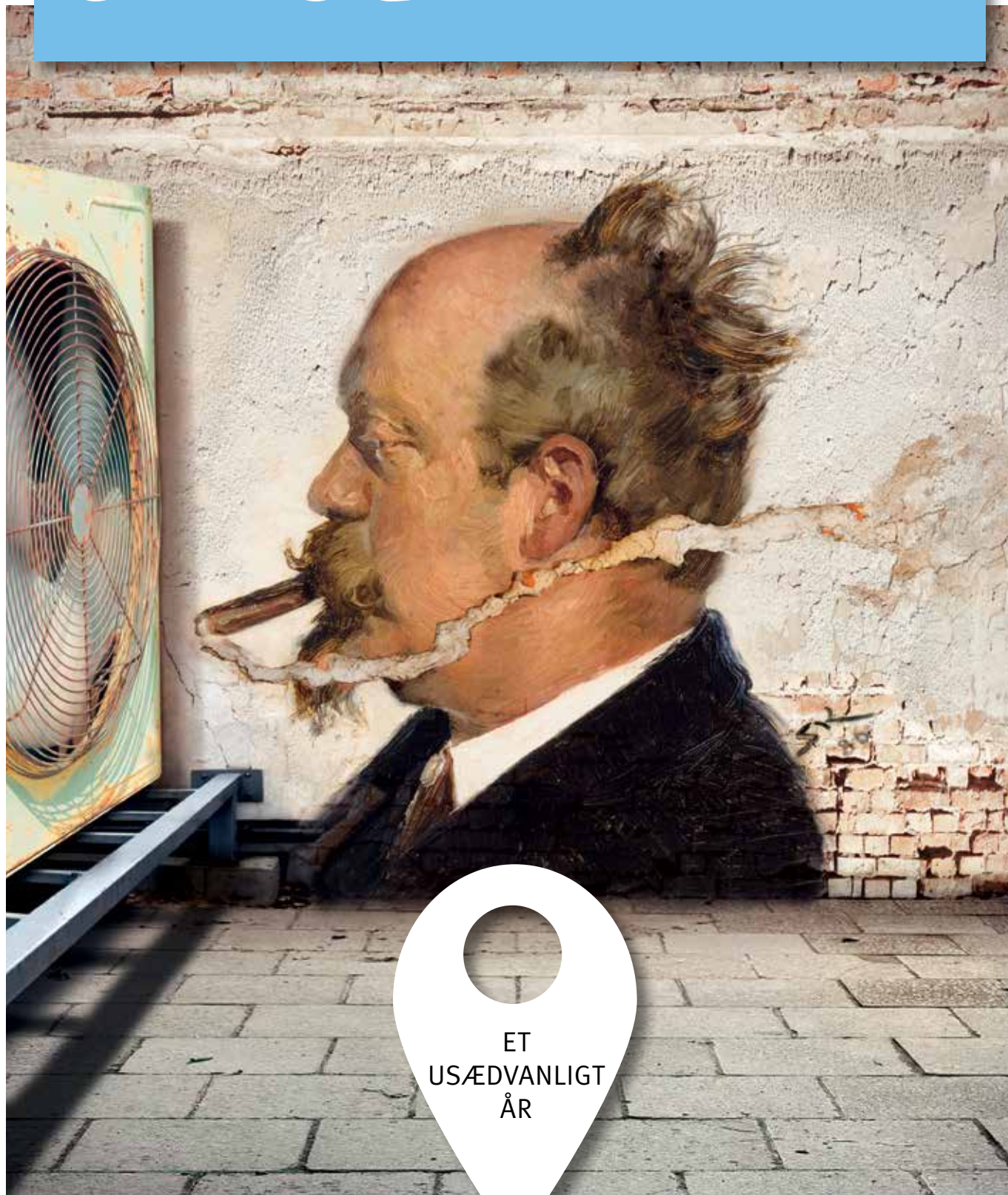


ÅRSRAPPORT 2014

SKAGEN



ET
USÆDVANLIGT
ÅR

VI HOLDER FAST I FILOSOFIEN I MEDVIND OG MODVIND

www.skagenfondene.dk

Alt er relativt

Når du læser denne årsrapport, kan du få det indtryk, at 2014 har været et dårligt år for SKAGEN Fondenes investorer. Det er også delvis korrekt.

Historieskrivning er sjældent helt enkel og entydig. Der er mange måder at beskrive aktieåret 2014 på – det afhænger af, hvilket perspektiv man har. Jeg vil beskrive sidste år som et usædvanligt år. Vi oplevede som sædvanlig uforudsete hændelser, der kom til at præge markederne og derigennem vores fonde. Det ualmindelige var, at en række af disse hændelser indtraf mere eller mindre samtidig.

Rusland- og Ukraine-krisen vil blive dækkende beskrevet i porteføljeforvalternes beretning. Lad mig kort gøre opmærksom på, at selv om SKAGENS forvaltere er dygtige til at tage kalkuleret risiko, kom den politiske risiko i Rusland som en overraskelse. Da den koreanske bilproducent Hyundais ledelse besluttede, at de ville betale langt over markedspris for en ejendom i Seoul, kom det også som et lyn fra en klar himmel. Hyundai er en stor post i vores porteføljer, og ejendomshandelen fik stor effekt. Det skal dog siges, at Hyundai indhentede det tabte i løbet af nogle uger.

Fintmærkende forvaltere og finansfolk verden over kender begrebet sorte svaner. Altså det fænomen, at noget usandsynligt alligevel indtræffer. Måske var Rusland og Hyundai ikke sorte svaner, men i min optik var de meget mørkegrå.

Alt er relativt

Alle vores fonde leverede positive afkast i 2014, hvis man ser isoleret på afkasttallene. Aktiefondene gav investorerne et afkast efter omkostninger i størrelsesordenen 3 til 25 procent, og vores rentefonde præsterede helt op til 14 procent. Men ganske usædvanligt er det relativt et dårligt afkast. SKAGEN Fondenes ambition er at levere bedre afkast end fondenes referencindekser, altså bedre end de markeder,

hvor fondene har mandater. Det formåede vi ikke i 2014. Det er højst usædvanligt, og vi er selvfølgelig ikke tilfredse med det.

Som aktive, valuebaserede forvaltere er vores vigtigste opgave at levere langsigtet afkast i verdensklasse. Det var vi ikke i stand til sidste år. Forvalterne arbejder hver dag med at finde de bedste selskaber og de bedste papirer, som kan give investorerne det bedste afkast, også relativt. I praksis vil det sige, at de leder efter kvalitetsinvesteringer, hvor andre ikke tænker på at lede.

Stolt af at være aktiv

Vi taler meget om vores investeringsfilosofi. Så snart vi har en anledning, sætter vi fokus på vores tre U'er – Undervurderet, Underanalyseret og Upopulær. I 2014 var det ikke særlig moderne at tale om den aktive forvaltning, vi beskæftiger os med. 2014 var et år, hvor den såkaldte indeksforvaltning blev virkelig populær. En indeksfond investerer helt i overensstemmelse med et indeks, for eksempel S&P 500. Indeks-fonde med høj vægtning mod amerikanske selskaber havde et utrolig godt år. Her i SKAGEN kalder vi det gennemsnitsforvaltning.

Det sker, at vi får spørgsmål fra kunder og andre om, hvorfor vi ikke lancerer indeksfonde. Svaret er ganske enkelt, vi mener, at vi kan gøre det bedre end markedet. Det har også været tilfældet siden start i alle vores fonde. Hvis alle løber efter gennemsnittet, vil der på sigt opstå bobler i markedet. Derfor vil der altid være behov for, at nogen foretager selvstændige analyser og ikke følger flokken blindt. Fordelen er fra vores ståsted, at når mange følger gennemsnittet, vil der opstå muligheder for aktive valuebaserede forvaltere som os i det lange løb.

Forandring

2014 har også været en smule usædvanlig for kunder og ansatte i SKAGEN. En mærkbar ændring er, at den tekst, du læser lige nu, er skrevet af en helt ny administrerende direktør og ikke af Harald Espedal. Tilsvarende vil du konstatere, at Knut Gezelius er ny hovedforvalter i SKAGEN Global efter Kristian Falnes. Haralds og Kristians indsats for SKAGEN kan næppe overvurderes. De har som centrale medarbejdere arbejdet utrætteligt i mange år for at give investorerne det bedste afkast og service, vi formår. Vi er meget taknemmelige for indsatsen og ønsker dem begge held og lykke med spændende opgaver fremover.

Når nogen stopper, tager andre over. Sådan er det også i SKAGEN. Jeg synes, at den store tilgang af nye, dygtige medarbejdere er særlig glædelig. Porteføljeforvalter Filip Weitntraub er tilbage i SKAGEN. Filip forvaltede med stor succes SKAGEN Global i ni år. I 2015 lancerer vi en ny fond med Filip som forvalter. Vi ønsker ham velkommen tilbage. Organisationen har efter min opfattelse aldrig været stærkere og mere kompetent. Du kan læse mere om SKAGENS overgang til fremtidig ejerstruktur i bestyrelsens beretning.

Vi skrev i årsrapporten sidste år, at svingningerne ville blive større i 2014. Det var usædvanlig præcist! Tak, fordi du er med os!



– Leif Ola Rød
Administrerende direktør



USAs popularitet. 2014 blev præget af en stærk dollar og imponerende resultater fra USA. Den amerikanske centralbankchef Janet Yellen (nr. 2 fra v.) o et selfie-øjeblik med deltagere på IMF-mødet i oktober 2014.



Absolut godt år. SKAGEN m² leverede 25,3 procent i afkast, lidt efter sit referenceindeks. På billedet Hong Kong centrum, hvor fonden har investeret i Soho China Ltd.



Store smil. Satya Nadella og Microsoft havde et godt år med 27 procent i afkast og den var den femtestørste bidragsyder i SKAGEN Global.

Foto: Bloomberg

LEDER

Alt er relativt › 2
Leif Ola Rød

**Modvind for aktiv
valueinvestering i 2014** › 4
Ole Sæberg

PORTEFØLJE- FORVALTERNES BERETNING

INDLEDNING

**Hestens år har været
begivenhedsrigt** › 7
– Nu ser vi frem mod et mere
roligt år i fårets tegn

Rentekommentar › 11
Eksflation

AKTIEFONDE

SKAGEN Kon-Tiki › 12
Et år med politiske forandringer

SKAGEN Global › 16
Modvind fra USA

SKAGEN Vekst › 20
For meget Oslo Børs

SKAGEN m² › 24
Ejendommeligt godt 2014

OBLIGATIONSFONDE

SKAGEN Tellus › 28
Solidt afkast

SKAGEN Avkastning › 29
Godt afkast i lavrenteklima

SKAGEN Credit › 30
Hård start, men lyse udsigter

CSR update

**Et år med samfundsgavnlige
projekter** › 34

REGNSKAB

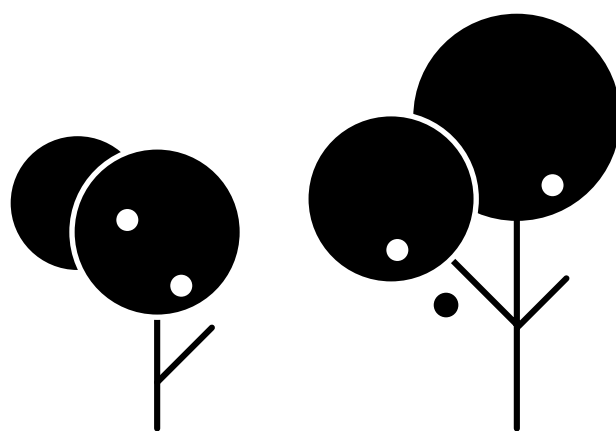
Ejerstruktur › 37
Bestyrelsens beretning › 38
Regnskab › 42
Noter › 45
Revisors beretning › 66

SKAGEN søger efter bedste evne at sikre, at al information givet i denne rapport er korrekt, men tager forbehold for eventuelle fejl og udeladelser. Udtalelserne reflekterer porteføljevalternes syn på et givent tidspunkt, og dette syn kan ændres uden varsel.

Rapporten skal ikke forstås som et tilbud eller anbefaling om at købe eller salg af finansielle instrumenter. SKAGEN påtager sig intet ansvar for direkte eller indirekte tab eller udgifter, som skyldes brug eller forståelse af rapporten. SKAGEN anbefaler alle, som ønsker at investere i vores fonde, at tage kontakt til en kvalificeret rådgiver på telefon 70 10 40 01. Du kan også sende en e-mail til kundeservice@skagenfondene.dk.

Modvind for aktiv valueinvestering i 2014

SKAGEN vil holde sig på valueinvesteringens smalle sti, selv om de dyrt prisfastsatte vækstselskaber er populære for tiden.



2014 står tilbage som et usædvanligt år. Aktivt forvaltede aktiefonde som SKAGENS klarede sig ikke godt i 2014. Det gjorde value-aktier heller ikke. Den relativt lave performance har ikke kun ramt SKAGEN. Langt størstedelen af de aktivt forvaltede fonde underperformede sidste år.

Sidste gang, at value-investorerne underperformede mod vækst-investorerne, var i 1999. Dengang var it-boblen på sit højeste. Men denne gang er der ikke en enkelt, isoleret årsag, som kan forklare performance.

Man må imidlertid bemærke en række forhold. Kapitalflowet er mere og mere gået i retning af passiv investering, herunder ETF'er og indeksfonde. Amerikanske investorer har også trukket sig tilbage til USA på grund af de forbedrede økonomiske udsigter her. Det har samtidig styrket den amerikanske dollar. S&P 500 gav den USA-baserede dollar-investor 13,7 procent igen i 2014, mens den eurobaserede investor opnåede et afkast på 29,5 procent.

Den amerikanske performance er imponerende med tanke på at MSCI All Country World Index gav et afkast på 4,9 procent

i dollar og 19,4 procent i euro i 2014. Den store vinder i 2014 var kort sagt USA.

Tilsvarende genererede MSCI Value-indekset 3,7 procent i dollar og MSCI Growth 5,9 procent i afkast. 2014 var dermed det femte år i træk, hvor 'vækst' slog 'value'.

Tilstrømningen af kapital ind i indeksfonde var betydeligt, og investeringer blev foretaget direkte på et givent indeks' vægtning af aktier. Dette førte til et rally i store large-cap-selskaber som Apple, Microsoft og Berkshire Hathaway i 2014.

Aktive valuebaserede investorer foretrækker at investere i de skjulte juveler med udsigter til værdiskabelse. Generelt er det ikke sådanne selskaber de store komponenter i indekserne består af. Valueinvestorer foretrækker desuden at udvælge aktier i urolige perioder, hvor de fleste investorer holder sig inden døre, selv om at risikoen derved meget vel kan være højere. Mange af disse skjulte juveler underperformede i 2014.

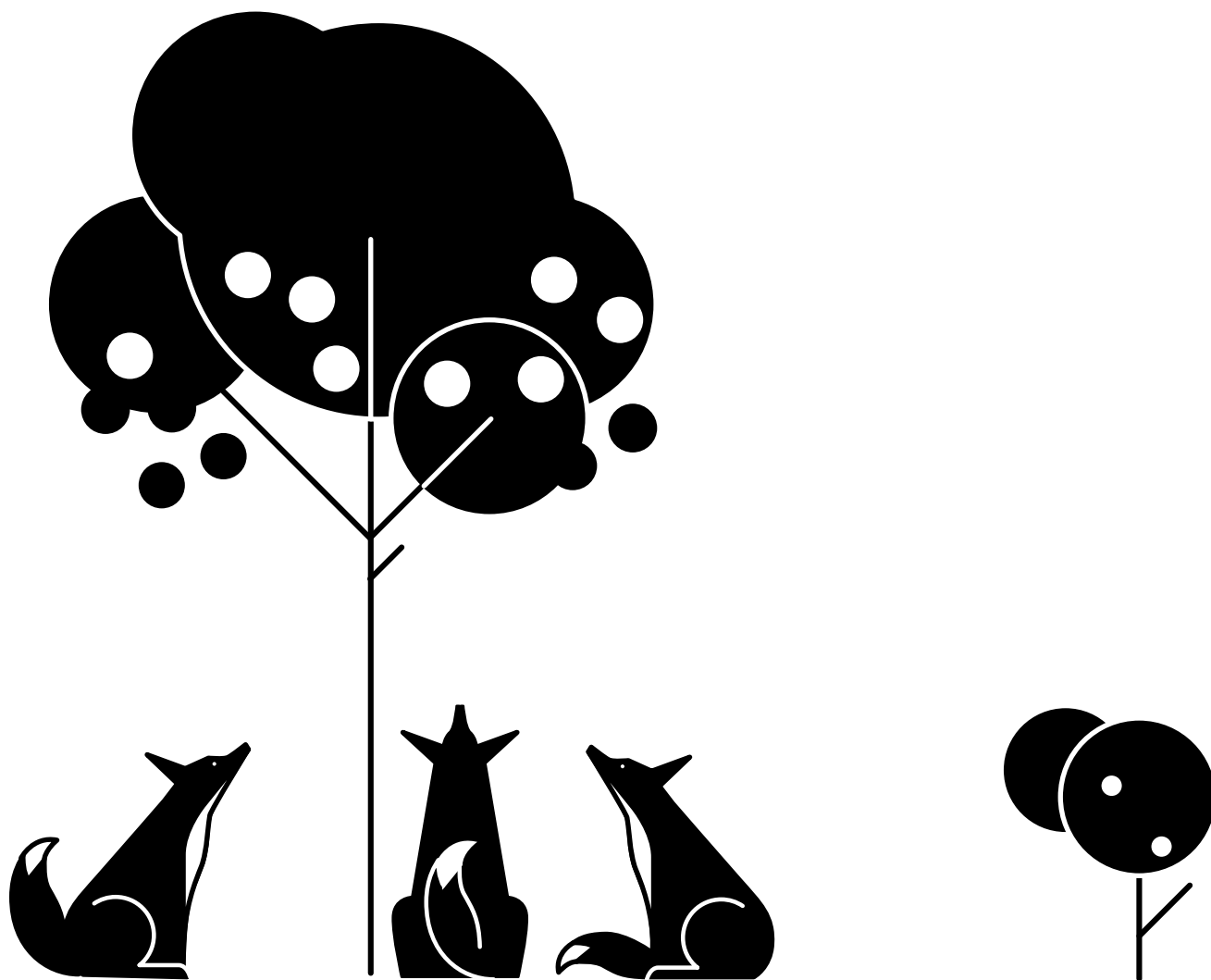
Game over for value?

Er den aktive valuebaserede investeringsstil sakkert bagud i udstødningsrøgen fra

vækst- og indeksfondenes hurtigtog? 2014 kunne tyde på det, eftersom langt størstedelen af de aktive valuefonde underperformede. Men at være aktiv betyder imidlertid, at ens eksponering nødvendigvis afviger fra indekset, hvis man vil præstere bedre end indekset på lang sigt.

SKAGENS aktiefonde har alle en aktiv andel på over 90 procent sammenlignet med indeksets aktive andel på nul procent. Den aktive investor kan finde gode virksomheder, der går langt under radaren hos andre investorer. Faktum er, at de sidste 10 års største relative værdiskabere ikke var de største large-caps i 2014. I 2004 var de fem største globale aktier målt i markedsværdi General Electric, Exxon, Microsoft, Citigroup og Wal-Mart. De er alle fundamentalt sunde selskaber, hvis performance har svinget en del i løbet af de seneste 10 år. Selskabet med den største markedsværdi i 2014 er Apple, som er vokset fra 15 til 650 milliarder US dollars i perioden. De største aktører fra 2004 har enten præsteret omtrent på linje med S&P 500 eller ringere.

SKAGENS speciale har siden 1993 været at udvælge de gode aktier. Vores fonde



Flokken samler sig. Når passive forvaltere samler sig rundt om store populære selskaber, stiger kursen. Det giver aktive værdibaserede forvaltere muligheder for at finde godbidder andre steder.

indeholder lovende selskaber med lav værdifastsættelse. Desværre er det globale likviditetsflow i vid udstrækning gået uden om disse i 2014.

Den finansielle tyngdelov

Situationen i 2014 kan risikere at brede sig og fortsætte ind i 2015, hvor den amerikanske honningkrukke fortsat tiltrækker investorer. Hvis stadig flere passive penge bevæger sig ind i indeksfondene, vil de automatisk allokeres i aktierne med den største markedsværdi – og presse disse aktier højere og højere opad.

De passive penges uophørlige inflow i markederne skubber Apples aktie stadig

højere op. SKAGEN ejer ikke aktier i Apple, og vi kommenterer ikke aktier, som vi ikke ejer. Det er dog fristende at huske på, hvad der ramte Newton i hovedet, da han fik ideen til den fysiske tyngdelov.

Den finansielle tyngdelov er muligvis ude af spil for en tid, men i det lange løb fornægter den sig ikke. En investering med et højere afkast og en solidt sammensat værdiskabelse vil i den sidste ende outperforme investeringen med det lavere afkast. Et selskab med en god indtjeningsprofil og en værdifastsættelse, der er ude af trit med de indre værdier, vil med andre ord sejre.

Valueprofiler varierer kraftigt fra region til region. Globale selskaber i Europa og

Asien fremstår som meget attraktive sammenlignet med tilsvarende nordamerikanske selskaber.

Den igangværende værdiskabelse, vi kan se i vores aktie- og pengemarkedsfonde, vil før eller siden blive afspejlet i markedspriserne.



– Ole Søbørg
Investeringssdirektør

ET UDFORDRENDE ÅR FOR AKTIVE VALUEINVESTORER

- Berkshire Hathaway, som ledes af den berømte value-investor Warren Buffett, præsterede svagere end markedet – S&P 500 – i den seneste femårsperiode frem mod første kvartal 2014.
- Andelen af amerikanske large-cap investeringsforeninger, som outperformede referenceindekset i 2014, var ifølge Goldman Sachs ca. 15 procent – andre opgørelser sætter tallet endnu lavere.
- Flowet af nye penge ind i ETF'er var omkring 275 mia. USD i 2014, svarende til værdien af de samlede aktiver

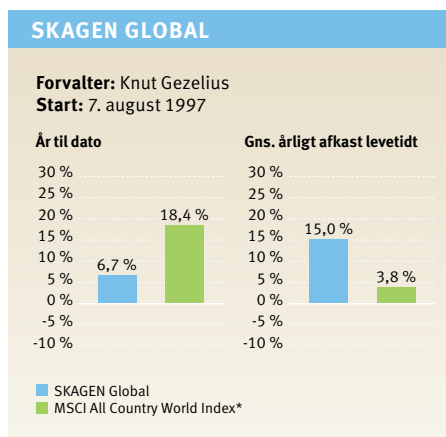
i ETF'er for ti år siden ifølge Financial Times.

- Den samlede værdiskabelse der har fundet sted vil før eller siden reflekteres i aktiekursen.

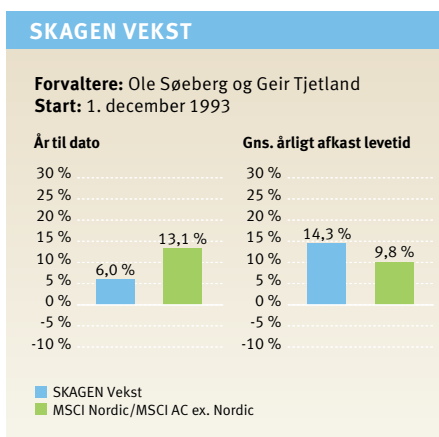
Udvikling

Tallene på denne side er henholdsvis opgjort siden årsskiftet og siden fondenes start. Alle afkasttal er vedrørende andelsklasse A og opgjort i DKK. Tabellerne er opdateret den 31. december 2014.

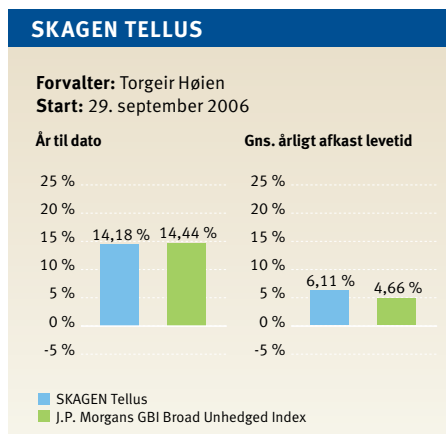
Aktiefond **Obligationsfond**



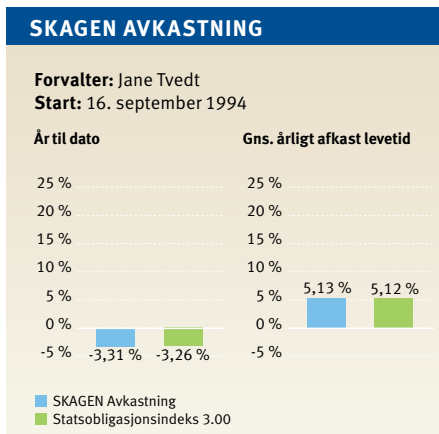
* Før 1.1.2010 var indeks MSCI World (NOK)



* Før 1.1.2010 var indeks OSEBX. Før 1.1.2014 OSEBX / MSCI AC (50/50) Investeringsmandatet blev ændret 1.1.2014 (se mere side 23)



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

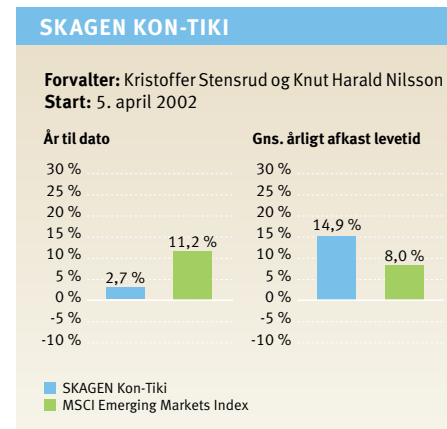


Ovenstående tabeller viser afkast for SKAGENs fonde sammenlignet med deres respektive referenceindeks målt i danske kroner.

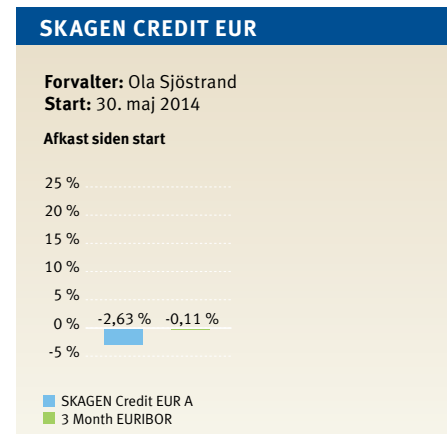
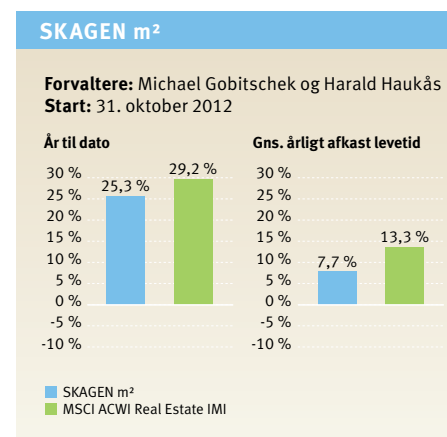
SKAGEN Fondene har altid anvendt udbyttejusterede sammenligningsindeks, og fondenes afkast er opgjort efter omkostninger. På side 33 finder du en udførlig oversigt over samtlige SKAGEN Fondenes nøgletal og begrebsforklaringer.

Ovenfor er vist udvalgte fonde, som SKAGEN har tilladelse til at markedsføre i Danmark. 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 uoverens-

stemmelser mellem den norske udgave og den danske oversættelse er den norske tekst gældende. Den norske version af Årsrapporten er tilgængelig på www.skagenfondene.no. Udtalelserne i rapporten afspejler portefølje-forvalternes 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 2014 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



* Før 1.1.2004 var indeks MSCI World Index (Daily Traded Net Total Return)



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 den 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.

Medmindre andet er angivet er alle afkasttal i denne rapport vedrørende andelsklasse A og er efter omkostninger.

Porteføljeforvalternes beretning

Introduktion

- › 2014 var præget af en stærk amerikansk dollar og svage olievalutaer
- › De faldende obligationsrenter overraskede markederne, i og med at Eurozonens økonomi svækkedes
- › Kurserne steg mere eller mindre i overensstemmelse med indtjeningen i 2014, og vækstaktierne overhalede valueaktierne
- › I 2015 vil vi sandsynligvis se en global BNP-vækst på 3,5 %, og lavrentescenariet vil fortsætte



Foto: Bloomberg

Problemer med rublen: Et neonskilt viser vekslekursen til euro og dollar målt i rubler i Moskva. Rublen faldt til rekordlave niveauer og forværrede Ruslands valutakrise.



Foto: Bloomberg

Forskellige udsigter: Den stærke amerikanske økonomi og dollar er positiv for de nye økonomier med eksponering mod USA. Eurozonen har brug for håndfast lederskab for at opnå en bæredygtig økonomisk vækst. I 2015 forventes en global vækst i BNP på 3,5 procent. I forreste række fra venstre Janet Yellen, formand for Fed, og Christine Lagarde, administrerende direktør for IMF. Bag hende Mario Draghi, chef for ECB, under IMF's årsmøde i 2014.

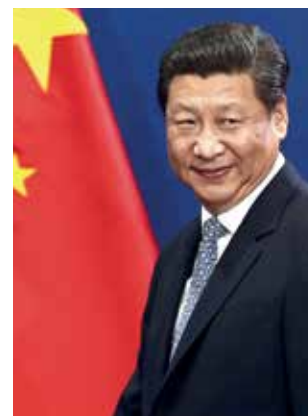


Foto: Bloomberg

Størst i verden. I Kina genererede Xi Jinpings initiativ et stærkt sommerrally. Kina forventes at vækste med ca. syv procent, efterfulgt af USA med tre procent og Eurozonen og Japan med en procent. I 2014 blev Kina verdens største økonomi ifølge IMF.



Hestens år har været begivenhedsrigt

Nu ser vi frem mod et mere roligt år i fårets tegn

– Ole Søbereg

Investeringsdirektør

Ifølge den kinesiske kalender var 2014 hestens år – et smukt, men også indimellem uregerligt dyr, der kan give dig en god tur, hvis du ved, hvordan det skal behandles.

I modsætning til hesten er fåret et fredfyldt dyr, som bringer ro og går i flok. Mærkeligt nok kan fåret kun bevæge sig fremad. Ikke bagud eller til siden. Så ifølge den kinesiske kalender bør 2015 blive et godt og fredeligt år, hvor markederne bevæger sig synkront fremad. Det er gode nyheder for valuebaserede kontrære investorer. Det er vi i SKAGEN Fondene – vi drager fordel af flokmentaliteten, inden flokken begynder at gå i vores retning.

Vores forudsigelser i starten af 2014

Efter gode resultater i 2012 og 2013 var udsigterne for aktier og obligationer forsigtige i begyndelsen af 2014. Investorerne

havde oplevet øget økonomisk aktivitet på de udviklede markeder og fortsat øget aktivitet på de nye markeder, hvilket førte til højere indtjening i 2013. Alligevel frygtede investorerne, at de højere renter ville gøre obligationer til et attraktivt alternativ til aktier. En række parlamentsvalg på de vigtigste vækstmarkeder i 2014 gjorde udviklingen endnu mere uforudsigelig.

2014 har i tilbageblik været præget af uventede hændelser på de økonomiske markeder. Væksten i det amerikanske aktiemarked på 13,7 procent var imponerende, i forhold til at MSCI All Country World Index gav et afkast på 4,9 procent for den USD-baserede investor, mens tallene for en EUR-baseret investor var på henholdsvis 29,5 procent og 19,4 procent.

Overraskelserne i 2014 omfattede konflikten i Ukraine, store skattemotiverede

fusioner og overtagelser, markant lavere obligationsrenter, en stærk USD og hastigt faldende oliepriser ved slutningen af året. Amerikanske aktier voksede i styrke ligesom den amerikanske dollar. Indien og Kina fulgte godt med – reformstærke Narendra Modi blev valgt til premierminister i Indien, og præsident Xis initiativer i Kina udløste optimisme siden sommer. På den anden side styrteddykkede kurserne i Rusland og Brasilien. Alle disse begivenheder påvirkede udviklingen på de finansielle markeder.

I de finansielle historiebøger må vi derfor forvente følgende for 2014:

Stærk dollar og svage olierelaterede valutaer

Hvis vi laver et tankeeksperiment og opfatter en nations valuta som dens egenkapital, får vi et klart finansielt billede af 2014. USA er et

I historiebøgerne bliver 2014 formentlig husket som året med en stærk dollar og svage olievalutaer

veldrevet selskab, Japan skal stadig bevise, at landet kan omstrukturere forretningen, og Rusland har brug for en helt ny styringsmodel. Samtidig har Brasilien og Euroområdet begge brug for en stærkere ledelse for at opnå en bæredygtig økonomisk vækst.

Udviklingen på valutamarkedene i 2014 var helt ekstraordinær – den stærke dollar og de svage olievalutaer satte dagsordenen. Effekten af valutabevægelserne på obligations- og aktiemarkedene er ikke set i denne størrelsesorden siden 1992, 1998 og 2008.

Den stærke amerikanske dollar og økonomi var godt nyt for eksportpriserne for råvareproducenterne trods lavere priser på markedet. Det skabte fordele for mange nye vækstøkonomier, råvareproducenter og virksomheder med direkte eksponering mod den amerikanske økonomiske ekspansion.

I et bredere perspektiv fremmer de frit flydende valutamarkeder en korrekt og effektiv fordeling af kapital. De kan dog skabe en vis bekymring i perioder med hurtig tilpasning, som den russiske rubel gjorde i slutningen af 2014. Indtil Rusland får en bedre regeringsførelse og omstrukturerer mod fremtiden, vil det formentlig fortsat gå ud over egenkapitalen/valutaen.

Stærk absolut men svag relativ performance

SKAGENs aktiefonde genererede alle positive absolutte afkast på mellem 3 og 25

procent i DKK i 2014 med SKAGEN m² som den bedste performer. Lave renter og en ny klassifikation af fast ejendom øgede interessen. Den stærke amerikanske dollar og et amerikansk aktiemarked i vækst påvirkede den relative performance negativt, da alle aktiefondene har haft en betydelig undervægt i USA.

SKAGENs obligationsfonde præsterede alle på niveau med deres indeks målt i DKK. I spidsen var SKAGEN Tellus, som gav et afkast på 14 procent i DKK.

I løbet af 2014 blev vores tiende fond SKAGEN Credit lanceret, hvilket giver investorerne mulighed for at blive eksponeret mod det globale marked for erhvervsobligationer.

For mere detaljerede beskrivelser om vores fondes præstationer henvises til fondenes egne beretninger i denne rapport.

Vækst forude

Udsigten for de finansielle markeder i 2015 peger på en global BNP-vækst på 3,5 procent. Den vil dog være skævt fordelt, da væksten i Kina ser ud til at vokse omkring 7 procent, USA 3 procent, og Euroområdet og Japan 1 procent. I dette scenarie forventes obligationsrenten at forblive lav, selv om Europa formentlig vil indføre kvantitative pengepolitiske lempelser, og Federal Reserve vil hæve de korte renter i USA.

For obligations- og aktiemarkedene vil 2015 være det syvende år med fremgang

efter afgrunden i 2008/09. Fremgangsperioden er en af de hidtil længste, og simpelt hen på grund af varigheden forudsiger flere prognosemagere nu en dyster fremtid. Den kan meget vel komme, men ikke på grund af den forløbne tid – snarere på grund af økonomisk afmatning eller kollaps af aktivværdier efter overdreven finansiell spekulation eller konflikter osv. Ikke desto mindre forventer investorerne, at aktiekurserne vil vokse i takt med indtjeningen i 2015.

Råvaremarkedernes præstationer i sidste del af 2014 tegnede et klart billede: Efterspørgslen er i de fleste tilfælde stabil, men udbudssiden og lagertilpasningen har øget output, med en betydelig indvirkning på prisfastsættelsen. Olie og gas er langt den største handelsvare. Da amerikansk skifer, russiske producenter og OPEC-producenterne øgede produktionen ud over den daglige efterspørgsel, var effekten derfor et overraskende fald i oliepriserne på 50 procent.

Positive tendenser

Om et år kan vi igen gøre status over, om positionerne i vores porteføljer har udviklet sig i tråd med vores verdensbillede. I et bottom-up perspektiv ser vi mange positive tendenser. Samsung Electronics har potentiale til at genvinde en stærkere position på det globale smartphone-marked med deres nye bøjelige skærme, banebrydende semiconductors og stærkere virksomhedsledelse inkl. bedre økonomisk disciplin i selskabet. Det sidste gælder også for Hyundai/Kia. Den stærke vækst i USA gør udsigterne endnu lysere for de aktører i Sydkorea og Taiwan, der har stærke forretningsmæssige bånd til USA.

I et top-down perspektiv ser vi mange muligheder for selskaber, som i øjeblikket er upopulære og handles til betydelige earnings yield-præmier mod markedet. Ud fra tidligere erfaringer bør 2015 blive et hæderligt investeringsår, forudsat at vores forventninger i hovedsagen er korrekt. Afkast kan forventes mellem 8-14 procent i lokal valuta, bestående af 6-10 procent vækst i indtjeningen og 2-4 procent i udbyttebidrag. Faktaboksen på næste side giver et indblik i de overordnede tendenser i forhold til de globale aktieafkast i 2015.

FAKTABOKS / NØGLETAL I FORHOLD TIL DE GLOBALE AKTIEAFKAST

	2013	2014	2015
Global GDP (IMF)	3.2%	3.3%	3.5%
Advanced economies	1.3%	1.8%	2.4%
Emerging economies	4.7%	4.6%	5.0%
INFLATION (IMF)			
Advanced economies	1.4%	1.4%	1.7%
Emerging economies	5.9%	5.4%	5.3%
SALES GROWTH (BB/MSCI)			
MSCI Developed	-1.0%	2.6%	4.3%
MSCI EM	1.8%	5.5%	6.1%
EARNINGS GROWTH (BB/MSCI)			
MSCI Developed	2.0%	8.3%	11.1%
MSCI EM	5.7%	11.6%	11.9%
P/E			
MSCI Developed	17.1x	15.8x	14.6x
MSCI EM	11.7x	10.5x	9.4x
DIVIDEND YIELD			
MSCI Developed	2.6%	2.5%	2.7%
MSCI EM	2.9%	3.0%	3.2%

Source: IMF, MSCI, Bloomberg

PROGNOSE

GODE OG DÅRLIGE OVERRASKELSER

Prognoserne for et nyt år holder sjældent stik. Vi lever i en dynamisk verden, hvor uforudsete hændelser kan udvikle sig og indvirke kraftigt på de finansielle aktiver. Mulige positive og negative afvigelser for 2015 kan blive:

Lavere oliepriser vil reducere de energiproducerende regeringers indkomst. De kan blive nødt til at skære i udgifterne. Resultatet kan blive politisk uro og finansieringsproblemer. I en globaliseret digital verden kan meninger og politiske handlinger spredes med lynets hast. Vi ser derfor politisk uro som en af de største risici i 2015 og krydser fingre for, at større regionale krige og konflikter forbliver risiko og ikke realitet.

Forsvarsudgifterne i flere lande stiger, uden at regeringernes indtægtsstrømme nødvendigvis følger med. Sådanne ubalancer i budgetterne øger risikoen for sammenbrud. Samtidig giver oprustning og politisk apati en farlig cocktail i en periode, hvor der er behov for, at verdens regeringer er i kontrol. Hvis der breder sig en opfattelse af, at uroen i verden bliver større, kan det meget nemt føre til et uvelkomment fald på 20 procent. Det kan få befolkningerne til at skære ned på forbruget, hvilket vil ramme økonomien negativt.

Slutningen af 2014 bød på svære udfordringer for de energirelaterede virksomheder, hvilket havde en kraftig indvirkning på de olierelevante valutaer. Fremtidens oliepris og udsvingene for de forskellige valutaer er stadig i bevægelse, så vi ved stadig ikke, hvad konsekvenserne vil være for investeringsrisikoen/afkast-profilen. Vi forventer dog en konsolidering inden for de berørte industrier, i takt med at aktiver er blevet billigere for de velhavende aktører i området.

Faldet i energipriserne sidst i 2014 vil påvirke 2015 positivt, medmindre ens indkomst afhænger af olieprisen. Forudsætningen er naturligvis, at energipriserne holder sig lave, så privatforbruget og andre udgifter kan løftes med op til 0,5 procent af de udviklede markeds BNP. Det fungerer i realiteten som en enorm skattelettelse, men synes endnu ikke afspejlet i de nuværende aktiekurser. Den globale vækst kan derfor nå 3,5 procent, hvilket vil være et markant løft til indtægtsstrømme og rentabilitet.

Stærkere vækst kombineret med fortsat lave renter kan stimulere en stigning i aktiemarkedet på mindst 25 procent, i takt med øget indtjening og at risikopræmierne på aktier strammes fra det nuværende niveau på 4-5 procent. Det er klart, at det i sig selv kan være farligt, hvis aktiekurserne stiger for hurtigt, og en uholdbar økonomisk adfærd vinder frem.

Nordkorea, Cuba, Iran og andre lande vil muligvis åbne mere op for dialog, hvilket kan give indtryk af en mere fredelig verden. Investorerne elsker geopolitisk ro, hvilket kan give et yderligere løft i forhold til en mindsket risiko.

FOKUS PÅ GODE AKTIER FREM FOR GODE TEMAER

Investorernes risikovillighed bliver normalt påvirket af de makroøkonomiske faktorer på kort sigt. På længere sigt tror vi fuldt og fast på, at det bedre kan betale sig at prioritere selskaberne med de gode forretningsmodeller og solide ledelser. Historien viser os, at investeringer i de gode aktiver i svære tider har skabt overlegne afkast.

Ledelserne i de børsnoterede selskaber arbejder ofte under pres for at levere

kortsigtede resultater. Samtidig skal de forberede deres organisation på kommende demografiske ændringer, innovation og mere effektive måder at gøre tingene på.

Eksempelvis står bilproducenterne over for ledelsesudfordringer med store organiserede delebilsordninger, der kan ændre den samlede efterspørgsel, og elbilerne, der kræver helt nye fremstillingsmetoder. For det globale energimarked betyder ændringerne i bilindustrien, at de mere brændstoføkonomiske biler og elbiler udgør problemer for fossile energivirksomheder.

De har brug for at tilpasse sig den nye efterspørgsel på kvalifikationer, produkter og tjenester i fremtiden. Det er således helt nødvendigt at følge med forandringerne for at skabe rettidig langsigtet værdiskabelse.

Tab kan ikke undgås. Men vi anvender sund fornuft, god historisk indsigt og en grundig forståelse af potentielle risici i forhold til de forventede investeringsafkast – og stræber efter at skabe solide risikojusterede afkast for vores investorer.

Olie er en vigtig indsatsfaktor i de fleste rige og fattige lande. USA har allerede god vækst; overraskelsen bliver højere vækst i Asien og Europa end forventet

Eksflation

Trods øget vækst vil faldende inflation og vedvarende nulrentepolitik holde de lange nominelle renter i de store økonomier i skak i 2015. Og der er plads til lavere renteforskelle.

Den globale økonomi vil sikkert vokse hurtigere i 2015, end de fleste forestiller sig. Det markante fald i olieprisen sidste efterår skyldes altovervejende øget udbud af olie, og at OPEC lagde sig fladt ned over for markedet. Lav oliepris vil stimulere væksten – undtagen i OPEC-landene, Rusland og Norge. Årsagen er, at olie er en vigtig indsatsfaktor i de fleste rige og fattige lande. USA har allerede god vækst; overraskelsen vil blive højere vækst end ventet i Asien og Europa.

Med højere global vækst, skal man så forvente højere renter? Det antager mange, eftersom niveauet af de lange statsrenter i mange lande var meget lavt ved udgangen af 2014.

Realrenter vil stige

Realrenterne, som i øjeblikket er negative i mange lande, vil formentlig stige. Realrenten er det, man målt i købekraft skal af med for at opnå kredit. Eftersom højere vækst indebærer, at virksomhederne investerer mere, og at husholdningerne sparer en mindre del af deres indtægt op, presses de reelle låneomkostninger typisk op, når økonomien går bedre. Alt andet lige trækker dette de lange nominelle renter op.

Men højere realrenter behøver ikke betyde, at de nominelle renter stiger. For inkorporeret i nominelle renter, ligger en antagelse om forventet inflation. Hvis den forventede inflation falder, samtidig med at realrenterne stiger, kan de nominelle renter holdes i ro. De to effekter ophæver næppe nøjagtig hinanden, men i øjeblikket står man sandsynligvis foran en periode med faldende forventet inflation i udviklede økonomier. Og dette bidrager til at holde de lange nominelle renter nede, selv om realrenterne tikker op efter.

Men hvorfor skal inflationsforventningerne falde? Er det ikke tværtimod således, at når væksten tager til, så stiger inflationen og dermed også inflationsforventningerne?

Øget vækst, uden inflation

Mange sætter lighedstegn mellem øget vækst og højere inflation. Men sådan er økonomien ikke skruet sammen. Tænk blot på 1970'erne. Dengang havde de fleste udviklede økonomier lav vækst og høj inflation – og ordet stagflation kom ind i ordbogen. Rusland oplever det samme i øjeblikket. I 2015 vil russisk økonomi efter alt at dømmes falde, samtidig med at inflationen bliver tocifret.

Historisk findes der også mange eksempler på det modsatte, dvs. at væksten tiltager, og inflationen aftager. Før 1. verdenskrig skete det ofte. I øjeblikket står vi formentlig i starthullerne til en sådan udvikling i mange OECD-lande. Vil det blive kaldt »eksflation« – ekspansion uden inflation?

Nogle lande kan formentlig komme til at flirtede med deflation. Sverige gør det allerede.

Modsat hvad ofte påstås, behøver deflation ikke være et problem. Det er en myte, at japansk økonomi er blevet opslugt af et sort deflationshul. For det første har deflationen været meget mild – ca. 0,3 procent pr. år siden 1998. For det andet har væksten i Japan været ganske god i perioden med deflation, hvis man korrigerer for, at arbejdsstyrken er blevet mindre.

Midlertidig inflationseffekt er passé

Inflationsforventningerne vil falde ud fra en kombination af lav inflation, hvilket midlertidigt forstærkes af olieprisfaldet, og kontinuerlig nulrentepolitik. Det sidste kan lyde paradoksalt. Er det ikke netop den ekstremt lave ledende rentesats, som sammen med højere vækst kan få inflationen til at aftage?

Midlertidigt kan en sænkning af den ledende rentesats trække inflationen op, imens en nulrentepolitik, som bliver ved i mange år, har den modsatte effekt, især hvis væksten stiger. I det lange løb kan centralbankerne ikke styre den reelle pris

på kredit, lige så lidt som de kan styre den reelle oliepris.

De store centralbanker har siden 2009 holdt den ledende rentesats tæt på nul, så den midlertidige effekt på inflationen er passé. Man er formentlig i øjeblikket ved at nå ind i de langsigtede konsekvenser af en nulrentepolitik. Det, som så vil ske, er, at inflationsforventningerne tilpasser sig, således at økonomien får den realrente, den har brug for. Hvis realrenten skal op, og den ledende rentesats ligger på nul, må inflationsforventningerne ned. Det er den eneste måde, kreditorerne reelt kan blive bedre betalt for at udlåne penge.

Vedvarende nulrentepolitik et problem

Udviklingen i Storbritannien illustrerer fænomenet. Tidligt i 2014 var der forventninger om, at Bank of England nu ville være parat til at hæve renten. Økonomien var vokset med accelererende styrke siden 2012, og ledigheden var faldet. Men så aftog inflationen, og efterhånden også den forventede inflation. Og i øjeblikket er der næppe en rentestigning lige om hjørnet.

Centralbankerne har skabt sig et problem med vedvarende nulrentepolitik. Men det er først og fremmest et problem for dem, som typisk står med et mål om to procents årlig inflation.

Hvis jeg har ret, kan vi andre glæde os over, at 2015 står i »eksflationens« tegn: Økonomien aftager, og konsumpriserne udjævnes.

Ikke i alle lande, selvfølgelig. Jeg skitserer, hvad jeg tror, man vil erfare i de store avancerede økonomier – og jeg tager forbehold for Japan, hvor skævvredne statsfinanser kan lede til høj inflation.

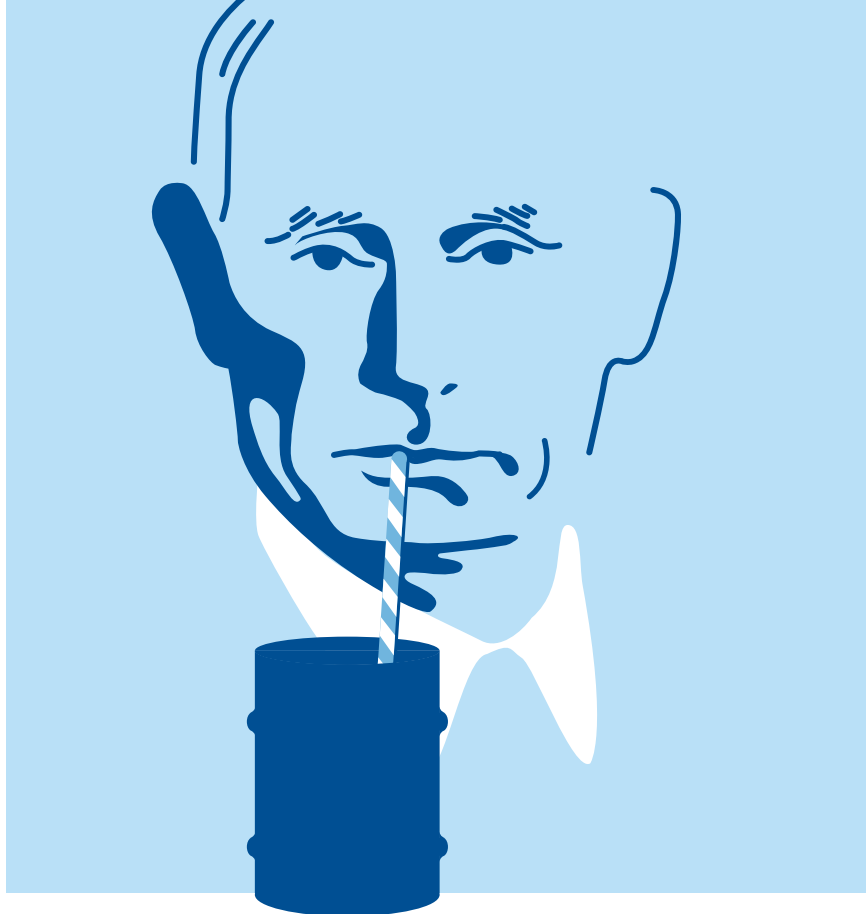


– Torgeir Høien

Porteføljeforvalter SKAGEN Tellus

SKAGEN Kon-Tiki

- › Vores beholdninger i Rusland, Vesteuropa og solenergiselskaber trak performance ned sidste år
- › Indien var et lyspunkt, og State Bank of India var den største bidragsyder til det absolutte og relative afkast
- › Begrebet vækstmarkedet er ved at miste sin betydning. Der er store forskelle, noget som giver aktive valueinvestorer som os gode muligheder



Et år med politiske forandringer

Politisk udvikling har på godt og ondt præget vækstmarkederne i 2014. Vores russiske eksponering påførte os store tab. Indien har derimod været et lyspunkt.



Porteføljeformidlere

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

HVAD SKETE DER I 2014?

Efter et stærkt absolut og relativt afkast i 2013 lå SKAGEN Kon-Tiki bag sit referenceindeks i 2014. Det havde tre hovedårsager:

I Rusland var vores position i Sistema udsat for en betydelig nedgang, efter at den russiske regering konfiskerede selskabets olieaktiver. Sistema købte disse i 2006 og 2009 i et åbent udbud finansieret af statskontrollerede banker. Det viser sig imidlertid, at korruption kan have spillet en rolle, da sælger kom i besiddelse af disse aktiver. Vi har kun et spinkelt håb om, at retssagen mod de tidligere ejere vil falde positivt ud.

Vores beholdninger noteret i det vestlige Europa, primært med høj eksponering mod vækstmarkedslandene, udviklede sig svagt. Med en svagere euro forventer vi en forbedret indtjening og værdiansættelse af de europæiske aktier, som udgør 17 pro-

cent af porteføljen. Værdifastsættelsen af disse selskaber forekommer meget attraktiv, i og med at vækstmarkederne bliver negligeret som vækstdriver.

Vores solenergiselskaber, som leverede solide afkast i 2013, præsterede ligeledes svagt. Det skyldtes dels at overkapaciteten havde negativ indflydelse på priserne, mens de faldende oliepriser også ramte sektoren. Vi mener, at dette er irrationelt. Væksten i solenergi drives hovedsagelig af et ønske om at mindske afhængigheden af fossile brændstoffer og reducere forureningen. Kina går forrest og stræber efter at øge installeringen med næsten 50 procent til 14 GW sidste år, eller 30 procent af den globale installering. Fondens direkte eksponering mod sektoren udgjorde 1,75 procent af porteføljen ved årets udgang.



Foto: Bloomberg

INDIEN/SBI – EKSEMPEL PÅ ET MARKED OG EN AKTIE, SOM FUNGEREDE

Indien var et lyspunkt i 2014. Vi havde en betydelig eksponering mod det indiske marked, hvor størstedelen af vores selskaber gjorde det bedre end det stærke lokale indeks. Modi dannede den første flertalsregering siden 1984, og hans sejr har skabt optimisme omkring reformer. Et brat fald i dyrkede råvare- og oliepriser har bidraget til mere end en halvering af inflationen til under 5 procent. Rentesænkninger har sammen med en stærk og reformvenlig regering og en meget troværdig centralbankchef skabt rammebetingelserne for en accelererende vækst. Stærkt opsving har imidlertid øget værdifastsættelserne, og vi har reduceret vores eksponering en del ved årets udgang. Indien udgør 15 procent af porteføljen. Vi er meget trygge, når det kommer til vores vigtigste positioner – et eksempel er State Bank of India, som præsenteres i det følgende.

Vi anser sjældent makroøkonomi som en hoveddrivkraft for afkast og baserer aldrig investeringsbeslutninger udelukkende på dette. Selvom makrotal kan virke som et fornuftigt supplement til investeringstester.

Tidligt i 2014 øgede vi vores eksponering i Indiens største statskontrollerede långiver, State Bank of India (SBI), væsentligt. Banken har været meget upopulær hos investorer og er det fortsat.

Valgets markedsvenlige udfald og stabiliseringen af låne kvaliteten førte til 79 procents afkast fra aktien i 2014, hvilket svarede til 4,0 procent af fondens værdi ved årets udgang. Dette stærke afkast har naturligvis ført til fornyet værdifastsættelse. Gør det os til sælgere? På ingen måde, eftersom værdifastsættelsen startede så lavt, at banken stadig handles til en P/B på 1,5 gange mod 3,9 i gennemsnit for private indiske banker.

Lav vækst, høje renter og svag likviditet hos private selskaber har medført et tab

på udlån for SBI i sidste finansår på 144 basispoints - en stigning fra 56 i regnskabsåret 2009, hvilket er næsten dobbelt så højt som gennemsnittet de sidste 10 år. Lavere rentesatser vil understøtte den økonomiske vækst og kreditkvaliteten. Højere værdifastsættelser på aktiverne øger sikkerheden og gør det lettere at refinansiere. Den nye regering har gennemført nye love, som gør det muligt at generhverve aktiver, hvilket tidligere har krævet årelange retssager. Normalisering af tab på udlån til det historiske gennemsnit vil forbedre egenkapitalafkastet fra 10 til 15 procent. Det bør tilføjes, at SBI som den største statslige bank tidligere har måttet tage sin andel af tvivlsomme udlån. Men med øget vurdering af aktiverne kan der reelt blive tale om en solid fremgang i generhvervede aktiver.

SBI har også iværksat en langsigtet forbedring af effektiviteten. Omkring 5 procent af arbejdsstyrken bliver pensioneret hvert år og erstattet af billigere og mere produktive medarbejdere. Løn- og personaleomkostningerne faldt således i sidste kvartal med 4 procent år til år samtidig med en vækst i aktiverne på 12 procent.

Møder med bankens private konkurrenter har blotlagt, at SBI har en beun-

dringsværdigt omkostningslav indskudsforretning. Dette kan vise sig at være en endnu stærkere konkurrencefordel, hvis man fremmer statsligt fokus på finansiel inklusion og strammer op på sin kritiske gennemgang af mikrolånevirkomhederne.

Modis regering har taget skridt til forbedret selskabsledelse, og staten agerer nu som en ansvarlig hovedaktionær i de stats-ejede banker. Planen er at styrke ledelsen og bestyrelsen samt at skabe en mere professionel enhed, som skal føre tilsyn med sektoreksponeringen.

Vi forventer, at SBI vil være i stand til at generere et langsigtet egenkapitalafkast på 15 procent. Kreditvæksten burde blive stærkere end i de fleste vækstøkonomier, på grund af underinvestering i faste aktiver og en voksende arbejdsstyrke med en gennemsnitsalder på kun 27 år. Arbejdsstyrken øges med ca. 5 millioner personer om måneden. Det er en udfordring at skabe nye job, men Modis 'Made in India'-kampagne vil forhåbentlig tiltrække direkte udenlandske investeringer (FDI). Nye lønmodtagere skal bruge en bankkonto og kredit.

Baseret på vores tese om vækst og udsigt til 'tilbage til gennemsnittet' kapitalafkast, kan vi fortsat se en solid fordel ved SBI.

NØGLETAL FOR DE STØRSTE POSITIONER I SKAGEN KON-TIKI (PR. 31.12.2014)

Selskab	Postens størrelse %	Kurs	P/E 2014e	P/E 2015e	P/B seneste	Kursmål
Hyundai Motor	7,9	126 500	4,0	3,7	0,6	250 000
Samsung Electronics	7,5	1 039 000	6,9	6,9	1,0	1 500 000
Great Wall Motor	4,9	44,1	12,1	10,3	3,4	50
State Bank of India	4,0	312	12,5	9,5	1,5	420
Bharti Airtel	3,3	353	22,0	17,6	2,3	450
Mahindra & Mahindra	3,2	1 234	13,7	13,0	3,1	1 500
Sabanci Holding	2,9	10,2	9,2	8,5	1,1	14
ABB	2,6	166	18,4	13,8	3,0	205
AP Moller-Maersk	2,5	12 370	8,2	8,5	1,1	16 500
HEINEKEN	2,3	59,0	17,9	16,8	2,9	66
Naspers	1,9	1 515	43,3	30,3	8,0	1 800
LENOVO	1,9	10,2	15,7	11,3	4,5	14
Vægtet top 12	44,9		8,6	7,8	1,3	41 %
Vægtet top 35	73,2		9,4	8,2	1,2	46 %
Referenceindeks			12,3	11,4	1,4	

P/E kan afvige fra andre kilder når de er baseret på SKAGENs estimer.



Foto: Bloomberg

KENDETEGNENDE FOR VÆKSTMARKEDERNE I 2014

Vækstmarkedsaktierne oplevede endnu et år med svagt afkast i forhold til de udviklede markeder. Der var også store forskelle i afkast i nøglemarkederne. Situationen i Ukraine, faldende oliepriser og sanktioner bidrog til et fald på 38 procentpoint for russiske aktier målt i DKK, mens den svækkede rubel bidrog med 32 procentpoint. I den anden ende af spektret bidrog premierminister Narendra Modis jordskredsvalgsejr i Indien til en stigning på 45 procentpoint for indiske aktier, målt i DKK.

Råvaresektoren præsterede svagest i vækst markederne. Faldende oliepriser var hovedsagelig drevet af et stigende udbud. Vi har solgt Gazprom fra i løbet af 2014, da katalysatorerne ikke længere slog igenem. I den nuværende geopolitiske situation i Rusland ser vi en yderligere risiko for udvikling, der ikke vil være i minoritetsaktionærernes interesse. Vi fokuserer hellere på private selskaber, som er mindre eksponeret mod statslig indblanding. Det er sket ved at tage Moscow Exchange ind og øge vores beholdning i dagligvarekæden X5 Retail Group, som oplever en internationalt drevet margenekspansion. Rusland udgjorde 2,1 procent af porteføljen ved årets udgang.

2014 var tredje år ud af fire, hvor afkastet fra vækstmarkedsaktier var lavere end de udviklede markeder. For andet år i træk oplevede vi et betydeligt outflow i vækstmarkeds-aktiefonde. En del af skylden må tilskrives svage vækstmarkedsvalutaer. Underperformancen må imidlertid hovedsagelig tilskrives svag indtjening, og kapitalafkastet i vækstmarkederne, hvor sidstnævnte nu er reduceret til samme niveau som de udviklede markeder på 12 procent.

BILSEKTOREN OG EKSEMPEL GWM

Vi er betydeligt eksponeret mod bilsektoren med 17 procent af porteføljen. Eksponeringen er baseret på en bottom-up analyse og er på ingen måde udtryk for en stærk sektorpræference. Vores investeringer har også forskelligartede geografiske fodaftryk, hvilket mindsker risikoen.

Et eksempel fra sektoren er kinesiske Great Wall Motor. Da vi investerede første gang i 2008, byggede vores tese på det faktum, at netto kontantbeholdningen overgik markedsværdien, mens selskabet rapporterede om bæredygtig lønsomhed. Vores mere end tyvedobbelte afkast fra vores oprindelige investering har naturligvis ændret på dette faktum, og undervejs erfarede vi også, at selskabet var meget sundere, end vi oprindeligt troede.

Siden vi investerede, er enhedssalget vokset fra 108.000 til 731.000, og Great Wall Motor er uden diskussion det førende SUV-mærke i Kina med en markedsandel på næsten 13 procent.

Aktien havde et svagt første halvår i 2014, men kom derefter fint igen, baseret på kapacitetsudvidelse og salgsvækst, drevet af et nyt modelsortiment. Vores holdning er,

at mange investorer stadig ikke har forstået investeringstesen.

Efterspørgslen på SUV'er i Kina er øget med 2-3 gange efterspørgslen i de seneste par år og står nu for 20 procent af bilsalget. Dette ligger stadig et godt stykke under for eksempel SUV'ers andel af salget i USA, hvor det er 33 procent. I det kompakte SUV-segment, som er Great Walls primære fokussegment, er andelen kun 15 procent.

Vi kan godt lide, at ledelsen har ambitiøse langsigtede mål om at blive verdens primære SUV-producent. Selskabet kan meget vel nå dette mål i 2016. På grund af begrænset kapacitet udgør salget til udlandet kun 7 procent af enhedssalget. Ledelsen har imidlertid planer om at øge udenlandsk produktion og montage til 24 fabrikker fra de nuværende 10.

Vi forventer fornyet vækst drevet af kapacitetsudvidelse, og at nye SUV'er bliver centrale drivkræfter for en stærk indtjening i 2015 efter et svagt 2014. Investeringen i Great Wall Motor har udviklet sig fra en deep value-case til et væksteventyr med en attraktiv værdifastsættelse på 9 gange indtjeningen.



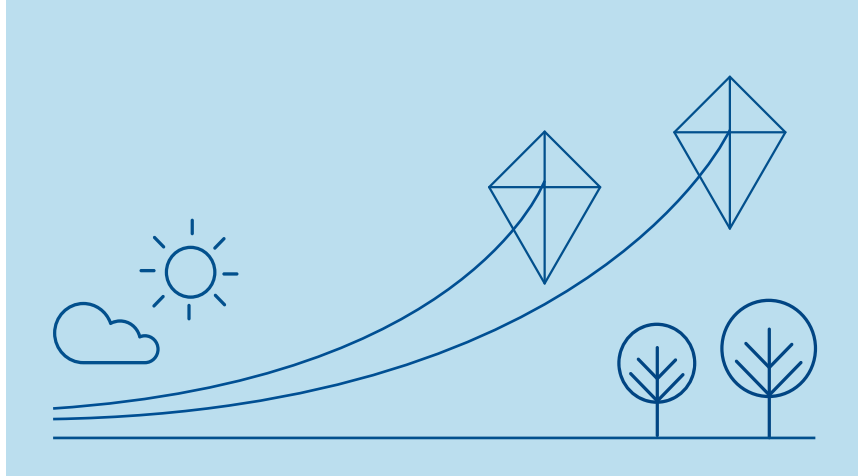
SELSKABSLEDELSE OG DE MULIGHEDER DET GIVER

JAPAN

Vi initierede nogle nye investeringer i Japan i 2014. Abes regering vil implementere et nyt ledelseskodex for børsnoterede selskaber, der øger gennemsigtighed og ansvarlighed. Omkostningsreduktion og udbetaling af udbytte er mål, som for første gang i årtier ofte diskuteres åbent. På vores tur til Japan for nylig blev vi positivt overrasket over de erklærede forbedringer i selskabsledelsen. Mange selskaber har langt igen sammenlignet med globale selskabers lønsomhed, ikke på grund af lave produktmargener, men manglende omkostningseffektivitet. Vores to største beholdninger, Hitachi og Shiseido, er gode eksempler på dette.

SYDKOREA

Dårlig selskabsledelse har også været anset som hovedårsagen til den vedvarende rabat på koreanske aktier. Vores vigtigste investeringer, Hyundai Motor og Samsung Electronics, har i årevis holdt på kontanter og haft encifrede udbytteprocenter. Det har ledt til en rabat på værdifastsættelsen i forhold til tilsvarende globale selskaber. På vej ind i 2015 er vi begejstrede over, at et stærkt pres fra aktionærer og regering endelig har ført til ændringer. Begge selskaber har bekræftet en mærkbar stigning i udbytte for 2014 og igangsat tilbagekøb af aktier.



HVOR VI STÅR PÅ VEJ IND I 2015

Som vores investeringsdirektør skrev i sin leder, har value-aktier været upopulære i flere år, hvilket har skabt modvind for vores værdibaseret investeringsfilosofi. Men vi står fast på vores filosofi, som har givet solide afkast til vores investorer over tid. Vores værdibaserede filosofi giver os en aktiv andel på 96 procent, så vi er ikke specielt bekymrede for markedets indtjeningsvækst.

Mens vi går i gang med 2015, er rabatten på vækstmarkederne rekordlav mod de udviklede markeder, baseret på historisk indtjening og P/BV. Vores valuetilgang tilsiger, at SKAGEN Kon-Tiki er fornuftigt lavt værdifastsat i forhold til vækstmarkederne generelt.

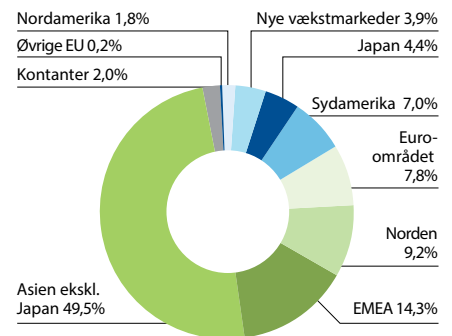
Dette er til trods for, vi er kraftigt undervægtet i 'billige' sektorer og 'billige' lande som Kina og Rusland, men overvægtet i 'dyre' sektorer.

Vi forventer dog, at nogle af faktorerne, som bidrog til den lave performance i 2014 vil give medvind på vej ind i 2015. Svage vækstmarkedsvalutaer giver medvind til eksportører, som vores brasilianske kødproducent Marfrig, vores indiske it-serviceselskab Tech Mahindra og det brasilianske mineselskab Vale, som også vil få fordel af et fald i transportomkostninger.

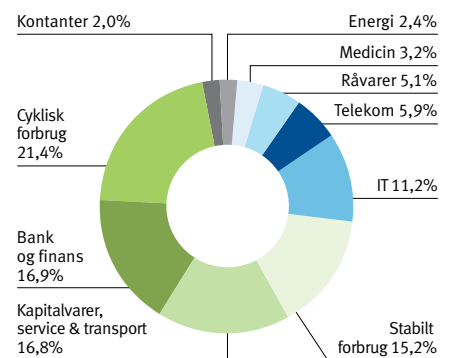
I perioden 2010-2012 blev vi kritiseret for at levere afkast tæt på referenceindekset. Det er rigtig nok, men den aktive andel var uændret høj i denne periode. 2013 og 2014 har været år, hvor performance har afvejet betydeligt fra referenceindekset, til begge sider, men alt i alt med merafkast.

Det skal dog siges, at vækstmarkederne som begreb er ved at miste sin betydning. Der er store forskelle både i demografi, levestandard, gældgrad og den økonomiske udvikling i de lande som indgår i betegnelsen. Derudover bliver selskaber mere globale og i mindre grad knyttet til det land, hvor hovedkontoret har base. I SKAGEN Kon-Tiki analyserer og udvælger vi enkeltstående selskaber. At markedet har sat en udløbsdato på et begreb, betyder gode muligheder for en aktiv værdiorienteret aktieplukker som os.

GEOGRAFISK FORDELING (afrundet)



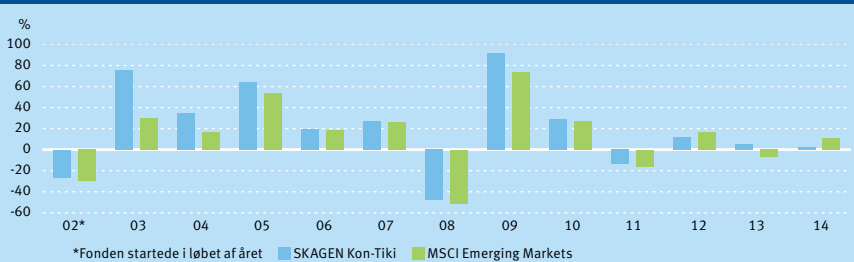
BRANCHEFORDELING (afrundet)



Fondens startdato	5. april 2002
Afkast siden lancering	486 %
Gennemsnitligt årligt afkast	14,9 %
Forvaltningskapital	42.487 mio.
Antal kendte investorer	71.284*

*Ekskl. kunder via trejdepartis-distributører

AFKAST PR. ÅR (DKK)



HISTORISK KURSUDVIKLING SKAGEN KON-TIKI (DKK)



SKAGEN KON-TIKI 2014 (MIO. NOK)

5 STØRSTE POSITIVE BIDRAGYDERE

State Bank of India	1 283
Hyundai Motor Co Pref	844
Samsung Electronics Co Ltd Pref	744
Mahindra & Mahindra Ltd	660
Great Wall Motor Co Ltd	554

5 STØRSTE NEGATIVE BIDRAGYDERE

Sistema Jscf	-1 355
Vale SA-Pref A	-390
Raiffeisen Bank International AG	-337
Tullow Oil Plc	-306
Cosan Ltd	-292

5 STØRSTE KØB

Casino Guichard Perrachon SA	968
SBI Holdings Inc	604
Hitachi Ltd	591
Moscow Exchange MICEX-RTS OAO	578
Raiffeisen Bank International AG	469

5 STØRSTE SALG

Royal Caribbean Cruises Ltd	-1 278
Hyundai Motor Co Pref	-1 110
Haitong Securities Co Ltd	-957
Samsung Electronics Co Ltd Pref	-913
Gazprom Oao ADR	-834

SKAGEN Global

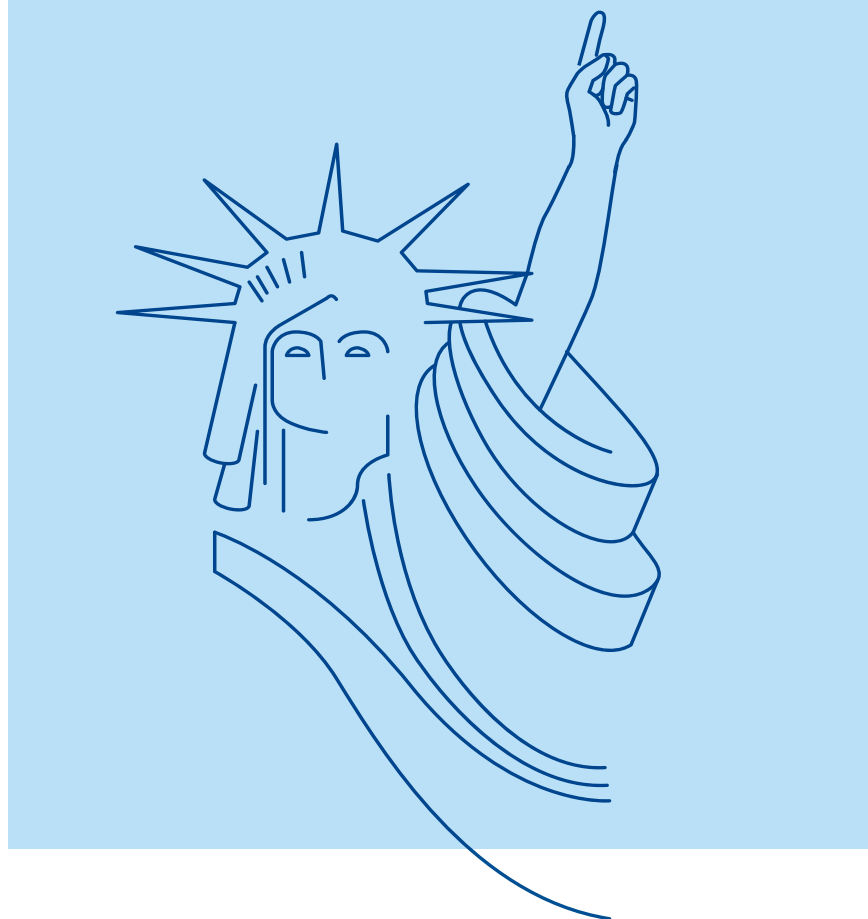
- › Et vanskeligt år for valueforvaltere med globalt mandat
- › Øget koncentration og færre selskaber vil give et bedre forhold mellem risiko og afkast
- › Porteføljen bliver prisfastsat med stor rabat i forhold til verdensindekset



Porteføljeformålere

Knut Gezelius, Søren Milo Christensen
og Chris-Tommy Simonsen

Kristian Falnes og Johan Swahn
stoppede ved årsskiftet



Modvind fra USA

2014 var et relativt svagt år for SKAGEN Global. Baggrunden var undervægt mod amerikanske aktier og dollar samt overvægt mod russiske aktier og rubler.

SKAGEN Global steg 6,7 procent målt i DKK, mod verdensindeksets 18,4 procent. Omkring 80 procent af den negative afvigelse kan forklares med undervægten i amerikanske aktier og dollar.

De mest populære og efter vores mening dyreste selskaber findes i USA, hvor børsfesten fortsatte i 2014. Den ene "all time high"-notering fulgte den anden.

Fondens USA-andel udgjorde ved indgangen til 2015 godt 30 procent, mens amerikanske aktiers andel af verdensindekset var 56 procent.

Vi har fjernet den ulønsumme hale af selskaber og øget porteføljens koncentration – sammen med betydelige rabatter er det et godt udgangspunkt for 2015.

UPOPULÆRE RUSSERE

Ved indgangen til 2014 sad vi med syv procent af midlerne i russiske selskaber, som på papiret er verdens billigste, men gjorde indhug på afkastet. Ukraine-krisen, vestlige sanktioner og især en frit faldende oliepris førte til masseflugt fra russiske rubler.

Vi kan i bagklogskabens lys beklage, at vi ikke solgte os væsentligt ned i Rusland "før det var for sent". Vores forventning om, at Putin virkelig ønsker at gøre det russiske aktie- og kapitalmarked til et bedre sted at være for internationale investorer, blev

gjort til skamme. Men at olieprisen i løbet af kort tid blev halveret, var imidlertid en kæmpe bombe – eller sort svane – i det globale aktiemarked.

Kombinationen af faldende værdi og frasalgsidst på året førte til, at andelen af russiske aktier blev reduceret til 2,6 procent. Den bestod af to selskaber, Gazprom (1,8 procent) og Vimpelcom (0,8 procent). Vi føler os godt tilpas ved denne eksponering og forventer, at den vil give godt risikojusteret afkast fremover.



Foto: Bloomberg



Foto: Bloomberg

SAMSUNG KOMMER AKTIONÆRERNE I MØDE

Fondens største investering Samsung Electronics (7,1 procent) var i modsætning til 2013 en ringe bidragyder til resultatet. Mobildivisionens lønsomhed var svækket, og markedsandelene faldt, hvorefter investorerne vendte tommelfingeren nedad. Lavpris-producenter i Kina og efterhånden også i Indien spiser en stadig større andel af det globale marked for smartphones.

Vi tror imidlertid ikke, at Samsungs mobildivision vil lide samme skæbne som fordums kæmper Motorola, Sony Ericsson, BlackBerry og Nokia. Først og fremmest har Samsung et anderledes åbent operativsystem. Samsung er også ledende inden for smartphone- og tabletteknologi. Satsningen på en mere koncentreret og fokuseret portefølje fremover bør også bære frugt.

Indtjeningen for Samsungs hukommelsesdivision er stærkt forbedret og tager mere og mere af for mobiltelefonernes faldende resultat. Denne udvikling vil blive forstærket i de kommende år (se SKAGEN Veksts beretning). Ledelsen nærmer sig aktionærerne mere og har lovet både tilbagekøb af egne aktier og øget udbytte. Det bør føre til, at investorerne sætter større pris på Samsung Electronics.

Vores præferenceaktier er prisfastsat til 7,7 gange forventet indtjening i 2015.

NØGLETAL FOR DE STØRSTE POSITIONER I SKAGEN GLOBAL (PR. 31.12.2014)

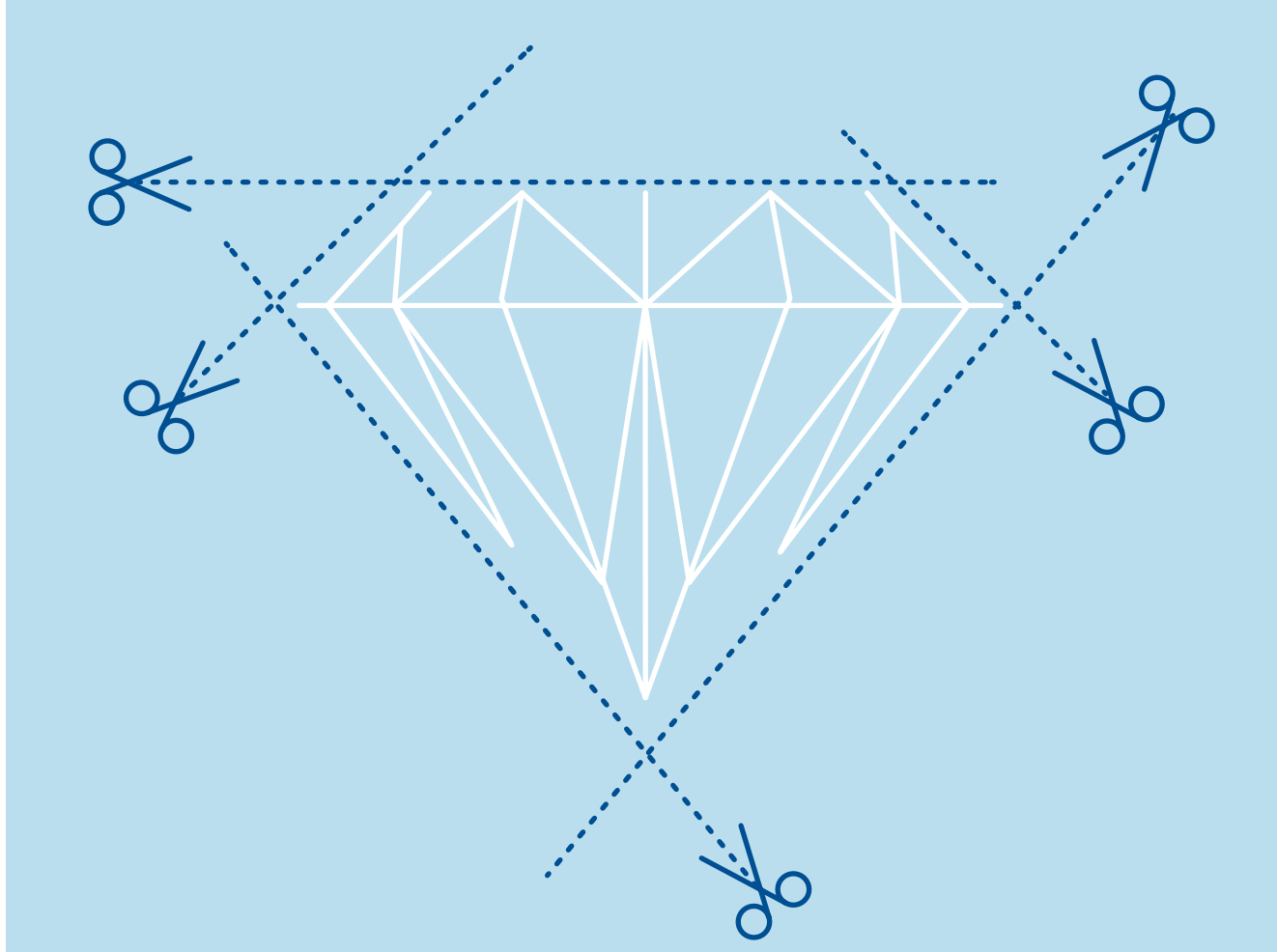
Selskab	Postens størrelse %	Kurs	P/E 2014e	P/E 2015e	P/B seneste	Kursmål
SAMSUNG ELECTRONICS	7,1	1 039 000	7,2	7,7	1,0	1 300 000
CITIGROUP	7,0	54,1	11,6	10,0	0,8	75
AIG	4,2	56	11,8	11,2	0,7	80
AKZO NOBEL	2,8	57,7	18,5	15,6	2,6	65
NORDEA	2,8	90,9	11,4	10,5	1,3	105
RENAULT	2,8	60,5	9,3	6,7	0,8	80
ROCHE	2,6	270	18,2	16,9	13,2	380
LG CORP	2,6	61 200	10,6	9,3	0,9	100 000
DSM	2,5	50,6	18,4	15,7	1,5	65
STATE BANK OF INDIA	2,4	311,9	12,8	10,4	1,6	430
Vægtet top 10	36,8		11,0	10,0	1,0	33 %
Vægtet top 35	78,1		11,4	10,0	1,1	32 %
Referenceindeks			16,9	15,1	2,0	

P/E kan afvige fra andre kilder når de er baseret på SKAGENs estimer.

MIDLERTIDIG UDSÆTTELSE FOR CITIGROUP

Vores næststørste investering Citigroup (7 procent) havde en kursudvikling, som var ti procentpoint svagere end det generelle amerikanske aktiemarked. Årsagen var først og fremmest, at de regulerende myndigheder i USA satte foden ned for selskabets ønske om at betale udbytte og starte et program for tilbagekøb af egne aktier. Men processen er kun sat på pause. Citigroups balance bliver bedre og bedre. Det gælder også indtjeningen, som trækkes godt op af stigningen i amerikansk økonomi.

Den amerikanske sværvægter Microsoft har været hos os længe og overrasker fortsat med bedre resultater end forventet. En mere diversificeret virksomhed reducerer også risikoen. Vi har derfor hævet selskabets kursmål indtil flere gange. Efter sidste års kursstigning på 27,5 procent, til 46,5 dollar, nærmer aktien sig vores nyeste kursmål på 50 dollar.



VÆK MED ULØNSOM HALE

Fondens portefølje blev i løbet af andet halvår reduceret fra 103 til 66 selskaber, og koncentrationsgraden blev øget. Ved årsskiftet udgjorde de ti største investeringer en tredjedel af fondens værdi. Målsætningen er, at de største ti skal udgøre 35-45 procent af porteføljen.

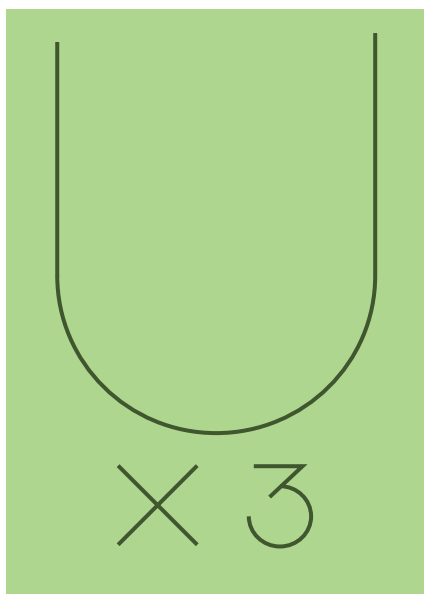
Historien har vist, at de mindre positioner, dvs. den såkaldte hale, har givet det dårligste bidrag til fondens resultat. De 35 største investeringer har derimod bidraget positivt.

Den enkelte porteføljeforvalter har begrænsede ressourcer og skal fokusere på de selskaber, som betyder mest for fondens afkast. Den enkelte forvalter kan maksimalt følge 15-20 selskaber.

Samtidig skal forvalterne bringe nye kandidater til porteføljen og være i besiddelse af et bibliotek, som skal vedligeholdes.

Vi skal have flere poster i porteføljen med en vægtning på 3-5 procent, hvor de tidligere har udgjort 1-2 procent. Vi skal med andre ord bruge mere tid og øge fokus på selskaber, som vi vurderer, har det bedste forhold mellem forventet afkast og risiko.

Det er også vigtigt at påpege, at når vi henter et selskab ind i porteføljen, køber vi det gradvis. Sådan er det altid i SKAGEN-regi. Hvis vores analytiske landkort ser ud til at stemme med terrænet, øger vi selskabet successivt.



FILOSOFIEN HOLDER

Vores investeringsfilosofi er, som den altid har været. Vi vil sidde med en valuebaseret portefølje, som til enhver tid er prisfastsat med en betryggende rabat. De tre U'er – Undervurderet, Underanalyseret og Upopulær – viser vej. Det overordnede mål er at give vores investorer bedst muligt risikosteret afkast.

De såkaldte vækstselskaber har de senere år været populære hos investorerne. Det gælder især de tunge amerikanske. Passiv forvaltning har fået flere og flere nye tilhængere. Det har ført til en opadgående, selvforstærkende prisspiral for vækstaktier.

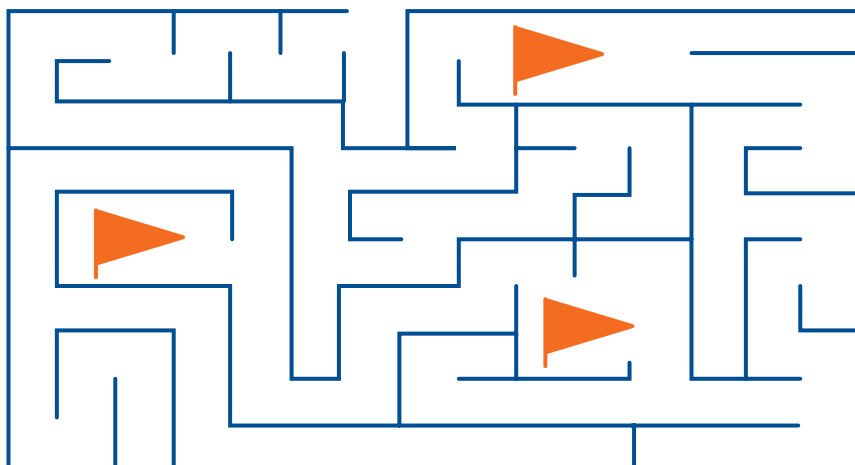
Sidste års trend var at investere i selskaber med stabil indtjening og relativt høj

betaling af udbytte. Det store spørgsmål er nu, hvornår det vender, og valueaktier kommer på mode igen.

Men efter vores mening, så vil værdierne altid vinde i den sidste ende.

SKAGENs kontrære valuebaserede investeringsfilosofi har med andre ord vist sig succesfuld i det lange løb. Selv om vi lige nu er ude i lidt modvind, vil vinden vende på et eller andet tidspunkt. På kort sigt gælder det om at have tilstrækkelig is i maven.

Vi er på vej ind i 2015 med en koncentreret portefølje, som er prisfastsat til ti gange forventet indtjening og 1,1 gange selskabernes bogførte egenkapital. Rabatten i forhold til verdensindekset ligger betryggende på 34 og 45 procent.



ØGET FOKUS PÅ POLITISK RISIKO

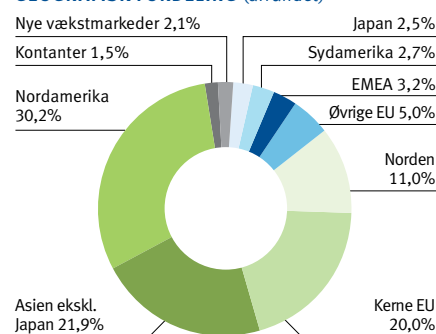
Politisk risiko er en fællesnævner for de selskaber, som vi er blevet hårdest ramt af de seneste år.

2014 har været et godt eksempel på, at politisk risiko er et vigtigt risikomoment ved vurderingen af, hvor billige eller dyre aktier er. Det russiske aktiemarked demonstrerede fuldt ud, at det fortjente at ligge øverst på listen over lande med høj risikopræmie. Det fik vi desværre selv at føle. Erfaringen fra selskaber med en høj grad af politisk risiko er, at de fortjener en høj risikopræmie.

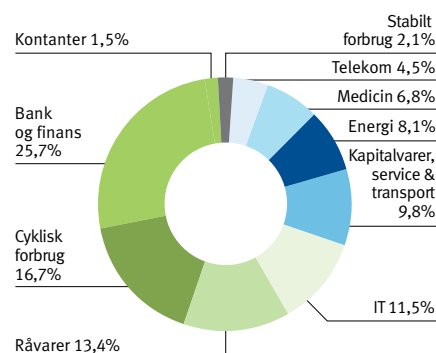
Vi skal selvfølgelig ikke være bange for at tage risiko for fremtiden, men vi skal tage den rigtige risiko. SKAGEN Global har styrket satsningen på risikostyring internt. Porteføljeforvalterne har en tæt dialog med den afdeling, der har dette som hovedopgave.

Det er centralt ved vores valuebaserede tilgang, at der er langt flere triggere, som kan udløse kursstigning og øget popularitet hos investorerne, end der er risikofaktorer, som kan trække kursen den modsatte vej.

GEOGRAFISK FORDELING (afrundet)



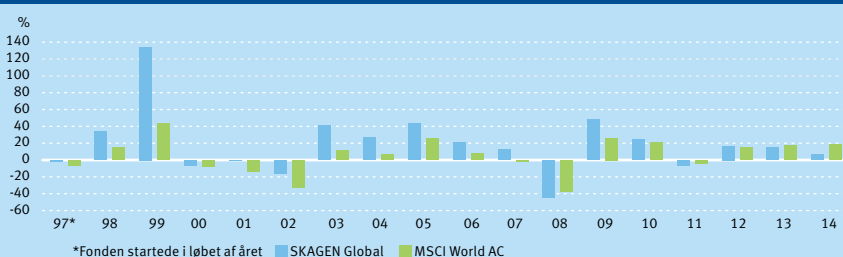
BRANCHEFORDELING (afrundet)



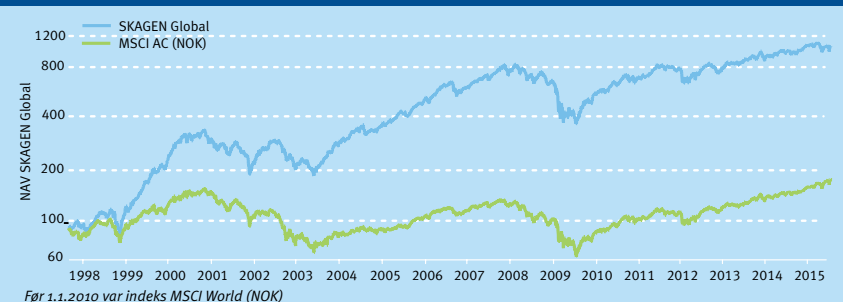
Fondens startdato	7. august 1997
Afkast siden lancering	1.046,3 %
Gennemsnitligt årligt afkast	15,1 %
Forvaltningskapital	32.345 mio.
Antal kendte investorer	86.507 *

*Ekskl. kunder via trejdepart-distributører

AFKAST PR. ÅR (DKK)



HISTORISK KURSUDVIKLING SKAGEN GLOBAL (DKK)



SKAGEN GLOBAL 2014 (MIO. NOK)

5 STØRSTE POSITIVE BIDRAGYDERE

Citigroup Inc	729
Samsung Electronics Co Ltd Pref	576
American International Group Inc	554
Teva Pharmaceutical-Sp ADR	500
Microsoft Corp	467

5 STØRSTE NEGATIVE BIDRAGYDERE

Vimpelcom Ltd-Spon ADR	-512
Sistema Jsfc	-308
Afren Plc	-297
Gazprom Oao ADR	-293
OCI Co Ltd	-235

5 STØRSTE KØB

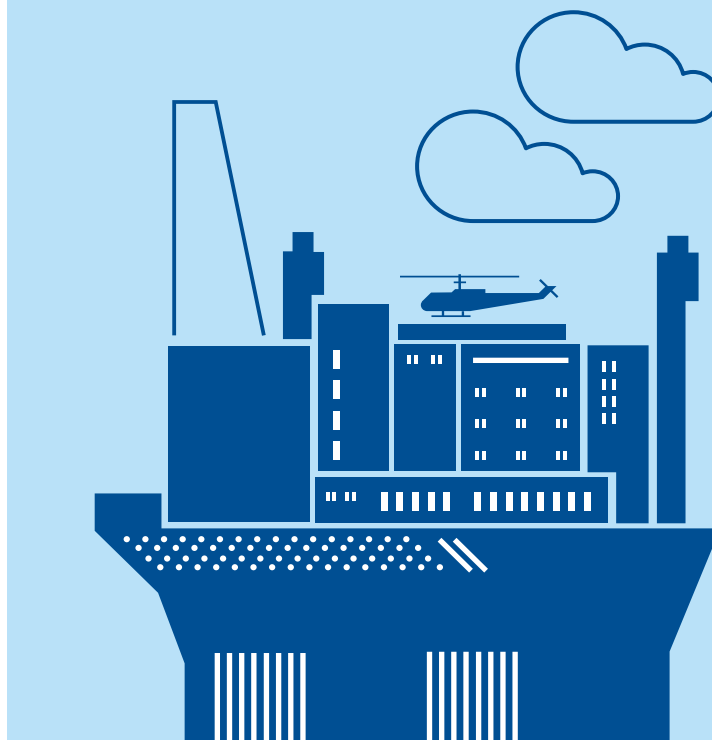
Koninklijke DSM NV	883
Gap Inc/The	633
Sanofi	618
Volvo AB	584
NN Group NV	495

5 STØRSTE SALG

Samsung Electronics Co Ltd Pref	-1 308
Tyco International Plc	-817
Teva Pharmaceutical-Sp ADR	-744
Bunge Ltd	-728
Oracle Corp	-691

SKAGEN Vekst

- › Antallet af norske positioner er halveret, men den norske krones fald har ramt hårdt
- › Supply- og undervandsteknologi har fået store prygl
- › Vi er godt positioneret til fortsat lave oliepriser



For meget Oslo Børs

En høj andel af norske aktier i forhold til det nye referenceindeks førte til, at SKAGEN Vekst blev relativt hårdt ramt af den norske krones kraftige fald.

Men med et afkast på 6 procent i 2014 havde SKAGEN Vekst absolut set alligevel et fornuftigt år.

Som bekendt skiftede fonden mandat ved indgangen til 2014. Tidligere skulle fonden være være investeret mindst 50 procent i norske aktier, og øvrige midler skulle være godt diversificeret globalt. Det nye mandat skifter den norske eksponering ud med ”mindst 50 procent i nordiske aktier”.

Hensigten med det ændrede mandat er at reducere den specifikt norske risiko, som er knyttet til oliepris og aktiviteter i olie- og energisektoren og som påvirker en stor del af selskaberne noteret på Oslo Børs. Den begrænsede likviditet i mange norske aktier har også været et centralt element i udskiftningen af mandat.

Først og fremmest har olieprisens halvering i efteråret vist, at mandatændringen har været fornuftig. Men også de faldende råvarepriser bestyrker det generelt. Oslo Børs endte som en af verdens svageste børser i 2014 med en moderat stigning på seks procent i norske kroner.

HALVERING I NORGE

Beholdningen af norske aktier er i løbet af året reduceret fra godt 50 procent til 26 procent. Norske aktier udgør til sammenligning kun omkring syv procent af fondens referenceindeks.

Eksponeringen mod olie og offshore blev nedsat betydeligt. I sommer solgte vi Statoil – en af fondens største investeringer – til kurser omkring ’all time high’. Vi har beholdt store positioner i selskaber, der tjener på oliens prisfald. Det gælder ikke

mindst fondens fjerdestørste investering Norwegian (5 procent).

Vi formåede til gengæld ikke at tage højde for den dramatiske svækkelse af den norske krone. Den faldt med 25 procent mod den amerikanske dollar i takt med en frit faldende oliepris. På baggrund af fondens relativt høje eksponering mod norske aktier og det faktum at amerikanske aktier havde endnu et godt år, endte SKAGEN Vekst syv procentpoint bag referenceindekset.



Porteføljeformålere

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

*Junior porteføljeformålere, 1-årig kontrakt



Foto: Bloomberg

LØNSOMT CRUISE

Royal Caribbean Cruise har længe været en af fondens største investeringer, og i 2014 var selskabet en af de klare børsvindere. Bidraget til fonden blev på hele 405 mio. norske kroner. I starten af året opnåede vi en bedre forståelse af lønsomheden omkring selskabets nye skib, og vi valgte derefter at opjustere kursmålet for RCL fra 60 til 85 dollar.

Nogen tid efter bekendtgjorde RCL sit 'double double program', og aktiekursen begyndte at stige. Selskabets langsigtede mål er at tjene syv dollar pr. aktie i 2017, mod de forventede 3,5 dollar i 2014. Det svarer til en fordobling på tre år.

RCL-aktien fik et nyt kraftigt løft på børsen oven på en kortvarig, men kursmæssigt dramatisk Ebola-frygt. Kursen nærmede sig nu vores kursmål, og prisfastsættelsen kunne ikke længere forsvare den underliggende risiko. Vi solgte derefter selskabet helt fra og sikrede gevinsten.



Foto: Norsk Hydro

DEN, SOM VENTER PÅ NOGET GODT

Vores Norsk Hydro har længe været en ringe bidragyder, men sidste år røg proppen af flasken. Den førhen næststørste aktionær, brasilianske Vale, var ude til kurs 25. Aluminiumsprisen var opadgående, og Hydrokursen begyndte endelig at stige. Ved slutningen af året nåede den 57 procent.

Den globale vækst er relativt lav, men sandsynligheden for, at aluminiumsprisen har nået bunden for denne gang er stor, og for at opgangen vil fortsætte. Der er ikke opbygget ny kapacitet på udbudssiden siden finanskrisen. Trenden er klar hos bilproducenterne: Flere og flere biler bliver lavet af aluminium, som er lettere end stål.

Udbudssiden er som altid nøglen til råvaremarkedet. Den er i det hele taget hovedårsagen til, at råvarer for tredje år i træk har været et af de dårligste steder at investere. Bloombergs råvareindeks faldt 14 procent i 2014. Aluminium er med en stigning på seks procent en af de få hæderlige undtagelser.



Foto: Bloomberg

OVERDREJET FRYGT FOR MS-MEDICIN

Det israelsk-amerikanske medicinalsselskab Teva er et andet selskab, som indtil sidste år har været en dårlig bidragyder til fondens resultat. Også her gik proppen af flasken i 2014. Frygten har været stor for, hvad der ville ske, når patentet udløb på selskabets malkeko, MS-medicinen Copaxone.

Tevas lancering af den 'nye' Copaxone har været en succes og har fået investorerne til at trykke på købsknappen. Medicinen skal indtages tre gange om ugen i stedet for hver dag, og patentet løber til 2030.

Vores investeringstese har længe været, at Copaxone-frygten har været overdrevet, og at aktiekursen har reflekteret et 'worst case'-scenario. Teva-kursen nærmede sig kursmålet på 60 dollar ved slutningen af året, og positionen blev derefter betydeligt reduceret.

NØGLETAL FOR DE STØRSTE POSITIONER I SKAGEN VEKST (PR. 31.12.2014)

Selskab	Postens størrelse %	Kurs	P/E 2014e	P/E 2015e	P/B seneste	Kursmål
SAMSUNG ELECTRONICS	7,7	1 039 000	7,8	7,4	0,9	1 500 000
NORSK HYDRO	6,9	42	32,6	13,1	1,2	58
CONTINENTAL AG	5,4	176	13,9	12,0	3,9	225
NORWEGIAN AIR SHUTTLE	5,0	276	N.A	8,9	3,5	340
TELIASONERA AB	4,5	50	12,6	12,0	2,0	70
CITIGROUP	4,2	54	15,7	9,1	0,8	75
PHILIPS	3,9	24	20,1	15,1	2,0	34
DANSKE BANK A/S	3,8	167	12,7	10,7	1,2	205
ABB	3,5	166	19,8	13,7	3,0	250
TEVA PHARMACEUTICAL	3,5	58	11,7	11,3	2,1	60
Vægtet top 10	48,3		15,4	10,5	1,48	34 %
Vægtet top 35	85,1		13,2	10,3	1,38	42 %
Referenceindeks			16,9	15,1	2,01	

P/E kan afvige fra andre kilder når de er baseret på SKAGENS estimer.

MED PÅ AUTOMATISERINGS- BØLGEN

Vores køb af ABB-aktier blev trigget af god underliggende vækst i infrastruktur og energiproduktion. Den igangværende globale automatiseringsbølge betyder, at også ABB's robotdivision går stadig lysere tider i møde.

ABB har historisk været et selskab med et væld af produkter, men få førende positioner. Selskabet er nu ved at indsnævre udbuddet af produkter og tjenester og fokuserer på sine fortrin i forhold til konkurrenterne. Forbedrede margener og store besparelser på omkostningssiden bør gøre ABB-aktien mere populær hos investorerne.

Angående et andet "stort" og nyt selskab i porteføljen, nemlig Citigroup – se beskrivelsen under SKAGEN Global, hvor den amerikanske bank er største investering.

10 GANGE INDTJENINGEN

SKAGEN Vekst går ind i 2015 med en portefølje, som er prisfastsat til 1,4 gange bogførte værdier og moderat ti gange forventet fortjeneste fra selskaberne. Sidstnævnte tilsiger altså et afkast fra indtjeningen på selskaberne på 10 procent (E/P). Både P/E og P/B ligger betydeligt under fondens referenceindeks. Med fortsat historisk lave lange statsrenter kan SKAGEN derfor prisfastsættes med en meget attraktiv risikopræmie.

BILLIG FINLANDSSVENSKER

Vi har store forventninger fremover til et nyt selskab fra sidste år, nemlig teleselskabet TeliaSonera. Stabil indtjening og et direkte udbytte på seks procent er et godt udgangspunkt.

Inden for telekommunikation er en gryende konsolideringsproces gået i gang. Vi tror, den vil blive forstærket fremover. Det medfører mindre pres på priserne og bedre lønsomhed for hver kunde (øget ARPU). TeliaSonera er også i besiddelse af ejerandele i selskaberne Turkcell og Megafon, som ikke har strategisk betydning. De bør kunne sælges med en solid gevinst.

RUSSISK BANK OG RIGGE

Russiske Sberbank blev fondens største negative bidragyder. Vi undervurderede risikoen ved situationen i Rusland og de indførte sanktioner. Sberbank var ved udgangen af første halvår prisfastsat svarende til bogførte værdier. Dem kunne man ved årets slutning købe med en rabat på 40 procent.

Sberbanks resultat forrenter egenkapitalen med 17 procent og giver et direkte udbytte på fire procent. Usikkerheden omkring både indtjenings- og tabssituationen fremover har imidlertid fået os til at reducere positionen i den russiske bank en del. Posten udgjorde ved årets udgang 0,6 procent af porteføljen og var det eneste russiske selskab.

Mørke skyer i markedet for borerigge lagde sig tungt over Fred. Olsen-tvillingerne Bonheur og Ganger Rolf. Selskaberne er majoritetsejere i borerigselskabet Fred. Olsen Energy, som blev udsat for et kursfald på hele 70 procent. Dommedag truer tilsyneladende borerigselskaber generelt. Men Fred. Olsens kontraktdækning forsværer i sig selv børskursen i skrivende stund.

Ved købet af Fred. Olsen-tvillingerne følger selskabernes virksomhed inden for vedvarende energi, shipping/offshore, cruise og diverse mindre aktiviteter.

SUPPLY UNDER VANDET

Vores investeringer inden for supply og undervandsteknologi fik også store tæsk i andet halvår. De negative bidrag fra aktieposterne i Solstad, DOF, Siem og Eidesvik udgjorde tilsammen 223 mio. norske kroner. Solstad og DOF stod for størstedelen.

Ved årets udgang repræsenterer disse selskaber 3,5 procent af porteføljen. Flere supplyselskaber har nu valgt at lægge skibe op. Billedet ser sort ud på kort sigt med den lave oliepris og et dårligt borerig-marked.

Solstad og DOF har en relativt god kontraktdækning for 2015. Det store spørgsmål er, hvad der vil ske i 2016-2017. Aktiemarkedet har allerede indregnet et negativt scenario.

KONCENTRERET IND I 2015

SKAGEN Vekst går ind i 2015 med en meget koncentreret portefølje. De ti største investeringer udgør godt 48 procent, mens de 35 største repræsenterer hele 86 procent af porteføljen.

Efter salget af RCL er Samsung Electronics igen rykket op som fondens største investering. Margenerne for hukommelseskort, på fagsprog kaldet DRAM og NAND, er stigende. Vi har en stærk tro på, at de mere og mere vil kompensere for Samsungs svagere resultater i mobildivisionen (se SKAGEN Global).

Samsung Electronics' nye DRAM-kort er dobbelt så hurtigt og 40 procent mere energibesparende end forgængeren. Flere konkurrenter har været nødt til at kaste håndklædet i ringen, og kapitalomkostningerne ved at opføre nye, moderne fabrikker er formidabel. Fremtiden ser derfor lys ud for Samsungs hukommelseskort.

Vi forventer også gode bidrag i det kommende år fra store gamle travere som Continental, Norwegian og Danske Bank. De har alle langt op til vores kursmål.

TO LØNSOMME RUNDTURE MED HURTIGRUTEN

En engelsk opkøbsfond bød i efteråret syv kroner pr. aktie i Hurtigruten. Det var næsten 40 procent over den gældende børskurs, og vi solgte derefter selskabet fra. Hurtigruten har på forskellig vis befundet sig i SKAGEN Veksts portefølje, siden fonden startede i 1993.

Vi indrømmer, at det var en smule vemodigt, da vi lillejuleaften vinkede farvel til de sidste aktier i selskabet. Hurtigruten har i den 21-årige periode været en behagelig rejse for investorerne. Undervejs på turen har det stormet indimellem, og Hurtigruten var for fem år siden tæt på forlis.

Seks gange pengene

Da SKAGEN Vekst blev lanceret i december 1993, købte vi aktier i Troms Fylkes D/S (TFDS). TFDS ejede og opererede fem hurtigruteskibe, mens Ofoten og Vesterålen D/S ejede og opererede seks skibe. Fire år senere købte vi os også ind i OVDS.

De to selskaber ønskede sidst på vinteren 2002 at fusionere til det, som i dag er Hurtigruten. SKAGEN Vekst solgte aktierne i TFDS i fusionsprocessen og investorerne kunne glæde sig over at få udbetalt næsten seks gange så meget som prisen ni år tidligere.

Tæt på forlis

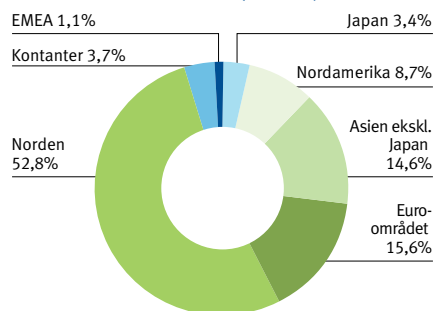
Oven på fusionen fulgte en lang periode med hård sø for Hurtigruten. Manglende omkostningskontrol, elendig drift, salg af diverse aktiver til elendige priser og kontrahering af nye store skibe var en giftig cocktail. Kursen på vores aktier i OVDS var i frit fald.

Hurtigruten var i 2009 ved at forlise og måtte kaste redningskranse ud i aktiemarkedet. Selskabet fik tilført nok nødkapital til at holde sig flydende. Professionelle ejere overtog roret og startede processen med at få selskabet ud på dybere og tryggere vand.

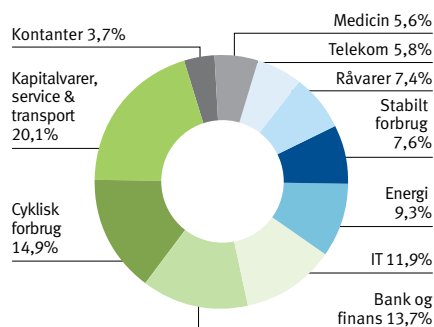
SKAGEN Vekst var en af dem, der bidrog med størst kapital under redningsaktionen. Fonden sad tilbage med syv procent af Hurtigruten. Emissionskursen var en krone.

Ved afskeden var prisen syv kroner pr. aktie og i alt en fordobling af den investerede kapital. Vi kom derfor sikkert i land – også efter den sidste turbulente, men lønsomme Hurtigrute-tur.

GEOGRAFISK FORDELING (afrundet)



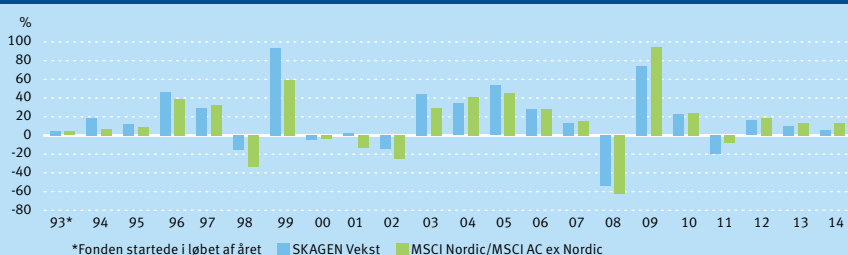
BRANCHEFORDELING (afrundet)



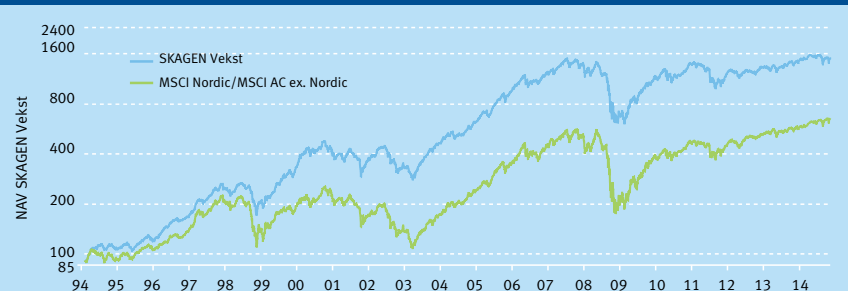
Fondens startdato	1. december 1993
Afkast siden lancering	1.571,0 %
Gennemsnitligt årligt afkast	14,3 %
Forvaltningskapital	7.096 mio.
Antal kendte investorer	73.282 *

*Ekskl. kunder via trejdepart-distributører

AFKAST PR. ÅR (DKK)



HISTORISK KURSUDVIKLING SKAGEN VEKST (DKK)



Fondens investeringsmandat er ændret med virkning pr. 01.01.2014 fra, at fonden investerer mindst 50 % af sine midler i Norge til, at fonden investerer mindst 50 % af sine midler i Norden. Dette betyder, at afkast før ændringen blev opnået under andre forudsætninger end i dag. Fondens referenceindeks før 01.01.2014 var det sammensatte referenceindeks af Oslo Børs Hovedindeks (OSEBX) og MSCI All Country World. Referenceindeks før 01.01.2010 var Oslo Børs Hovedindeks (OSEBX).

SKAGEN VEKST 2014 (MIO. NOK)

5 STØRSTE POSITIVE BIDRAGYDERE

Royal Caribbean Cruises Ltd	406
Norsk Hydro ASA	226
Teva Pharmaceutical-Sp ADR	223
Norwegian Air Shuttle ASA	132
Samsung Electronics Co Ltd Pref	129

5 STØRSTE NEGATIVE BIDRAGYDERE

Sberbank of Russia Pref	-129
DOF ASA	-97
Solstad Offshore ASA	-71
Ganger Rolf ASA	-59
Bonheur ASA	-58

5 STØRSTE KØB

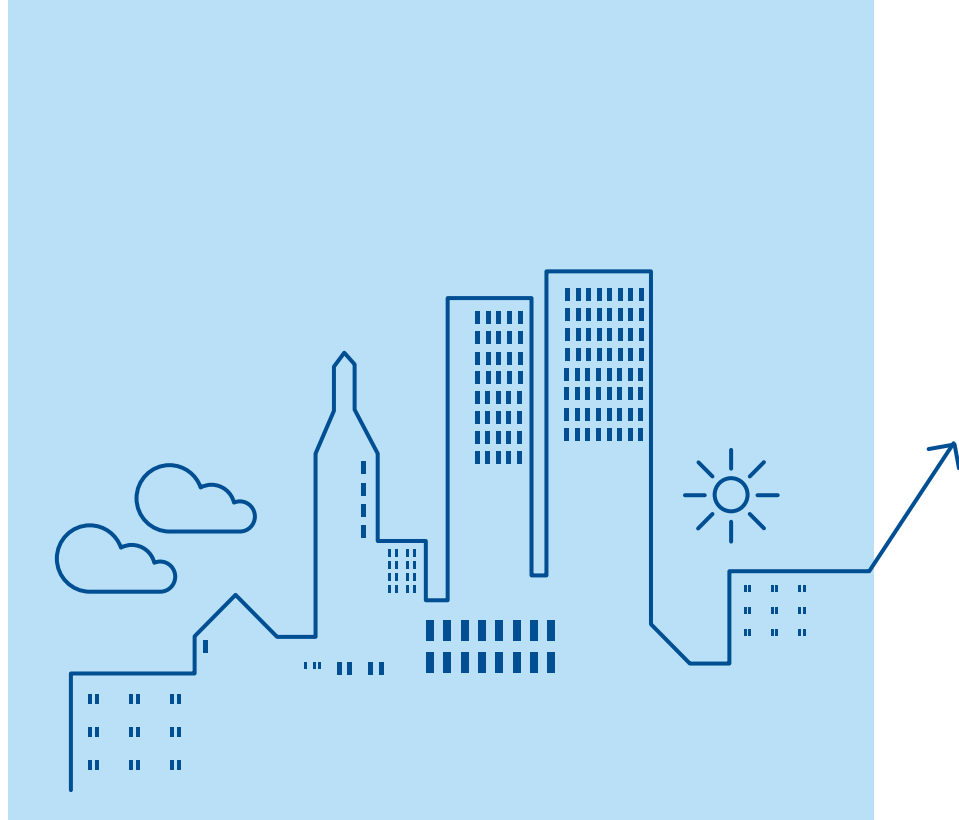
TeliaSonera AB	367
Citigroup Inc	318
Koninklijke Philips NV	305
Casino Guichard Perrachon SA	226
Volvo AB	210

5 STØRSTE SALG

Royal Caribbean Cruises Ltd	-971
Statoil ASA	-360
Kongsberg Gruppen ASA	-255
Teva Pharmaceutical-Sp ADR	-243
Orange	-181

SKAGEN m²

- › 2014 var præget af rentefald i de industrialiserede lande og af en meget stærk udvikling for amerikanske ejendomsaktier
- › I Tyskland havde de ejendomsselskaber, der investerer i lejligheder, gode tider, og Deutsche Wohnen gav solidt bidrag til afkastet
- › Stigende fokus på ejendomme som selvstændig investeringsklasse kan sammen med selskabsudvælgelse føre til endnu et godt år for SKAGEN m².



Ejendommeligt godt 2014

Investorerne havde appetit på aktier med høj udbyttebetaling, og renterne i den vestlige verden faldt fortsat. 2014 blev derfor et godt år for SKAGEN m².

Afkastet blev hele 25 procent i dansk udregning. Alligevel lå vi 3,9 procentpoint efter vores referenceindeks. Årsagerne dertil er mange. Det er let at pege på vores kraftige undervægt mod USA. Men det blev vejet op af vores undervægt i Japan.



Porteføljeformidlere

Michael Gobitschek og Harald Haukås

HVAD VAR 2014 PRÆGET AF?

Året var præget af faldende renter i de industrialiserede lande og en meget stærk udvikling for amerikanske ejendomsaktier. Det amerikanske ejendomsaktieindeks gav et afkast på 29 procent mod det globale ejendomsaktieindeks' 14 procent, målt i USD. Det øvrige ejendomsaktiemarked havde som følge deraf en flad udvikling målt i en stærk amerikansk dollar. I globalt perspektiv var den stærkere dollar skyld i en stor del af den amerikanske stigning. I et amerikansk perspektiv kan man pege på den svage udvikling for amerikanske ejendomsaktier i 2013 i forhold til det amerikanske aktieindeks S&P 500, som er et indeks over de 500 største selskaber i USA.

FORSKELLEN MELLEM 2013 OG 2014

10-årige statsrenter steg over 1 procentpoint i løbet af nogle få uger i foråret 2013. Det medførte en korrektion i de amerikanske ejendomsaktier i efteråret 2013. Vi benyttede muligheden til at øge vores andel af USA fra 15 til 30 procent. Vi troede, at konsensus omkring den amerikanske renteutvikling tog fejl. Det profiterede vi på i 2014. Udfordringen for os, der har til formål at levere gode langsigtede absolutte afkast, var at undgå at øge andelen af amerikanske aktier endnu mere (US indekxsvægt er over 50 procent).



Foto: Shutterstock



Foto: Fotograf - Brent Lewin/Bloomberg

Milliardæren Zhang Xin, administrerende direktør for Soho China Ltd., poserer for fotografen efter et interview til Bloomberg Television i Hongkong, Kina, fredag den 22. august 2014. Zhang udtalte, at Soho China venter på det rigtige tidspunkt for opkøbsmuligheder, da Kinas ejendomspriser ikke er "lave nok endnu".

E-HANDEL PÅ VEJ IND I INDKØBSCENTRENE

Også nogle andre trends overraskede i 2014 ud over renten. Der har været stort fokus på e-handel og indkøbscentrenes død. Prisfastsættelsen af dette segment var ikke frygtindgydende ved årets indgang. Spådommene om, at indkøbskæderne vil flytte ud af indkøbscentrene og ind på nettet, er kun en halv sandhed. Der er også bevægelse den anden vej. E-handelsstederne finder det efterhånden nødvendigt at have udstillingsvinduer og den logistik, som supermarkeds-kæderne tilbyder. Ejerne af indkøbscentre, som kan tilbyde faciliteter i de mest centrale områder i de store byer, oplever derfor større efterspørgsel på kvadrater. Fondens bedste absolutte bidragyder, General Growth Properties, gav et afkast på 12 mio. norske kroner i fonden. Selskabet ejer centrale indkøbscentre i de største byer i USA og har kunnet forny udløbende kontrakter med en tocifret procentuel lejestigning. Selskabet var ved indgangen til 2014 prisfastsat til en pengestrømsmultipel på 16. Dette er billigt for høj kvalitetsselskaber, hvor man kan forvente en værdistigning på de underliggende ejendomme, der følger med ud over pengestrømmen.

GODE BIDRAG FRA HOTELLER OG LEJLIGHEDER

De næste to selskaber på listen over de bedste absolutte og relative bidragydere er også amerikanske, nemlig Apartment Investment Trust (Aimco) og Ashford Hospitality Trust (AHT).

Udbuddet af nye lejligheder blev ikke så stort som forventet – eller frygtet – og det bidrog til en god værdiudvikling for Aimcos lejlighedsportefølje. Bagsiden af medaljen var, at vores højrisikoinvestering i boligbyggeren Hovnanian havde et svagt år.

Ashford Hospitality Trust havde en stærk udvikling som følge af en fortsat dyr finansiering ved opførelse af nye hoteller og stigende efterspørgsel på hotelværelser.

Det var ikke kun i USA, at ejendomsselskaber, som investerer i lejligheder, oplevede gode tider. Det samme gjaldt i Tyskland. Vores investering i Deutsche Wohnen gav solide afkast, både til fondens absolutte og relative afkast.

Tyskland står muligvis foran en langsigtet stigning i boligpriserne. Forholdet mellem boligpris og almindelige lønindtægter er 1:2. Det svarer til Norge først i 90'erne. Renteniveauet er desuden meget lavere end dengang. Trods en stærk udvikling i de selskaber, som investerer i lejligheder, skal man altså ikke sælge dem for hurtigt, selv om den første og stærkeste stigning nok ligger bag os.

Den thailandske boligbygger Ananda Development kom i 2014 igen efter et meget svagt 2013. Stigningen var på 73 procent målt i lokal valuta. Det samme gjaldt de indonesiske ejendomsudviklere Bekasu Fajar og Summarecon Agung, som steg 64 og 95 procent og dermed var årets bedste relative bidragsydere. Billedet er, at de investeringer, vi beholdt i Indonesien og Thailand, gav solide bidrag til både absolut og relativt afkast i 2014.

Der var kun få større absolutte tabere i 2014. Ud over førnævnte Hovnanian gav også Frashion Properties China et svagt udbytte. Selskabet udskilte sin hoteldivision i en periode, hvor der blæste en strid modvind i det kinesiske ejendomsmarked. Prisen for den lå et godt stykke under det forventede. Vi solgte posten og forøgede i Soho China, som hovedsagelig udvikler og ejer kontorejendomme i Beijing og Shanghai. Selskabet er i en overgangsfase fra udvikler til ejendomsbesidder. Vi går generelt efter at eje ejendomsejere frem for ejendomsudviklere.



Foto: Bloomberg

Fonden havde kun få absolutte tabere. Men der vil altid være en del relative tabere i et år, hvor indekset stiger 40 procent. Global Logistic Properties, GLP, blev en af vores store relative tabere. Det var ironisk nok forventet, at GLP ville blive en af vinderne i e-handelsudviklingen. GLP er noteret i Singapores ejendomsaktiemarked, som var svagt i 2014. Også et andet moment indvirkede negativt på kursen, nemlig at en af grundlæggerne døde. Selskabet har en dominerende position inden for logistik i Japan, Kina og Brasilien. Selskabet fik i løbet af året også fodfæste i USA. Vi forøgede vores position i løbet af efteråret.

Der hersker ingen tvivl om, at ejendomsaktier er blevet dyrere i løbet af 2014. Her i starten af 2015 tror analytikerne stadig på, at væksten i amerikansk økonomi vil resultere i en rentestigning. Endnu en gang kan de tage fejl.

Teorien om, at rentefald fører til øget inflation og omvendt, er efterhånden problematisk at eftervise empirisk. Japan har i flere årtier forsøgt at få inflationen op gennem stadig lavere renter og kvantitative lettelser. Uden at det er lykket.

Hvis man virkelig vil have inflationen op, skulle man måske prøve at sætte renterne op i stedet for ned. I direkte modstrid med de etablerede økonomiske teorier!

Den japanske regering har i øjeblikket sat sig selv på en afgørende prøve i forsøget på at få inflationen op. Mange forvaltere frygter tiltagene. De tør ikke være uden for markedet, da tiltagene kan føre til betydelige bevægelser i ejendomsaktier og andre aktiver.

Vi har to investeringer i Japan – Nomura Real Estate Office Fund (NOF), og Mitsui Fudosan. Investeringerne er baseret på vores overbevisning om, at selskaberne vil skabe godt langsigtet afkast uanset det politiske klima. NOF var bedste bidragyder i december. Siden vi købte os ind i selskabet, har det udviklet sig betydeligt bedre end andre japanske ejendomsselskaber.

Mitsui Fudosan Co.'s Muromachi Furukawa Mitsui Building (nederst t.v.) og Muromachi Chibagin Mitsui Building (øverst t.h.) i centrale Tokyo i januar. Mitsui er en af to investeringer i Japan og ventes at være en langsigtet værdiskaber.

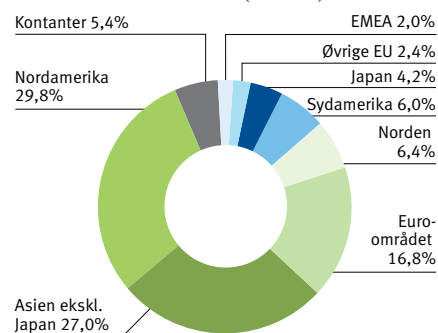


EJENDOM ER NY SEKTOR

Der er ingen tvivl om, at ejendomme siden finanskrisen efterhånden er ved at blive elsket og ikke hadet. For eksempel vil ejendomme fra 2016 blive den ellefte sektor i MSCI's indekssystem, hvor ejendomme tidligere var en undersektor i finans.

Ejendomsaktier fremstår gennem halvtreds års historie i USA som lige så lukrative selvstændige investeringsaktiver som det øvrige aktiemarked. Både fokus på ejendomme og på ejendomme som selvstændigt investeringsalternativ i aktiemarkedet vil dermed blive større. Sammen med SKAGENs selskabsudvælgelse kan dette føre til endnu et godt år for SKAGEN m².

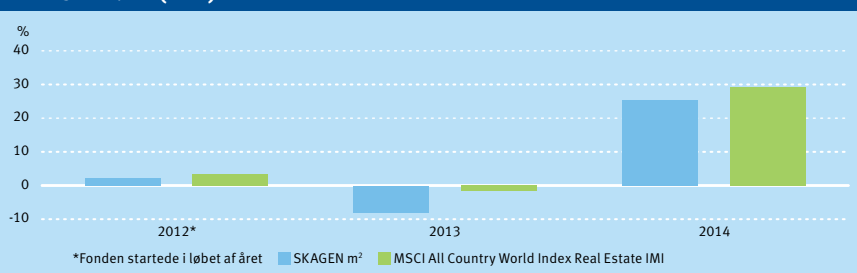
GEOGRAFISK FORDELING (afrundet)



Fondens startdato	31. oktober 2012
Afkast siden lancering	17,5 %
Gennemsnitligt årligt afkast	7,7 %
Forvaltningskapital	688 mio.
Antal kendte investorer	6.429 *

*Ekskl. kunder via trejdepartis-distributører

AFKAST PR. ÅR (DKK)



HISTORISK KURSUDVIKLING SKAGEN m² (DKK)



SKAGEN m² 2014 (MIO. NOK)

5 STØRSTE POSITIVE BIDRAGYDERE

General Growth Properties Inc	12
Apartment Investment & Management Co	10
Ashford Hospitality Trust	10
Brandywine Realty Trust	9
Deutsche Wohnen AG	9

5 STØRSTE NEGATIVE BIDRAGYDERE

Etalon Group Ltd GDR	-3
Franshion Properties China Ltd	-3
DLF Ltd	-1
BR Properties SA	-1
Yuexiu Property Co Ltd	-1

5 STØRSTE KØB

Columbia Property Trust Inc	25
General Growth Properties Inc	20
Melia Hotels International	16
Mitsui Fudosan Co Ltd	15
Dic Asset AG	15

5 STØRSTE SALG

Capitamalls Asia Ltd	-18
Lippo Malls Indonesia Retail Trust	-14
Segro Plc	-11
Franshion Properties China Ltd	-10
Indiabulls Real Estate Ltd	-10

SKAGEN Tellus

- › 2014 var et meget godt år for investorerne
- › Vil ikke have investeringer i Japan
- › Tror fortsat på reducerede renteforskelle i Eurozonen



Porteføljeformålere

Torgeir Høien og Jane Tvedt

Fondens startdato	29. september 2006
Afkast siden lancering	63,14 %
Gennemsnitligt årligt afkast	6,11 %
Forvaltningskapital	1.431 mio.
Antal kendte investorer	2.519 *

*Ekskl. kunder via trejdepartis-distributør

Solidt afkast

Vores antagelser om, at de såkaldte »sikre« lange renter ikke ville stikke af, og at forskellene mellem Eurozonens renter ville svinde ind, viste sig at holde stik. 2014 blev derfor et meget godt år for SKAGEN Tellus' investorer. Målt i DKK var afkastet 14,2 procent.

Norske investorer fik en ekstra gevinst på 9,7 procentpoint. Fonden havde ikke investeret i norske kroner sidste år, og vi fik dermed fuld betaling for den svækkede krone.

Også den lange historik er solid. Investorerne i den globale statsobligationsfond SKAGEN Tellus anbefales en investeringshorisont på tre år. De seneste år har fonden i gennemsnit leveret et afkast på 7,1 procent målt i euro, 5,5 procentpoint mere sammenlignet med indekset. (Indekset måler, hvad en passivt forvaltet statsobligationsportefølje giver i afkast). Siden fondens start i 2006 har det årlige afkast målt i euro været 6,2 procent. Det er 1,4 procentpoint mere end indekset, og når dermed næsten målet om at slå indekset med 1,5 procentpoint pr. år over tid.

Fondens bedste investeringer lå i Eurozonens såkaldte periferi, med de bedste bidrag fra Slovenien, Portugal og Italien. Men vi havde også positivt afkast fra de fleste af vores andre investeringer, fordelt rundt i verden fra Kina til USA. I USA kunne vi have tjent endnu flere penge, hvis vi havde valgt at holde obligationer med lang løbetid. Men vi fik en pæn valutagevinst ved dollarstyrkelsen.

Japan – nej tak

Den største afvigelse fra indekset er, at fonden ikke er investeret i japanske obligationer. I 2014, hvor kursen på en yen startede og sluttede omtrent på samme

kurs relativt mod euroen, gik vi dermed glip af et yderligere fald i de lange renter.

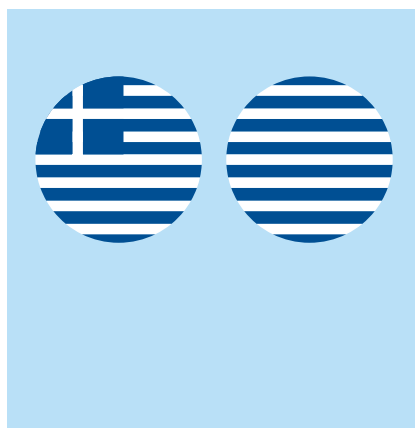
Vi er dog komfortable med at holde os væk fra Japan, som er en tikkende bombe. Risikoen er, at det en dag går op for investorerne, at de japanske myndigheder ikke formår at håndtere det bjerg af gæld, de har opbygget. Når det sker, vil yennen dykke, renterne gå i vejret, og inflationen aftage. Det vil blive omtrent, som da det efter olieprisfaldet gik op for folk, at den russiske stat ikke var i stand til at generere tilstrækkeligt overskud inden for en overskuelig fremtid til at stå ved sine forpligtelser på gældende prisniveau. Vi ønsker ikke at være i Japan, når det sker, vel vidende at det er umuligt at sætte tid på nedsmeltningen.

Når det gælder det kommende år, tror vi, at der fortsat kan tjenes meget på reducerede renteforskelle i Eurozonen. Signalerne fra Den Europæiske Centralbank er nu blevet tydelige: Man vil købe statsobligationer i stor skala. Hensigten er dermed at få inflationen op og sprede virkningen af lavere renter til alle de 19 lande, som i øjeblikket er med i Eurozonen.

Vi tvivler på, at sådanne køb vil have mærkbar effekt på inflationen, men vi tror, at virkningen på renteforskellene vil blive betydelig. Eftersom vi, som forklaret i den generelle rentekommentar, ikke forventer en markant stigning i de lange tyske renter, betyder det, at vi forventer et lavere niveau på de andre statsrenter. Ergo er der udsigt til kapitalgevinster.

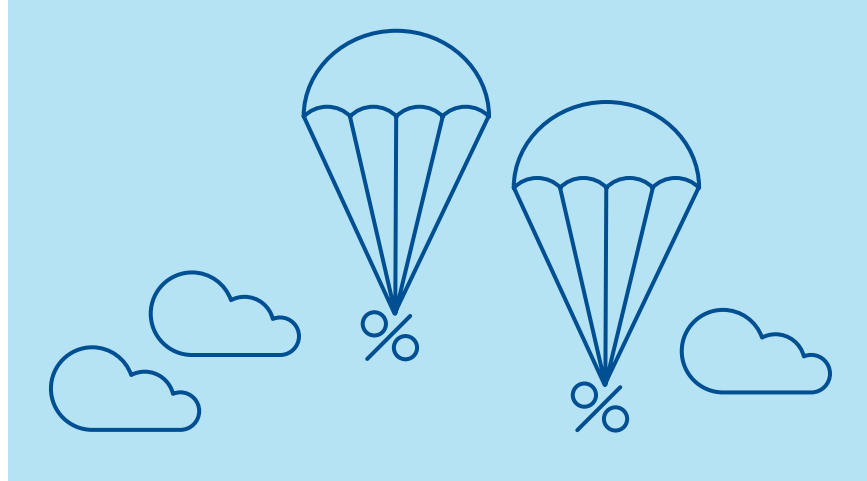
FØLGER GRÆKENLAND MED ARGUSØJNE

Vi følger nøje udviklingen i Grækenland. Vi solgte os ud i efteråret, inden renterne aftog, efter at regeringen ikke fik valgt præsidentkandidat. Vi tror ikke på, at grækerne træder ud af Eurozonen, men der kommer en turbulent periode, indtil en ny regering har forhandlet færdig med Den Europæiske Centralbank, Den Europæiske Union og Den Internationale Valutafond, IMF. På et eller andet tidspunkt i 2015 vil græske obligationer sikkert blive attraktive igen, som de tidligere har været.



SKAGEN Avkastning

- › Godt bidrag fra fondens udenlandske andel
- › Høj eksponering mod tidligere kriselande i Eurozonen
- › Renterne i de perifere euro-lande kan falde yderligere



Godt afkast i lavrenteklima – men den norske krones fald ramte danske investorer

SKAGEN Avkastning havde et godt år i 2014 målt i norske kroner *. Fonden havde gennemsnitligt en effektiv rente på 2,4 procent. Forskellen mellem afkast og effektiv rente er kursgevinster på obligationerne i porteføljen.



Porteføljeforvalter

Jane Tvedt og Torgeir Høyen

Fondens startdato	16. september 1994
Afkast siden lancering	176,02 %
Gennemsnitligt årligt afkast	5,13 %
Forvaltningskapital	1.431 mio.
Antal kendte investorer	11.156 *

*Ekskl. kunder via trejdeparts-distributører

SKAGEN Avkastning investerer hovedsagelig i Norge (omkring 80 procent af fonden), men kan placere en del af porteføljen i udenlandske statsobligationer. Den norske del af porteføljen placeres i bankpapirer og bankindskud med særligt gunstige vilkår. Denne del har lav renterisiko og giver et sikkert og stabilt afkast.

Den norske del af porteføljen leverede et godt resultat i betragtning af renteniveauet. Kreditpræmierne på de norske bankpapirer i porteføljen er faldet i årets løb, hvilket har skabt afkast ud over den effektive rente.

De udenlandske obligationer i fonden har højere renterisiko end de norske investeringer. Her ligger mulighederne for at opnå ekstra afkast. Når renterne på obligationer falder, stiger obligationskurserne og giver gevinst til fonden. De udenlandske investeringer er valutasikrede, således at ændringer i den norske kronekurs ikke påvirker fondens afkast.

Den udenlandske del af fonden bidrog med 3,2 procentpoint af afkastet i 2014. Den norske del leverede folgelig et afkast på 1,9 procentpoint målt i norske kroner.

Perifere dele af eurozonen

Porteføljen har i 2014 været baseret på vores opfattelse af, at de lange sikre renter ville holde sig lave, samt at kreditpræmierne ville falde i enkelte lande, særligt i de perifere dele af Eurozonen. Vi har derfor haft høj eksponering mod de tidligere

kriselande i Eurozonen. Denne strategi har været meget lønsom.

De største bidragydere til afkastet i 2014 var Portugal og Slovenien. Renten på vores portugisiske obligation faldt med 350 basispunkter, hvilket gav en kursgevinst på 29 procent. Rentefaldet på den obligation, vi ejer i Slovenien, var 275 basispunkter, og kursgevinsten udgjorde 27 procent. Fonden har også haft solidt afkast på investeringerne i Litauen og Mexico, hvorimod vi havde et lille kurstab på investeringen i Grækenland. Vi solgte Grækenland helt fra i begyndelsen af december.

Vi tror fortsat på, at strukturelle reformer og intern devaluering vil øge væksten og styrke de perifere eurolandes statsfinanser. Lavere kreditpræmier vil blive resultatet. Desuden har svagere økonomiske udsigter og faldende inflationsforventninger ført til, at Den Europæiske Centralbank (ECB) har sænket renten og taget mere ukonventionelle virkemidler i brug.

ECB vil til marts starte opkøb af statsobligationer fra medlemslandene (QE). Vi tror, at disse massive obligationsopkøb vil bidrage til at renterne i de perifere lande falder endnu mere, og at renteforskellen mellem de perifere lande og Tyskland bliver endnu lavere.

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

SKAGEN Credit EUR

- › Risikoaversionen på rentemarkederne ramte flere af vores beholdninger hårdt
- › Oliepriser i frit fald og uroen i Ukraine/Rusland påvirkede også afkastet negativt
- › Ved indgangen til 2015 ser sammensætningen af porteføljen dog lovende ud



Porteføljeforvaltere

Ola Sjöstrand og Thomas Nordbø Middelthun

Fondens startdato	30. maj 2014
Afkast siden lancering	-2,63 %
Gennemsnitligt årligt afkast	NA %
Forvaltningskapital	22 mio.
Antal kendte investorer	17

SKAGEN Credit EUR A er en valuta-hedged feeder fond, som investerer sine aktiver i fonden SKAGEN Credit.

Hård start, men lyse udsigter

I løbet af fondens første syv måneder viste vores diversificeret portefølje sig at være mindre diversificeret end vi havde forudset. Derudover slog risikoaversionen på rentemarkederne kraftigt igennem på flere af vores investeringer.

SKAGEN Credit blev lanceret den 30. maj 2014 og afkastet de første syv måneder er meget utilfredsstillende. Nu hvor året er omme, kan man se, at fondens starttidspunkt faldt sammen med årets laveste kreditspænd. Efter lanceringen fulgte af en periode med gradvis stigende kreditmarginaler.

Dårligt i Rusland og Brasilien

Oliepriserne faldt kraftigt i løbet af efteråret og gav flere energiekporterende lande en mavepuster. Det påvirkede også vores obligationer udstedt af det brasilianske olieselskab Petrobras og olieservicevirksomheden Seadrill. Situationen i Ukraine/Rusland forbedrede sig ikke og Rusland havnede i en situation, hvor både oliepriserne og sanktioner fik stor indflydelse på landets økonomi. Det bevirkede også at rublen faldt, og usikkerheden omkring landets økonomi blev endnu mere tydelig. Noget der fik negativ indflydelse på blandt andet vores investering i Gazprom.

Sidst på efteråret blev virksomhedsobligationer udstedt i vækstmarkederne - eller virksomheder, som har deres aktiviteter i disse lande - meget upopulære. Investorerne solgte derfor alt, uanset kreditkvalitet.

I tider med usikkerhed foretrækker investorerne ofte at investere i sit hjemmemarked, og derfor flyttes store sum-

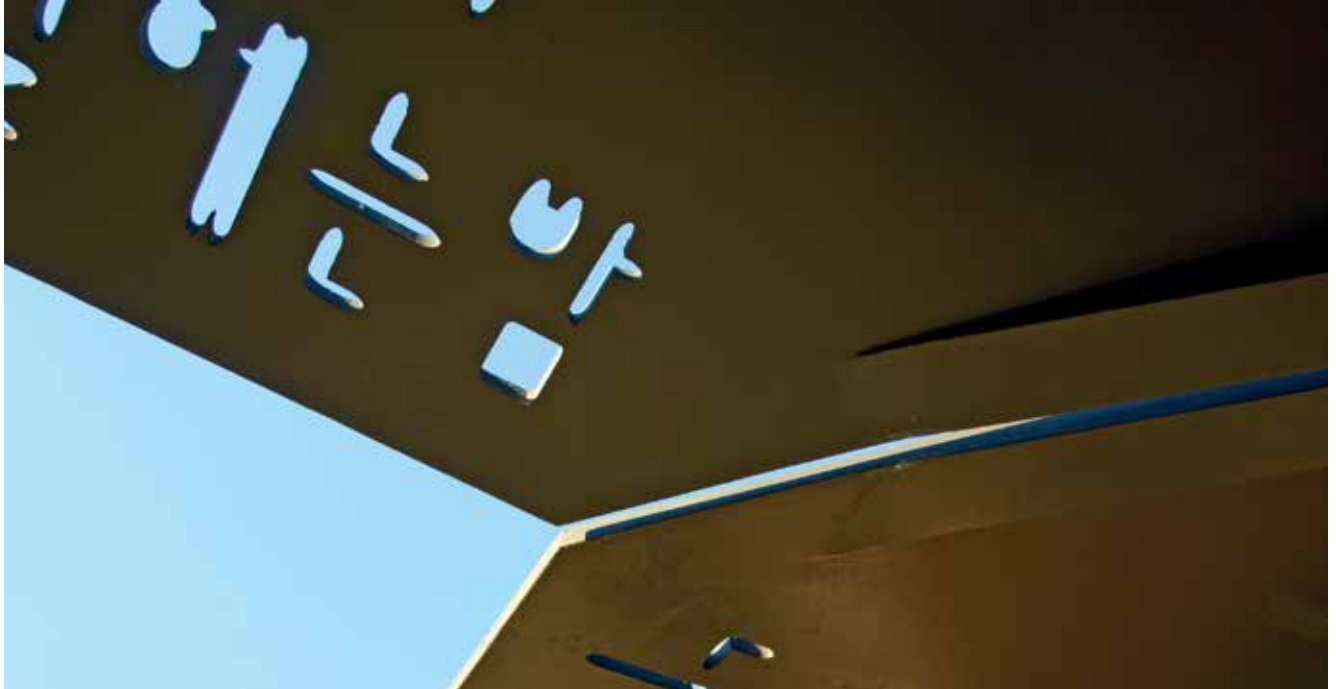
mer af dollars og euro ud af vækstmarkederne.

En kombination af de ovennævnte betød, at afkastet var negativt i 2014. Det var hovedsageligt vores investeringer eksponeret mod Rusland og Brasilien, der blev ramt.

I de virksomhedsobligationer som fonden har investeret i, har vi identificeret de sandsynlige triggere, som kan få værdien på obligationerne til at stige. Det kan være virksomhedsspecifikke begivenheder eller muligheder, og i nogle tilfælde er det den relative pris, der skal korrigeres i forhold til konkurrenternes obligationer.

Mere lovende 2015

Her i begyndelsen af året har vi en portefølje, hvor risiko og belønning ser meget mere lovende ud end for syv måneder siden. Det gennemsnitlige kreditspænd på fondens investeringer er gået fra 250 til omkring 375 basispoint ved udgangen af 2014. Spændet og ændringerne af dette afgør fondens afkast. Alle investeringerne i fonden valutaafdækkes, og afkastet påvirkes derfor ikke af ændringer i valutakurserne. Fonden har også en kort varighed (ca. 1 år) og afkastet påvirkes marginalt af renteændringer. Renterne af investeringerne i porteføljen i begyndelsen af 2015, foruden ændringer i kreditspændet, indikerer et afkast på 3,1 procent, ca. tre procentpoint over indekset i 2015.



LØNSOM FUSION

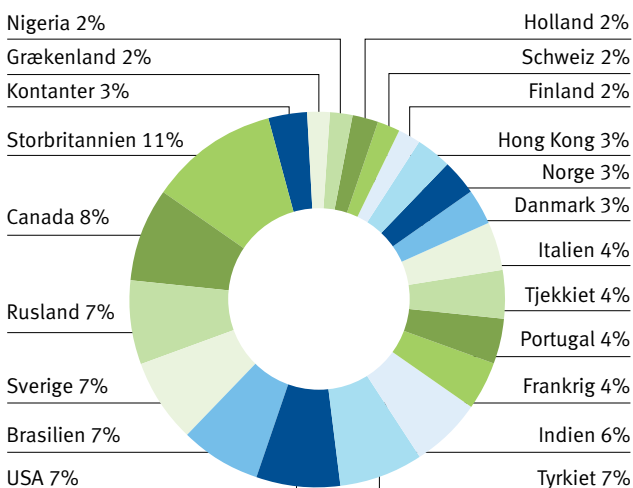
En af fondens store investeringer er i det franske selskab Lafarge, som fremstiller byggemateriale. Lafarge er verdensførende inden for blandt andet cement og har en stabil og spændende forretning. Kreditvurderingsbureauerne rater obligationen til BB+. Det interessante er, at Lafarge i noget tid har gennemgået en fusion med et andet selskab, Holcim, som opererer i samme branche.

Triggeren i denne investeringscase er netop Holcim, som har en bedre kreditvurdering (BBB), hvilket svarer til en investment grade rating. Når fusionen er gennemført, vil vores obligation også få en investment grade rating, og handles dermed til et meget lavere kreditspænd.

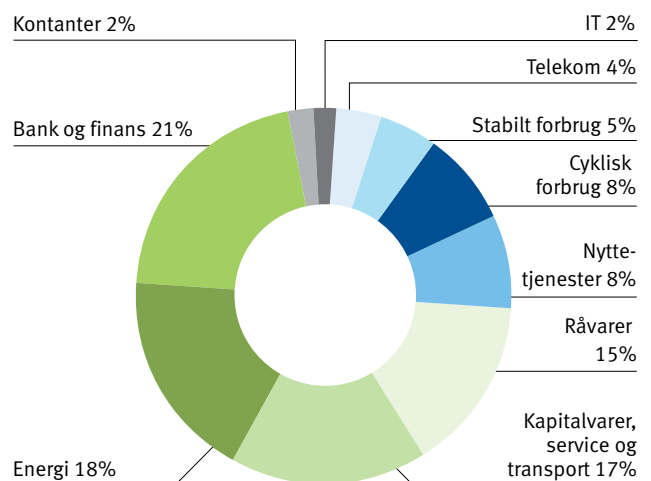
Et andet eksempel er bilproducenten Fiat. Eller rettere Fiat-Chrysler, da koncernen består af flere bilmærker, hvoraf Fiat og Chrysler er de vigtigste. Virksomheden har en B/BB rating og er en af de største bilproducenter i verden og er godt diversificeret både geografisk og produktmæssigt.

Deres obligationer handles betydeligt højere end konkurrenternes med tilsvarende kreditkvalitet, og de har som mål at opnå investment grade rating, det vil sige BBB, senest i 2017. Prisen på deres obligationer er for lave, og indtil andre forstår det, får vi en god rente, der ikke svarer til risikoen.

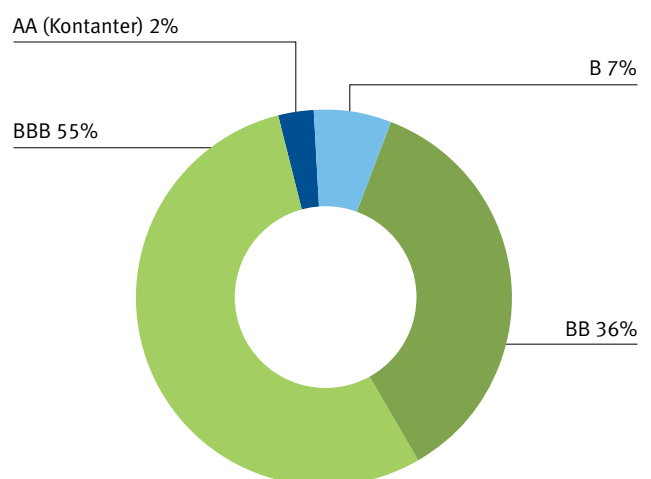
LANDERISIKO (AFRUNDET)



BRANCHE OG FORDELING (AFRUNDET)



RATINGFORDELING (AFRUNDET)



SKAGENs porteføljeforvaltere



Erik
Bergöö



Beate
Bredesen



Søren Milo
Christensen



Jonas
Edholm



Cathrine
Gether



Elisabeth
Gausel



Knut Gezelius



Michael
Gobitschek



Harald Haukås



Torgeir Høyen



Hilde Jenssen



Erik Landgraff



Knut Harald
Nilsson



Tomas N.
Middelthon



Ola Sjöstrand



Chris-Tommy
Simonsen



Alexander
Stensrud
(juniorforvalter,
1-årig kontrakt)



Kristoffer
Stensrud



Ole Søbereg



Geir Tjetland



Jane Tvedt



Filip
Weintraub

SKAGENs målsætning er at give kunderne bedst muligt afkast for den risiko, de tager. For at opnå dette anvender vi en aktiv og værdibaseret investeringsfilosofi med brede mandater – en filosofi, som bygger på sund fornuft.

En af porteføljeforvalternes opgaver er at balancere risikoen i finansmarkederne for vores investorer. Som investor bør du være interesseret i at opnå det bedst mulige afkast for den risiko, du vælger ud fra investeringens egenskaber. To fonde med sammenlignelige afkast kan have vidt forskellige risikoprofiler.

Det særlige ved SKAGENs filosofi er, at vi investerer i selskaber, som er Undervurderede, Underanalyserede og Upopulære, men som har potentiale til at stige i værdi – selskaber, hvor vi har identificeret mulige hændelser, der kan synliggøre skjulte værdier og dermed skabe merafstak til vores investorer.

Værdibaseret forvaltning. – Værdifastsættelsen af selskabers aktier sker gennem egne analyser og forståelse af, hvordan værdier skabes og varetages. Vi kan bedst lide forretningsmodeller, som genererer gode pengestrømme, og mener, at upopulære og under- eller fejlanalyserede selskaber ofte er attraktive.

Aktiv forvaltning. – Betyder, at porteføljeforvalterne investerer i selskaber ud fra disses egne meritter – ikke fordi et selskab for eksempel er repræsenteret i et indeks. Vi tilstræber med sund fornuft og langsigtet tænkning at undgå den bobledannelse, som sker, når populære aktier og brancher får for høj pris i forhold til selskabets værdi og indtjening.

Brede mandater. – SKAGENs speciale er globale investeringer. Det er mere interessant, hvor et selskab har sine aktiviteter, end hvor det er børsnoteret. Ved frit at kunne investere i brancher og lande over hele verden er porteføljeforvalterne i stand til at reducere risikoen mere, end hvis investeringerne var begrænset til et bestemt land eller en specifik branche.

Tidshorisont. – SKAGEN tilstræber tålmodighed i sine investeringer, således at filosofien får tid til at give resultater. Vores fonde har gennemsnitligt holdt på deres selskabsinvesteringer i 3-5 år. Selskabernes resultater skabes over tid, og det samme gælder derfor fondenes afkast.

Etik. – Et centralt element i vores analyser er etik. På sigt betaler det sig ikke at investere i selskaber, som er uetiske, forbyder sig mod miljøregler, anvender børnearbejde eller begår andre lovovertrædelser. SKAGEN vurderer ligeledes politiske risici og andre risici nøje.

Undgår aktiebobler. – I modsætning til mange andre forvaltere, som investerer i selskaber, fordi de indgår i sammensætningen af et aktieindeks, køber vi kun selskaber, vi vurderer attraktivt prisfastsat uafhængig af indekset. Dermed undgår vi at blive ledt i indeksfristelsen – som til tider fører til, at populære brancher og aktier får en alt for høj pris i forhold til, hvad de kan forsvare med hensyn til værdier og indtjening. Bobler opstår, og de brister før eller siden. Når de brister, opstår der for os som aktive forvaltere et godt klima til at finde Undervurderede, Upopulære og Underanalyserede selskaber. Over tid er det altid selskabernes værdier og værdiskabelse, som ligger til grund for prisfastsættelsen i aktiemarkedene.

Investeringsfilosofien med vores fokus på værdier har – kombineret med sund fornuft, hårdt arbejde og veludviklet intuition – historisk givet godt afkast. Grundprincippet at investere i Undervurderede, Underanalyserede og Upopulære aktier gælder alle fondene, og filosofien har været uændret siden begyndelsen.

Afkast- og risikomåling

Afkast*

Pr. 31.12.2014	NAV Seneste år	NAV Seneste 2 år	NAV Seneste 5 år	NAV Seneste 7 år	NAV Seneste 10 år	NAV Levetid
SKAGEN Vekst A	6,0%	7,9%	6,0%	0,9%	9,1%	14,3%
MSCI Nordic/MSCI AC ex. Nordic	13,1%	13,0%	11,4%	3,1%	10,3%	9,8%
SKAGEN Global A	6,7%	10,8%	10,8%	4,6%	10,3%	15,0%
MSCI World AC	18,4%	18,0%	13,0%	5,4%	6,8%	3,8%
SKAGEN Kon-Tiki A	2,7%	3,9%	6,2%	4,3%	12,8%	14,9%
MSCI Emerging Markets	11,2%	1,8%	5,3%	1,3%	9,7%	8,0%
SKAGEN m2 A	25,3%	7,2%				7,7%
MSCI All Country World Index Real Estate IMI	29,2%	12,7%				13,3%
SKAGEN Avkastning	-3,3%	-6,6%	2,2%	1,7%	3,0%	5,1%
Statsobligasjonsind. 3.00	-3,3%	-7,4%	1,9%	2,5%	2,9%	5,1%
SKAGEN Tellus A	14,2%	4,6%	7,4%	6,5%		6,1%
J.P. Morgan GBI Broad Index Unhedged in EUR	14,4%	2,5%	4,9%	5,8%		4,7%
SKAGEN Credit EUR A	-2,6%					-2,6%
3 Month EURIBOR	-0,1%					-0,1%

Risiko og præstationsmåling

Pr. 31.12.2014	SKAGEN Vekst	SKAGEN Global	SKAGEN Kon-Tiki	SKAGEN Tellus
RISIKO- OG PRÆSTATIONSMÅL SENESTE 5 ÅR				
Standard afvigelse, fond	14,5%	11,8%	13,9%	5,8%
Standard afvigelse, reference indeks	12,8%	9,3%	13,4%	8,1%
Sharpe-ratio, fond	0,37	0,83	0,40	1,15
Sharpe-ratio, reference indeks	0,80	1,27	0,35	0,54
Relativ volatilitet / Tracking error	5,5%	5,0%	4,8%	5,8%
IR	-0,90	-0,39	0,17	0,41
korrelation	0,93	0,91	0,94	0,70
alfa	-5,5%	-3,9%	1,0%	4,8%
beta	1,04	1,16	0,97	0,50
R2	85%	83%	88%	48%
VALUE AT RISK 5 ÅR				
Value at risk: observed, NAV	-7,2%	-5,7%	-7,6%	-1,9%
Value at risk: observed, Benchmark	-6,2%	-3,1%	-6,8%	-3,1%
Relativ Value at Risk, observed	-2,9%	-3,3%	-2,5%	-3,3%

GEVINST- OG TABSANALYSE SENESTE 5 ÅR				
Relativ gevinst	97%	104%	103%	95%
Relativ tab	131%	127%	99%	64%
Relativ gevinst/tab-ratio	0,74	0,82	1,04	1,49
Positive indeksafvigelser	5,5	6,0	6,8	8,9
Negative indeksafvigelser	10,5	8,0	6,0	6,6
Indeks afvigelse-ratio	0,53	0,76	1,14	1,36
Antal positive afvigelser	35%	43%	53%	58%
Antal positive afvigelser, opgang	37%	49%	43%	28%
Antal positive afvigelser, nedgang	30%	33%	62%	90%
Konsistens	40%	47%	52%	58%
Konsistens, opgang	37%	50%	44%	39%
Konsistens, nedgang	45%	40%	61%	81%

GEVINST- OG TABSANALYSE SIDEN START				
Relativ gevinst	96,1%	150,0%	119,6%	80,3%
Relativ tab	80,6%	106,0%	99,2%	70,8%
Relativ gevinst/tab-ratio	1,19	1,42	1,21	1,13
Positive indeksafvigelser	13,91	18,45	12,09	12,21
Negative indeksafvigelser	9,93	8,58	6,03	12,22
Indeks afvigelse-ratio	1,40	2,15	2,00	1,00

*Alle afkasttal over 12 måneder er annualiseret.

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

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

Benchmarkindeks for SKAGEN Vekst var indtil 2014 et vægtet gennemsnit af MSCI All Country Index (Daily Traded Net Total Return og Oslo Børs Benchmark Index (OSEBX). Før 2010 var Oslo Børs Benchmark Index (OSEBX). Fondens investeringsmandat er ændret med virkning pr. 01.01.2014 fra, at fonden investerer mindst 50 % af sine midler i Norge til, at fonden investerer mindst 50 % af sine midler i Norden.

Benchmark for SKAGEN Tellus var indtil 2012 Barclays Capital Global Treasury Index 3-5 years.

BEGREBSFORKLARING

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.

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 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.

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.

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.

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 dermed forvalterens evne til jævnt merafkast.

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.

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).



Et år med samfunds- gavnige projekter

SKAGEN Fondene har en lang tradition for at involvere sig i samfunds-
gavnige projekter lokalt og globalt. Det gjaldt også i 2014, hvor fokus
har været rettet mod de langsigtede og bæredygtige samfundsinvester-
inger.

– Christian Sigersted Larsen
Kommunikations- og marketingschef i Danmark

Siden 2006 har SKAGEN Fondene støttet Læger uden Grænser, SOS Børnebyer og Kolibri – Children at Risk Foundation med mere en 70 mio. norske kroner. Midlerne er gået fra forvaltningsselskabet SKAGEN AS's indtjening og ikke fra SKAGENs investorer.

Lige siden start har SKAGEN Fondene navigeret efter et sæt stærke værdier. Det gælder lige fra selskabets unikke investeringsfilosofi til den daglige drift på kontorerne i Europa. Bæredygtighed og en langsigtet tankegang gennemsyrrer hele virksomheden. Det kommer således også til udtryk i vores engagement i en række samfundsgavnige projekter, der alle er nøje udvalgt til at matche værdierne i selskabet.

”I en kulturdrevet organisation som vores, er menneskelig kapital vores vigtigste aktiv. Sponsorsamarbejdet er derfor vigtigt for at skabe engagement og fællesskab på tværs af land, sprog og kulturer. Vores sponsorrater og støtte til samfundsgavnige projekter er tæt forbundet med de værdier, som til dagligt bliver efterlevet i organisationen. De er med til at kommunikere, hvad vi står for og hvem vi er,” forklarer Lisen Dybdahl, der er global kommunikationschef i SKAGEN Fondene.

Læs mere om SKAGEN fondenes samfundsansvar på www.skagenfondene.dk/CSR



I løbet af 2014 har ansatte, familie og venner af SKAGEN strikket babyhuer som blev taget med til Læger uden Grænser fødestue i Nairobi. Sammen med huerne som Læger uden Grænser tog med sig fra Oslo, kunne hver eneste baby som blev født her i de tre første vintermåneder få en hue – i alt 700 stykker.

Før SKAGEN Fondenes fire kolleger tog til Kenya, samlede alle kolleger i SKAGEN ind til en legeplads nær et hospital i Nairobi. Hospitalspersonalet ønskede nemlig et klatrestativ til legepladsen, hvor mange børn venter længe for at besøge lægen.

Langsigtede samfundsinvesteringer

I de sidste ni år har SKAGEN Fondene haft et særligt tæt samarbejde med de tre hjælpeorganisationer; Læger uden Grænser, SOS Børnebyer og Kolibri – Children at Risk Foundation. Tre organisationer som på mange punkter deler SKAGENS værdigrundlag. Fælles for dem er, at de tænker langsigtet og opererer i områder, der ofte ikke er så stor opmærksomhed omkring.

”Det er mange paralleller i måden vi investerer på og vores støtte til samfundsgavnige projekter. Vi tænker globalt og støtter projekter i lande og kriseområder, som ikke nødvendigvis har så meget fokus i resten af verdenen. Vores ansvarsfølelse kommer også til udtryk i de etiske retningslinjer, der ligger til grund for vores investeringer,” fortæller Trygve Meyer. Han arbejder som kommunikationsansvarlig for porteføljerne i SKAGEN.

Feltstudie til Kenya

I november sidste år fik fire medarbejdere fra SKAGEN Fondene mulighed for med egne øjne at opleve den store forskel hjælpen virkelig gør, da de tog til

Nairobi i Kenya med Læger uden Grænser. Nairobi har næsten 4 millioner indbyggere, hvoraf halvdelen bor i slumområder under svært vanskelige forhold. I løbet af en oplevelsesrig uge kunne de fire kolleger opleve, hvordan Nairobis mest udsatte borgere bliver hjulpet af Læger uden Grænser i slumområderne Mathare og Kibera. Bydele med ufattelig fattigdom, hvor behandlingen af blandt andet tuberkulose, fødselshjælp, vaccinationsprogram, HIV/aids-projekter og sundhedsoplysning gør en enorm forskel. Her besøgte de bl.a. Kibera South Clinic, et stort og mere moderne sygehusbyggeri, som tilbyder gratis sundhedstilbud til befolkningen, der ikke har mulighed for at betale for lægehjælpen. På sigt er det planen at myndighederne skal overtage driften af sygehuset.

Dagene i Nairobis slum med Læger uden Grænser gav et godt indblik i det store og vigtige arbejde, som de udfører for menneskene her. Behovet er enormt. Hver dag redder og forbedrer de livet for mennesker som lever i ekstrem fattigdom. Indtrykket af at de udgør en nødvendig forskel for befolkningen er klart blevet forstærket.

Engagement smitter

Rejsen skabte stort engagement blandt ansatte, både hos dem som deltog på rejsen og andre. De oplevede stor interesse blandt sine venner og netværk, da de delte sine oplevelser på de sociale medier. Budskabet blev dermed spredt langt udenfor SKAGENS kontorer. Som Læger uden Grænser siger; færre dør når flere har vished. #sammenredderviliv

Den fremtidige støtte

Samarbejdet med Læger uden Grænser, SOS Børnebyer og Kolibri – Children at Risk Foundation fortsætter ind i 2015. Fokus vil fortsat være på projekter, der retter sig mod børn og unge både lokalt og globalt, samt inden for områderne viden, forskning, uddannelse og humanitært arbejde. Frem mod 2016 vil SKAGEN Fondene styrke samarbejdet med SOS Børnebyer. Dette sker for at SKAGEN Fondene kan involvere sig endnu mere i specifikke bæredygtige projekter med et langsigtet formål.



Indkaldelse til valgmøde i SKAGEN AS

Hermed byder vi SKAGEN Fondenes investorer velkommen til valgmøde i Stavanger Koncerthus onsdag den 4. marts kl 18:00.

Dagsorden for valgmødet:

1. Valg af mødeleder og to investorer til at underskrive protokollen – til behandling
2. Bestyrelsens årsberetning – til orientering
3. Revisors årsberetning
4. Valg af et bestyrelsesmedlem til SKAGEN AS' bestyrelse
 - Valgkomiteen indstiller at nuværende bestyrelsesmedlem Martin Petersson genvælges som investorudpeget bestyrelsesmedlem med varighed til 2017
5. Valg til valgkomiteen – til behandling
 - Bestyrelsen indstiller at Terje Vareberg vælges med varighed frem til 2018
6. Indsendte spørgsmål fra investorerne

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, 4001 Stavanger. Forhåndsstemmer skal være SKAGEN i hænde senest 27. februar. Beholdning pr. 27. 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. 27. februar og eventuel virksomhedsattest.

En investor har ret til at få drøftet spørgsmål, som anmeldes skriftligt 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.

Med venlig hilsen
Bestyrelsen i SKAGEN AS

Martin Gjelsvik
Bestyrelsesformand



Rhododendron i Dagblommes have, Skagen, 1917. Beskåret. Af Laurits Tuxen en af Skagens malere.
Billedet tilhører Skagens Museum.

EJERSTRUKTUR

SKAGEN AS ejes af

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%
Øvrige	14,88%

BESTYRELSEN ANDELE I FONDENE

Navn	Antal andele	Funktion
Martin Gjelsvik	16 766	Bestyrelsesformand og ejer
Åge K. Westbø	986 350	Bestyrelsesmedlem og ejer
Simen Vier Simensen	0	Bestyrelsesmedlem, valgt af ejerne
Anne Sophie K. Stensrud	197 950	Suppleant og ejer
Jesper Rangvid	224	Suppleant, valgt af ejerne
Per Gustav Blom	41 701	Bestyrelsesmedlem, valgt af andelsejerne
Martin Petersson	3 530	Bestyrelsesmedlem, valgt af andelsejerne
Aina Haug	157	Bestyrelsesmedlem, valgt af andelsejerne

VALGKOMITÉEN

Sigve Erland (chef), Barbro Johansson og Per Olof Höglund.

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

Store begivenheder – lille udbytte

2014 var præget af dramatiske hændelser og markedsbevægelser. Politisk risiko og USA's øgede popularitet gav SKAGENs aktiefonde et dårligt resultat.

De store valutakursbevægelser i løbet af året har ført til, at kunderne i de lande, hvor SKAGEN udbyder sine fonde, har fået meget forskelligt absolut afkast i 2014, fra godt afkast målt i norske kroner til negativt afkast målt i britiske pund. Uafhængigt af det absolutte afkast er alle aktiefondene blevet slået af deres referenceindekser. Dette er ikke et resultat, vi er tilfredse med. Årsagen er en blanding af fondenes geografiske eksponering og hændelser i enkeltsekskaber. Amerikanske selskaber har generelt været for dyre til at nå i mål i SKAGENs value-baserede analyse. Amerikanske selskaber udgør en stor andel af referenceindekserne, og når det går godt for disse, trækker det indekset op, en stigning, fondene ikke har fået del i. Desuden blev flere af fondenes russiske investeringer hårdt ramt.

Forventninger til 2015

Det forventes, at den geopolitiske uro vil fortsætte ind i 2015. Samtidig starter vi året med en lav oliepris, som reducerer omkostningsniveauet og bidrager til øget lønsomhed i en række virksomheder. Et fortsat lavrenteregime kan trække flere investorer til aktiemarkederne og giver mulighed for fornyet prisfastsættelse. SKAGENs ambition er at skabe merafkast til kunderne gennem grundige analyser og selskabsudvælgelse baseret på selskabets investeringsfilosofi.

Forvaltningsselskabet SKAGEN AS udstikker en kurs for fremtiden

SKAGENs investeringsfilosofi er langsigtet og valuebaseret. Det samme gælder strategien for SKAGENs virksomhed. Organisationen har udviklet sig gradvist og tålmodigt siden etableringen i 1993, og i 2014 tog

man de første skridt mod et generations-skifte på ejersiden. Bestyrelsens prioritet er at finde en langsigtet ejerstruktur, som bedst muligt varetager risikojusteret afkast og service til kunderne, og som kan tiltrække og beholde de bedste talenter i organisationen. Dette falder sammen med grundlæggernes målsætning om at sikre ejerskab inden for selskabet, effektive beslutningsprocesser og at selskabet forbliver uafhængigt.

Antallet af ansatte i selskabet er vokset hvert år som følge af øget aktivitet og et ønske om at opbygge kompetence i dybden og dyrke talenter. Denne strategi er lykkedes. Når administrerende direktør og investeringsdirektør Harald Espedal og forvalter for SKAGEN Global Kristian Falnes forlader SKAGEN efter henholdsvis 13 og 17 år i selskabet, er det meget kompetente interne efterfølgere, som tager over.

Bestyrelsen takker Espedal for indsatsen og de gode resultater, som er skabt under hans ledelse, og ønsker Leif Ola Rød velkommen som ny administrerende direktør.

Tillidserklæring

Det er en tillidserklæring at overlade sine penge til andre og kunderne er optaget af, hvilke forvaltere, som driver de fonde, de har investeret i. Både selskabet og bestyrelsen forventede derfor, at en del kunder ville trække midler ud af fondene på grund af forvalterskiftet.

SKAGEN har en blandet kundemasse med både private investorer og institutionelle kunder fordelt på en række lande. Ændringer bliver håndteret forskellige fra kunde til kunde. Ændring af portefølje-forvalter kan udløse en længere evaluering

SKAGEN FONDENE

Forvaltningsselskab:	SKAGEN AS
Hovedkontor:	Stavanger
Filialer/kontorer:	Bergen, Ålesund, Trondheim, Tønsberg, Oslo, Stockholm, Göteborg, København, Amsterdam og London
Markedsføringstilladelse:	Norge, Sverige, Danmark, Luxembourg, Finland, Island, Storbritannien, Holland, Schweiz, Belgien, Irland og Tyskland.
Tilsynsmyndighed:	Finanstilsynet
Depotbank:	Handelsbanken
Forvaltningskapital:	121 mia. NOK

ingsproces hos en institutionel kunde, mens privatpersoner kan reagere hurtigt på information fra SKAGEN og i medierne. Overordnet bidrager kundediversificeringen til en mere stabil forvaltningskapital, som igen tillader, at portefølje-forvalterne kan koncentrere sig om at skabe langsigtede resultater. Indtil nu har reaktionerne og niveauet af indløsninger ikke været ekstraordinært store og i tråd med bestyrelsens og SKAGENs forventninger. Indløsningerne har ikke skabt udfordringer for fondene.

Bestyrelsen vil takke kunderne for den tillid, de har vist i et turbulent år.

Investeringsfilosofi

Kernen i SKAGEN Fondene er at levere bedst muligt risikojusteret afkast, service og kommunikation til kunderne. Aktiv og



Martin Gjelsvik
Bestyrelsesformand,
valgt af ejerne



Åge K. Westbø
Bestyrelsesmedlem,
valgt af ejerne



Simen Vier Simensen
Bestyrelsesmedlem,
valgt af ejerne



Per Gustav Blom
Bestyrelsesmedlem,
valgt af andelsejerne

valuebaseret forvaltning har været i modvind i 2014. Det forandrer dog ikke troen på investeringsfilosofien. SKAGEN er en aktiv forvalter, hvor fondene har brede, globale mandater og en langsigtet horisont. Forvalterne søger stadig efter billigt prisfastsatte papirer, hvor der findes katalysatorer for fornyet prisfastsættelse.

På aktiesiden leder forvalterne primært efter upopulære og underanalyserede aktier. Det er som oftest her, de undervurderede selskaber gemmer sig. Ligesom aktiefondene bygger obligationsfondene på egne analyser, hvor forvalterne forsøger at finde de undervurderede obligationer. Merafkastet i pengemarkedsfondene skabes ved effektiv forvaltning af fondens midler. SKAGEN fastholder, at denne aktive tilgang over tid skaber de bedste resultater for kunderne.

God kundeoplevelse

Ud over at være lønsomt skal det også være en god oplevelse at investere i SKAGEN. Gæstfrihed står centralt, og selskabet ønsker at lade værdierne skinne igennem i relationen med kunden. SKAGEN tilbyder rådgivning til alle fondskunder i Norge, Sverige og Danmark, uanset hvor meget de har investeret.

Åbningstiden på telefon og chat i Norge er udvidet, og selskabet ser frem til at lancere nye hjemmesider i 2015. En norsk opsparings- og pensionskalkulator er allerede på plads, og det er dejligt at se, at kunderne søger information om opsparing til fremtiden. Vi håber, at denne trend vil fortsætte, efterhånden som befolkningen for alvor ser, hvor stort et spring, der er mellem den løn, man får i sit arbejdsliv, og det man skal leve af, når man bliver pensionist.

Kunderne kan også investere i SKAGEN gennem eksterne distributører. Selskabet udvælger bevidst sine samarbejdspartnere

i forhold til, hvem deler SKAGENS syn på god kundeservice. Særligt uden for Norge er det eksterne distributionsnetværk vigtigt for at give kunden adgang til SKAGENS fonde gennem lokal infrastruktur. 2014 er det første driftsår for såkaldte netto andelsklasser tilpasset udenlandske distributører, og dette opleves som en effektiv måde at håndtere distribution.

Fonden SKAGEN Credit blev stiftet i 2014. Fonden investerer i obligationer udstedt af selskaber i forskellige brancher over hele verden. Andelsejerne får adgang

til fonden gennem en tilførselsfond, denomineret og sikret i lokal valuta.

Tilfredse medarbejdere

Dygtige og troværdige medarbejdere er afgørende for at sikre kundernes tillid og skabe SKAGENS succes.

Nøglen til at tiltrække og beholde de bedste medarbejdere i SKAGEN er selskabets kultur og værdier. SKAGEN skal være en munter arbejdsplads, hvor de ansatte er stolte af det arbejde, de udfører. Både kunderne og de ansatte skal opleve SKA-



Munter

Vi mener, at munterhed er vigtig for samarbejdet og kommunikationen mellem mennesker. Dermed har vi større chance for at lykkes.



Inkluderende

Vi er inkluderende fordi det betaler sig at gå i samme retning.



Stolte

Vi sætter stor ære i at gøre et godt arbejde og skabe resultater, som vi kan være stolte af.



Troværdige

Vi mener, at troværdighed og tillid er noget man skal gøre sig fortjent til over tid.



Anderledes

Vi har modet til at gøre tingene på en anderledes og bedre måde end almindelig praksis, når det er til det bedste for vores kunder og medarbejdere.

BESTYRELSENS BERETNING



Martin Petersson
Bestyrelsesmedlem,
valgt af andelsejerne



Anne Sophie K. Stensrud
Suppleant, valgt af ejerne



Jesper Rangvid
Suppleant, valgt af ejerne



Aina Haug
Suppleant,
valgt af andelsejerne

GEN som troværdig og anderledes og føle sig inkluderet i virksomheden. Værdierne bruges aktivt i rekrutteringsprocessen og forstærkes gennem SKAGENS traditioner og fejring.

Et af de mere håndfaste udslag af værdierne er SKAGENS model for variabel aflønning. Modellen er anderledes, end man ofte forbinder med finansbranchen. For det første er alle fastansatte inkluderet i modellen. Og således ikke kun portefølje-forvaltere og topledelse. Ved at dele overskuddet, skabes et interessefællesskab mellem de ansatte internt og mellem de ansatte og kunderne. Desuden er kriterierne for at opnå variabel løn sammensat, så de fremmer samarbejde og vidensdeling på tværs af virksomheden. Brugen af variabel løn tillader også et lavere fast lønniveau. SKAGENS indtjening svinger kraftigt fra år til år afhængig af markederne

og fondenes præstationer. Ved at have en lav omkostningsbase kan SKAGEN beholde afgørende kompetence selv i urolige tider. Dette bidrager til øget tryghed og samhold i blandt de ansatte. For selskabet betyder det, at man beholder nøglekompetencerne og står stærkere rustet til at tage positioner, når forholdene vender. Dette tjener kunderne også på.

Baseret på gennemførte arbejdsmiljøundersøgelser, den lave medarbejderudskiftning og det lave sygefravær på 3,0 %, konkluderer bestyrelsen, at det er lykkedes SKAGEN at skabe et godt arbejdsmiljø.

Kompetente medarbejdere

Når man ønsker at tiltrække de bedste i branchen, er det ikke nok, at det er rart at gå på job. Det skal også være krævende og udviklende. SKAGEN er en udpræget kompetencevirksomhed, hvor rammevilkår og reguleringer er i stadig udvikling. Markederne ændrer sig, og SKAGENS virksomhed bliver stadig mere international. Set i dette lys er det særdeles vigtigt, at de ansattes kundskaber er opdateret. Ud over specialkompetence på deres fagområde lægger SKAGEN vægt på, at alle ansatte skal have en forståelse for fondsforvaltning og virksomhedens forskellige dele.

Sammen med HR har den enkelte afdelingsleder ansvar for at kortlægge den ansattes kompetencer, lægge en udviklingsplan og jævnligt afstemme med den ansatte, at planen følges. På nogle områder er der også regulatoriske krav til kompetenceudvikling.

På SKAGENS årlige strategisamling gennemgår alle ansatte selskabets strategi og målsætning for det kommende år. Ved at give alle medarbejdere ejerskab i strategien fremmes helhedsforståelsen for virksomheden og evnen til at se sit eget arbejde i et bredere perspektiv. En sådan helhedskompetence bidrager til større interesse og forståelse for andre afdelin-

gers virksomhed, og bedre samarbejde på tværs af virksomheden.

Risiko

For at skabe afkast må man tage risiko. Alle SKAGENS fonde har en risikoprofil, som er godkendt af bestyrelsen, og som opfølges på hvert bestyrelsesmøde gennem risikorapporter udarbejdet af selskabets uafhængige risiko- og compliancefunktion.

Markedsrisiko

Fondenes investeringer i aktie og obligationer ændrer værdi på grund af branche- og selskabsspecifikke forhold, valutakursudvikling, renteniveauer og generelle konjunkturer. Dette kaldes markedsrisiko.

Vi forventede øget volatilitet (svingninger i markederne) i 2014 på grund af forskelligt syn på udviklingen i værdifastsættelsesbrøker fra lave niveauer. Starten på 2014 var tværtimod præget af lav volatilitet, idet mange afstod fra at handle i forventning om kursfald. Samtidig steg korrelationen (aktierne ændrede værdi i samme retning) på grund af store forflytninger ud af og tilbage til asiatiske og fremvoksende markeder. Markederne var i øvrigt præget af politisk risiko. I anden

Afkast 2014 (NOK)

Fond	Avkastning
SKAGEN Avkastning	5,02 %
SKAGEN Balanse 60/40	9,85 %
SKAGEN Credit*	15,50 %
SKAGEN Credit NOK*	-1,75 %
SKAGEN Credit SEK*	-2,52 %
SKAGEN Credit EUR A*	-2,44 %
SKAGEN Credit EUR B*	-2,25 %
SKAGEN Credit GBP A*	-2,85 %
SKAGEN Credit GBP B*	-2,65 %
SKAGEN Global A	15,84 %
SKAGEN Global B**	15,61 %
SKAGEN Høyrente	2,28 %
SKAGEN Høyrente Institusjon	2,35 %
SKAGEN Kon-Tiki A	11,56 %
SKAGEN Kon-Tiki B**	12,20 %
SKAGEN Kona (SEK)	1,25 %
SKAGEN m2 A	36,13 %
SKAGEN m2 B*	36,16 %
SKAGEN Tellus A	24,01 %
SKAGEN Tellus B*	18,34 %
SKAGEN Vekst A	15,11 %
SKAGEN Vekst B**	15,27 %

* Afkast siden start 30.05.2014

** Afkast siden start 01.01.2014

Alle afkast er i NOK, hvor ikke andet er nævnt.

ANSATTE



35,7%



64,3%

185 ansatte totalt

halvdel af 2014 gav spændingerne mellem Rusland og Ukraine øget risikopræmie for russiske aktier og alle aktier med direkte eller indirekte eksponering mod disse lande. Valg i Brasilien, Indien og Indonesien førte også til øget volatilitet.

I 2015 forventes fortsat volatilitet fra geopolitisk uro og kapitalstrømme mellem aktivklasser og regioner. Rentesætningen i Europa og USA og forventningsstyringen omkring denne vil blive vigtig, og abenomics-politikken i Japan kan fortsat få betydelig indvirkning på asiatiske markeder i 2015.

Markedsrisikoen reduceres ved spredning af investeringerne mellem lande, brancher og papirer denomineret i forskellige valutaer. SKAGEN Credit bruger renteswaptaler for at reducere fondens renterisiko. Både lovpålagte krav og interne retningslinjer har været opfyldt i 2014.

Kreditrisiko

Rentefondenes investeringer baseres på vurderinger af enkeltudsteders kreditværdighed og de økonomiske, makropolitiske og institutionelle forhold i landet, obligat

tionen udstedes i. Kreditrisiko reduceres med krav til høj kreditværdighed og typen af udsteder. For at kontrollere modpartsrisiko ved opgørelse overvåges mæglermodpartens kreditrating og/eller markeds-kreditpræmie, samt regnskaber.

Likviditetsrisiko

Alle SKAGENS fonde er åbne for indløsning hver dag, og fondene skal have likviditet til at udbetale indløsningssummen til kunderne inden for lovens frister. Likviditetsrisiko overvåges ved at sammenligne de største observerede og forventede indløsninger over forskellige tidsperioder med et scenario, hvor likviditeten i aktiemarkedet svækkes kraftigt. Et særligt fokus rettes mod de ti mindst likvide og de ti største selskaber i hver portefølje.

Operationel risiko

Operationel risiko opstår som følge af SKAGEN AS' virksomhed. Selskabet har udarbejdet interne rutiner for at reducere risikoen for operationelle fejl. SKAGEN arbejder på at have en robust risikokultur i virksomheden, hvor ansvar for risikovur-

dering og risikoreducerende tiltag ligger hos de ansatte, som udfører de aktuelle arbejdsopgaver. Efterlevelse overvåges af selskabets uafhængige compliancefunktion gennem kvartalsvise kontroller.

To gange om året gennemføres en intern kontrolproces, hvor alle ledere evaluerer selskabets risiko på deres relevante områder. Risikoen aggregeres på selskabsniveau, evalueres af compliancefunktionen, selskabets øverste ledelse og interne revisor og rapporteres til bestyrelsen med forslag til tiltag. Flere internkontrolprojekter gennemføres årlig efter godkendelse fra bestyrelsen, hvor målsætningen er at effektivisere driften og iværksætte målrettede tiltag for at reducere operationel risiko. Ekstern revisor foretager årlig finansiel kontrol og afgiver en uafhængig bekræftelse i henhold til ISAE3402-standard.

Bestyrelsen vil takke alle ansatte for stor indsats i et turbulent år. I øvrigt bekræfter bestyrelsen, at forudsætningen for fortsat drift af forvaltningsselskabet og fondene er til stede.

Forslag til fordeling af fondenes overskud:

RESULTATREGNSKAP 2014 I HELE 1000 NOK	SKAGEN VEKST 2014	SKAGEN GLOBAL 2014	SKAGEN KON-TIKI 2014	SKAGEN m2* 2014	SKAGEN BALANCE 60/40 2014	SKAGEN TELLUS 2014	SKAGEN AVKASTNING 2014	SKAGEN KRONA (1000 SEK) 2014
ÅRSRESULTAT	1 172 823	6 174 916	5 353 876	184 529	25 108	180 969	67 991	9 382
Som disponeres								
Overført til/fra opptjent egenkapital	1 172 823	6 174 916	5 353 876	184 529	25 108	154 554	55 280	-4 435
Avsatt til utdeling til andelseierne - ordinær andelsklasse	-	-	-	-	-	-	12 711	-
Avsatt til utdeling til andelseierne - klasse A	-	-	-	-	-	26 002	-	-
Avsatt til utdeling til andelseierne - klasse B	-	-	-	-	-	413	-	-
Netto utdelt til andelseierne i løpet av året - ordinær andelsklasse	-	-	-	-	-	-	-	13 817
SUM	1 172 823	6 174 916	5 353 876	184 529	25 108	180 969	67 991	9 382

RESULTATREGNSKAP 2014 I HELE 1000 NOK	SKAGEN HØYRENT 2014	SKAGEN HØYRENT INSTITUSJON 2014	SKAGEN CREDIT 30.05.2014 - 31.12.14	SKAGEN CREDIT NOK 30.05.2014 - 31.12.14	SKAGEN CREDIT SEK (1000 SEK) 30.05.2014 - 31.12.14	SKAGEN CREDIT EUR (1000 EUR) 30.05.2014 - 31.12.14	SKAGEN CREDIT GBP (1000 GBP) 30.05.2014 - 31.12.14
ÅRSRESULTAT	76 214	24 904	22 306	-2 007	-767	-74,1	-13,7
Som disponeres							
Overført til/fra opptjent egenkapital	-5 199	4 006	14 902	-2 007	-767	-74,1	-30,6
Avsatt til utdeling til andelseierne - ordinær andelsklasse	81 414	20 898	7 404	-	-	-	-
Avsatt til utdeling til andelseierne - klasse A	-	-	-	-	-	-	8,4
Avsatt til utdeling til andelseierne - klasse B	-	-	-	-	-	-	8,5
Netto utdelt til andelseierne i løpet av året - ordinær andelsklasse	-	-	-	-	-	-	-
SUM	76 214	24 904	22 306	-2 007	-767	-74,1	-13,7

Bestyrelsen for SKAGEN AS, Stavanger, 29. januar 2015


Martin Gjelsvik


Åge K. Westbø


Simen Vier Simensen


Per Gustav Blom


Martin Petersson


Anne S.K. Stensrud


Jesper Rangvid


Aina Haug

Årsregnskab 2014

RESULTATREGNSKAP		SKAGEN Vekst		SKAGEN Global		SKAGEN Kon-Tiki		SKAGEN m²	
(angitt i hele tusen kroner)		Noter	2014	2013	2014	2013	2014	2013	2013
Porteføljeinntekter og -kostnader									
Renteinntekter/-kostnader			3 412	678	4 688	7 066	-11 631	7 947	-29
Akseutbytte			178 274	185 561	1 046 550	1 002 452	1 009 933	974 735	20 490
Gevinst/tap ved realisasjon			1 591 972	45 664	4 466 021	2 100 568	3 530 101	560 193	12 861
Endring urealiserte kursgevinster/tap	7		-514 656	1 632 804	658 868	8 353 608	1 090 280	8 451 539	-47 481
Garantiprovisjon			-	195	1 101	370	-	536	-
Kurtasje			-7 576	-5 438	-52 862	-33 751	-47 563	-54 579	-2 167
Valutagevinst/tap			88 509	23 759	682 795	159 551	426 444	68 446	1 318
PORTEFØLJERESULTAT			1 339 935	1 883 224	6 807 161	11 589 864	5 997 562	10 008 817	-15 008
Forvaltningsinntekter og -kostnader									
Provisjonsinntekter fra salg og innløsning av andeler			-	-	-	-1	-	-	-
Forvaltningshonorar fast	8		-84 323	-74 800	-450 245	-412 391	-1 008 148	-955 657	-8 307
Forvaltningshonorar variabelt	8		-76 246	-136 194	-	-	463 770	-633 789	4 126
FORVALTNINGSRESULTAT			-160 570	-210 994	-450 245	-412 392	-544 378	-1 589 447	-4 181
RESULTAT FØR SKATTEKOSTNAD			1 179 366	1 672 229	6 356 916	11 177 472	5 453 184	8 419 371	-19 189
Skattekostnad	10		-6 543	-12 173	-182 000	-121 683	-99 307	-91 468	-1 210
ÅRSRESULTAT			1 172 823	1 660 057	6 174 916	11 055 789	5 353 876	8 327 903	-20 399
Som disponeres									
Overført til/fra opptjent egenkapital	9		1 172 823	1 660 057	6 174 916	11 055 789	5 353 876	8 327 903	-20 399
Avsatt til utdeling til andelseierne - ordinær andelsklasse	9		-	-	-	-	-	-	-
Avsatt til utdeling til andelseierne - andelsklasse A	9		-	-	-	-	-	-	-
Avsatt til utdeling til andelseierne - andelsklasse B	9		-	-	-	-	-	-	-
Netto utdelt til andelseierne i løpet av året - ordinær andelsklasse	9		-	-	-	-	-	-	-
SUM			1 172 823	1 660 057	6 174 916	11 055 789	5 353 876	8 327 903	-20 399
BALANSE									
			31.12.2014	31.12.2013	31.12.2014	31.12.2013	31.12.2014	31.12.2013	31.12.2013
Eiendeler									
Norske verdipapirer til kostpris	3,7		1 777 193	2 558 016	652 468	1 479 170	1 397 187	1 307 106	11 330
Utenlandske verdipapirer til kostpris	3,7		5 025 309	3 283 566	26 716 927	32 526 759	35 107 835	34 803 657	520 320
Urealiserte kursgevinster/tap	7		1 514 202	2 028 704	11 416 598	10 756 595	14 191 065	13 100 771	-43 897
Opptjente renter verdipapir	7		-	-	216	-	-	-	88
SUM VERDIPAPIRPORTFØLJE			8 316 704	7 870 285	38 786 209	44 762 524	50 696 087	49 211 534	487 841
Tilgodehavende aksjeutbytte			18 510	17 589	81 277	108 153	183 062	166 010	499
Opptjente renter bank			-	-	-	-	-	-	-
SUM OPPTJENTE, IKKE MOTTATTE INNTEKTER			18 510	17 589	81 277	108 153	183 062	166 010	499
Utsatt skattefordel	10		-	-	-	-	-	-	1 865
Tilgode fra meglere			16 446	-	45 555	86 544	53 598	166 170	2 654
Tilgode fra forvaltningsselskapet			4	4	17	18	211 632	26	1 954
Tilgodehavende skatt på aksjeutbytte			2 280	6 441	38 213	43 429	4 530	5 248	848
Andre fordringer			-	-	-	-	-	294	202
SUM ANDRE FORDRINGER			18 730	6 445	83 785	129 991	269 761	171 445	7 522
Bankinnskudd	11		386 083	306 670	659 001	1 841 208	613 624	1 478 438	13 569
SUM EIENDELER			8 740 027	8 200 989	39 610 272	46 841 877	51 762 534	51 027 427	509 430
Egenkapital									
Andelskapital til pålydende	9		467 604	500 868	3 103 280	4 262 254	7 458 488	8 056 199	478 320
Overkurs	9		-2 872 259	-2 330 671	6 161 410	18 482 830	17 067 125	20 158 787	45 874
INNSKUTT EGENKAPITAL			-2 404 655	-1 829 803	9 264 689	22 745 084	24 525 613	28 214 987	524 194
Opptjent egenkapital	9		11 044 233	9 871 410	30 113 170	23 938 254	27 200 418	21 846 541	-17 283
Avsatt til andelseierne for reinvestering i nye andeler	9		-	-	-	-	-	-	-
SUM EGENKAPITAL			8 639 578	8 041 607	39 377 859	46 683 338	51 726 031	50 061 528	506 911
Gjeld									
Utsatt skatt	10		-	-	1 134	-	-	-	1 840
Skyldig til meglere			-	-	9 786	3 688	4 462	53 916	71
Skyldig til forvaltningsselskapet			97 242	156 162	107 551	114 983	-	882 652	400
Annen gjeld	10		3 208	3 220	113 941	39 868	32 041	29 331	2 448
SUM ANNEN GJELD			100 450	159 382	232 412	158 539	36 503	965 899	2 519
SUM GJELD OG EGENKAPITAL			8 740 027	8 200 989	39 610 272	46 841 877	51 762 534	51 027 427	509 430

Stavanger 29. januar 2015
Styret for SKAGEN AS


Martin Gjelsvik


Åge K. Westbø


Simen Vier Simensen


Per Gustav Blom


Martin Petersson


Anne S.K. Stensrud


Jesper Rangvid


Aina Haug

RESULTATREGNSKAP		SKAGEN Balanse60/40		SKAGEN Tellus		SKAGEN Avkastning		SKAGEN Krona*	
(angitt i hele tusen kroner)	Noter	2014	2013	2014	2013	2014	2013	2014	2013
Porteføljeinntekter og -kostnader									
Renteinntekter/-kostnader		1998	1216	27 338	14 910	47 175	37 181	12 951	21 672
Aksjeutbytte		-	-	-	-	-	-	-	-
Gevinst/tap ved realisasjon		11 042	2 664	-2 335	47 765	-3 662	18 656	-	-
Endring urealiserte kursgevinster/tap	7	12 848	14 318	161 416	-20 438	61 478	-7 989	-2 075	246
Garantiprovisjon		-	-	-	-	-	-	-	-
Kurtasje		-	-	-34	-26	-17	-10	-14	-33
Valutagevinst/tap		-	-	751	4 587	-29 535	-10 696	-	-
PORTEFØLJERESULTAT		25 888	18 198	187 137	46 798	75 439	37 141	10 861	21 885
Forvaltningsinntekter og -kostnader									
Provisjonsinntekter fra salg og innløsning av andeler		-	-	-	-	-	-	-	-
Forvaltningshonorar fast	8	-	-	-5 717	-4 033	-7 447	-6 138	-1 479	-1 757
Forvaltningshonorar variabelt	8	-	-	-	-	-	-	-	-
FORVALTNINGSRESULTAT		-	-	-5 717	-4 033	-7 447	-6 138	-1 479	-1 757
RESULTAT FØR SKATTEKOSTNAD		25 888	18 198	181 420	42 765	67 991	31 003	9 382	20 129
Skattekostnad	10	-780	-314	-450	-	-	-	-	-
ÅRSRESULTAT		25 108	17 884	180 969	42 765	67 991	31 003	9 382	20 129
Som disponeres									
Overført til/fra opptjent egenkapital	9	25 108	17 884	154 554	-11 769	55 280	-6 176	-4 435	945
Avsatt til utdeling til andelseierne - ordinær andelsklasse	9	-	-	-	-	12 711	37 179	-	-
Avsatt til utdeling til andelseierne - andelsklasse A	9	-	-	26 002	54 535	-	-	-	-
Avsatt til utdeling til andelseierne - andelsklasse B	9	-	-	413	-	-	-	-	-
Netto utdelt til andelseierne i løpet av året - ordinær andelsklasse	9	-	-	-	-	-	-	13 817	19 184
SUM		25 108	17 884	180 969	42 765	67 991	31 003	9 382	20 129
BALANSE									
		31.12.2014	31.12.2013	31.12.2014	31.12.2013	31.12.2014	31.12.2013	31.12.2014	31.12.2013
Eiendeler									
Norske verdipapirer til kostpris	3,7	269 501	175 097	-	34 253	969 570	789 381	-	-
Utenlandske verdipapirer til kostpris	3,7	-	-	938 585	458 920	265 604	139 365	620 961	837 349
Urealiserte kursgevinster/tap	7	28 095	15 247	155 696	-5 720	66 657	5 179	-271	1 804
Opptjente renter verdipapir	7	-	-	18 674	8 146	11 084	5 383	1 204	2 653
SUM VERDIPAPIRPORTEFØLJE		297 596	190 344	1 112 954	495 599	1 312 915	939 308	621 895	841 806
Tilgodehavende aksjeutbytte		-	-	-	-	-	-	-	-
Opptjente renter bank		-	-	-	-	-	-	-	-
SUM OPPTJENTE, IKKE MOTTATTE INNTEKTER		-	-	-	-	-	-	-	-
Utsatt skattefordel	10	-	18	-	-	-	-	-	-
Til gode fra meglere		-	-	-	-	-	-	-	-
Til gode fra forvaltningsselskapet		-	-	4	5	2	2	-	2
Tilgodehavende skatt på aksjeutbytte		-	-	-	955	-	-	-	-
Andre fordringer		-	-	-	-	-	-	-	-
SUM ANDRE FORDRINGER		-	18	4	960	2	2	-	2
Bankinnskudd	11	3 555	2 561	34 871	11 094	434 828	260 080	12 916	23 075
SUM EIEDELER		301 151	192 923	1 147 830	507 653	1 747 745	1 199 390	634 811	864 882
Egenkapital									
Andelskapital til pålydende	9	230 571	162 382	851 683	416 855	1 219 380	852 668	633 263	848 159
Overkurs	9	25 488	10 993	115 624	45 046	444 577	302 771	4 554	6 382
INNSKUTT EGENKAPITAL		256 059	173 375	967 307	461 900	1 663 956	1 155 438	637 817	854 541
Opptjent egenkapital	9	44 275	19 167	150 850	-10 184	66 713	5 594	-4 339	1 918
Avsatt til andelseierne for reinvestering i nye andeler	9	-	-	26 355	54 494	12 103	36 578	-	-
SUM EGENKAPITAL		300 334	192 542	1 144 512	506 210	1 742 772	1 197 611	633 478	856 459
Gjeld									
Utsatt skatt	10	202	-	-	-	-	-	-	-
Skyldig til meglere		-	-	-	-	-	-	-	-
Skyldig til forvaltningsselskapet		-	-	1 983	1 036	2 155	1 566	349	473
Annen gjeld	10	615	381	1 334	407	2 818	214	984	7 951
SUM ANNEN GJELD		817	381	3 317	1 443	4 973	1 780	1 333	8 424
SUM GJELD OG EGENKAPITAL		301 151	192 923	1 147 830	507 653	1 747 745	1 199 390	634 811	864 882

* Angitt i hele tusen svenske kroner

Stavanger 29. januar 2015
Styret for SKAGEN AS


Martin Gjelsvik


Åge K. Westbø


Simen Vier Simensen


Per Gustav Blom


Martin Petersson


Anne S.K. Stensrud


Jesper Rangvid


Aina Haug

RESULTATREGNSKAP		SKAGEN Høyrente		SKAGEN Høyrente Institusjon		SKAGEN Credit	SKAGEN Credit NOK	SKAGEN Credit SEK*	SKAGEN Credit EUR**	SKAGEN Credit GBP***
(angitt i hele tusen kroner)		Noter	2014	2013	2014	2013	30.05.2014- 31.12.2014	30.05.2014- 31.12.2014	30.05.2014- 31.12.2014	30.05.2014- 31.12.2014
Porteføljeinntekter og -kostnader										
Renteinntekter/-kostnader			91 795	102 957	27 689	32 259	4 956	5 997	1 286	23,7
Aksjeutbytte			-	-	-	-	-	-	-	-
Gevinst/tap ved realisasjon			139	-2 226	711	199	2 441	3 144	157	-0,6
Endring urealiserte kursgevinster/tap	7		-7 228	-743	-1 900	-1 852	13 752	6 065	415	-28,1
Garantiprovisjon			-	-	-	-	-	-	-	-
Kurtasje			-3	-5	-3	-3	-26	-11	-12	-0,1
Valutagevinst/tap			-	-	-	-	1 184	-16 709	-2 498	-6,8
PORTEFØLJERESULTAT			84 703	99 984	26 498	30 603	22 306	-1 515	-652	-11,9
Forvaltningsinntekter og -kostnader										
Provisjonsinntekter fra salg og innløsning av andeler			-	-	-	-	-	-	-	-
Forvaltningshonorar fast	8		-8 489	-9 036	-1 594	-1 783	-	-493	-115	-1,8
Forvaltningshonorar variabelt	8		-	-	-	-	-	-	-	-
FORVALTNINGSRESULTAT			-8 489	-9 036	-1 594	-1 783	-	-493	-115	-1,8
RESULTAT FØR SKATTEKOSTNAD			76 214	90 947	24 904	28 820	22 306	-2 007	-767	-13,7
Skattekostnad	10		-	-	-	-	-	-	-	-
ÅRSRESULTAT			76 214	90 947	24 904	28 820	22 306	-2 007	-767	-13,7
Som disponeres										
Overført til/fra opptjent egenkapital	9		-5 199	4 777	4 006	-3 454	14 902	-2 007	-767	-30,6
Avsatt til utdeling til andelseiere - ordinær andelsklasse	9		81 414	86 170	20 898	32 273	7 404	-	-	-
Avsatt til utdeling til andelseiere - andelsklasse A	9		-	-	-	-	-	-	-	8,4
Avsatt til utdeling til andelseiere - andelsklasse B	9		-	-	-	-	-	-	-	8,5
Netto utdelt til andelseiere i løpet av året - ordinær andelsklasse	9		-	-	-	-	-	-	-	-
SUM			76 214	90 947	24 904	28 820	22 306	-2 007	-767	-13,7
BALANSE										
			31.12.2014	31.12.2013	31.12.2014	31.12.2013	31.12.2014	31.12.2014	31.12.2014	31.12.2014
Eiendeler										
Norske verdipapirer til kostpris	3,7		2 362 404	2 378 339	354 978	714 565	5 089	83 030	26 634	3 049,1
Utenlandske verdipapirer til kostpris	3,7		-	-	-	-	121 506	-	-	-
Urealiserte kursgevinster/tap	7		2 680	9 908	-272	1 628	13 752	6 065	415	-35,4
Opptjente renter verdipapir	7		8 198	7 011	1 138	2 335	2 676	-	-	-
SUM VERDIPAPIRPORTEFØLJE			2 373 282	2 395 258	355 845	718 528	143 022	89 094	27 050	3 013,7
Tilgodehavende aksjeutbytte			-	-	-	-	-	-	-	-
Opptjente renter bank			-	-	-	-	-	-	-	-
SUM OPPTJENTE, IKKE MOTTATTE INNTEKTER			-	-	-	-	-	-	-	-
Utsatt skattefordel	10		-	-	-	-	-	-	-	-
Til gode fra meglere			-	-	66 953	-	-	191	-	-
Til gode fra forvaltningsselskapet			-	7	-	5	-	-	-	0,1
Tilgodehavende skatt på aksjeutbytte			-	-	-	-	-	-	-	-
Andre fordringer			-	-	-	-	-	-	-	-
SUM ANDRE FORDRINGER			-	7	66 953	5	-	191	-	0,1
Bankinnskudd	11		966 763	1 044 806	409 271	547 768	4 676	314	196	15,9
SUM EIENDELER			3 340 045	3 440 071	832 069	1 266 301	147 698	89 600	27 245	3 029,6
Egenkapital										
Andelskapital til pålydende	9		3 224 938	3 309 524	813 619	1 235 057	127 866	90 978	27 479	3 098,4
Overkurs	9		28 445	29 180	-2 247	-2 995	-1 553	417	59	-1,5
INNSKUTT EGENKAPITAL			3 253 382	3 338 705	811 373	1 232 062	126 313	91 395	27 537	3 097,0
Opptjent egenkapital	9		2 701	10 025	-768	1 260	13 980	-2 002	-750	-73,0
Avsatt til andelseiere for reinvestering i nye andeler	9		81 213	85 983	21 136	32 512	7 404	-	-	-
SUM EGENKAPITAL			3 337 296	3 434 713	831 742	1 265 834	147 698	89 393	26 788	3 023,9
Gjeld										
Utsatt skatt	10		-	-	-	-	-	-	-	-
Skyldig til meglere			-	-	-	-	-	-	401	-
Skyldig til forvaltningsselskapet			2 163	2 227	327	467	-	206	57	5,6
Annen gjeld	10		586	3 130	-	-	-	-	-	-
SUM ANNEN GJELD			2 749	5 358	327	467	-	206	458	5,6
SUM GJELD OG EGENKAPITAL			3 340 045	3 440 071	832 069	1 266 301	147 698	89 600	27 245	3 029,6

* Angitt i hele tusen svenske kroner

** Angitt i tusen euro

*** Angitt i tusen britiske pund

Stavanger 29. januar 2015

Styret for SKAGEN AS



Martin Gjelsvik



Åge K. Westbø



Simen Vier Simensen



Per Gustav Blom



Martin Petersson



Anne S.K. Stensrud



Jesper Rangvid



Aina Haug

Generelle noter 2014

NOTE 1: REGNSKAPSPRINSIPPER

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

Regnskapet for 2014 er satt opp i samsvar med regnskapslov og forskrift om årsregnskap m.m for verdipapirfond.

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

Fastsettelse av virkelig verdi:
Verdipapirer er vurdert til markedskurser 31.12.2014.

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, verddivurderinger foretatt av meglerforbindelser og/eller interne verddivurderinger.

Valutakurser:
Verdipapirer og bankinnskudd/-trekk i utenlandsk valuta er vurdert til gjeldende valutakurs ved tidspunkt for kursfastsettelse 31.12.2014.

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 depotomkostninger, utdelt til andelseierne i form av nye andeler pr 31.12.2014. I SKAGEN Krona er utdelingen gjennomført med tildeling av nye andeler pr 17.12.2014.

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

SKAGEN Credit benytter rentederivater. Dette beskrives nærmere i de spesifikke noter for SKAGEN Credit. Ingen av de andre fondene har benyttet finansielle derivater gjennom 2014.

NOTE 3: FINANSIELL MARKEDSRISIKO

Aksjefondene er gjennom investering i norske og utenlandske virksomheter eksponert for aksjekurs-, valutakurs- og likviditetsrisiko. Rentefondene er eksponert for rente-, kreditt- og likviditetsrisiko. I tillegg er rentefondene eksponert for en valutarisiko i de tilfeller hvor fondene investerer i annen valuta enn fondets funksjonelle valuta.

Oversikt over fond som har funksjonell valuta forskjellig fra NOK:

	Funksjonell valuta
SKAGEN Krona	SEK
SKAGEN Credit SEK	SEK
SKAGEN Credit GBP	GBP
SKAGEN Credit EUR	EUR

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 2014:

SKAGEN Vekst	39 %
SKAGEN Global	22 %
SKAGEN Kon Tiki	20 %
SKAGEN m²	39 %
SKAGEN Balanse 60/40	26 %
SKAGEN Avkastning	10 %
SKAGEN Høyrente	40 %
SKAGEN Høyrente Institusjon	40 %
SKAGEN Tellus	135 %
SKAGEN Krona	135 %
SKAGEN Credit	13 %

For feederfondene:

SKAGEN Credit NOK
SKAGEN Credit SEK
SKAGEN Credit EUR
SKAGEN Credit GBP

For samtlige feederfond vil det være omløpshastigheten i masterfondet SKAGEN Credit som er relevant

NOTE 6: TEGNINGSPROVISJON

Fondene har ikke tegnings- eller innløsningsprovisjoner.

NOTE 7: SE SIDENE 51-65

SKAGEN Vekst Note 8, 9, 10 og 11

NOTE 8. FORVALTNINGSHONORAR

Fast forvaltningshonorar utgjør 1,0 prosent p.a. av den daglige forvaltningskapitalen i andelsklasse A og 0,8 prosent p.a. i andelsklasse B. I tillegg belastes variabelt forvaltningshonorar med 1/10 av avkastning utover 6 prosent p.a målt i norske kroner i begge andelsklasser. Fra og med 01.01.2014 belastes variabelt forvaltningshonorar kun dersom andelsverdien 31.12 er høyere enn andelsverdien ved forrige belastning/avregning av variabelt forvaltningshonorar (høyvannsmærk).

Kostnadsført forvaltningshonorar fordelt på de respektive andelsklasser:

	Klasse A	Klasse B	Totalt
Forvaltningshonorar fast	84 288	36	84 323
Forvaltningshonorar variabelt	76 196	50	76 246
Sum forvaltningshonorar	160 484	86	160 570

Andelsklasse B ble etablert 01.01.2014.

NOTE 9. EGENKAPITAL

	Klasse	EGENKAPITAL PR 01.01.2014	Uttstedelse av andeler	Innløsning av andeler	Årsresultat	EGENKAPITAL PR 31.12.2014
Andelskapital klasse	A	500 868	65 429	-99 173	-	467 124
Overkurs klasse	A	-2 330 671	1 042 609	-1 591 913	-	-2 879 975
Sum innskutt klasse	A	-1 829 803	1 108 038	-1 691 086	-	-2 412 851
Andelskapital klasse	B	-	610	-130	-	480
Overkurs klasse	B	-	9 847	-2 132	-	7 716
Sum innskutt klasse	B	-	10 458	-2 262	-	8 196
Opptjent egenkapital		9 871 410	-	-	1 172 823	11 044 233
Sum		8 041 607	1 118 495	-1 693 348	1 172 823	8 639 578

	Klasse	31.12.14	31.12.13	31.12.12
Antall andeler	A	4 671 239	5 008 679	5 591 123
Antall andeler	B	4 801	-	-
Basiskurs prandel (angitt i kroner)*	A	1 847,7680	1 605,2264	1 284,4768
Basiskurs prandel (angitt i kroner)*	B	1 882,5363	-	-

* 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.

Den eneste forskjell mellom andelsklasse A og andelsklasse B er ulikt forvaltningshonorar, ref note 8.

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 utbytterne 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 2014 og 2013 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 1,0 prosent p.a. av den daglige forvaltningskapitalen i andelsklasse A og 0,8 prosent p.a. i andelsklasse B. I tillegg belastes variabelt forvaltningshonorar med 1/10 av bedre verdiutvikling i andelsverdien enn referanseindeksen MSCI All Country World Daily Total return Net \$ målt i norske kroner i begge andelsklasser.

Kostnadsført forvaltningshonorar fordelt på de respektive andelsklasser:

	2014	
	Klasse A	Klasse B
Forvaltningshonorar fast	436 634	13 611
Forvaltningshonorar variabelt	-	-
Sum forvaltningshonorar	436 634	13 611
Andelsklasse B ble etablert 01.01.2014.		

NOTE 9. EGENKAPITAL

	Klasse	EGENKAPITAL PR 01.01.2014	Uttedelse av andeler	Innløsning av andeler	Årsresultat	EGENKAPITAL PR 31.12.2014
Andelskapital klasse	A	4 262 254	565 103	-1 892 808	-	2 934 549
Overkurs klasse	A	18 482 830	5 801 649	-19 800 914	-	4 483 564
Sum innskutt klasse	A	22 745 084	6 366 751	-21 693 722	-	7 418 113
Andelskapital klasse	B	-	288 053	-119 323	-	168 730
Overkurs klasse	B	-	2 948 805	-1 270 959	-	1 677 846
Sum innskutt klasse	B	-	3 236 858	-1 390 282	-	1 846 576
Opptjent egenkapital		23 938 258			6 174 916	30 113 170
Sum		46 683 338	9 603 610	-23 084 004	6 174 916	39 377 859

	Klasse	31.12.14	31.12.13	31.12.12
Antall andeler	A	29 345 494	42 622 543	41 032 500
Antall andeler	B	1 687 304	-	-
Basiskurs prandel (angitt i kroner)*	A	1 268,7961	1 095,2810	835,3336
Basiskurs prandel (angitt i kroner)*	B	1 266,2486	-	-

* 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 lagte til grunn. Mindre periodiseringsavvik kan dermed forekomme.

Den eneste forskjell mellom andelsklasse A og andelsklasse B er ulikt forvaltningshonorar, ref note 8.

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 utbytterne behandles imidlertid som skattepliktige.

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

Beregningsgrunnlag betalbar skatt	2014	2013
Renteinntekt og garantiprovisjon	5 790	7 436
Skattepliktig aksjeutbytte	700 470	693 614
3 % av skattefritt aksjeutbytte	10 382	9 265
Skattepliktig gevinst/tap utenfor fritaksmetoden	3 723	119
Valutagevinst/tap	682 795	159 551
Sum skattepliktige inntekter	1 403 161	869 985

Fast forvaltningshonorar	-450 245	-412 391
Variabelt forvaltningshonorar	-	-
Kildeskatt på utbytter innenfor EØS*	-	-30 216
Sum fradragsberettigede kostnader	-450 245	-442 607

Netto skattepliktig inntekt	952 915	427 377
-----------------------------	---------	---------

Underskudd til fremføring fra tidligere år	-	-122 203
--	---	----------

Beregningsgrunnlag betalbar skatt (A)	952 915	305 173
---------------------------------------	---------	---------

Betalbar skatt i resultatregnskapet		
Betalbar skatt (A x 27 %)	257 287	85 448
Formye/lite avsatt betalbar skatt tidligere år	-	-
Anvendelse av fremført kreditfradrag fra tidligere år	-99 409	-1 275
Kreditfradrag for betalt kildeskatt inneværende år	-80 945	-84 174
Betalbar skatt	76 933	-

Grunnlag utsatt skatt/ utsatt skattefordel i balansen		
Urealisert gevinst/tap utenfor fritaksmetoden	4 200	-3 347
Kreditfradrag til fremføring*	-	-114 873
Sum grunnlag utsatt skatt/ utsatt skattefordel (B)	4 200	-118 221

Netto utsatt skatt i balansen (B x 27 %)	1 134	-
--	-------	---

Netto utsatt skattefordel er ikke balanseført

Skattekostnad i resultatregnskapet		
Betalbar skatt	76 933	-
Kildeskatt utbytte	103 934	121 683
Endring i utsatt skatt	1 134	-
Sum skattekostnad	182 000	121 683

Skyldig betalbar skatt inngår i annengjeld.

* Kildeskatt på utbytter innenfor EU/EØS ble i 2012 og 2013 ført til fradrag i henhold til avsaft dom i Asker og Bærum Tingrett den 19.11.2012. Høyesterett har i ettertid slått fast at det ikke foreligger fradragsrett for denne kildeskatt. Kildeskatt til fremføring fra tidligere år har dermed blitt endret fra UB 2013 til IB 2014.

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

NOTE 8. FORVALTNINGSHONORAR

Fast forvaltningshonorar utgjør 2 prosent p.a. av den daglige forvaltningskapitalen i andelsklasse A og 1,5 prosent p.a. i andelsklasse B. I tillegg belastes variabelt forvaltningshonorar med 1/10 av bedre verdiutvikling i andelsverdien enn referanseindeksen, MSCI Emerging Markets Index Daily Traded Net Total Return \$ målt i norske kroner i begge andelsklasser. 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 i andelsklasse A. I andelsklasse B er tilsvarende øvre grense 3,5 prosent p.a. og nedre grense 0,5 prosent p.a.

Kostnadsført forvaltningshonorar fordelt på de respektive andelsklasser:

	2014	
	Klasse A	Klasse B
Forvaltningshonorar fast	934 974	73 175
Forvaltningshonorar variabelt	-415 086	-48 684
Sum forvaltningshonorar	519 888	24 491
Andelsklasse B ble etablert 01.01.2014.		

NOTE 9. EGENKAPITAL

	Klasse	EGENKAPITAL PR 01.01.2014	Uttedelse av andeler	Innløsning av andeler	Årsresultat	EGENKAPITAL PR 31.12.2014
Andelskapital klasse	A	8 056 199	1 196 984	-2 835 350	-	6 417 833
Overkurs klasse	A	20 158 787	6 356 618	-15 051 801	-	11 463 604
Sum innskutt klasse	A	28 214 987	7 553 601	-17 887 152	-	17 881 436
Andelskapital klasse	B	-	1 448 692	-408 036	-	1 040 655
Overkurs klasse	B	-	7 834 439	-2 230 917	-	5 603 522
Sum innskutt klasse	B	-	9 283 130	-2 638 953	-	6 644 177
Opptjent egenkapital		21 846 541			5 353 876	27 200 418
Sum		50 061 528	16 836 731	-20 526 105	5 353 876	51 726 031

	Klasse	31.12.14	31.12.13	31.12.12
Antall andeler	A	64 178 326	80 561 992	88 896 486
Antall andeler	B	10 406 552	-	-
Basiskurs prandel (angitt i kroner)*	A	693,2737	621,4137	519,6300
Basiskurs prandel (angitt i kroner)*	B	694,9191	-	-

* 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 lagte til grunn. Mindre periodiseringsavvik kan dermed forekomme.

Den eneste forskjell mellom andelsklasse A og andelsklasse B er ulikt forvaltningshonorar, ref note 8.

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 utbytterne 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 2014 og 2013 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 m² Note 8, 9 og 10

NOTE 8. FORVALTNINGSHONORAR

Fast forvaltningshonorar utgjør 1,5 prosent p.a. av den daglige forvaltningskapitalen i andelsklasse A og 1,2 prosent p.a. i andelsklasse B. I tillegg belastes variabelt forvaltningshonorar med 1/10 av bedre verdiutvikling i andelsverdien enn referanseindeksen, MSCI ACWI Real Estate IMI Net total return index USD målt i norske kroner i begge andelsklasser. 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 i andelsklasse A. I andelsklasse B er tilsvarende øvre grense 2,7 prosent p.a. og nedre grense 0,45 prosent p.a.

Kostnadsført forvaltningshonorar fordelt på de respektive andelsklasser:

	Klasse A	2014 Klasse B	Totalt
Forvaltningshonorar fast	8 433	9	8 442
Forvaltningshonorar variabelt	-2 188	-5	-2 193
Sum forvaltningshonorar	6 245	4	6 249

Andelsklasse B ble etablert 30.05.2014.

NOTE 9. EGENKAPITAL

	Klasse	EGENKAPITAL PR 01.01.2014	Ustedelse av andeler	Innløsning av andeler	Årsresultat	EGENKAPITAL PR 31.12.2014
Andelskapital klasse	A	4 783 320	387 181	-286 325		5 791 176
Overkurs klasse	A	45 874	99 881	-56 288		89 467
Sum innskutt klasse	A	5 241 194	487 062	-342 613		668 643
Andelskapital klasse	B	-	1 063	-		1 063
Overkurs klasse	B	-	173	-		173
Sum innskutt klasse	B	-	1 237	-		1 237
Opptjent egenkapital		-17 283			184 529	167 246
Sum		506 911	488 298	-342 613	184 529	837 125
	Klasse	31.12.14	31.12.13	31.12.12		
Antall andeler	A	5 791 763	4 783 203	2 108 687		
Antall andeler	B	10 634	-	-		
Basiskursprandel (angitt i kroner)*	A	144,2631	105,9746	101,4865		
Basiskursprandel (angitt i kroner)*	B	144,1397	-	-		

* Basiskurs er satt ved dagslutt 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.

Den eneste forskjell mellom andelsklasse A og andelsklasse B er ulikt forvaltningshonorar, ref note 8.

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 utbytterne 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.

Beregningsgrunnlag betalbar skatt	2014	2013
Renteinntekt/-kostnad	947	-29
Skattepliktig aksjeutbytte	15 669	13 325
3 % av skattefritt aksjeutbytte	108	215
Skattepliktig gevinst/tap utenfor fritaksmetoden	-4 056	-2040
Valutagevinst/tap	2 826	1 318
Sum skattepliktige inntekter	15 495	12 789
Fast forvaltningshonorar	-8 442	-8 307
Variabelt forvaltningshonorar	2 193	4 126
Kildeskatt på utbytter innenfor EØS*	-	-927
Sum fradragsberettigede kostnader	-6 249	-5 108
Netto skattepliktig inntekt	9 246	7 681
Beregningsgrunnlag betalbar skatt (A)	9 246	7 681

Betalbar skatt i resultatregnskapet		
Betalbar skatt (Ax 27 %)	2 496	2 151
Formye/lite avsatt betalbar skatt tidligere år	25	-
Avsatt betalbar skatt endring ligning 2012/2013*	259	-
Kreditfradrag betalt kildeskatt utenfor EØS	-1 037	-734
Anvendelse av fremført kreditfradrag	-	-3
Betalbar skatt	1 744	1 413

Grunnlag utsatt skatt/-skattefordel i balansen		
Urealisert gevinst/tap utenfor fritaksmetoden	6 813	-6 906
Underskudd til fremføring	-	-
Sum grunnlag utsatt skatt/-skattefordel (B)	6 813	-6 906
Netto utsatt skatt/-skattefordel i balansen (B x 27 %)	1 840	-1 865

Skattekostnad i resultatregnskapet		
Betalbar skatt	1 744	1 413
Endring i utsatt skatt/-skattefordel	3 704	-1 877
Kildeskatt utbytte	2 267	1 673
Sum skattekostnad	7 715	1 210

Skyldig betalbar skatt inngår i annen gjeld.

* Kildeskatt på utbytter innenfor EU/EØS ble i 2012 og 2013 ført til fradrag i henhold til avsgatt dom i Asker og Bærum Tingrett den 19.11.2012. Høyesterett har i ettertid slått fast at det ikke foreligger fradragsrett for denne kildeskatt.

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, andelsklasse A	0,8%	-
SKAGEN Høyrente	0,25%	-
SKAGEN Høyrente Institusjon	0,15%	-
SKAGEN Vekst, andelsklasse A	1,0%	1/10 av avkastning utover 6 prosent p.a.
SKAGEN Global, andelsklasse A	1,0%	*
SKAGEN Kon-Tiki, andelsklasse A	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 1.1.2014	162 382	10 993	19 167	192 542
Ustedelse av andeler	192 751	41 351		234 103
Innløsning av andeler	-124 563	-26 856		-151 419
Årsresultat			25 108	25 108
EGENKAPITAL PR 31.12.2014	230 571	25 488	44 275	300 334

	31.12.14	31.12.13	31.12.12
Antall andeler	2 305 707	1 623 820	681 158
Basiskurs prandel (angitt i hele kroner)*	130,2580	118,5793	101,8231

* Basiskurs er satt ved dagslutt 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	2014	2013
Netto renteinntekt	1 999	1 217
Gevinst/tap ved realisasjon av rentefondsandeler	75	70
Sum skattepliktige inntekter	2 074	1 287
Fradragsberettigede kostnader	-	-
Netto skattepliktig inntekt	2 074	1 287
Beregningsgrunnlag betalbar skatt (A)	2 074	1 287

Betalbar skatt i resultatregnskapet		
Betalbar skatt (Ax 27 %)	560	360
For lite avsatt betalbar skatt tidligere år	-	-
Skyldig betalbar skatt	560	360

Grunnlag utsatt skatt/-skattefordel i balansen		
Urealisert gevinst/tap rentefondsandeler (B)	749	-65
Utsatt skatt/-skattefordel i balansen (B x 27 %)	202	-18

Skattekostnad i resultatregnskapet		
Betalbar skatt	560	360
Endring i utsatt skatt/-skattefordel	220	-47
Sum skattekostnad	780	314

Skyldig betalbar skatt inngår i annen gjeld.

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 egenkapital	Avsatt til andelseierne for reinvestering i nye andeler	Sum
EGENKAPITAL PR 1.1.2014				85 983	3 434 713
Uttstedelse av andeler	3 309 524	29 180	45 901		3 358 027
Innløsning av andeler	-3 360 230	-37 219	-48 026		-3 445 474
Reinvestert for andelseierne				-86 184	-86 184
Avsatt til reinvestering for andelseierne				81 414	81 414
Årsresultat etter utdeling til andelseierne			-5 199		-5 199
EGENKAPITAL PR 31.12.2014	3 224 938	28 445	2 701	81 213	3 337 296

	31.12.14	31.12.13	31.12.12
Antall andeler	32 249 376	33 095 242	36 931 648
Basiskurs prandel (angitt i hele kroner)*	103,4846	103,7847	104,4340

* 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 27 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 egenkapital	Avsatt til andelseierne for reinvestering i nye andeler	Sum
EGENKAPITAL PR 1.1.2014	1 235 057	-2 995	1 260	32 512	1 265 834
Uttstedelse av andeler	563 814	-1 107	6 418		569 124
Innløsning av andeler	-985 251	1 855	-12 451		-995 847
Reinvestert for andelseierne				-32 273	-32 273
Avsatt til reinvestering for andelseierne				20 898	20 898
Årsresultat etter utdeling til andelseierne			4 006		4 006
EGENKAPITAL PR 31.12.2014	813 619	-2 247	-768	21 136	831 742

	31.12.14	31.12.13	31.12.12
Antall andeler	8 136 195	12 350 572	12 562 857
Basiskurs prandel (angitt i kroner)*	102,2277	102,4937	103,1008

* 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 27 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 egenkapital	Avsatt til andelseierne for reinvest i nye andeler	Sum
EGENKAPITAL PR 1.1.2014	852 668	302 771	5 594	36 578	1 197 611
Uttstedelse av andeler	908 206	351 785	15 547		1 275 538
Innløsning av andeler	-541 494	-209 979	-9 708		-761 182
Reinvestert for andelseierne				-37 186	-37 186
Avsatt til reinvestering for andelseierne				12 711	12 711
Årsresultat etter utbetaling til andelseierne			55 280		55 280
EGENKAPITAL PR 31.12.2014	1 219 380	444 577	66 713	12 103	1 742 772

	31.12.14	31.12.13	31.12.12
Antall andeler	12 193 797	8 526 677	7 881 492
Basiskurs prandel (angitt i kroner)*	142,9234	140,4571	141,457

* 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 27 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 31.12.2014 trekk på EUR og MXN bankkonti for å redusere valutaeksponeringen på investeringene i Lithuanian Government, Portugese Government, Slovenia Government og Mexican Government.

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 1.1.2014	848 159	6 382	1 918	856 459
Uttstedelse av andeler	417 830	3 623	3 206	424 659
Innløsning av andeler	-646 541	-5 453	-5 027	-657 022
Reinvestert for andelseierne	13 815	2	-13 817	-
Årsresultat			9 382	9 382
EGENKAPITAL PR 31.12.2014	633 263	4 554	-4 339	633 478

	31.12.14	31.12.13	31.12.12
Antall andeler	6 332 632	8 481 594	8 185 390
Basiskurs prandel (angitt i kroner)*	100,0338	100,9781	100,9874

* 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 27 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 Note 8, 9 og 10

NOTE 8. FORVALTNINGSHONORAR

Forvaltningshonoraret utgjør 0,8 prosent p.a. av den daglige forvaltningskapitalen i andelsklasse A og 0,45 prosent p.a i andelsklasse B.

Kostnadsført forvaltningshonorar fordelt på de respektive andelsklasser:

		2014		
		Klasse A	Klasse B	Totalt
Forvaltningshonorarfast		5 677	39	
Sum forvaltningshonorar		5 677	39	5 717
Andelsklasse B ble etablert 30.05.2014.				

NOTE 9. EGENKAPITAL

		EGEN- KAPITAL PR Klasse 01.01.2014	Utstedelse av andeler	Innløsning av andeler	Reinvestert for andels- eierne	Avsatt til rein- vestering for andels- eierne	Årsresultat etter utdeling til andels- eierne	EGEN- KAPITAL PR 31.12.2014
Andelskapital klasse	A	416 855	756 518	-352 065	-	-	-	821 308
Overkurs klasse	A	45 046	128 137	-64 323	-	-	-	108 860
Sum innskutt klasse	A	461 900	884 656	-416 388	-	-	-	930 168
Andelskapital klasse	B	-	30 611	-236	-	-	-	30 375
Overkurs klasse	B	-	6 825	-61	-	-	-	6 764
Sum innskutt klasse	B	-	37 436	-297	-	-	-	37 139
Opptjent egenkapital		-10 184	13 407	-6 927	-	-	154 554	150 850
Avsatt til andelseiere for reinvestering i nye andeler klasse	A	54 494	-	-	-54 554	26 002	-	25 942
Avsatt til andelseiere for reinvestering i nye andeler klasse	B	-	-	-	-	413	-	413
Sum opptjent		44 310	13 407	-6 927	-54 554	26 415	154 554	177 205
Sum		506 210	935 498	-423 611	-54 554	26 415	154 554	1 144 512
	Klasse	31.12.14	31.12.13	31.12.12				
Antall andeler	A	8 213 082	4 168 548	4 230 420				
Antall andeler	B	303 749						
Basiskurs prandel (angitt i kroner)*	A	134,3725	121,4385	111,2406				
Basiskurs prandel (angitt i kroner)*	B	134,6566						

* 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 lagd til grunn. Mindre periodiseringsavvik kan dermed forekomme.

Den eneste forskjell mellom andelsklasse A og andelsklasse B er ulikt forvaltningshonorar, ref note 8.

NOTE 10. SKATTENOTE

Rentefond er skattepliktig med 27 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.

I 2014 er det belastet en skattekostnad i Tellus. Denne knytter seg til kildeskatt betalt i Sveits.

SKAGEN Credit Note 8, 9, 10, 11 og 12

NOTE 8. FORVALTNINGSHONORAR

SKAGEN Credit er en del av en "mottaker - tilføringsfond" struktur (master-feeder) hvor SKAGEN Credit er mottakerfondet. Det belastes ikke forvaltningshonorar i SKAGEN Credit. Forvaltningshonorar belastes direkte i de respektive tilføringsfond, SKAGEN Credit NOK, SKAGEN Credit SEK, SKAGEN Credit EUR og SKAGEN Credit GBP.

NOTE 9. EGENKAPITAL

		Andelskapital	Overkurs	Opptjent egenkapital	Avsatt til andelseierne for reinvestering i nye andeler	Sum
EGENKAPITAL PR 30.05.2014		-	-	-	-	-
Utstedelse av andeler		209 251	2 401	1 365	-	213 018
Innløsning av andeler		-81 385	-3 954	-2 287	-	-87 626
Reinvestert for andelseierne		-	-	-	-	-
Avsatt til reinvestering for andelseierne		-	-	-	7 404	7 404
Årsresultat etter utbetaling til andelseierne		-	-	14 902	-	14 902
EGENKAPITAL PR 31.12.2014		127 866	-1 553	13 980	7 404	147 698

SKAGEN Credit ble etablert 30.05.2014.

	31.12.14
Antall andeler	1 278 662
Basiskurs prandel (angitt i kroner)*	115,5046

* 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 lagd til grunn. Mindre periodiseringsavvik kan dermed forekomme.

NOTE 10. SKATTENOTE

Rentefond er skattepliktig med 27 prosent av netto realiserte kursgevinster på rentebærende verdipapirer og finansielle kontrakter, opptjente periodiserte renteinntekter, valutagevinst/tap, minus fradragsberettigede kostnader hvilket blant annet omfatter påløpte rentekostnader. Skattepliktig resultat utdeles i praksis til andelseierne slik at fondet ikke kommer i skatteposisjon.

NOTE 11. VALUTARISIKO

SKAGEN Credit benytter ikke noen form for valutasikring.

NOTE 12. RENTERISIKO

SKAGEN Credit benytter renteswapper for å redusere renterisikoen i fondet. Risikoen reduseres i form av redusert durasjon. Fondet inngår kontrakter hvor fast rente byttes mot flytende rente. Hovedstol på kontaktene skal ikke gjøres opp og bokføres derfor ikke i balansen til fondet. Det er kun netto fordring/forpliktelse som tas inn i regnskapet. I note 7 er gitt en oversikt over de renteswapper fondet har inngått ved årets slutt. Disse kontrakter er representative for de kontrakter fondet har hatt gjennom året.

SKAGEN Credit EUR Note 8, 9, 10 og 11 (alle tall i tusen EUR)

NOTE 8. FORVALTNINGSHONORAR

SKAGEN Credit EUR er en del av en "mottaker - tilføringsfond" struktur (master-feeder) hvor SKAGEN Credit EUR er et tilføringsfond. Mottakerfondet er SKAGEN Credit. Forvaltningshonoraret i SKAGEN Credit EUR utgjør 0,8 prosent p.a. av den daglige forvaltningskapitalen i andelsklasse A og 0,45 prosent p.a. i andelsklasse B.

Kostnadsført forvaltningshonorar fordelt på de respektive andelsklasser:

		2014		
		Klasse A	Klasse B	Totalt
Forvaltningshonorarfast		10,5	1,6	
Sum forvaltningshonorar		10,5	1,6	12,1

NOTE 9. EGENKAPITAL

		EGEN-KAPITAL PR Klasse 30.05.2014	Utstedelse av andeler	Innløsning av andeler	Reinvestert for andels-eierne	Avsatt til reinvestering for andels-eierne	Årsresultat etter utdeling til andels-eierne	EGEN-KAPITAL PR 31.12.2014
Andelskapital klasse	A	-	2 640,3	-157,2				2 483,0
Overkurs klasse	A	-	-3,1	1,6				-1,5
Sum innskutt klasse	A	-	2 637,2	-155,6				2 481,5
Andelskapital klasse	B	-	665,4	-50,0				615,4
Overkurs klasse	B	-	0,1	-0,1				0,0
Sum innskutt klasse	B	-	665,5	-50,1				615,4
Opptjent egenkapital		-	1,1	-	-	-	-78,4	-77,2
Avsatt til andelseierne for reinvestering i nye andeler klasse	A	-	-	-	-	-	-	-
Avsatt til andelseierne for reinvestering i nye andeler klasse	B	-	-	-	-	-	-	-
Sum opptjent		-	1,1	-	-	-	-78,4	-77,2
Sum		-	3 303,8	-205,8	-	-	-78,4	3 019,7

SKAGEN Credit EUR ble etablert 30.05.2014.

	Klasse	31.12.14
Antall andeler	A	248 305
Antall andeler	B	61 540
Basiskurs prandel (angitt i euro)*	A	9,7557
Basiskurs prandel (angitt i euro)*	B	9,7755

* 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 lagd til grunn. Mindre periodiseringsavvik kan dermed forekomme.

Den eneste forskjell mellom andelsklasse A og andelsklasse B er ulikt forvaltningshonorar, ref note 8.

NOTE 10. SKATTENOTE

Rentefond er skattepliktig med 27 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 Credit EUR benytter ikke valutasikringsinstrumenter mot euro, men har pr 31.12.2014 trekk på USD, GBP og NOK bankkonti for å minimere valutaeksponeringen på sin andel av de underliggende dollar, britiske pund og norske kroner investeringene som ligger i masterfondet SKAGEN Credit.

SKAGEN Credit GBP Note 8, 9, 10 og 11 (alle tall i tusen GBP)

NOTE 8. FORVALTNINGSHONORAR

SKAGEN Credit GBP er en del av en "mottaker - tilføringsfond" struktur (master-feeder) hvor SKAGEN Credit GBP er et tilføringsfond. Mottakerfondet er SKAGEN Credit. Forvaltningshonoraret i SKAGEN Credit GBP utgjør 0,8 prosent p.a. av den daglige forvaltningskapitalen i andelsklasse A og 0,45 prosent p.a. i andelsklasse B.

Kostnadsført forvaltningshonorar fordelt på de respektive andelsklasser:

	2014		
	Klasse A	Klasse B	Totalt
Forvaltningshonorarfast	1,2	0,7	
Sum forvaltningshonorar	1,2	0,7	1,8

NOTE 9. EGENKAPITAL

	EGEN- KAPITAL PR Klasse 30.05.2014	Utstedelse av andeler	Innløsning av andeler	Reinvestert for andels- eierne	Avsatt til reinvestering for andels- eierne	Årsresultat etter utdeling til andels- eierne	EGEN- KAPITAL PR 31.12.2014
Andelskapital klasse A	-	249,6	-	-	-	-	249,6
Overkurs klasse A	-	-	-	-	-	-	-
Sum innskutt klasse A	-	249,6	-	-	-	-	249,6
Andelskapital klasse B	-	249,6	-	-	-	-	249,6
Overkurs klasse B	-	-	-	-	-	-	-
Sum innskutt klasse B	-	249,6	-	-	-	-	249,6
Opptjent egenkapital	-	-	-	-	-	-30,6	-30,6
Avsatt til andelseierne for reinvestering i nye andeler klasse A	-	-	-	-	8,4	-	8,4
Avsatt til andelseierne for reinvestering i nye andeler klasse B	-	-	-	-	8,5	-	8,5
Sum opptjent	-	-	-	-	16,9	-30,6	-13,7
Sum	-	499,3	-	-	16,9	-30,6	485,5

SKAGEN Credit GBP ble etablert 30.05.2014

	Klasse	31.12.14
Antall andeler	A	24 963
Antall andeler	B	24 963
Basiskurs prandel	A	9,7154
(angitt i britiske pund)*		
Basiskurs prandel	B	9,7354
(angitt i britiske pund)*		

* 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.

Den eneste forskjell mellom andelsklasse A og andelsklasse B er ulikt forvaltningshonorar, ref note 8.

NOTE 10. SKATTENOTE

Rentefond er skattepliktig med 27 prosent av netto realiserste kursgevinster på rentebærende verdipapirer, opptjente periodiserte renteinntekter, valutagevinst/tap, minus fradragberettigede kostnader hvilket blant annet omfatter forvaltningshonoraret. Skattepliktig resultat utdeles i praksis til andelseierne slik at fondet ikke kommer i skatteposisjon.

NOTE 11. VALUTARISIKO

SKAGEN Credit GBP benytter ikke valutasikringsinstrumenter mot britiske pund, men har pr 31.12.2014 trekk på USD, EUR og NOK bankkonti for å minimere valutaeksponeringen på sin andel av de underliggende dollar, euro og norske kroner investeringene som ligger i masterfondet SKAGEN Credit.

SKAGEN Credit NOK Note 8, 9, 10 og 11

NOTE 8. FORVALTNINGSHONORAR

SKAGEN Credit NOK er en del av en "mottaker - tilføringsfond" struktur (master-feeder) hvor SKAGEN Credit NOK er et tilføringsfond. Mottakerfondet er SKAGEN Credit. Forvaltningshonoraret i SKAGEN Credit NOK utgjør 0,8 prosent p.a. av den daglige forvaltningskapitalen.

NOTE 9. EGENKAPITAL

	Andelskapital	Overkurs	Opptjent egen- kapital	Avsatt til andelseierne for reinvest i nye andeler	Sum
EGENKAPITAL PR 30.05.2014	-	-	-	-	-
Utstedelse av andeler	162 450	-16	6	-	162 440
Innløsning av andeler	-71 472	433	-1	-	-71 039
Reinvestert for andelseierne	-	-	-	-	-
Avsatt til reinvestering for andelseierne	-	-	-	-	-
Årsresultat etter utbetaling til andelseierne	-	-	-2 007	-	-2 007
EGENKAPITAL PR 31.12.2014	90 978	417	-2 002	-	89 393

SKAGEN Credit NOK ble etablert 30.05.2014

	31.12.14
Antall andeler	909 784
Basiskurs prandel (angitt i kroner)*	98,2463

* 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 27 prosent av netto realiserste kursgevinster på rentebærende verdipapirer, opptjente periodiserte renteinntekter, valutagevinst/tap, minus fradragberettigede kostnader hvilket blant annet omfatter forvaltningshonoraret. Skattepliktig resultat utdeles i praksis til andelseierne slik at fondet ikke kommer i skatteposisjon.

NOTE 11. VALUTARISIKO

SKAGEN Credit NOK benytter ikke valutasikringsinstrumenter mot norske kroner, men har pr 31.12.2014 trekk på USD, EUR og GBP bankkonti for å minimere valutaeksponeringen på sin andel av de underliggende dollar, euro og britiske pund investeringene som ligger i masterfondet SKAGEN Credit.

SKAGEN Credit SEK Note 8, 9, 10 og 11 (alle tall i hele tusen SEK)

NOTE 8. FORVALTNINGSHONORAR

SKAGEN Credit SEK er en del av en "mottaker - tilføringsfond" struktur (master-feeder) hvor SKAGEN Credit SEK er et tilføringsfond. Mottakerfondet er SKAGEN Credit. Forvaltningshonoraret i SKAGEN Credit SEK utgjør 0,8 prosent p.a. av den daglige forvaltningskapitalen.

NOTE 9. EGENKAPITAL

	Andelskapital	Overkurs	Opptjent egen- kapital	Avsatt til andelseierne for reinvest i nye andeler	Sum
EGENKAPITAL PR 30.05.2014	-	-	-	-	-
Utstedelse av andeler	34 215	-26	17	-	34 207
Innløsning av andeler	-6 737	85	-	-	-6 652
Reinvestert for andelseierne	-	-	-	-	-
Avsatt til reinvestering for andelseierne	-	-	-	-	-
Årsresultat etter utbetaling til andelseierne	-	-	-767	-	-767
EGENKAPITAL PR 31.12.2014	27 479	59	-750	-	26 788

SKAGEN Credit SEK ble etablert 30.05.2014

	31.12.14
Antall andeler	274 786
Basiskurs prandel (angitt i kroner)*	97,4753

* 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 27 prosent av netto realiserste kursgevinster på rentebærende verdipapirer, opptjente periodiserte renteinntekter, valutagevinst/tap, minus fradragberettigede kostnader hvilket blant annet omfatter forvaltningshonoraret. Skattepliktig resultat utdeles i praksis til andelseierne slik at fondet ikke kommer i skatteposisjon.

NOTE 11. VALUTARISIKO

SKAGEN Credit SEK benytter ikke valutasikringsinstrumenter mot svenske kroner, men har pr 31.12.2014 trekk på USD, EUR, GBP og NOK bankkonti for å minimere valutaeksponeringen på sin andel av de underliggende dollar, euro, britiske pund og norske kroner investeringene som ligger i masterfondet SKAGEN Credit.

SKAGEN m²

Note 7. Verdipapirportefølje pr 31.12.2014 (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 ¹⁾									
Brandywine Realty Trust	265 000	23 686 836	15,98	USD	31 732 484	8 045 648	3,82 %	0,15 %	New York
General Growth Properties Inc	150 000	20 256 119	28,13	USD	31 618 584	11 362 465	3,81 %	0,02 %	New York
Global Logistic Properties Ltd	2 057 000	27 076 824	2,48	SGD	28 855 588	1 778 764	3,47 %	0,04 %	Singapore
Columbia Property Trust Inc	150 000	25 214 490	25,35	USD	28 493 818	3 279 327	3,43 %	0,12 %	New York
HCP Inc	77 100	17 878 855	44,03	USD	25 438 089	7 559 234	3,06 %	0,02 %	New York
Ashford Hospitality Trust	310 000	15 025 290	10,48	USD	24 344 698	9 319 409	2,93 %	0,35 %	New York
PS Business Parks Inc	40 500	18 731 283	79,54	USD	24 139 153	5 407 871	2,91 %	0,15 %	New York
Apartment Investmest & Management Co	86 000	15 905 577	37,15	USD	23 940 802	8 035 225	2,88 %	0,06 %	New York
Soho China Ltd	4 458 500	21 774 301	5,48	HKD	23 582 326	1 808 026	2,84 %	0,09 %	Hong Kong
Deutsche Wohnen AG	125 000	11 316 968	19,58	EUR	22 195 643	10 878 675	2,67 %	0,04 %	Frankfurt
Mercialys SA	123 000	15 576 665	18,43	EUR	20 563 323	4 986 657	2,47 %	0,13 %	Paris
SL Green Realty Corp	23 000	12 922 247	119,02	USD	20 513 001	7 590 755	2,47 %	0,02 %	New York
British Land Co Plc	215 000	11 694 406	7,77	GBP	19 515 198	7 820 792	2,35 %	0,02 %	London
Olav Thon Eiendomsselskap ASA	153 081	15 279 174	125,50	NOK	19 211 665	3 932 491	2,31 %	0,14 %	Oslo Børs
Nomura Real Estate Office Fund Inc	495	13 848 403	595 000	JPY	18 411 200	4 562 797	2,22 %	0,13 %	Tokyo
CBL & Associates Properties Inc	120 000	13 651 897	19,42	USD	17 462 720	3 810 823	2,10 %	0,07 %	New York
CA Immobilien Anlagen AG	120 000	13 881 183	15,50	EUR	16 867 782	2 986 599	2,03 %	0,12 %	Wien
Mitsui Fudosan Co Ltd	82 000	15 018 255	3 255	JPY	16 684 944	1 666 689	2,01 %	0,01 %	Tokyo
Mapletree Logistics Trust	2 452 593	14 421 396	1,18	SGD	16 439 469	2 018 073	1,98 %	0,10 %	Singapore
SM Prime Holdings Inc	5 700 000	14 352 932	17,04	PHP	16 273 796	1 920 865	1,96 %	0,02 %	Philippines
Melia Hotels International	202 106	15 868 795	8,86	EUR	16 238 951	370 156	1,95 %	0,11 %	Madrid
Dic Asset AG	237 384	14 943 671	7,41	EUR	15 943 372	999 702	1,92 %	0,35 %	Xetra
Unibail-Rodamco SE	7 975	12 716 962	212,85	EUR	15 393 926	2 676 964	1,85 %	0,01 %	Amsterdam
Citycon Oyj	610 000	11 651 212	2,58	EUR	14 272 320	2 621 108	1,72 %	0,10 %	Helsinki
Ticon Industrial Connection Pcl-Nvdr	3 200 020	11 099 998	18,10	THB	13 188 466	2 088 468	1,59 %	0,29 %	Bangkok
BR Malls Participacoes SA	278 200	15 200 062	16,43	BRL	12 903 442	-2 296 620	1,55 %	0,06 %	Sao Paulo
Affine SA	92 000	9 711 899	15,17	EUR	12 656 640	2 944 741	1,52 %	1,02 %	Paris
Phoenix Mills Ltd	282 177	7 859 212	373,55	INR	12 503 006	4 643 794	1,50 %	0,19 %	National India
Entra ASA	153 575	10 255 654	76,50	NOK	11 748 487	1 492 834	1,41 %	0,08 %	Oslo Børs
BR Properties SA	400 000	17 805 920	10,25	BRL	11 574 300	-6 231 620	1,39 %	0,13 %	Sao Paulo
Westgrund AG	300 000	8 636 679	4,10	EUR	11 154 501	2 517 822	1,34 %	0,41 %	Xetra
Bekasi Fajar Industrial Estate Tbk PT	24 475 400	5 824 207	730,00	IDR	10 800 627	4 976 420	1,30 %	0,25 %	Indonesia
Emlak Konut Gayrimenkul Yatirim Ortakligi AS	1 210 000	8 787 640	2,77	TRY	10 755 210	1 967 571	1,29 %	0,03 %	Istanbul
China South City Holdings Ltd	3 042 000	10 151 786	3,54	HKD	10 393 930	242 144	1,25 %	0,04 %	Hong Kong
Lexington Realty Trust	120 000	8 335 242	10,98	USD	9 873 361	1 538 119	1,19 %	0,05 %	New York
Obero Realty Ltd	288 152	7 095 061	280,20	INR	9 577 096	2 482 036	1,15 %	0,09 %	National India
First Real Estate Investment Trust	1 346 397	7 458 553	1,25	SGD	9 557 863	2 099 310	1,15 %	0,18 %	Singapore
Gecina SA	9 500	7 397 636	103,50	EUR	8 916 799	1 519 163	1,07 %	0,02 %	Paris
Vista Land & Lifescapes Inc	7 139 700	5 790 559	7,20	PHP	8 613 048	2 822 489	1,04 %	0,08 %	Philippines
Irsa SA ADR	74 300	5 359 705	15,37	USD	8 557 445	3 197 740	1,03 %	0,13 %	New York
Shimao Property Holdings Ltd	504 500	6 640 630	17,34	HKD	8 443 599	1 802 968	1,02 %	0,01 %	Hong Kong
Bumi Serpong Damai PT	7 186 500	6 508 886	1 805	IDR	7 841 352	1 332 466	0,94 %	0,04 %	Indonesia
Keppel Land Ltd	400 000	7 012 787	3,42	SGD	7 738 024	725 237	0,93 %	0,03 %	Singapore
Atrium Ljungberg AB	70 280	6 377 741	114,70	SEK	7 711 667	1 333 926	0,93 %	0,05 %	Stockholm
Ananda Development PCL-Nvdr	10 265 800	4 816 131	3,28	THB	7 667 074	2 850 943	0,92 %	0,31 %	Bangkok
Ascendas India Trust	1 625 000	6 090 306	0,82	SGD	7 537 220	1 446 913	0,91 %	0,18 %	Singapore
Capita Land Ltd	400 000	6 017 269	3,31	SGD	7 489 140	1 471 870	0,90 %	0,01 %	Singapore
Summarecon Agung Tbk PT	8 019 400	5 501 906	1 520	IDR	7 368 545	1 866 640	0,89 %	0,06 %	Indonesia
General Shopping Finance (finansobligasjon)	1 000 000	5 429 495	89,12	USD	6 786 770	1 249 035	0,82 %	0,40 %	Euroclear
Rockwell Land Corp	20 000 000	8 186 790	1,74	PHP	5 830 740	-2 356 050	0,70 %	0,33 %	Philippines
Etalon Group Ltd GDR	386 388	8 640 506	2,00	USD	5 790 753	-2 849 753	0,70 %	0,13 %	London Int.
Hovnanian Enterprises Inc	185 000	5 468 294	4,13	USD	5 725 365	257 071	0,69 %	0,14 %	New York
General Shopping Brasil SA	246 900	7 466 054	7,28	BRL	5 074 151	-2 391 904	0,61 %	0,49 %	Sao Paulo
Parque Arauco SA	349 321	3 976 533	1 162	CLP	5 010 616	1 034 083	0,60 %	0,04 %	Santiago
Ashford Inc	6 400	3 207 939	94,00	USD	4 508 055	1 300 117	0,54 %	0,32 %	New York
CSI Properties Ltd	15 000 000	4 034 630	0,31	HKD	4 488 180	453 550	0,54 %	0,14 %	Hong Kong
Sum Eiendom		634 839 451			785 918 324	150 970 638	94,59 %		
SUM VERDIPAPIRPORTEFØLJE ¹⁾									
		634 839 451			785 918 324	150 970 638	94,59 %		

¹⁾ For verdi av likviditet i porteføljen pr 31.12.2014 henvises til balansen.

²⁾ REITs (Real Estate Investment Trusts) er børsnoterte, juridiske strukturer som er underlagt gunstige skatteregler i sine hjemland. Vilårene 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 31.12.2014 (angitt i hele kroner)

Verdipapir	Antall	Kjøpsverdi NOK	Markedskurs	Valuta	Markedsverdi NOK	Urealisert gevinst/tap	Andel av fondet	Eierandel selskap/ aksjeklasse	Børs
Energi									
Lundin Petroleum AB	1 800 000	175 580 247	112,40	SEK	193 549 428	17 969 181	2,24%	0,58%	Stockholm
Solstad Offshore ASA	1 982 746	99 497 880	79,00	NOK	156 636 934	57 139 054	1,81%	5,13%	Oslo Børs
Bonheur ASA	1 192 594	88 117 205	73,25	NOK	87 357 510	-759 695	1,01%	2,92%	Oslo Børs
Ganger Rolf ASA	1 213 817	124 262 346	71,50	NOK	86 787 915	-37 474 430	1,00%	3,59%	Oslo Børs
DOF ASA	5 762 213	110 021 666	14,95	NOK	86 145 084	-23 876 582	1,00%	5,19%	Oslo Børs
GCL-Poly Energy Holdings Ltd	30 000 000	59 320 136	1,80	HKD	52 120 800	-7 199 336	0,60%	0,19%	Hong Kong
Rec Silicon ASA	29 162 486	42 189 645	1,78	NOK	52 025 875	9 836 230	0,60%	1,26%	Oslo Børs
Siem Offshore Inc	8 036 317	68 364 907	4,04	NOK	32 466 721	-35 898 186	0,38%	2,06%	Oslo Børs
Eidesvik Offshore ASA	1 010 641	37 561 988	24,50	NOK	24 760 704	-12 801 283	0,29%	3,35%	Oslo Børs
Electromagnetic Geoservices AS	5 029 207	68 319 497	4,02	NOK	20 217 412	-48 102 085	0,23%	2,52%	Oslo Børs
Sevan Drilling ASA	13 252 171	83 460 363	1,07	NOK	14 179 823	-69 280 540	0,16%	2,23%	Oslo Børs
Sum Energi		956 695 880			806 248 208	-150 447 672	9,33%		
Råvarer									
Norsk Hydro ASA	14 042 679	355 935 581	42,44	NOK	595 971 297	240 035 716	6,90%	0,68%	Oslo Børs
OCI Co Ltd	39 000	33 002 671	78 600	KRW	21 035 081	-11 967 590	0,24%	0,16%	Seoul
Nordic Mining ASA	18 786 048	21 192 974	0,90	NOK	16 907 443	-4 285 531	0,20%	6,09%	Oslo Axess
Agrinos AS	817 242	23 068 088	2,30	NOK	1 879 657	-21 188 431	0,02%	1,26%	Unotert
Sum Råvarer		433 199 314			635 793 478	202 594 164	7,36%		
Kapitalvarer, service og transport									
Norwegian Air Shuttle ASA	1 551 707	110 582 944	276,20	NOK	428 581 473	317 998 530	4,96%	4,41%	Oslo Børs
Koninklijke Philips NV	1 518 075	304 812 045	24,15	EUR	332 472 247	27 660 203	3,85%	0,16%	Amsterdam
ABB Ltd	1 900 000	271 039 266	165,90	SEK	301 545 646	30 506 380	3,49%	0,08%	Stockholm
With. Wilhelmsen Holding ASA	875 275	62 508 454	170,00	NOK	148 796 750	86 288 296	1,72%	2,53%	Oslo Børs
AirAsia Bhd	24 244 100	125 235 413	2,72	MYR	141 113 463	15 878 050	1,63%	0,87%	Kuala Lumpur
Kongsberg Gruppen ASA	1 056 509	43 882 279	123,00	NOK	129 950 607	86 068 328	1,50%	0,88%	Oslo Børs
Stolt-Nielsen Ltd	541 341	67 130 012	125,00	NOK	67 667 625	537 613	0,78%	0,84%	Oslo Børs
FLSmidth & Co A/S	170 000	54 248 773	272,30	DKK	56 356 978	2 108 205	0,65%	0,33%	København
Golar LNG Ltd	130 000	44 203 728	36,47	USD	35 527 164	-8 676 564	0,41%	0,14%	NASDAQ
Odifjell SE-A	1 217 307	54 496 151	28,80	NOK	35 058 442	-19 437 710	0,41%	1,85%	Oslo Børs
Goodtech ASA	2 116 842	48 134 917	12,00	NOK	25 402 104	-22 732 813	0,29%	6,51%	Oslo Børs
TTS Group ASA	3 055 946	30 511 719	4,75	NOK	14 515 743	-15 995 976	0,17%	3,53%	Oslo Børs
YIT Oyj	315 125	20 139 443	4,27	EUR	12 202 695	-7 936 747	0,14%	0,25%	Helsinki
I.M. Skaugen SE	1 728 652	21 005 353	4,50	NOK	7 778 934	-13 226 419	0,09%	6,38%	Oslo Børs
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		1 263 574 160			1 737 407 810	473 833 650	20,11%		
Inntektsavhengige forbruksvarer									
Continental AG	293 500	147 369 335	175,55	EUR	467 255 019	319 885 684	5,41%	0,15%	Frankfurt
Kia Motors Corporation	800 000	240 727 112	52 300	KRW	287 110 264	46 383 152	3,32%	0,20%	Seoul
Volvo AB	2 500 000	209 578 429	84,70	SEK	202 570 637	-7 007 792	2,34%	0,15%	Stockholm
Toshiba Corp	5 000 000	132 114 376	512,40	JPY	160 154 463	28 040 087	1,85%	0,12%	Tokyo
Nokian Renkaat OYJ	375 000	84 234 298	20,29	EUR	69 001 471	-15 232 827	0,80%	0,28%	Helsinki
Toto Ltd	550 000	43 403 162	1 408	JPY	48 408 906	5 005 743	0,56%	0,16%	Tokyo
Nippon Seiki Co Ltd	273 000	28 147 666	2 735	JPY	46 674 524	18 526 858	0,54%	0,45%	Tokyo
Fjord Line AS	3 622 985	33 137 910	2,50	NOK	9 057 462	-24 080 447	0,10%	4,54%	Unotert
Sum Inntektsavhengige forbruksvarer		918 712 289			1 290 232 746	371 520 457	14,93%		

Note 7. Verdipapirportefølje pr 31.12.2014 (angitt i hele kroner)

Verdipapir	Antall	Kjøpsverdi NOK	Markedskurs	Valuta	Markedsverdi NOK	Urealisert gevinst/tap	Andel av fondet	Eierandel selskap/ aksjeklasse	Børs
Defensive konsumvarer									
Casino Guichard Perrachon SA	330 000	225 750 798	76,46	EUR	228 819 625	3 068 827	2,65%	0,29%	Paris
Carlsberg AS-B	270 746	162 563 599	478,80	DKK	157 821 921	-4 741 678	1,83%	0,23%	København
Royal Unibrew A/S	95 000	29 418 857	1 087	DKK	125 719 974	96 301 118	1,46%	0,86%	København
Oriflame Cosmetics SA-SDR	536 829	76 416 034	108,50	SEK	55 720 985	-20 695 049	0,64%	0,99%	Stockholm
Sodastream International Ltd	315 000	75 696 247	20,12	USD	47 491 945	-28 204 303	0,55%	1,52%	NASDAQ
Yazici Holding AS	689 169	23 544 261	19,55	TRY	43 234 085	19 689 824	0,50%	0,43%	Istanbul
Genomar AS	483 807	11 591 091	0,29	NOK	140 304	-11 450 787	0,00%	6,59%	Unotert
Sum Defensive konsumvarer		604 980 887			658 948 838	53 967 951	7,63%		
Medisin									
Teva Pharmaceutical-Sp ADR	700 000	185 158 760	57,51	USD	301 663 544	116 504 784	3,49%	0,08%	NASDAQ
Novo Nordisk A/S-B	290 250	62 217 876	260,30	DKK	91 980 874	29 762 998	1,06%	0,01%	København
Medi-Stim ASA	1 465 625	18 313 038	27,50	NOK	40 304 687	21 991 650	0,47%	7,99%	Oslo Børs
Getinge AB - B shs	200 000	32 797 665	177,80	SEK	34 018 474	1 220 809	0,39%	0,09%	Stockholm
Photocure ASA	626 466	25 234 986	27,50	NOK	17 227 815	-8 007 171	0,20%	2,93%	Oslo Børs
Sum Medisin		323 722 325			485 195 395	161 473 070	5,62%		
Bankog finans									
Citigroup Inc	900 000	317 958 202	54,11	USD	364 923 192	46 964 990	4,22%	0,03%	New York
Danske Bank A/S	1 600 000	174 334 648	167,40	DKK	326 081 808	151 747 160	3,77%	0,16%	København
Tribona AB	2 803 335	92 588 897	38,60	SEK	103 517 883	10 928 986	1,20%	5,76%	Stockholm
Korean Reinsurance Co	1 250 000	42 640 374	10 800	KRW	92 638 350	49 997 976	1,07%	1,04%	Seoul
Sparebanken Øst	1 124 204	19 925 326	51,00	NOK	57 334 404	37 409 078	0,66%	5,42%	Oslo Børs
Hitevision AS	793 668	7 193 426	69,00	NOK	54 763 092	47 569 666	0,63%	4,18%	Unotert
Sberbank of Russia Pref	11 120 000	160 943 926	37,70	RUB	53 136 642	-107 807 284	0,62%	1,11%	Moscow
Norwegian Finans Holding ASA	2 500 000	4 901 846	20,00	NOK	50 000 000	45 098 154	0,58%	1,45%	Unotert
SBI Holdings Inc	500 000	41 625 416	1 326	JPY	41 445 124	-180 292	0,48%	0,22%	Tokyo
Raiffeisen Bank International AG	306 524	69 052 483	12,53	EUR	34 844 470	-34 208 014	0,40%	0,10%	Wien
Zoncolan ASA	730 000	4 045 513	0,56	NOK	408 800	-3 636 713	0,00%	4,90%	Oslo Axxess
Sum Bankog finans		935 210 057			1 179 093 765	243 883 708	13,65%		
Informasjonsteknologi									
Samsung Electronics Co Ltd Pref	93 660	554 401 443	1 039 000	KRW	667 769 753	113 368 310	7,73%	0,41%	Seoul
SAP SE	545 000	230 275 074	58,26	EUR	287 946 642	57 671 567	3,33%	0,04%	Frankfurt
PSI Group ASA	3 796 612	43 430 508	7,25	NOK	27 525 437	-15 905 071	0,32%	8,56%	Oslo Børs
Q-Free ASA	2 603 177	36 551 764	10,00	NOK	26 031 770	-10 519 994	0,30%	3,78%	Oslo Børs
Bang & Olufsen A/S	325 000	24 594 307	36,10	DKK	14 283 732	-10 310 575	0,17%	0,75%	København
Oter Invest AS	2 566 891	6 979 932	0,50	NOK	1 283 445	-5 696 487	0,01%	8,41%	Unotert
Sum Informasjonsteknologi		896 233 028			1 024 840 780	128 607 751	11,86%		
Telekom									
Telia Sonera AB	8 000 000	366 645 271	50,40	SEK	385 721 280	19 076 009	4,46%	0,18%	Stockholm
Kinnevik Investment AB-B	463 583	103 529 237	255,30	SEK	113 222 149	9 692 911	1,31%	0,20%	Stockholm
Sum Telekom		470 174 509			498 943 429	28 768 920	5,78%		
SUM VERDIPAPIRPORTEFØLJE 1)		6 802 502 448			8 316 704 447	1 514 201 999	96,26 %		

¹⁾ For verdi av likviditet i porteføljen pr 31.12.2014 henvises til balansen.

Tilordning av anskaffelseskost:

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

SKAGEN Global

Note 7. Verdipapirportefølje pr 31.12.2014 (angitt i hele kroner)

Verdipapir	Antall	Kjøpsverdi NOK	Markedskurs	Valuta	Markedsverdi NOK	Urealisert gevinst/tap	Andel av fondet	Eierandel selskap/ aksjeklasse	Børs
Energi									
Baker Hughes Inc	1 651 517	430 513 030	56,07	USD	693 897 027	263 383 996	1,76%	0,38%	New York
Gazprom OaoADR	19 768 118	1 278 439 979	4,65	USD	688 810 406	-589 629 573	1,75%	0,17%	London Int.
Technip SA	1 088 394	600 960 756	49,41	EUR	487 741 797	-113 218 959	1,24%	0,96%	Paris
Kazmunaigas Exploration GDR	2 989 139	368 286 596	14,50	USD	324 784 680	-43 501 916	0,83%	0,71%	London Int.
Weatherford Intl Ltd	2 474 556	203 022 576	11,45	USD	212 316 719	9 294 143	0,54%	0,32%	New York
BP Plc	4 331 863	216 163 706	4,11	GBP	207 984 044	-8 179 662	0,53%	0,02%	London
Petroleo Brasileiro PrefADR	3 550 248	439 163 092	7,58	USD	201 655 151	-237 507 942	0,51%	0,13%	New York
BP Plc ADR	606 673	177 094 585	38,12	USD	173 296 177	-3 798 408	0,44%	0,00%	New York
Afren Plc	28 366 070	303 193 926	0,47	GBP	156 671 544	-146 522 382	0,40%	2,56%	London
Renewable Energy Corp ASA 09/18 6,5%	8 099 882	48 909 416	87,50	USD	53 325 183	4 199 588	0,14%		Unotert
Sum Energi		4 065 747 663			3 200 482 727	-865 481 115	8,13%		
Råvarer									
Akzo Nobel NV	2 134 491	691 824 422	57,65	EUR	1 115 934 425	424 110 003	2,83%	0,87%	Amsterdam
Koninklijke DSM NV	2 123 303	882 660 713	50,64	EUR	975 103 479	92 442 765	2,48%	1,17%	Amsterdam
Norsk Hydro ASA	17 701 455	478 451 926	42,44	NOK	751 249 750	272 797 825	1,91%	0,86%	Oslo Børs
Heidelbergcement AG	1 253 485	414 798 724	58,81	EUR	668 521 465	253 722 741	1,70%	0,67%	Frankfurt
Lundin Mining Corp	10 469 031	295 063 094	5,72	CAD	387 648 683	92 585 589	0,98%	1,46%	Toronto
Ternium SA ADR	2 503 889	374 217 240	17,64	USD	330 974 912	-43 242 328	0,84%	1,28%	New York
UPM-Kymmene Oyj	2 433 683	178 308 183	13,62	EUR	300 598 045	122 289 862	0,76%	0,46%	Helsinki
Mayr-Melnhof Karton AG	358 326	165 979 342	86,00	EUR	279 461 386	113 482 043	0,71%	1,79%	Wien
OCI Co Ltd	438 528	416 479 844	78 600	KRW	236 524 927	-179 954 917	0,60%	1,84%	Seoul
Lundin Mining Corp SDR	5 862 946	154 553 366	37,45	SEK	210 049 084	55 495 718	0,53%	0,82%	Stockholm
Sum Råvarer		4 052 336 854			5 256 066 154	1 203 729 300	13,35%		
Kapitalvarer, service og transport									
LG Corp	2 391 893	669 940 233	61 200	KRW	1 004 500 628	334 560 395	2,55%	1,39%	Seoul
Tyco International Plc	2 724 661	293 567 156	43,86	USD	895 493 679	601 926 523	2,27%	0,65%	New York
Koninklijke Philips NV	2 951 400	541 329 736	24,15	EUR	646 383 473	105 053 737	1,64%	0,32%	Amsterdam
Valmet Corp	3 202 627	219 542 329	10,22	EUR	296 826 241	77 283 912	0,75%	2,14%	Helsinki
Prosegur Cia de Seguridad Sa	6 360 714	206 436 114	4,72	EUR	272 265 681	65 829 568	0,69%	1,03%	Madrid
China Communications Services Corp Ltd	74 754 294	269 563 912	3,64	HKD	262 636 354	-6 927 558	0,67%	3,13%	Hong Kong
Autoliv Inc	276 314	94 600 067	106,12	USD	219 726 052	125 125 985	0,56%	0,31%	New York
Mosaic Co/The	377 307	114 761 272	45,65	USD	129 067 550	14 306 278	0,33%	0,11%	New York
Autoliv Inc SDR	141 095	48 971 686	837,50	SEK	113 044 520	64 072 835	0,29%	0,16%	Stockholm
Sum Kapitalvarer, service og transport		2 458 712 504			3 839 944 179	1 381 231 675	9,76%		
Inntektsavhengige forbruksvarer									
Renault SA	2 003 179	559 628 778	60,53	EUR	1 099 601 866	539 973 088	2,79%	0,68%	Paris
General Motors Co	3 450 380	492 686 674	34,91	USD	902 605 963	409 919 289	2,29%	0,21%	New York
Gap Inc/The	2 576 997	632 224 685	42,11	USD	813 168 555	180 943 870	2,07%	0,61%	New York
Toyota Industries Corp	1 745 077	311 462 843	6 210	JPY	677 432 635	365 969 792	1,72%	0,54%	Tokyo
Comcast Corp	1 530 793	185 773 851	57,56	USD	660 322 960	474 549 109	1,68%	0,37%	NASDAQ
Volvo AB	7 530 159	583 951 938	84,70	SEK	610 155 644	26 203 705	1,55%	0,47%	Stockholm
Hyundai Motor Co Pref (2pb)	518 537	146 240 482	134 000	KRW	476 805 868	330 565 386	1,21%	1,38%	Seoul
Kingfisher Plc	9 876 304	315 511 939	3,40	GBP	392 848 455	77 336 516	1,00%	0,42%	London
Tata Motors Ltd-A- DVR	8 041 456	108 530 555	335,70	INR	320 206 485	211 675 929	0,81%	1,67%	Bombay
Yamaha Motor Co Ltd	2 055 851	173 754 925	2 442	JPY	313 831 993	140 077 068	0,80%	0,59%	Tokyo
Global Mediacom Tbk PT	247 094 045	230 826 145	1 425	IDR	212 849 899	-17 976 246	0,54%	1,74%	Jakarta
Hyundai Motor Co Pref (1p)	100 435	34 943 091	126 500	KRW	87 183 169	52 240 078	0,22%	0,40%	Seoul
Sum Inntektsavhengige forbruksvarer		3 775 535 906			6 567 013 493	2 791 477 587	16,68%		

Note 7. Verdipapirportefølje pr 31.12.2014 (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	1 740 674	364 639 549	32,64	EUR	515 243 626	150 604 077	1,31%	0,10%	Amsterdam
Yazicilar Holding AS	3852 265	93 301 824	19,55	TRY	241 666 632	148 364 807	0,61%	2,41%	Istanbul
United Intl Enterprises	68 992	12 394 635	959,00	DKK	80 550 544	68 155 909	0,20%	1,94%	København
Sum Defensive konsumvarer		470 336 008			837 460 801	367 124 793	2,13%		
Medisin									
Roche Holding AG - Genusschein	507 608	498 365 082	269,90	CHF	1 033 320 738	534 955 656	2,63%	0,07%	Zürich
Sanofi	992 732	618 471 425	75,66	EUR	681 150 992	62 679 568	1,73%	0,07%	Paris
Teva Pharmaceutical - Sp ADR	1 119 331	246 785 828	57,51	USD	482 373 367	235 587 539	1,23%	0,13%	NASDAQ
Varian Medical Systems Inc	725 582	370 970 224	86,51	USD	470 364 172	99 393 949	1,19%	0,72%	New York
Sum Medisin		1 734 592 558			2 667 209 270	932 616 712	6,78%		
Bank og finans									
Citigroup Inc	6 753 367	1 546 438 724	54,11	USD	2 738 289 160	1 191 850 436	6,96%	0,22%	New York
American International Group Inc	3 982 321	969 281 286	56,01	USD	1 671 411 009	702 129 723	4,25%	0,28%	New York
Nordea Bank AB	12 756 133	896 126 469	90,90	SEK	1 109 266 756	213 140 288	2,82%	0,31%	Stockholm
Goldman Sachs Group Inc	530 136	471 979 212	193,83	USD	769 998 208	298 018 996	1,96%	0,12%	New York
State Bank of India	19 860 330	483 504 276	311,85	INR	734 642 2925	251 138 649	1,87%	0,27%	National India
NN Group NV	2 795 661	494 945 042	24,84	EUR	629 895 556	134 950 515	1,60%	0,80%	Amsterdam
Cheung Kong Holdings Ltd	4 476 098	358 395 916	130,30	HKD	562 938 972	204 543 056	1,43%	0,19%	Hong Kong
Storebrand ASA	13 799 450	478 370 596	29,20	NOK	402 943 940	-75 426 656	1,02%	3,07%	Oslo Børs
Banco Do Estado Rio Grande Do Sul SA Pref	7 443 113	174 662 409	14,50	BRL	304 672 666	130 010 256	0,77%	1,82%	Sao Paulo
Raiffeisen Bank International AG	2 457 057	390 676 559	12,53	EUR	279 308 791	-111 367 767	0,71%	0,84%	Wien
EFG - Hermes Holding SAE	16 691 224	206 618 222	15,41	EGP	269 390 739	62 772 516	0,68%	2,91%	Cairo
Talanx AG	991 833	156 373 761	25,27	EUR	227 294 450	70 920 689	0,58%	0,39%	Frankfurt
State Bank Of India GDR	593 476	108 798 291	49,35	USD	219 468 270	110 669 978	0,56%	0,08%	National India
Irsa Sa ADR	1 819 371	151 247 564	15,37	USD	209 544 640	58 297 076	0,53%	3,14%	New York
Sum Bank og finans		6 887 418 327			10 129 066 082	3 241 647 756	25,73%		
Informasjonsteknologi									
Samsung Electronics Co Ltd Pref	357 352	865 540 247	1 039 000	KRW	2 547 820 380	1 682 280 133	6,47%	1,57%	Seoul
Microsoft Corp	2 466 146	392 164 496	46,45	USD	858 392 519	466 228 023	2,18%	0,03%	NASDAQ
Lenovo Group Ltd	49 790 000	374 238 892	10,20	HKD	490 184 542	115 945 650	1,25%	0,45%	Hong Kong
Samsung Electronics Co Ltd Pref GDR	65 631	66 326 284	469,90	USD	231 097 841	164 771 557	0,59%	0,14%	London Int.
Google Inc CLASS C	50 875	88 964 837	526,40	USD	200 678 906	111 714 069	0,51%	0,01%	NASDAQ
Google Inc CLASS A	45 315	79 242 095	530,66	USD	180 193 765	100 951 670	0,46%	0,02%	NASDAQ
Sum Informasjonsteknologi		1 866 476 851			4 508 367 953	2 641 891 102	11,45%		
Telekom									
China Unicom Hong Kong Ltd	52 793 796	461 481 299	10,40	HKD	529 948 348	68 467 049	1,35%	0,22%	Hong Kong
First Pacific Co Ltd	44 528 923	281 363 823	7,69	HKD	330 510 944	49 147 120	0,84%	1,04%	Hong Kong
Vimpelcom Ltd - Spon ADR	10 271 594	752 761 524	4,17	USD	321 348 108	-431 413 416	0,82%	0,58%	New York
China Unicom Hong Kong Ltd ADR	2 029 203	187 115 396	13,45	USD	204 516 900	17 401 504	0,52%	0,08%	New York
Indosat Tbk PT	65 422 055	226 137 562	4 050	IDR	160 167 911	-65 969 651	0,41%	1,20%	Indonesia
Global Telecom Holding	38 328 039	100 420 322	3,97	EGP	159 367 200	58 946 878	0,40%	0,73%	Cairo
Global Telecom Holding GDR	3 499 613	48 958 233	2,85	USD	74 738 831	25 780 598	0,19%	0,33%	London Int.
Sum Telekom		2 058 238 159			1 780 598 242	-277 639 917	4,52%		
SUM VERDIPAPIRPORTEFØLJE¹⁾		27 369 394 829			38 786 208 900	11 416 597 893	98,53%		

¹⁾ For verdi av likviditet i porteføljen pr 31.12.2014 henvises til balansen.

Tilordning av anskaffelseskost:

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

SKAGEN Kon-Tiki

Note 7. Verdipapirportefølje pr 31.12.2014 (angitt i hele kroner)

Verdipapir	Antall	Kjøpsverdi NOK	Markedskurs	Valuta	Markedsverdi NOK	Urealisert gevinst/tap	Andel av fondet	Eierandel selskap/ aksjeklasse	Børs
Energi									
Tullow Oil Plc	8 461 624	793 316 634	4,14	GBP	409 131 232	-384 185 402	0,79%	0,93%	London
GCL-PolyEnergy Holdings Ltd	224 088 000	368 096 213	1,80	HKD	389 321 528	21 225 314	0,75%	1,45%	Hong Kong
Rec Silicon ASA	83 201 594	133 426 462	1,78	NOK	148 431 644	15 005 182	0,29%	3,60%	Oslo Børs
Archer Ltd	25 327 048	405 547 179	4,04	NOK	102 321 274	-303 225 905	0,20%	4,37%	Oslo Børs
Deep Sea Supply Plc	17 250 931	170 959 211	5,29	NOK	91 257 425	-79 701 786	0,18%	6,60%	Oslo Børs
Afren Plc	13 923 928	172 410 936	0,47	GBP	76 904 671	-95 506 265	0,15%	1,26%	London
Siem Offshore Inc	10 977 629	94 336 405	4,04	NOK	44 349 621	-49 986 784	0,09%	2,82%	Oslo Børs
Sum Energi		2 138 093 041			1 261 717 395	-876 375 646	2,44%		
Råvarer									
Vale Sa Spons pref ADR	13 322 805	1 305 068 975	7,26	USD	724 792 539	-580 276 436	1,40%	0,66%	New York
Hindalco Industries Ltd	27 731 830	462 262 844	157,55	INR	518 252 050	55 989 206	1,00%	1,34%	National India
UPL Ltd	10 294 488	191 091 002	346,55	INR	423 169 878	232 078 876	0,82%	2,40%	National India
OCI Co Ltd	600 000	455 623 270	78 600	KRW	323 616 636	-132 006 634	0,63%	2,52%	Seoul
LG Chem Ltd Pref	259 179	178 914 878	141 000	KRW	250 770 222	71 855 344	0,48%	3,40%	Seoul
Asia Cement China Holdings	48 551 500	178 471 440	4,53	HKD	212 284 442	33 813 003	0,41%	3,10%	Hong Kong
Exaro Resources Ltd	1 190 609	152 088 408	103,50	ZAR	79 870 249	-72 218 159	0,15%	0,33%	Johannesburg
Vale SA-Pref A	1 231 900	210 807 094	19,23	BRL	66 875 281	-143 931 813	0,13%	0,06%	Sao Paulo
Drdgold Ltd ADR	3 724 701	206 449 868	1,54	USD	42 982 687	-163 467 181	0,08%	9,66%	NASDAQ
Sum Råvarer		3 340 777 777			2 642 613 983	-698 163 794	5,11%		
Kapitalvarer, service og transport									
ABB Ltd	8 530 512	808 037 174	165,90	SEK	1 353 862 503	545 825 329	2,62%	0,37%	Stockholm
AP Moeller - Maersk A/S	85 000	684 517 721	12 370	DKK	1 280 087 803	595 570 082	2,48%	0,77%	København
Hitachi Ltd	12 195 000	591 389 122	900,70	JPY	686 628 598	95 239 475	1,33%	0,25%	Tokyo
AirAsia Bhd	108 497 800	414 918 483	2,72	MYR	631 514 483	216 596 000	1,22%	3,90%	Kuala Lumpur
CNH Industrial NV	9 338 348	567 834 249	8,06	USD	564 009 628	-3 824 621	1,09%	0,69%	New York
Bidvest Group Ltd	2 800 000	326 109 945	303,88	ZAR	551 487 502	225 377 557	1,07%	0,83%	Johannesburg
Frontline 2012 Ltd	12 706 335	342 811 850	40,00	NOK	508 253 400	165 441 550	0,98%	5,10%	Unotert
OCI NV	1 825 927	455 606 325	28,89	EUR	478 383 275	22 776 951	0,93%	0,89%	Amsterdam
Golar LNG Ltd	1 290 000	469 487 359	36,47	USD	352 538 779	-116 948 580	0,68%	1,38%	NASDAQ
Enka Insaat Ve Sanayi AS	20 782 815	217 527 820	5,28	TRY	352 121 113	134 593 294	0,68%	0,58%	Istanbul
Harbin Electric Company Ltd	65 244 000	589 466 555	4,85	HKD	305 421 518	-284 045 038	0,59%	4,74%	Hong Kong
Empresas ICA S.A.B	32 729 853	448 728 916	18,01	MXN	299 821 801	-148 907 114	0,58%	5,39%	Mexico
Norwegian Air Shuttle ASA	1 048 248	98 310 917	276,20	NOK	289 526 098	191 215 180	0,56%	2,98%	Oslo Børs
Aveng Ltd	21 017 094	617 358 060	17,40	ZAR	237 026 793	-380 331 268	0,46%	5,04%	Johannesburg
LG Corp Pref	808 430	118 266 161	41 200	KRW	228 558 133	110 291 972	0,44%	24,39%	Seoul
Kerry Logistics Network Ltd	16 905 000	170 209 837	12,30	HKD	200 695 484	30 485 647	0,39%	1,00%	Hong Kong
Yingli Green Energy Holding Co Ltd ADR	7 987 390	176 558 029	2,35	USD	140 654 676	-35 903 353	0,27%	4,39%	New York
Golden Ocean Group Ltd	22 086 808	96 408 028	4,74	NOK	104 691 470	8 283 442	0,20%	4,94%	Oslo Børs
Euronav SA	810 247	73 259 695	10,37	EUR	76 197 588	2 937 893	0,15%	0,67%	Brussel
Knightsbridge Shipping Ltd	699 512	25 959 197	4,53	USD	23 745 143	-2 214 053	0,05%	0,87%	NASDAQ
Kuribayashi Steamship Co Ltd	288 000	5 769 611	318,00	JPY	5 725 053	-44 558	0,01%	2,26%	Tokyo
Sum Kapitalvarer, service og transport		7 298 535 053			8 670 950 840	1 372 415 786	16,77%		
Inntektsavhengige forbruksvarer									
Great Wall Motor Co Ltd	60 000 000	108 837 095	44,10	HKD	2 553 919 200	2 445 082 105	4,94%	2,19%	Hong Kong
Hyundai Motor Co Pref (2pb)	2 351 443	375 433 804	134 000	KRW	2 162 202 159	1 786 768 356	4,18%	6,25%	Seoul
Hyundai Motor Co Pref (1p)	2 234 715	358 957 639	126 500	KRW	1 939 856 982	1 580 899 343	3,75%	8,90%	Seoul
Mahindra & Mahindra Ltd GDR	8 172 262	190 397 984	19,65	USD	1 203 334 195	1 012 936 211	2,33%	1,32%	London Int.
Naspers Ltd	1 000 919	292 956 091	1 515	ZAR	982 927 509	689 971 418	1,90%	0,24%	Johannesburg
LG Electronics Inc Pref	3 050 000	823 954 276	26 950	KRW	564 047 465	-259 906 812	1,09%	1,86%	Seoul
Mahindra & Mahindra Ltd	3 103 503	250 705 735	1 234	INR	454 432 899	203 727 165	0,88%	0,50%	National India
Apollo Tyres Ltd	13 981 313	108 625 299	223,20	INR	370 157 233	261 531 934	0,72%	2,75%	National India
DRB-Hicom Bhd	88 408 800	365 449 189	1,75	MYR	331 075 484	-34 373 705	0,64%	4,57%	Kuala Lumpur
Hengdeli Holdings Ltd	162 184 800	256 019 436	1,45	HKD	226 984 115	-29 035 321	0,44%	3,38%	Hong Kong
MRV Engenharia	8 095 400	172 460 675	7,50	BRL	171 399 856	-1 060 819	0,33%	1,80%	Sao Paulo
Rocket Internet AG	185 000	63 982 273	51,39	EUR	86 217 491	22 235 218	0,17%	0,12%	Frankfurt
Sum Inntektsavhengige forbruksvarer		3 367 779 497			11 046 554 589	7 678 775 092	21,36%		
Defensive konsumvarer									
Heineken NV	2 175 257	724 066 218	58,95	EUR	1 162 892 099	438 825 881	2,25%	0,38%	Amsterdam
Distribuidora Internacional de Alimentacion SA	17 835 135	665 038 017	5,63	EUR	910 119 357	245 081 341	1,76%	2,74%	Madrid
Casino Guichard Perrachon SA	1 223 074	967 747 904	76,46	EUR	848 070 708	-119 677 196	1,64%	1,08%	Paris
Cosan Ltd	12 991 033	786 886 457	7,75	USD	754 443 655	-32 442 802	1,46%	7,45%	New York
Marfrig Global Foods SA	33 457 200	525 978 738	6,10	BRL	576 143 021	50 164 283	1,11%	6,42%	Sao Paulo
Yazicilar Holding AS	8 837 139	222 039 654	19,55	TRY	554 385 956	332 346 303	1,07%	5,52%	Istanbul
Familymart Co Ltd	1 776 500	491 160 934	4,50	JPY	505 285 143	14 124 209	0,98%	1,82%	Tokyo
X5 Retail Group NV GDR	4 990 306	506 265 525	12,20	USD	456 213 812	-50 051 713	0,88%	1,84%	London Int.
Shiseido Co Ltd	4 166 700	448 243 597	1 693	JPY	440 970 067	-7 273 529	0,85%	1,04%	Tokyo
Massmart Holdings Ltd	4 189 594	319 448 699	142,80	ZAR	387 771 308	68 322 609	0,75%	1,93%	Johannesburg
Kulim Malaysia BHD	50 827 600	160 451 024	3,00	MYR	326 297 944	165 846 920	0,63%	3,83%	Kuala Lumpur
PZ Cussons Plc	7 625 746	127 930 872	3,06	GBP	272 594 599	144 663 727	0,53%	1,78%	London
Cia Cervecerias Unidas SA ADR	1 538 270	280 090 167	18,55	USD	213 824 717	-66 265 450	0,41%	0,83%	New York
East African Breweries Ltd	5 774 866	88 566 475	310,00	KES	148 139 750	59 573 275	0,29%	0,73%	Nairobi
Podravka Prehrambena Ind DD	406 584	111 935 175	293,47	HRK	141 341 159	29 405 984	0,27%	7,50%	Zagreb
Pivovarna Lasko	499 286	138 711 783	23,50	EUR	106 405 061	-32 306 721	0,21%	5,71%	Ljubljana
United Intl Enterprises	39 581	7 476 358	959,00	DKK	46 212 185	38 735 827	0,09%	1,11%	København
Kulim Malaysia BHD Warrants	8 437 550	-	0,70	MYR	12 638 859	12 638 859	0,02%	5,40%	Kuala Lumpur
Sum Defensive konsumvarer		6 572 037 596			7 863 749 401	1 291 711 805	15,21%		

Note 7. Verdipapirportefølje pr 31.12.2014 (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	8936 510	970 296 171	3 535	HUF	905 480 303	-64 815 868	1,75%	4,79%	Budapest
China Shineway Pharmaceutical	36934 000	280 297 726	11,78	HKD	419 941 648	139 643 922	0,81%	4,47%	Hong Kong
Eis Eczacibasi Ilac Ve Sanayi	19410 554	133 038 236	2,32	TRY	144 503 940	11 465 704	0,28%	3,54%	Istanbul
Supermax Corp BHD	30 573 600	117 547 743	1,68	MYR	109 913 070	-7 634 672	0,21%	4,52%	Kuala Lumpur
Eczacibasi Yatirim Holding	3 362 732	399 314 221	6,36	TRY	68 628 285	28 696 863	0,13%	4,80%	Istanbul
Sum Medisin		1 541 111 298			1 648 467 246	107 355 948	3,19%		
Bank og finans									
State Bank of India	55 690 910	1 265 479 187	311,85	INR	2 060 032 890	794 553 704	3,98%	0,75%	National India
Haci Omer Sabanci Holding AS	45 791 436	927 447 130	10,15	TRY	1 491 434 131	563 987 001	2,88%	2,24%	Istanbul
Banco Do Estado Rio Grande Do Sul SA Pref	20 354 500	482 469 437	14,50	BRL	833 180 926	350 711 489	1,61%	4,98%	Sao Paulo
SBI Holdings Inc	7 759 600	603 587 207	1326	JPY	643 195 176	39 607 969	1,24%	3,46%	Tokyo
Raiffeisen Bank International AG	4 062 472	797 112 935	12,53	EUR	461 806 195	-335 306 740	0,89%	1,39%	Wien
JSE Ltd	5 864 519	226 705 132	121,00	ZAR	459 931 647	233 226 515	0,89%	6,75%	Johannesburg
Moscow Exchange MICEX-RTS OAO	54 263 060	578 348 220	59,06	RUB	406 205 399	-172 142 821	0,79%	2,38%	Moscow
Korean Reinsurance Co	4 860 366	182 224 831	10 800	KRW	360 205 029	177 980 198	0,70%	4,04%	Seoul
Kiatnakin Bank Plc	37 429 463	334 353 001	39,50	THB	336 646 205	2 293 204	0,65%	4,44%	Bangkok
Kiwoom Securities Co Ltd	1 043 205	190 647 588	46 100	KRW	330 010 401	139 362 813	0,64%	4,72%	Seoul
EFG-Hermes Holding SAE	17 939 257	353 506 506	15,41	EGP	289 533 571	-63 972 934	0,56%	3,13%	Cairo
Ghana Commercial Bank Ltd	18 001 604	88 821 180	5,30	GHS	221 957 662	133 136 482	0,43%	6,79%	Ghana
Dragon Capital - Vietnam Enterprise Investments Ltd	9 000 000	111 228 888	2,74	USD	184 788 310	73 559 422	0,36%	5,18%	Dublin
Value Partners Group Ltd	28 597 000	109 612 508	6,52	HKD	179 963 895	70 351 387	0,35%	1,56%	Hong Kong
Diamond Bank Plc	718 971 941	153 448 758	5,58	NGN	164 486 401	11 037 643	0,32%	4,97%	Lagos
Nordnet AB	5 007 907	69 538 630	28,20	SEK	135 100 961	65 562 331	0,26%	2,86%	Stockholm
VinaCapital Vietnam Opportunity Fund Ltd	4 062 000	44 474 421	2,50	USD	76 095 916	31 621 496	0,15%	1,79%	London
Norfinance AS	341 141	34 114 100	111,30	NOK	37 968 993	3 854 893	0,07%	9,89%	Unotert
Trimegah Securities Tbk PT	700 000 000	67 131 002	68,00	IDR	28 774 200	-38 356 802	0,06%	9,85%	Jakarta
Norfinance AS konvertibel obligasjon	21 272 400	21 272 400	111,30	NOK	23 676 181	2 403 781	0,05%		Unotert
EFG-Hermes Holding GDR	202 863	8 188 185	4,00	USD	6 080 570	-2 107 616	0,01%	0,07%	London Int.
Sum Bank og finans		6 649 711 247			8 731 074 660	2 081 363 413	16,88%		
Informasjonsteknologi									
Samsung Electronics Co Ltd Pref	354 632	876 146 203	1 039 000	KRW	2 528 427 537	1 652 281 333	4,89%	1,55%	Seoul
Samsung Electronics Co Ltd Pref GDR	388 277	382 056 196	469,90	USD	1 367 188 927	985 132 731	2,64%	0,85%	London Int.
Lenovo Group Ltd	98 150 000	563 091 969	10,20	HKD	966 290 676	403 198 707	1,87%	0,88%	Hong Kong
Tech Mahindra Ltd	2 529 440	408 241 341	2 594	INR	778 149 600	369 908 259	1,50%	1,07%	National India
Skyworth Digital Holdings Ltd	32 870 181	95 989 642	4,22	HKD	133 884 981	37 895 339	0,26%	1,16%	Hong Kong
Sum Informasjonsteknologi		2 325 525 351			5 773 941 720	3 448 416 369	11,17%		
Telekom									
Bharti Airtel Ltd	40 609 668	1 548 255 180	352,70	INR	1 698 943 711	150 688 531	3,29%	1,02%	National India
Kinnevik Investment AB-B	2 624 324	458 112 107	255,30	SEK	640 945 854	182 833 748	1,24%	1,11%	Stockholm
Indosat Tbk PT	206 683 750	557 400 537	4 050	IDR	506 008 324	-51 392 213	0,98%	3,80%	Indonesia
Sistema Jscf GDR	2 757 256	220 118 140	5,21	USD	107 645 588	-112 472 552	0,21%	0,57%	London Int.
Sistema Jscf	71 610 460	487 565 204	11,40	RUB	103 473 534	-384 091 670	0,20%	0,74%	Moscow
Sum Telekom		3 271 451 168			3 057 017 012	-214 434 156	5,91%		
SUM VERDIPAPIRPORTEFØLJE ¹⁾		36 505 022 028			50 696 086 847	14 191 064 818	98,04%		

¹⁾ For verdi av likviditet i porteføljen pr 31.12.2014 henvises til balansen.

Tilordning av anskaffelseskost:

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

SKAGEN Balanse 60/40

Note 7. Verdipapirportefølje pr 31.12.2014 (angitt i hele kroner)

Verdipapir	Antall	Kjøpsverdi NOK	Markedskurs	Valuta	Markedsverdi NOK	Urealisert gevinst/tap	Andel av fondet
Aksjefond							
SKAGEN Global	71 083	75 524 626	1 268,80	NOK	90 189 933	14 665 307	30,09%
SKAGEN Kon-Tiki	65 477	39 418 772	693,27	NOK	45 393 532	5 974 761	15,15%
SKAGEN Vekst	24 150	37 917 583	1 847,77	NOK	44 623 991	6 706 408	14,89%
Sum aksjefond		152 860 981			180 207 456	27 346 476	60,13%
Rentefond							
SKAGEN Høyrente Institusjon	442 303	44 171 894	99,66	NOK	44 079 526	-92 368	14,71 %
SKAGEN Høyrente	435 577	44 067 096	100,96	NOK	43 975 946	-91 150	14,67 %
Sum rentefond		88 238 990			88 055 472	-183 518	29,38 %
Obligasjonsfond							
SKAGEN Avkastning	206 747	28 400 979	141,88	NOK	29 333 508	932 528	9,79 %
Sum obligasjonsfond		28 400 979			29 333 508	932 528	9,79 %
SUM VERDIPAPIRPORTEFØLJE ¹⁾		269 500 950			297 596 435	28 095 486	99,30 %

¹⁾ For verdi av likviditet i porteføljen pr 31.12.2014 henvises til balansen.
Underliggende fond prises alle norske bankdager av forvaltningselskapet 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 Tellus

Note 7. Verdipapirportefølje pr 31.12.2014 (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 av fondet	Risiko-klasse ⁴⁾
RENTEPAPIRER MED FAST RENTE														
Obligasjon utstedt av overnasjonal organisasjon														
European Bank Recon & Dev	28.05.2015	5,00	INR	445 000 000	46 285 308	7,48	0,38	11,79	1 569 065	52 462 236	54 031 301	6 176 928	4,73%	1
European Bank Recon & Dev	17.06.2015	0,50	CNY	43 000 000	41 462 381	1,27	0,45	119,79	140 027	51 509 317	51 649 344	10 046 936	4,52%	1
European Bank Recon & Dev	03.03.2016	6,00	INR	170 000 000	19 002 462	5,44	1,08	11,89	394 456	20 215 170	20 609 626	1 212 708	1,80%	1
Utenlandske statsobligasjoner														
US Government	31.08.2016	0,50	USD	22 650 000	146 168 671	0,55	1,65	748,96	281 340	169 640 300	169 921 640	23 471 629	14,86%	3
US Government	01.06.2015	0,25	USD	21 800 000	140 993 920	-0,07	0,42	749,90	34 781	163 478 304	163 513 085	22 484 384	14,30%	3
Italian Government	02.02.2037	4,00	EUR	8 865 000	76 369 194	3,75	14,27	1 048,66	1 328 249	92 963 631	94 291 881	16 594 438	8,25%	2
Portuguese Government	15.04.2021	3,85	EUR	8 750 000	70 906 608	2,92	5,42	1 008,05	2 176 177	88 204 727	90 380 904	17 298 119	7,90%	2
Slovenia Government	30.03.2026	5,12	EUR	7 200 000	59 705 264	2,32	8,67	1 154,90	2 530 391	83 152 724	85 683 115	23 447 460	7,49%	2
Turkish Government	08.03.2023	7,10	TRY	22 250 000	58 316 033	9,52	5,53	303,95	1 456 354	67 627 834	69 084 188	9 311 800	6,04%	3
Lithuanian Government	01.02.2022	6,62	USD	5 500 000	42 570 423	3,35	5,59	908,98	1 137 676	49 993 743	51 131 419	7 423 320	4,47%	2
Brazilian Government	10.01.2028	10,25	BRL	16 400 000	46 094 862	9,56	6,68	288,79	2 254 095	47 362 036	49 616 131	1 267 174	4,34%	3
Peruvian Government	12.08.2037	6,90	PEN	18 000 000	41 062 696	6,73	10,90	262,94	1 194 018	47 329 856	48 523 874	6 267 160	4,24%	3
Croatia Government International Bond	26.01.2024	6,00	USD	5 750 000	40 953 433	4,86	6,73	810,04	1 113 089	46 577 370	47 690 458	5 623 937	4,17%	2
Chilean Government	05.08.2020	5,50	CLP	3 410 000 000	41 787 401	4,88	4,58	1,31	938 757	44 598 767	45 537 524	2 811 367	3,98%	3
Colombian Government	14.04.2021	7,75	COP	11 800 000 000	42 537 792	5,21	4,79	0,34	2063 150	40 469 784	42 532 934	-2 068 008	3,72%	3
Mexican Government	20.11.2036	10,00	MXN	40 000 000	24 368 325	6,57	10,35	71,74	62 166	28 694 896	28 757 062	4 326 571	2,51%	3
SUM VERDIPAPIRPORTEFØLJE ¹⁾					938 584 773			18 673 790	1 094 280 694	1 112 954 485	155 695 922	97,33%		

Nøkkeltall portefølje		
	Klasse A	Klasse B
Effektivrente	3,49 %	3,49 %
Effektivrente til kunder ¹⁾	2,69 %	3,04 %
Durasjon ²⁾	4,86	4,86

¹⁾ Effektivrente justert for forvaltningshonorar. Alle rentepapirene er omsatt i et telefonbasert internasjonalt marked.

²⁾ Durasjon er et forenklet uttrykk for hvor mye kursen på rentepapiret vil endre seg dersom renten endrer seg ett prosentpoeng. Andelskurs pr 31.12.2014 andelsklasse A 134,3725
Andelskurs pr 31.12.2014 andelsklasse B 134,6566

³⁾ Effektivrente er den gjennomsnittlige årlige avkastningen på et rentepapir fram til det forfaller. Kr 26.001.797,- er besluttet utdelt til andelseierne i andelsklasse A og kr 413.312,- er besluttet utdelt til andelseierne i andelsklasse B. Dette vil medføre en reduksjon i andelskurs tilsvarende utbetalt pr andel på utbetalingstidspunktet.

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 31.12.14 henvises til balansen.

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

SKAGEN Avkastning

Note 7. Verdpapirportefølje pr 31.12.2014 (angitt i hele kroner)

Verdpapir	Forfallsdato	Kupong	Valuta	Renteregulerings- tidspunkt	Pålydende NOK	Kostpris NOK	Effektiv rente ¹⁾	Durasjon ²⁾	Markeds- kurs	Påløpt rente NOK	Markeds- verdi NOK	Markedsverdi inkl påløpt rente NOK	Urealisert gevinst/tap NOK	Andel av fondet	Risiko- klasse ³⁾
RENTEPAPIRER MED FLYTENDE RENTE															
Finansobligasjoner															
Bank 1 Oslo Akershus AS	15.02.2016	2,40	NOK	16.02.2015	50 000 000	50 149 500	1,86	0,13	100,55	146 667	50 274 805	50 421 472	125 305	2,89%	
Kredittdforeningen for Sparebanker	29.09.2017	2,01	NOK	02.01.2015	50 000 000	49 910 300	2,60	-0,01	99,71	254 042	49 854 715	50 108 757	-55 584	2,86%	5
Sparebanken Sør	16.09.2015	2,49	NOK	18.03.2015	49 000 000	48 497 106	1,58	0,21	100,57	47 448	49 279 686	49 327 134	782 580	2,83%	5
Sparebank 1 Buskerud-Vestfold	25.09.2015	2,75	NOK	25.03.2015	47 000 000	47 508 750	1,53	0,23	100,78	7 181	47 367 067	47 374 248	-141 683	2,72%	5
Sparebank 1 Nord-Norge	25.01.2016	2,75	NOK	26.01.2015	46 000 000	46 611 800	1,97	0,07	100,96	228 403	46 439 542	46 667 945	-172 258	2,68%	5
Helgeland Sparebank	25.08.2016	3,05	NOK	25.02.2015	40 000 000	40 900 600	1,91	0,16	101,86	122 000	40 742 623	40 864 623	-157 977	2,35%	5
Totens Sparebank	23.11.2015	2,92	NOK	23.02.2015	40 000 000	40 116 450	1,81	0,15	100,91	120 044	40 363 772	40 483 816	247 322	2,32%	5
Kredittdforeningen for Sparebanker	08.03.2016	2,50	NOK	09.03.2015	40 000 000	40 200 500	1,83	0,18	100,72	63 889	40 289 868	40 353 757	89 368	2,32%	5
BN Bank ASA	07.03.2016	2,40	NOK	09.03.2015	40 000 000	40 015 600	1,83	0,18	100,60	61 333	40 241 877	40 303 211	226 277	2,31%	5
Sparebank 1 Nord-Norge	17.08.2016	2,99	NOK	17.02.2015	35 000 000	35 623 000	1,96	0,14	101,67	127 906	35 585 859	35 713 765	-37 141	2,05%	5
Totens Sparebank	08.06.2015	2,87	NOK	09.03.2015	35 000 000	35 418 500	1,69	0,18	100,46	64 176	35 162 096	35 226 273	-256 404	2,02%	5
Sparebank 1 SMN	23.03.2015	2,40	NOK	23.03.2015	34 000 000	34 201 150	1,48	0,22	100,17	18 133	34 057 014	34 075 148	-144 136	1,96%	5
Helgeland Sparebank	15.03.2017	3,17	NOK	16.03.2015	33 000 000	34 119 150	1,90	0,23	103,02	46 493	33 996 706	34 043 200	-122 444	1,95%	5
Sparebank 1 Buskerud-Vestfold	11.03.2016	2,30	NOK	11.03.2015	30 000 000	30 057 000	1,73	0,19	100,58	38 333	30 174 818	30 213 151	117 818	1,73%	5
Sparebank 1 Østfold Akershus	27.06.2016	2,14	NOK	27.03.2015	30 000 000	29 997 000	1,80	0,23	100,48	3 567	30 143 904	30 147 471	146 904	1,73%	5
Skandiabanken	16.01.2015	2,13	NOK	16.01.2015	30 000 000	29 995 500	1,82	0,04	100,01	134 900	30 004 110	30 139 010	8 610	1,73%	5
Fana Sparebank	09.05.2017	2,01	NOK	09.02.2015	30 000 000	30 093 000	2,30	0,10	99,90	85 425	29 970 059	30 055 484	-122 941	1,72%	5
Sparebank 1 Telemark	09.09.2016	3,01	NOK	09.03.2015	27 000 000	27 688 500	1,84	0,19	102,00	49 665	27 540 381	27 590 046	-148 119	1,58%	5
Sparebank 1 Søre Sunnmøre	15.09.2015	2,57	NOK	16.03.2015	24 500 000	24 759 300	1,64	0,20	100,60	27 984	24 645 825	24 673 810	-113 475	1,42%	5
Sparebank 1 SMN	15.03.2017	3,39	NOK	18.03.2015	20 000 000	20 787 000	1,89	0,23	103,46	26 367	20 692 990	20 719 357	-94 010	1,19%	5
Bank 1 Oslo Akershus AS	16.09.2016	2,96	NOK	16.03.2015	20 000 000	20 465 200	1,80	0,21	102,09	24 667	20 417 899	20 442 566	-47 301	1,17%	5
Sparebank 1 Østfold Akershus	15.05.2017	2,57	NOK	16.02.2015	20 000 000	20 086 000	2,26	0,13	101,04	62 822	20 207 892	20 270 714	121 892	1,16%	5
Sparebank 1 SMN	16.03.2016	2,52	NOK	18.03.2015	20 000 000	20 221 200	1,68	0,21	100,97	19 600	20 193 895	20 213 495	-27 305	1,16%	5
Fana Sparebank	20.05.2015	3,05	NOK	20.02.2015	20 000 000	20 108 000	1,80	0,14	100,45	69 472	20 090 670	20 160 142	-17 330	1,16%	5
Sparebank 1 Nordvest	30.05.2017	2,07	NOK	27.02.2015	20 000 000	20 006 000	2,20	0,15	99,99	37 950	19 997 444	20 035 394	-8 556	1,15%	5
Sparebanken Sør	05.09.2016	3,04	NOK	05.03.2015	15 000 000	15 355 200	1,87	0,18	101,92	32 933	15 287 785	15 320 718	-67 415	0,88%	5
Sparebank 1 Nordvest	13.04.2015	2,87	NOK	13.01.2015	15 000 000	15 202 500	2,00	0,04	100,30	94 471	15 044 392	15 138 863	-158 108	0,86%	5
Sparebank 1 Nord-Norge	19.02.2015	2,40	NOK	19.02.2015	15 000 000	14 880 600	1,66	0,13	100,09	42 000	15 013 655	15 055 655	133 055	0,86%	5
Sparebanken Møre	05.12.2016	2,74	NOK	05.03.2015	12 000 000	12 022 400	1,92	0,18	101,57	23 747	12 188 577	12 212 323	166 177	0,70%	5
Kredittdforeningen for Sparebanker	01.10.2015	2,75	NOK	02.01.2015	11 000 000	11 103 700	2,09	0,01	100,65	76 465	11 071 547	11 148 013	-32 153	0,64%	5
BN Bank ASA	15.03.2017	3,24	NOK	18.03.2015	10 000 000	10 308 000	2,01	0,23	102,94	12 600	10 294 340	10 306 940	-13 660	0,59%	5
Pareto Bank ASA	09.01.2017	3,48	NOK	09.01.2015	10 000 000	10 129 000	2,69	0,04	102,45	80 233	10 245 278	10 325 511	116 278	0,59%	5
Sparebank 1 Østfold Akershus	20.09.2016	2,70	NOK	20.03.2015	10 000 000	10 152 000	1,91	0,22	101,46	6 750	10 146 330	10 153 080	-5 670	0,58%	5
Sparebanken Sør	18.02.2015	2,94	NOK	18.02.2015	10 000 000	10 039 000	1,66	0,13	100,16	35 117	10 016 206	10 051 323	-22 794	0,58%	5
Sparebanken Narvik	09.02.2015	2,48	NOK	09.02.2015	5 500 000	5 519 250	1,80	0,11	100,07	19 323	5 503 820	5 523 143	-15 430	0,32%	5
Sparebank 1 Søre Sunnmøre	21.08.2017	3,42	NOK	23.02.2015	5 000 000	5 198 200	2,26	0,17	103,38	19 000	5 168 828	5 187 828	-29 372	0,30%	5
Sparebank 1 Nordvest	29.06.2016	2,73	NOK	30.03.2015	5 000 000	5 069 250	1,77	0,24	101,37	7 58	5 068 294	5 069 052	-956	0,29%	5
Sparebanken Sør	09.05.2016	2,66	NOK	09.02.2015	5 000 000	5 068 700	1,95	0,11	101,08	18 842	5 054 007	5 072 849	-14 693	0,29%	5
Sparebank 1 Nord-Norge	12.10.2015	2,64	NOK	12.01.2015	2 000 000	1 986 400	1,98	0,03	100,64	11 587	2 012 741	2 024 328	26 341	0,12%	5
RENTEPAPIRER MED FAST RENTE															
Utenlandske statsobligasjoner															
Slovenia Government	30.03.2026	5,12	EUR		9 000 000	78 685 797	2,32	8,67	1 154,90	3 162 989	103 940 905	107 103 894	25 255 108	6,15%	2
Portugese Government	15.02.2024	5,65	EUR		8 000 000	71 368 460	2,67	7,10	1 124,20	3 582 459	89 936 112	93 518 571	18 567 652	5,37%	2
Mexican Government	20.11.2036	10,00	MXN		100 000 000	60 297 314	6,57	10,35	71,74	155 416	71 737 240	71 892 656	11 439 926	4,13%	3
Lithuanian Government	22.01.2024	3,37	EUR		6 330 000	55 252 619	1,53	7,71	1 048,43	1 820 639	66 365 771	68 186 410	11 113 152	3,91%	2

SUM VERDPAPIRPORTEFØLJE ¹⁾	1 235 174 496	11 083 796	1 301 831 346	1 312 915 146	66 656 850	75,31%
---------------------------------------	---------------	------------	---------------	---------------	------------	--------

Nøkkeltall portefølje					
Effektiv rente	2,26 %				
Effektiv rente til kunder ²⁾	1,76 %				
Durasjon ²⁾	1,73				

¹⁾ Effektiv rente justert for forvaltningshonorar.	Alle rentepapirene er omsatt i et telefonbasert internasjonalt marked.
²⁾ Durasjon er et forenklet uttrykk for hvor mye kursen på rentepapiret vil endre seg dersom renten endrer seg ett prosentpoeng.	Andelskurs pr 31.12.2014 142,9234
³⁾ Effektiv rente er den gjennomsnittlige årlige avkastningen på et rentepapir fram til det forfaller.	Kr 12 710 814,- er besluttet utdelt til andelseiere. Dette vil medføre en reduksjon i andelskurs tilsvarende utbetalt pr andel på utbetalingstidspunktet.
⁴⁾ Verdpapirene 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 31.12.14 henvises til balansen.

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

SKAGEN Krona

Note 7. Verdipapirportefølje pr 31.12.2014 (angitt i SEK)

Verdipapir	Forfallsdato	Kupong	Renteregulerings- tidspunkt	Pålydende	Kostpris SEK	Effektiv rente ¹⁾	Durasjon ²⁾	Markeds- kursSEK	Markeds- verdi SEK	Sumpåløptrente og urealisert gevinst/ tap SEK	Andel avfondet	Risiko- klasse ³⁾
RENTEPAPIRER MED FLYTENDE RENTE												
Finansobligasjoner												
Länsförsäkringar Bank AB	10.02.2015	1,67	10.02.2015	27 000 000	27 359 648	0,42	0,11	100,15	27 039 656	-256 153	4,28 %	5
Danske Bank A/S	17.08.2015	2,13	17.02.2015	25 000 000	25 651 750	0,52	0,13	101,01	25 252 185	-334 603	4,00 %	5
Ikano Bank SE	26.09.2016	1,41	26.03.2015	25 000 000	25 000 000	1,06	0,23	100,87	25 216 962	218 923	3,98 %	5
Sampo Oyj	28.05.2015	1,02	02.03.2015	23 000 000	23 000 000	0,47	0,17	100,24	23 054 651	76 177	3,64 %	5
Nordea Bank AB	16.01.2015	2,00	16.01.2015	23 000 000	23 220 072	0,28	0,04	100,08	23 017 704	-105 160	3,65 %	5
Jyske Bank A/S	03.05.2016	1,25	03.02.2015	20 000 000	20 000 000	0,66	0,09	100,75	20 150 576	190 950	3,19 %	5
Swedbank AB	31.07.2015	1,35	02.02.2015	17 000 000	17 172 330	0,41	0,09	100,53	17 090 231	-45 042	2,70 %	5
Sparebank 1 SMN	25.09.2015	1,21	25.03.2015	15 000 000	15 000 750	0,68	0,23	100,50	15 075 460	75 720	2,38 %	5
Jyske Bank A/S	22.02.2016	1,27	23.02.2015	10 000 000	10 046 100	0,68	0,15	100,68	10 068 409	35 393	1,59 %	5
Industriobligasjoner												
Volvo Treasury AB	26.02.2016	1,27	26.02.2015	43 000 000	43 111 200	0,73	0,16	100,64	43 277 068	219 170	6,84 %	6
Svensk Fastighetsfinansiering AB	24.08.2015	1,92	24.02.2015	37 000 000	37 215 385	0,95	0,15	100,65	37 239 520	97 261	5,89 %	6
Getinge AB	29.05.2015	2,17	27.02.2015	33 000 000	33 177 740	1,23	0,16	100,41	33 133 878	21 811	5,24 %	6
Tele2 AB	06.03.2015	1,38	06.03.2015	27 000 000	27 022 240	0,63	0,18	100,15	27 041 089	42 637	4,27 %	6
Skanska Financial Services AB	25.04.2016	2,12	26.01.2015	19 000 000	19 085 400	0,70	0,08	101,68	19 318 693	305 918	3,06 %	6
Securitas AB	19.01.2015	2,06	19.01.2015	15 000 000	15 219 740	0,40	0,05	100,09	15 013 303	-144 547	2,38 %	6
Volvo Treasury AB	19.09.2016	0,67	19.03.2015	15 000 000	15 000 000	0,84	0,21	99,94	14 991 053	-5 572	2,37 %	6
Vasakronan AB	26.01.2015	1,67	26.01.2015	10 000 000	10 070 400	0,31	0,07	100,10	10 009 963	-30 337	1,58 %	6
Industriertifikater												
Arla Foods a.m.b.a.	05.02.2015			30 000 000	29 900 581	0,56	0,10	99,95	29 984 314	83 733	4,73 %	6
Trelleborg Treasury AB	06.07.2015			30 000 000	29 787 439	0,79	0,51	99,62	29 885 015	97 576	4,72 %	6
Volkswagen Finans Sverige AB	20.02.2015			28 000 000	27 983 005	0,40	0,14	99,95	27 986 598	3 592	4,42 %	6
Fabege AB	25.02.2015			20 000 000	19 935 437	0,69	0,15	99,90	19 980 956	45 519	3,15 %	6
Ikano Bank SE	10.09.2015			20 000 000	19 797 989	0,77	0,69	99,33	19 866 285	68 296	3,14 %	6
Hexagon AB	09.10.2015			20 000 000	19 753 336	0,98	0,76	99,12	19 824 862	71 526	3,13 %	6
Hexagon AB	16.11.2015			20 000 000	19 787 522	0,89	0,87	99,03	19 806 005	18 483	3,13 %	6
Vasakronan AB	29.01.2015			15 000 000	14 996 413	0,24	0,08	99,98	14 997 357	944	2,37 %	6
Intrum Justitia AB	05.06.2015			15 000 000	14 948 585	0,87	0,42	99,69	14 953 152	4 567	2,36 %	6
Holmen AB	15.01.2015			10 000 000	9 983 679	0,25	0,04	99,99	9 999 008	15 329	1,58 %	6
Hexagon AB	09.04.2015			10 000 000	9 832 057	0,88	0,27	99,79	9 979 183	147 126	1,58 %	6
Fabege AB	05.02.2015			8 000 000	7 992 114	0,63	0,10	99,94	7 995 260	3 146	1,26 %	6
Finanssertifikater												
Ikano Bank SE	06.11.2015			10 000 000	9 910 557	0,70	0,84	99,21	9 921 463	10 906	1,57 %	5
SUM VERDIPAPIRPORTEFØLJE ³⁾					620 961 469				621 169 859	933 289	98,17 %	
Nøkkeltall portefølje												
Effektiv rente	0,68 %											
Effektiv rente til kunder ¹⁾	0,48 %											
Durasjon ²⁾	0,23											

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 gennemsnittlige 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 31.12.14 henvises til balansen.

Alle rentepapirene er omsatt i det svenske markedet.

Andelskurs pr 31.12.2014 100,0338

SEK 13.817.189,- er besluttet utdelt til andelseiere.
Dette medførte 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.

SKAGEN Høyrente

Note 7. Verdipapirportefølje pr 31.12.2014 (angitt i hele kroner)

Verdipapir	Forfallsdato	Kupong	Renteregulerings- tidspunkt	Pålydende	Kostpris NOK	Effektiv rente ³⁾	Durasjon ³⁾	Markeds- kurs	Påløpt rente	Markeds- verdi	Markedsverdi inkl.påløpt rente	Urealisert gevinst/tap	Andel avfondet	Risiko- klasse ⁴⁾
RENTEPAPIRER MED FLYTENDE RENTE														
Finansobligasjoner														
Skandinaviska Enskilda Banken AB	20.02.2015	2,95	20.02.2015	75 000 000	75 000 000	1,65	0,14	100,17	251 979	75 128 076	75 380 055	128 076	2,26%	5
Sparebank 1 SMN	15.03.2017	3,39	18.03.2015	71 500 000	74 171 025	1,89	0,23	103,46	94 261	73 977 440	74 071 701	-193 585	2,22%	5
Sparebank 1 SMN	16.03.2016	2,52	18.03.2015	68 000 000	68 720 800	1,68	0,21	100,97	66 640	68 659 242	68 725 882	-61 558	2,06%	5
BN Bank ASA	07.03.2016	2,40	09.03.2015	62 000 000	62 499 840	1,83	0,18	100,60	95 067	62 374 910	62 469 976	-124 930	1,87%	5
Sparebanken Sør	05.09.2016	3,04	05.03.2015	60 000 000	61 345 200	1,87	0,18	101,92	131 733	61 151 139	61 282 872	-194 061	1,84%	5
Sparebanken Sogn og Fjordane	06.06.2017	2,29	06.03.2015	60 000 000	60 456 000	2,03	0,18	100,80	87 783	60 481 296	60 569 079	25 296	1,82%	5
Sparebanken Sør	18.02.2015	2,94	18.02.2015	53 000 000	53 451 300	1,66	0,13	100,16	186 118	53 085 892	53 272 010	-365 408	1,60%	5
Sparebank 1 Nord-Norge	17.08.2016	2,99	17.02.2015	51 000 000	51 992 800	1,96	0,14	101,67	186 377	51 853 680	52 040 057	-139 120	1,56%	5
Sparebank 1 Østfold Akershus	20.09.2016	2,70	20.03.2015	50 000 000	50 760 000	1,91	0,22	101,46	33 750	50 731 649	50 765 399	-28 350	1,52%	5
Sparebank 1 Buskerud-Vestfold	25.09.2015	2,75	25.03.2015	50 000 000	49 926 250	1,53	0,23	100,78	7 639	50 390 497	50 398 136	464 247	1,51%	5
BN Bank ASA	26.01.2015	3,15	26.01.2015	50 000 000	50 000 000	1,82	0,07	100,09	284 375	50 047 242	50 331 617	47 242	1,51%	5
Sparebank 1 Nordvest	30.05.2017	2,07	27.02.2015	50 000 000	50 015 000	2,20	0,15	99,99	94 875	49 993 610	50 088 485	-21 389	1,50%	5
Kreditforeningen for Sparebanker	01.10.2015	2,75	02.01.2015	44 000 000	44 463 320	2,09	0,01	100,65	305 861	44 286 188	44 592 049	-177 132	1,33%	5
Sparebanken Øst	03.07.2017	2,03	05.01.2015	40 000 000	40 118 400	2,41	0,01	100,08	200 744	40 031 174	40 231 918	-87 226	1,20%	5
Eiendoms kreditt AS	08.05.2015	2,48	09.02.2015	40 000 000	40 000 000	1,89	0,11	100,19	140 533	40 076 478	40 217 011	76 478	1,21%	5
Sparebanken Møre	18.12.2015	1,76	18.03.2015	40 000 000	40 000 000	1,62	0,21	100,07	25 422	40 028 648	40 054 070	28 648	1,20%	5
BN Bank ASA	15.03.2017	3,24	18.03.2015	30 000 000	30 943 800	2,01	0,23	102,94	37 800	30 883 020	30 920 820	-60 780	0,93%	5
Kreditforeningen for Sparebanker	10.02.2017	2,48	10.02.2015	30 000 000	30 125 400	2,24	0,11	100,96	105 400	30 288 257	30 393 657	162 857	0,91%	5
Totens Sparebank	23.11.2015	2,92	23.02.2015	30 000 000	29 880 000	1,81	0,15	100,91	90 033	30 272 829	30 362 862	39 289	0,91%	5
Kreditforeningen for Sparebanker	18.04.2017	2,13	19.01.2015	30 000 000	30 036 000	2,41	0,04	100,21	127 800	30 064 232	30 192 032	28 232	0,90%	5
Kreditforeningen for Sparebanker	29.09.2017	2,01	02.01.2015	30 000 000	29 949 000	2,60	-0,01	99,71	152 425	29 912 829	30 065 254	-36 171	0,90%	5
Sparebanken Sør	09.05.2016	2,66	09.02.2015	27 000 000	27 290 250	1,95	0,11	101,08	101 745	27 291 638	27 393 383	1 388	0,82%	5
Sparebanken Sogn og Fjordane	21.08.2017	3,31	23.02.2015	25 000 000	25 842 500	2,13	0,18	103,33	91 944	25 833 183	25 925 128	-9 317	0,78%	5
Sparebank 1 Telemark	02.03.2017	3,33	02.03.2015	25 000 000	25 877 500	1,99	0,19	103,00	67 062	25 750 825	25 817 888	-126 675	0,77%	5
Sparebank 1 Nord-Norge	19.02.2015	2,40	19.02.2015	22 500 000	22 267 500	1,66	0,13	100,09	63 000	22 520 483	22 583 483	252 983	0,68%	5
Totens Sparebank	14.10.2016	3,47	14.01.2015	20 000 000	20 655 000	2,31	0,06	102,64	150 367	20 527 397	20 677 764	-127 603	0,61%	5
Kreditforeningen for Sparebanker	03.10.2016	2,95	05.01.2015	20 000 000	20 394 000	2,36	0,02	101,67	145 862	20 334 197	20 480 059	-59 803	0,61%	5
Sparebank 1 Telemark	21.12.2015	2,35	23.03.2015	20 000 000	20 126 000	1,66	0,22	100,57	11 750	20 114 747	20 126 497	-11 253	0,60%	5
Sparebanken Sør	30.11.2017	2,87	27.02.2015	19 000 000	19 461 320	2,17	0,18	102,40	49 986	19 456 146	19 506 131	-5 174	0,58%	5
Sparebank 1 Nordvest	09.08.2016	2,86	09.02.2015	18 000 000	18 322 560	2,13	0,11	101,51	72 930	18 271 800	18 344 730	-50 760	0,55%	5
Totens Sparebank	02.12.2015	1,89	02.03.2015	16 000 000	15 852 800	1,78	0,16	100,01	24 360	16 002 295	16 026 655	149 495	0,48%	5
Helgeland Sparebank	15.03.2017	3,17	16.03.2015	12 000 000	12 427 080	1,90	0,23	103,02	16 907	12 362 439	12 379 345	-64 641	0,37%	5
Sparebank 1 Telemark	10.02.2015	2,35	10.02.2015	10 000 000	9 880 000	1,75	0,11	100,06	33 292	10 006 204	10 039 495	126 204	0,30%	5
Industriobligasjoner														
Entra Eiendom AS	09.11.2015	2,85	09.02.2015	115 000 000	115 533 900	1,98	0,11	100,77	464 312	115 881 355	116 345 668	347 455	3,49%	6
Olav Thon Eiendomsselskap ASA	15.09.2015	2,57	16.03.2015	94 000 000	94 649 875	1,72	0,20	100,58	107 369	94 542 062	94 649 431	-107 813	2,84%	6
Felleskjøpet Agri SA	15.02.2016	3,38	13.02.2015	60 000 000	60 000 000	2,07	0,12	101,36	270 400	60 817 210	61 087 610	817 210	1,83%	6
Schibsted ASA	16.12.2015	3,51	16.03.2015	55 500 000	56 260 890	1,90	0,20	101,52	81 169	56 346 039	56 427 207	85 149	1,69%	6
Tele2 AB	24.02.2015	3,37	24.02.2015	50 000 000	50 460 000	1,90	0,15	100,20	173 181	50 102 475	50 275 656	-357 525	1,51%	6
Scania CVAB	17.06.2016	2,34	17.03.2015	50 000 000	50 000 000	1,96	0,20	100,36	45 500	50 180 016	50 225 516	180 016	1,51%	6
Kraftobligasjoner														
Agder Energi AS	28.10.2016	2,29	28.01.2015	160 000 000	160 780 000	2,07	0,08	100,65	651 378	161 047 299	161 698 677	267 299	4,85%	6
BKKAS	26.08.2016	2,61	26.02.2015	150 000 000	151 067 500	1,86	0,16	101,08	380 625	151 623 826	152 004 451	556 326	4,56%	6
BKKAS	20.11.2015	2,65	20.02.2015	100 000 000	100 005 600	1,84	0,14	100,62	301 806	100 620 070	100 921 876	614 470	3,02%	6
BKKAS	22.08.2017	2,95	23.02.2015	55 000 000	56 269 400	2,11	0,17	102,39	166 757	56 315 332	56 482 089	45 932	1,69%	6
Agder Energi AS	02.03.2016	2,53	02.03.2015	25 000 000	25 117 500	1,79	0,17	100,73	50 951	25 183 068	25 234 020	65 568	0,76%	6
RENTEPAPIRER MED FAST RENTE														
Industriertifikater														
Olav Thon Eiendomsselskap ASA	17.09.2015	2,03		50 000 000	50 000 000	1,58	0,70	100,25	291 986	50 126 050	50 418 036	126 050	1,51%	6
Olav Thon Eiendomsselskap ASA	28.05.2015	2,25		50 000 000	50 000 000	1,51	0,40	100,19	668 836	50 096 591	50 765 427	96 591	1,52%	6
Entra Eiendom AS	10.03.2015	2,00		50 000 000	50 000 000	1,69	0,19	100,03	389 041	50 012 870	50 401 911	12 870	1,51%	6
Olav Thon Eiendomsselskap ASA	15.01.2015	2,15		30 000 000	30 009 000	2,05	0,04	100,00	618 493	30 000 634	30 619 128	-8 365	0,92%	6
SUM VERDIPAPIRPORTEFØLJE ⁵⁾					2 362 404 310				8 197 624	2 365 084 581	2 373 282 205	2 680 271	71,10%	
Nøkkel tall portefølje														
Effektiv rente	2,04 %													
Effektiv rente til kunder ¹⁾	1,79 %													
Durasjon ²⁾	0,12													

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: Ovemasjonale 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 31.12.14 henvises til balansen.

Alle rentepapirene er omsatt i det norske markedet.

Andelskurs pr 31.12.2014 103,4846

Kr 81.413.549,- 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 31.12.2014 (angitt i hele kroner)

Verdipapir	Forfallsdato	Kupong	Renteregulerings- tidspunkt	Pålydende	Kostpris NOK	Effektiv rente ¹⁾	Durasjon ²⁾	Markeds- kurs	Påløpt rente	Markeds- verdi	Markedsverdi inkl påløpt rente	Urealisert gevinst/tap	Andel avfondet	Risiko- klasse ³⁾
RENTEPAPIRER MED FLYTENDE RENTE														
Finansobligasjoner														
Kredittforeningen for Sparebanker	08.03.2016	2,50	09.03.2015	46 000 000	46 197 600	1,83	0,18	100,72	73 472	46 333 348	46 406 820	135 748	5,60%	5
Santander Consumer Bank AS	18.11.2015	2,65	18.02.2015	45 000 000	45 233 550	2,06	0,13	100,47	142 437	45 212 774	45 355 212	-20 776	5,47%	5
Eiendoms kreditt AS	08.05.2015	2,48	09.02.2015	40 000 000	40 000 000	1,89	0,11	100,19	140 533	40 076 478	40 217 011	76 478	4,85%	5
Sparebank 1 Østfold Akershus	20.09.2016	2,70	20.03.2015	37 000 000	37 562 400	1,91	0,22	101,46	24 975	37 541 421	37 566 396	-20 979	4,53%	5
Totens Sparebank	14.10.2016	3,47	14.01.2015	22 000 000	22 716 920	2,31	0,06	102,64	165 403	22 580 136	22 745 540	-136 784	2,72%	5
Sparebanken Sogn og Fjordane	21.08.2017	3,31	23.02.2015	20 000 000	20 673 800	2,13	0,18	103,33	73 556	20 666 547	20 740 102	-7 253	2,50%	5
Kredittforeningen for Sparebanker	03.10.2016	2,95	05.01.2015	20 000 000	20 410 000	2,36	0,02	101,67	145 862	20 334 197	20 480 059	-75 803	2,45%	5
BN Bank ASA	18.07.2017	2,01	19.01.2015	20 000 000	19 996 600	2,47	0,04	99,86	80 400	19 971 914	20 052 314	-24 686	2,42%	5
Sparebanken Møre	18.12.2015	1,76	18.03.2015	20 000 000	20 000 000	1,62	0,21	100,07	12 711	20 014 324	20 027 035	14 324	2,42%	5
Sparebank 1 Østfold Akershus	10.02.2015	2,75	10.02.2015	14 000 000	14 016 900	1,75	0,11	100,11	54 542	14 015 034	14 069 575	-1 866	1,70%	5
Sparebank 1 SMN	23.03.2015	2,40	23.03.2015	10 500 000	10 556 805	1,48	0,22	100,17	5 600	10 517 607	10 523 207	-39 198	1,27%	5
Sparebank 1 Telemark	02.03.2017	3,33	02.03.2015	10 000 000	10 352 400	1,99	0,19	103,00	26 825	10 300 330	10 327 155	-52 070	1,25%	5
Skandiabanken	16.01.2015	2,13	16.01.2015	10 000 000	10 015 500	1,82	0,04	100,01	44 967	10 001 370	10 046 337	-14 130	1,21%	5
Sparebank 1 SMN	20.02.2015	2,25	20.02.2015	9 000 000	9 025 572	1,65	0,14	100,07	23 062	9 006 484	9 029 546	-19 088	1,09%	5
Helgeland Sparebank	05.10.2015	2,77	05.01.2015	8 000 000	8 096 000	2,02	0,02	100,72	52 938	8 057 900	8 110 838	-38 100	0,97%	5
Aurskog Sparebank	11.04.2016	2,79	12.01.2015	5 000 000	5 072 575	2,20	0,04	101,10	30 613	5 055 144	5 085 757	-17 431	0,61%	5
Sparebank 1 Buskerud-Vestfold	16.02.2015	3,01	16.02.2015	5 000 000	5 026 100	1,67	0,13	100,16	18 394	5 008 197	5 026 591	-17 903	0,61%	5
Sparebanken Hedmark	17.02.2017	2,11	17.02.2015	5 000 000	5 000 500	2,08	0,12	100,20	12 894	5 010 063	5 022 957	9 563	0,61%	5
Sparebank 1 Telemark	10.02.2015	2,35	10.02.2015	5 000 000	5 025 000	1,75	0,11	100,06	16 646	5 003 102	5 019 748	-21 898	0,61%	5
SUM VERDIPAPIRPORTEFØLJE ⁴⁾					354 978 222				1 138 374	354 706 370	355 844 744	-271 852	42,91%	
Nøkkeltall portefølje														
Effektiv rente	2,13 %													
Effektiv rente til kunder ¹⁾	1,98 %													
Durasjon ²⁾	0,06													

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 31.12.14 henvises til balansen.

Alle rentepapirene er omsatt i det norske markedet.

Andelskurs pr 31.12.2014 102,2277

Kr 20.897.816,- er besluttet utdelt til andelseiere.
 Dette vil medføre en reduksjon i andelskurs tilsvarende utbetalt pr andel på utbetalings tidspunktet.

Tilordning av anskaffelseskost:

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

SKAGEN Credit

Note 7. Verdipapirportefølje pr 31.12.2014 (angitt i hele kroner)

Verdipapir	Forfallsdato	Kupong	Valuta	Renteregulerings- tidspunkt	Pålydende NOK	Kostpris NOK	Effektiv rente ³⁾	Durasjon ³⁾	Markeds- kurs	Pålept rente	Markeds- verdi	Markedsverdi inkl pålept rente NOK	Urealisert gevinst/tap	Andel av fondet	Risiko- klasse ⁴⁾
Energi															
Gazprom OAO Via Gaz Capital SA	11.04.2018	8,15	USD		700 000	4 838 423	8,64	2,66	745,12	94 954	5 215 826	5 310 780	377 403	3,60 %	6
Talisman Energy Inc	05.12.2017	6,62	GBP		400 000	4 547 869	2,64	2,69	1 300,44	22 052	5 201 763	5 223 815	653 894	3,54 %	6
Petrobras International Finance Co	01.03.2018	5,87	USD		700 000	4 571 625	6,86	2,69	737,12	102 723	5 159 805	5 262 528	588 181	3,56 %	6
Noble Group Ltd	29.01.2020	6,75	USD		550 000	3 967 443	4,41	4,13	830,99	117 460	4 570 461	4 687 921	603 017	3,17 %	6
Seadrill Ltd	15.09.2017	6,12	USD		500 000	3 152 116	12,47	2,20	668,63	67 571	3 343 162	3 410 733	191 047	2,31 %	6
Rosneft International Finance Ltd	07.03.2022	4,20	USD		400 000	2 277 668	9,42	5,47	556,64	40 205	2 226 572	2 266 777	-51 096	1,53 %	6
Sum Energi						23 355 144				444 965	25 717 589	26 162 554	2 362 446		
Råvarer															
Lafarge SA	13.04.2018	6,25	EUR		600 000	5 569 601	1,83	2,92	1 033,07	244 110	6 198 420	6 442 530	628 819	4,36 %	6
Braskem Finance Ltd	15.04.2021	5,75	USD		775 000	4 936 832	5,89	5,01	760,36	70 496	5 892 759	5 963 254	955 926	4,04 %	6
SSAB AB	10.04.2019	3,87	EUR		600 000	4 945 005	3,93	3,77	906,97	153 081	5 441 819	5 594 899	496 814	3,79 %	6
Glencore Funding LLC	29.04.2019	3,12	USD		475 000	2 878 696	3,10	3,94	752,54	19 156	3 574 549	3 593 705	695 853	2,43 %	6
Sum Råvarer						18 330 134				486 843	21 107 547	21 594 388	2 777 412		
Kapitalvarer, service og transport															
Bombardier Inc	17.05.2021	6,12	EUR		500 000	4 479 073	3,92	5,20	1 027,41	35 488	5 137 056	5 172 543	657 983	3,50 %	6
Stena AB	01.02.2019	5,87	EUR		520 000	4 681 271	4,35	3,47	959,02	115 437	4 986 878	5 102 315	305 607	3,45 %	6
Color Group AS	18.09.2019	6,72	NOK	18.03.2015	5 000 000	5 089 000	8,26	-0,10	97,00	12 133	4 850 000	4 862 133	-239 000	3,29 %	6
Heathrow Funding Ltd	10.09.2018	6,25	GBP		250 000	2 894 671	2,50	3,30	1 324,98	56 009	3 312 461	3 368 470	417 791	2,28 %	6
PostNL NV	14.08.2018	7,50	GBP		200 000	2 505 895	2,34	3,18	1 377,58	66 731	2 755 153	2 821 884	249 258	1,91 %	6
Frigoglass Finance BV	15.05.2018	8,25	EUR		375 000	3 245 952	23,12	1,74	652,94	35 850	2 448 515	2 484 365	-797 437	1,68 %	6
Bombardier Inc	16.03.2020	7,75	USD		200 000	1 390 159	5,70	4,10	822,44	34 199	1 644 886	1 679 085	254 727	1,14 %	6
Sum Kapitalvarer, service og transport						24 286 021				355 847	25 134 949	25 490 795	848 929		
Inntektsavhengige forbruksvarer															
Fiat Finance & Trade SA	15.03.2018	6,62	EUR		600 000	5 526 144	3,05	2,78	1 007,47	287 397	6 044 815	6 332 212	518 671	4,29 %	6
Jaguar Land Rover Automotive Plc	14.12.2018	4,12	USD		350 000	2 209 246	3,80	3,55	761,61	4 808	2 665 652	2 670 460	456 406	1,81 %	6
Levi Strauss & Co	15.05.2020	7,62	USD		250 000	1 624 738	2,23	0,41	791,99	17 855	1 979 974	1 997 829	355 236	1,35 %	6
Sum Inntektsavhengige forbruksvarer						9 360 128				31 060	10 690 441	11 000 501	1 330 313		
Defensive konsumvarer															
Safeway Ltd	10.01.2017	6,00	GBP		350 000	3 823 452	2,43	1,83	1 250,78	238 599	4 377 734	4 616 332	554 282	3,13 %	6
Avon Products Inc	01.03.2019	6,50	USD		400 000	2 689 850	6,05	3,44	747,55	64 943	2 990 184	3 055 127	300 334	2,07 %	6
Sum Defensive konsumvarer						6 513 302				303 542	7 367 918	7 671 459	854 616		
Bank og finans															
Bank of Baroda - London	23.07.2019	4,87	USD		750 000	4 781 490	3,38	3,94	799,11	120 246	5 993 312	6 113 558	1 211 822	4,14 %	5
Danske Bank AS	29.09.2021	5,37	GBP		400 000	4 319 506	3,84	3,33	1 226,99	63 994	4 907 940	4 971 934	588 434	3,37 %	5
Amlin Plc	18.12.2026	6,50	GBP		400 000	4 275 558	4,31	1,83	1 215,44	9 986	4 861 773	4 871 759	586 215	3,30 %	5
Tyrkiye Halk Bankasi AS	19.07.2017	4,87	USD		550 000	3 413 502	3,85	2,29	771,38	90 413	4 242 563	4 332 976	829 061	2,93 %	5
Akbank TAS	24.10.2017	3,87	USD		400 000	2 448 009	3,62	2,58	757,95	21 617	3 031 787	3 053 404	583 778	2,07 %	5
Diamond Bank Plc	21.05.2019	8,75	USD		400 000	2 431 686	13,37	3,21	640,15	29 141	2 560 599	2 589 741	128 914	1,75 %	5
Akbank TAS	09.03.2018	6,50	USD		300 000	2 030 233	3,90	2,78	814,83	45 460	2 444 489	2 489 949	414 256	1,69 %	5
VTB Bank OJSC Via VTB Capital SA	29.05.2018	6,87	USD		200 000	1 334 981	12,39	2,71	638,74	9 445	1 277 482	1 286 927	-57 499	0,87 %	5
Sum Bank og finans						25 034 965				390 302	29 319 945	29 710 248	4 284 981		
Informasjonsteknologi															
Nokia OYJ	04.02.2019	6,75	EUR		300 000	2 888 446	1,72	3,51	1 085,54	166 032	3 256 625	3 422 656	368 179	2,32 %	6
Sum Informasjonsteknologi						2 888 446				166 032	3 256 625	3 422 656	368 179		
Telekom															
Bharti Airtel International Netherlands BV	10.12.2018	4,00	EUR		300 000	2 618 080	1,83	3,66	981,63	6 261	2 944 897	2 951 158	326 817	2,00 %	6
VimpelCom Holdings BV	01.03.2022	7,50	USD		350 000	2 278 513	12,42	4,70	618,85	65 605	2 165 961	2 231 566	-112 552	1,51 %	6
Sum Telekom						4 896 593				71 866	5 110 858	5 182 724	214 265		
Nyttjenester															
EP Energy AS	01.11.2019	5,87	EUR		575 000	5 287 985	2,91	4,16	1 032	51 059	5 932 018	5 983 077	644 033	4,05 %	6
EDP Finance BV	01.10.2019	4,90	USD		550 000	3 580 307	3,95	4,10	783	50 487	4 309 123	4 359 610	728 817	2,95 %	6
EDP Finance BV	21.09.2017	5,75	EUR		175 000	1 596 279	1,36	2,54	1 013	25 251	1 772 307	1 797 558	176 029	1,22 %	6
Sum Nyttjenester						10 464 571				126 797	12 013 448	12 140 245	1 548 879		
Elendom															
American Tower Corp	15.02.2019	3,40	USD		200 000	1 465 208	3,03	3,73	765	19 250	1 529 936	1 549 186	64 728	1,05 %	6
Sum Elendom						1 465 208				19 250	1 529 936	1 549 186	64 728		
SUM VERDIPAPIRPORTEFØLJE 5)						126 594 512				2 675 504	141 249 256	143 924 756	14 654 748	96,84 %	

Note 7. Verdipapirportefølje pr 31.12.2014 (angitt i hele kroner)

Finansielle derivater pr 31.12.2014 (angitt i hele kroner)

Derivat	Forfallsdato	Kupong	Valuta	Rente-regulerings-tidspunkt	Pålydende	Netto gevinst / tap finansielle kontrakter	Andel av fondet
Rentederivater							
IRSEUR20180620	20.06.2018	0,18	EUR	22.06.2015	3 000 000	2 695 352	
IRSEUR20180620	20.06.2018	0,54	EUR		-3 000 000	-3 036 864	
IRSGBP20180129	29.01.2018	0,72	GBP	29.01.2015	1 200 000	12 863 445	
IRSGBP20180129	29.01.2018	1,91	GBP		-1 200 000	-13 251 913	
IRSUSD20180620	20.06.2018	0,25	USD	23.03.2015	3 500 000	5 233 320	
IRSUSD20180620	20.06.2018	1,47	USD		-3 500 000	-5 283 467	
IRSUSD20190820	20.08.2019	0,23	USD	20.02.2015	2 000 000	2 699 275	
IRSUSD20190820	20.08.2019	1,73	USD		-2 000 000	-2 822 184	
SUM						-903 036	-0,61%

Nøkkeltall portefølje

Effektivrente	4,37%
Effektivrentetil kunder ¹⁾	4,37%
Durasjon ²⁾	1,29

¹⁾ Effektivrente justert for forvaltningshonorar.

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

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

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

Klasse 1 har lavest 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 31.12.14 henvises til balansen.

Alle rentepapirene er omsatt i et telefonbasert internasjonalt marked.

Andelskurs pr 31.12.2014 115,5046

Kr 7.403.964,- er besluttet utdelt til andelseierne.

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

Tilordning av anskaffelseskost:

For SKAGEN Credit benyttes FIFO-prinsippet ved beregning av realisert kursgevinst/-tap ved salg.

SKAGEN Credit NOK

Note 7. Verdipapirportefølje pr 31.12.2014 (angitt i hele kroner)

Verdipapir	Antall	Kjøpsverdi NOK	Markedskurs	Valuta	Markedsverdi NOK	Urealisert gevinst/tap	Andel av fondet
Rentefond							
SKAGEN Credit	812 059	83 029 525	109,71	NOK	89 094 452	6 064 927	99,68 %
SUM VERDIPAPIRPORTEFØLJE¹⁾		83 029 525			89 094 452	6 064 927	99,68 %

¹⁾ For verdi av likviditet i porteføljen pr 31.12.2014 henvises til balansen.

Det underliggende fond prises alle norske bankdager av forvaltningsselskapet SKAGEN AS. Kurs reflekterer priser på de underliggende papirer i SKAGEN Credit. Pr 31.12.2014 eier SKAGEN Credit NOK 60,3 % av andelene i SKAGEN Credit.

Tilordning av anskaffelseskost:

For SKAGEN Credit NOK benyttes FIFO-prinsippet ved beregning av realisert kursgevinst/-tap ved salg.

SKAGEN Credit SEK

Note 7. Verdipapirportefølje pr 31.12.2014 (angitt i hele svenske kroner)

Verdipapir	Antall	Kjøpsverdi SEK	Markedskurs	Valuta	Markedsverdi SEK	Urealisert gevinst/tap	Andel av fondet
Rentefond							
SKAGEN Credit	235 858	26 634 210	114,69	SEK	27 049 570	415 360	99,68 %
SUM VERDIPAPIRPORTEFØLJE¹⁾		26 634 210			27 049 570	415 360	99,68 %

¹⁾ For verdi av likviditet i porteføljen pr 31.12.2014 henvises til balansen.

Det underliggende fond prises alle norske bankdager av forvaltningsselskapet SKAGEN AS. Kurs reflekterer priser på de underliggende papirer i SKAGEN Credit. Pr 31.12.2014 eier SKAGEN Credit SEK 17,5 % av andelene i SKAGEN Credit.

Tilordning av anskaffelseskost:

For SKAGEN Credit SEK benyttes FIFO-prinsippet ved beregning av realisert kursgevinst/-tap ved salg.

SKAGEN Credit EUR

Note 7. Verdipapirportefølje pr 31.12.2014 (angitt i hele euro)

Verdipapir	Antall	Kjøpsverdi EUR	Markedskurs	Valuta	Markedsverdi EUR	Urealisert gevinst/tap	Andel av fondet
Rentefond							
SKAGEN Credit	249 101	3 049 090	12,10	EUR	3 013 656	-35 434	99,66 %
SUM VERDIPAPIRPORTEFØLJE¹⁾		3 049 090			3 013 656	-35 434	99,66 %

¹⁾ For verdi av likviditet i porteføljen pr 31.12.2014 henvises til balansen.

Det underliggende fond prises alle norske bankdager av forvaltningsselskapet SKAGEN AS. Kurs reflekterer priser på de underliggende papirer i SKAGEN Credit. Pr 31.12.2014 eier SKAGEN Credit EUR 18,5 % av andelene i SKAGEN Credit.

Tilordning av anskaffelseskost:

For SKAGEN Credit EUR benyttes FIFO-prinsippet ved beregning av realisert kursgevinst/-tap ved salg.

SKAGEN Credit GBP

Note 7. Verdipapirportefølje pr 31.12.2014 (angitt i hele britiske pund)

Verdipapir	Antall	Kjøpsverdi GBP	Markedskurs	Valuta	Markedsverdi GBP	Urealisert gevinst/tap	Andel av fondet
Rentefond							
SKAGEN Credit	50 879	505 903	9,39	GBP	477 850	-28 053	98,42 %
SUM VERDIPAPIRPORTEFØLJE¹⁾		505 903			477 850	-28 053	98,42 %

¹⁾ For verdi av likviditet i porteføljen pr 31.12.2014 henvises til balansen.

Det underliggende fond prises alle norske bankdager av forvaltningsselskapet SKAGEN AS. Kurs reflekterer priser på de underliggende papirer i SKAGEN Credit. Pr 31.12.2014 eier SKAGEN Credit GBP 3,8 % av andelene i SKAGEN Credit.

Tilordning av anskaffelseskost:

For SKAGEN Credit GBP 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 2014, 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 2014:

SKAGEN Vekst	NOK	1 172 822 679
SKAGEN Global	NOK	6 174 916 030
SKAGEN Kon-Tiki	NOK	5 353 876 488
SKAGEN Avkastning	NOK	67 991 309
SKAGEN Høyrente	NOK	76 214 115
SKAGEN Høyrente Institusjon	NOK	24 903 553
SKAGEN Tellus	NOK	180 969 345
SKAGEN Krona	SEK	9 381 964
SKAGEN m ²	NOK	184 528 961
SKAGEN Balanse	NOK	25 108 299
SKAGEN Credit	NOK	22 306 108
SKAGEN Credit NOK	NOK	-2 007 153
SKAGEN Credit SEK	SEK	-767 299
SKAGEN Credit EUR	EUR	-74 128
SKAGEN Credit GBP	GBP	-13 703

Styrets ansvar for årsregnskapet

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

Revisors oppgaver og plikter

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

En revisjon innebærer utførelse av handlinger for å innhente revisjonsbevis for beløpene og opplysningene i årsregnskapet. De valgte handlingene avhenger av revisors skjønn, herunder vurderingen av risikoene for at årsregnskapet inneholder vesentlig feilinformasjon, enten det skyldes misligheter eller feil. Ved en slik risikovurdering tar revisor hensyn til den interne kontrollen som er relevant for fondets utarbeidelse av et årsregnskap som gir et rettviseende bilde. Formålet er å utforme

PricewaterhouseCoopers AS,

T: , org. no.: 987 009 713 MVA, www.pwc.no

Statsautoriserte revisorer, medlemmer av Den norske Revisorforening og autorisert regnskapsførerselskap

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 rettviseende bilde av den finansielle stillingen til verdipapirfondene per 31. desember 2014, 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, 29. januar 2015

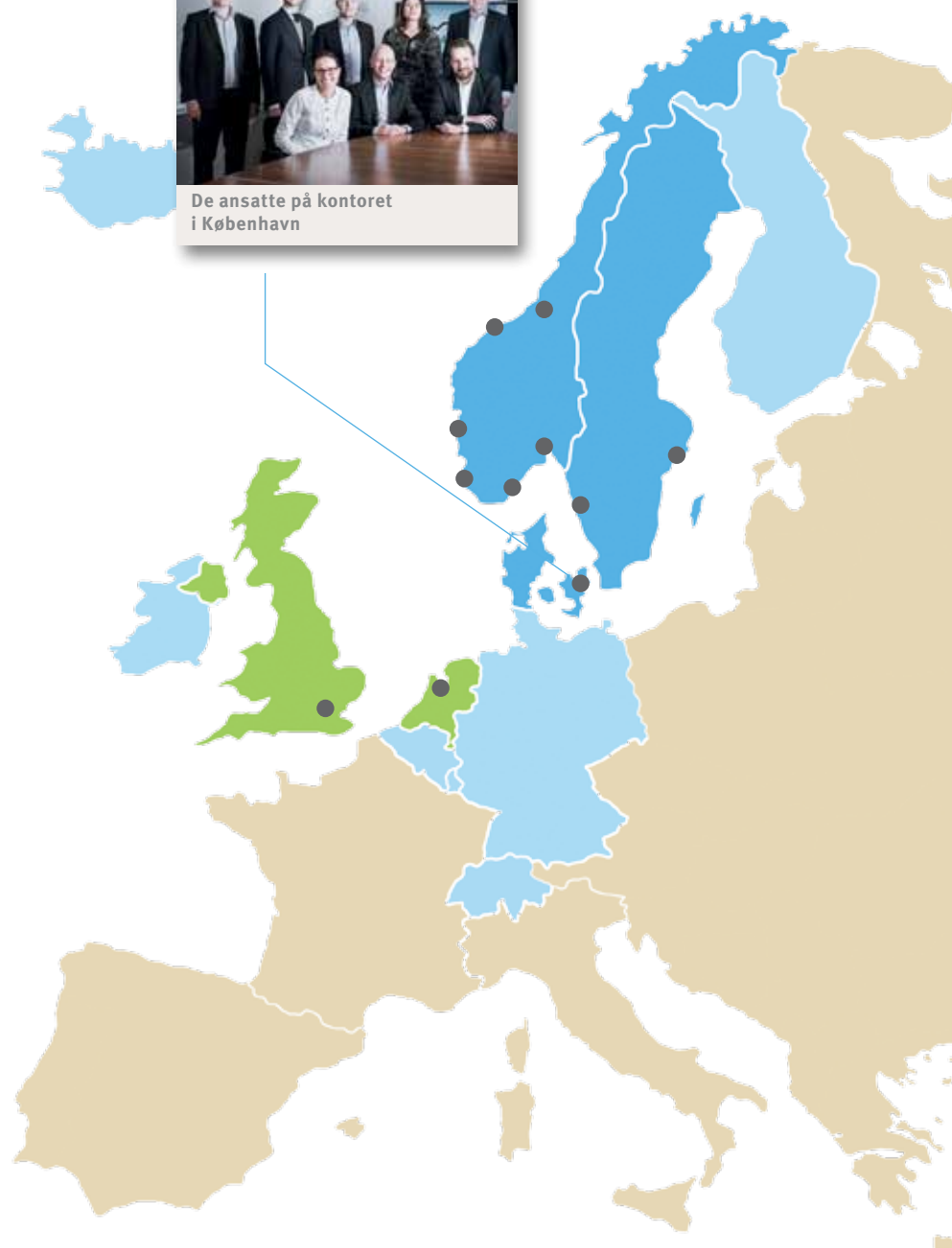
PricewaterhouseCoopers AS

Gunstein Hadland
Statsautorisert revisor

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



De ansatte på kontoret
i København



■ Hjemmemarked
■ Internationalt marked
■ Markedsføringstilladelse

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.

SKAGEN i Danmark

Kundeservice er åben mandag til fredag klokken 9-17.

Kongens Nytorv 8, 4. sal
1050 København K
Telefon 70 10 40 01
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
Organisationsnummer: 867 462732
www.skagenfondene.no

Redaktion:

Vevika Søberg (redaktør), Parisa K. Lemaire, Anna S. Marcus, Ole-Christian Tronstad, Trygve Meyer, Tore Bang, Michael Metzler.

Oplag: 1.800
Design: Werdsemd
Grafer: Create Great
Dansk sprogforvaltning: Adverbium,
Grafisk produktion, tryk og udsendelse:
Rosendahls A/S

Forsidefoto: *Vilhelm Rosenstand*, 1886.
Af Peder Severin Krøyer, en af Skagen-
malerne. Tilhører Skagens museum.
Beskåret/manipuleret