgelser dokumenterer, at investorer, som ofte køber og sælger deres værdipapirer, opnår et lavere afkast, end dem som tænker langsigtet.

I SKAGEN Fondene tilbyder vi udelukkende få og globale aktie- og obligationsprodukter. Vi går målrettet efter langsigtede investeringer, og det har været med til at give vores kunder solide afkast.

Ønsker du rådgivning eller bare en uddybende dialog?

Vi hjælper med at finde ud af, om du får nok ud af din formue og investeringer i forhold til dine ønsker og fremtidige behov. Vi kigger selvfølgelig også på dine omkostninger, så det bliver enkelt og gennemskueligt – og tager en snak om fordelene ved at investere.
Ring 7010 4001 og aftal nærmere.

Kom til investeringsmøder rundt i landet

Viborg den 6. maj
Kolding den 7. maj
Næstved den 13. maj
Aarhus den 23. september
København den 25. september
Læs mere og tilmeld dig på skagenfondene.dk/tilmeld
eller ring til os på 7010 4001.

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 2011, 2009 og 2007 blev vi kåret som Årets Investeringsforening i Danmark af Dansk Aktie Analyse og Morgenavisen Jyllands-Posten.

SKAGEN i Danmark
Kundeservice er åben mandag til fredag klokken 9-17.
Kom forbi vores kontor på Kongens Nytorv 8, 4. sal, ring, eller send en e-mail, så vil vi gøre, hvad vi kan for at hjælpe dig.

Telefon 70 10 40 01
Kongens Nytorv 8, 4. sal
1050 København K
kundeservice@skagenfondene.dk
CVR-nummer 29 93 48 51
www.skagenfondene.dk

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

Redaktion:
Christian Jessen (redaktør), Vevika Søberg (medredaktør), Parisa K. Lemaire, Anna S. Marcus, Ole-Christian Tronstad.

Oplag: 13.600
Design: Werksemd og Kaland Marketing
Dansk sprogforvaltning: adverbium, Languagewire og SKAGEN Fondene
Grafisk produktion, tryk og udsendelse: Rosendahls A/S
Forsidefoto: Daniel Brokstad

SKAGEN fondene