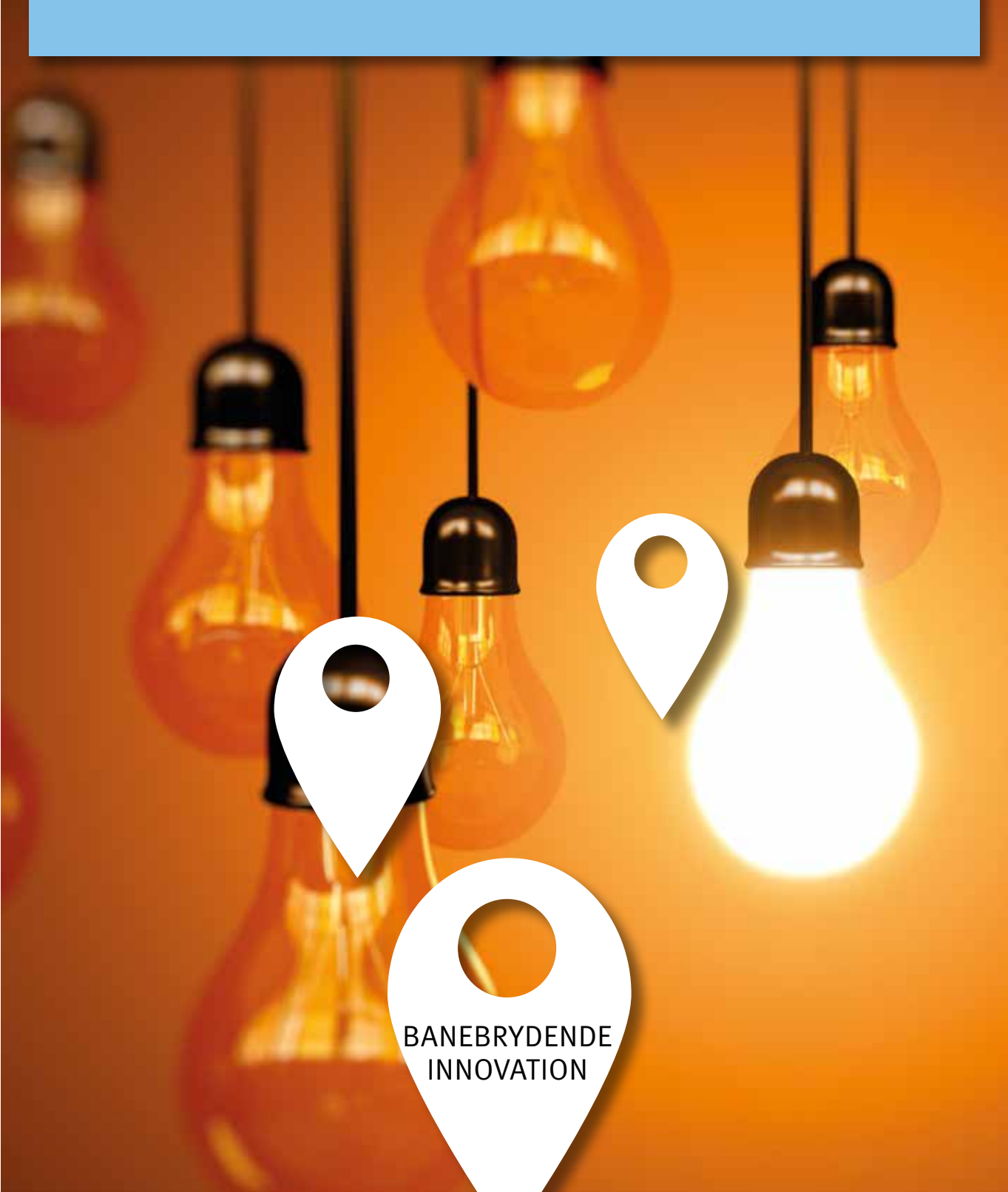


MARKEDSRAPPORT
SKAGEN



BANEBRYDENDE
INNOVATION

HVIS PRISEN ER RIGTIG

NUMMER 2 | JULI 2014 | www.skagenfondene.dk

Bedre tider i økonomien og aktiemarkedene

I januar slog vi dørene op til SKAGENs Nytårskonference. En stor dag i Tivoli Hotel & Congress Center, hvor vi med et ambitiøst dags- og aftenprogram var vært for i alt 1.000 deltagere.

Nobelprisøkonomen Paul Krugman strøg lige ind i hjertet af den danske økonomiske debat. Set i et internationalt perspektiv har væksten i Danmark siden finanskrisen været lav, og boliggylden er høj og fortsat en kilde til bekymring, påpegede han i blandt andet TV2 Nyhederne.

Krugmans budskab blev brugt til at drive en kile ind mellem statsminister Helle Thorning-Schmidts nytårsbudskab om et stemningsskifte og de økonomiske vismænds afventende skepsis.

I skrivende stund et halvt år senere står det klart, at der er kommet mere gang i hjulene, og seks års relativ økonomisk ørkenvandring er afløst af spirende optimisme. Salget af varige forbrugsgoder og biler er på vej frem, ejendomspriserne er til en start steget i byerne, og beskæftigelsen er stigende.

Aktiemarkedene er også på vej frem. For tre måneder siden var der tilløb til panik over den militære konflikt i Ukraine, og vækstmarkedene var i en lang periode blevet valgt fra af de globale investorer. Med en historisk stor rabat i værdifastsættelsen som resultat.

I SKAGEN tror vi på, at sund fornuft også finder anvendelse i aktiemarkedene, og vi opfordrede investorerne til at holde fast i deres og vores langsigtede investeringer i selskaber i lande som Indien, Kina, Korea, Sydafrika, Brasilien, Rusland og Tyrkiet.

Valueinvestorer som SKAGEN har lettere ved at anvende sund fornuft i sådanne tilfælde. Vi ser på, hvad det enkelte selskab reelt koster baseret på indtjening og bogførte værdier, og lader os ikke styre af kortsigtede stemninger og politisk bestemte udsving. Når der er skyer på himlen, finder vi mulighederne.

Blot tre måneder senere er vi blevet belønnet med en ti procents stigning i aktiefonden SKAGEN Kon-Tiki og tilsvarende i andre af fondene. Det lønner sig at være kontrær og gå mod strømmen som langsigtet investor.

I lyset af de bedre tider i økonomien og aktiemarkedene er det tid at tage en status. Det føles bedst og rarest at være investeret i aktiefonde, når det går godt. Når kurserne er steget i en periode, aviserne fortæller om økonomisk fremgang,

og selskaberne leverer resultater. Men på langt sigt lønner det sig også at lægge en opsparingsstrategi, hvor man investerer penge i aktiemarkedene, også når det ser sort ud.

SKAGEN bruger mange kræfter på individuelle rådgivningsforløb, som sikrer en fornuftig strategi tilpasset den enkeltes situation, og samtidig styrer udenom de mest spontane investeringsbeslutninger. En strategi, hvor man til gavn for den enkelte investor også får investeret i krisetider.

I SKAGEN er vi dog ikke kun til aktier som investeringsobjekt. Investeringer skal tilpasses den enkeltes risikovilje og tidshorisont. Den globale obligationsfond SKAGEN Tellus er blevet en femstjernet fond, som der er stigende interesse for. Og senest har vi udvidet med virksomhedsobligationsfonden SKAGEN Credit, som følger sig godt ind i det eksisterende fondsudbud.

På grund af stigende krav til polstring i bankerne, er lån til store globale virksomheder overgået til obligationsmarkedet. Der er rige muligheder for at anvende vores investeringsfilosofi her til fordel for investor. Kontakt din rådgiver for at høre mere om fonden.

Et sted, hvor det med at bevare sund fornuft går knap så godt, er i udvalgte dele af aktiemarkedene. Temaet i denne markedsrapport er banebrydende innovation. På siderne 6 og 7 kan du læse mere om store virksomhedshandlere, hvor begivenheder begynder at ligne de overophedede forhold i 1999. Der er foreløbigt tale om en begrænset del af teknologisektoren, hvor blandt andet Google har gennemført milliardopkøb.

Men som et led i det almindelige opsving kan man også i Danmark jævnligt læse om IT-selskaber, som er solgt til pæne millionbeløb, og iværksættere, som udfordrer det etablerede erhvervsliv. Det er et tegn på, at der er fremgang og optimisme, men en investor som SKAGEN vælger at have is i maven og ikke købe mange selskaber til overpris af frygt for, at verden nu kun går én vej. Vi har set gang på gang i vores 20-årige levetid, at økonomiske tyngdelove også gælder for højtflyvende innovative selskaber. Det kan du læse om på side 8 og 9.



– Jens Elkjær
Adm. direktør i Danmark

LEDER

Bedre tider i aktiemarkederne > 2
Jens Elkjær

SKAGEN NYHEDER

Fondenes udvikling > 4

Sæt kryds i kalenderen > 13
17. september sker der en masse i Stavanger Konserthus

BANEbrydende INNOVATION

Teknologiske tigerspring skaber håb og drømme > 6
Nye måder at drive forretning på

Disruptive investing > 6
Hvad betyder det?

Virksomhedskøb til astronomiske beløb > 7
En ny internetbølge?

Tre døde selskaber > 7
Historien er rig på selskaber, som blev udslettet

Nedbrydning, som genererer værdi > 8
Selskaber, som forandrer verden, skaber ikke nødvendigvis værdi til aktionærerne

Store forandringer i bilindustrien > 9
Hyundai og Continental baner vejen

Højtflyvende lavprisselskab > 9
Vindere i flyindustrien

Nyskabende e-handel > 9
Selskaber i foranderlige miljøer

Hvem vil du låne penge til? > 10
Spørgsmålet til SKAGEN Credits forvaltere

Den, der arbejder mest, vinder > 12
Johan Swahn, ny forvalter i SKAGEN Global

AFKAST OG REGNSKAB

Porteføljer og stamoplysninger > 32
Læs om fondene i alle detaljer

Afkast og risiko > 40

Regnskab > 42

PORTEFØLJE-FORVALTERNES BERETNING

INTRODUKTION

Et indholdsrigt kvartal > 15
Trods mindre svingninger nogle givende måneder

AKTIEFONDE

SKAGEN Kon-Tiki > 18
Bedste kvartal længe

SKAGEN Global > 21
Et godt kvartal

SKAGEN Vækst > 24
Et kvartal til rekordbøgerne

SKAGEN m² > 27
Justering gav god betaling

OBLIGATIONSFONDE

Renteberetning > 30
Der skal stærkere lyd til

SKAGEN Tellus > 31
Gode resultater, gode udsigter

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 porteføljeforvalternes 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.



Foto: Bloomberg

6

Opfinder og serieiværksætter. Elon Musk er en af de ledende eksponenter for fænomenet disruptive innovation. Her foran en model af sin Space Taxi.



Foto: Bloomberg

14

Andet kvartal var rigt på politiske begivenheder. Valgsejren for den indiske premierminister Narendra Modi har skabt håb om mindre bureaukrati og økonomisk vækst. Det indiske aktiemarked er steget 25 procent i år.

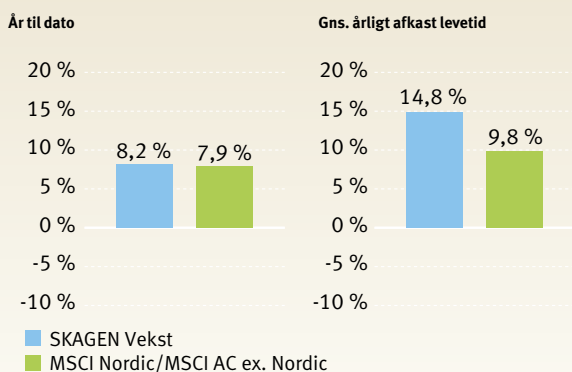
Udvikling

Tallene på denne side er henholdsvis opgjort siden årsskiftet og siden fondenes start. Tabellerne er opdateret den 30. juni 2014.

■ Aktiefond ■ Obligationsfond

SKAGEN VEKST

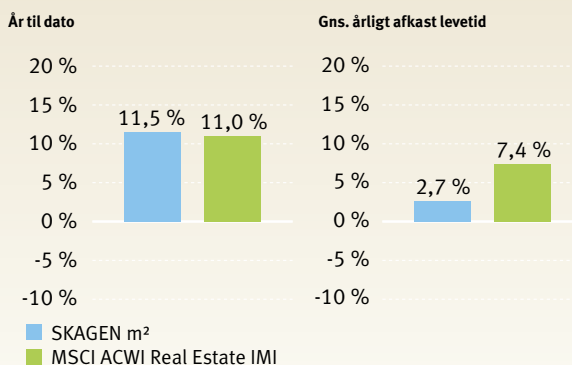
Forvaltere: Ole Sæberg og Geir Tjetland **Start:** 1. december 1993



* Før 1.1.2010 var indeks OSEBX. Før 1.1.2014 OSEBX / MSCI AC (50/50)

SKAGEN m²

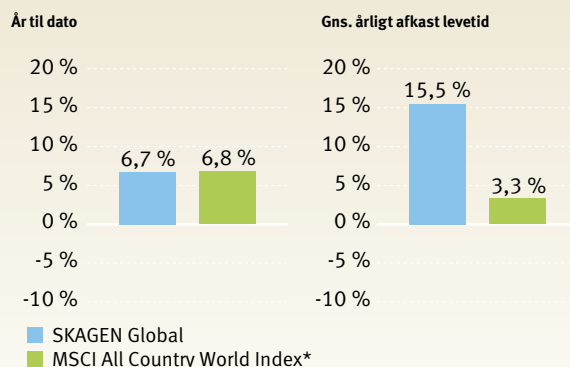
Forvaltere: Michael Gobitschek og Harald Haukås **Start:** 31. oktober 2012



* Fonden blev startet i løbet af 2012

SKAGEN GLOBAL

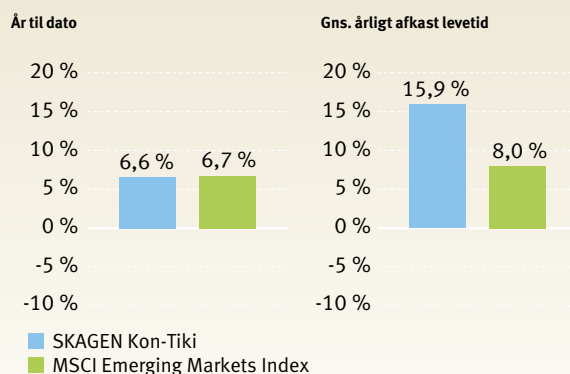
Forvalter: Kristian Farnes **Start:** 7. august 1997



* Før 1.1.2010 var indeks MSCI World (NOK)

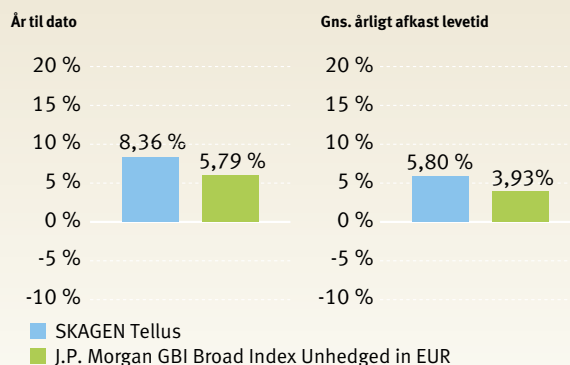
SKAGEN KON-TIKI

Forvaltere: Kristoffer Stensrud **Start:** 5. april 2002



SKAGEN TELLUS

Forvaltere: Torgeir Høien og Jane Tvedt **Start:** 29. september 2006



* Før 1.1.2013 var indeks Barclays Capital Global Treasury Index 3-5 år

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 40 og 41 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. Obligationsfonden SKAGEN Avkastning, der overvejende har et norsk fokus, er

ikke medtaget i denne rapport, men kan findes på hjemmesiden skagenfondene.dk. Al information om fondene i markedsrapporten er opgjort i danske kroner bortset fra værdipapirer i porteføljerne (side 32-39) samt regnskabet (side 42), der er opgjort i norske kroner.

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



Mere end kommunikation

Mens vi i den vestlige verden ser frem til det nyeste design og teknologi fra virksomheder som Samsung og LG, er perspektivet ofte anderledes for dem, der bor i vækstlandene.

– David Reiser
Formuerådgiver

Innovation og teknologi har med raket fart ændret hverdagen i flere afrikanske lande i løbet af de sidste 15 år. Afrikas telefonnet har været kronisk dysfunktionelt i årtier. Men der er sket store fremskridt og omkostningseffektiviseringer inden for mobilteknologi. Kontinentet har siden årtusindskiftet indhentet og i nogle tilfælde overhalet Vesten indenom. Investeringer i fastnettelefoni er blevet fravalgt til fordel for omkostningseffektive og fleksible basestationer til mobiltelefoni. Dermed fik man ikke kun fokus på dækningen, men Afrika trådte direkte ind i den internetbaserede mobile æra med alle dens muligheder.

På en rejse til øen Zanzibar ud for Tanzanias kyst for et par år siden, fortalte en fisker mig entusiastisk, hvordan hans liv havde ændret sig. Med mobiltelefonen kunne han nu holde øje med vejret og lokalisere fiskebestandene. Og allerede ude på havet kunne han indhente priser fra opkøberne i de forskellige havne og dermed optimere salgspris, fangst og margin.

Nye forretningsmodeller

Udviklingen er fortsat i et rasende tempo. Antallet af mobilabonnenter syd for Sahara er vokset 40 gange siden årtusindskiftet fra 16,5 mio. til 650 mio. abonnenter i 2013 ifølge Verdensbanken, og udenlandske investorer har vist stor interesse. Den amerikanske software-gigant Microsoft (2,2 procent af SKAGEN Globals portefølje), som har kontorer i 14 afrikanske lande, lancerede f.eks. sidste år en mobiltelefon specielt designet til det afrikanske marked. For mange afrikanere er mobiltelefonen også deres første computer. Verden er kommet tættere på. Ved hjælp af telefonens internetforbindelse har afrikanske studerende pludselig mulighed for at deltage i gratis forelæsninger på førende amerikanske universiteter eller høre taler fra verdenskendte iværksættere.

I kølvandet på Afrikas mobile revolution er en række nye tjenester og forretningsidéer opstået. En SKAGEN-investering, som hurtigt kapitaliserede sig, var det sydafrikanske medie- og e-handelsselskab Naspers (1,5 procent af SKAGEN Kon-Tikis portefølje).

Ligesom svenske Kinnevik har Naspers et iværksætterfokus med gode markedspositioner i Afrika, Brasilien, Kina, Rusland og andre dele af Østeuropa. Virksomheden ejer flere internet-virksomheder og har en stærk position i det hurtigt voksende betalings-tv-segment i mange afrikanske lande. En fordel ved primært at operere i vækstmarkederne med høj andel af mobilbrugere er, at Naspers kan gå direkte på mobile tjenester og dermed undgå brugen af computere.

Telefoner, som gør verden mindre

Selv finansielle serviceydelser har udviklet sig hurtigt, væk fra bankkonti og plastikkort. Følgen er mangel på kontanter og få lokalfdelinger, og efterspørgslen på mobile bankløsninger er steget. Men løsningerne kommer ikke fra den finansielle sektor. Det kenyanske mobilselskab Safaricom (tidligere investering i SKAGEN Kon-Tiki) er med mobiltjenesten M-Pesa en af verdens førende inden for mobile bankløsninger. Den indiske mobiloperatør Bharti Airtel (2,7 procent af SKAGEN Kon-Tiki), som har en stor tilstedeværelse i Afrika, lancerede i efteråret 2013 mobile betalingsløsninger i samarbejde med vestafrikanske Ecobank.

Hvad der oprindeligt var tænkt som et kommunikationsmedie, er hurtigt blevet meget mere. På en rejse til øen Zanzibar ud for Tanzanias kyst for et par år siden, fortalte en fisker mig entusiastisk, hvordan hans liv havde ændret sig. Med mobiltelefonen kunne han nu holde øje med vejret og lokalisere fiskebestandene. Og allerede ude på havet kunne han indhente priser fra opkøberne i de forskellige havne og dermed optimere salgspris, fangst og margin. Betalingen klarede han selvfølgelig selv via mobiltelefonen, til bankens store ærgrelse.

Teknologiske tigerspring skaber håb og drømme

Nye måder at drive forretning. Teknologiske nybrud og succesrige digitale produkter og services skaber overbevisninger om, at forretning skal drives på en helt ny måde i fremtiden.

– Christian Jessen
Analytiker



David Rowan interviewet om logikken i digital økonomi

Den digitale økonomis varmeste fortalere fremhæver igen med stor overbevisning, at nettets fremvækst fører til radikalt anderledes virksomheder. Tættere på kunden, hurtigere til markedet og uden snærende bånd til fortiden.

SKAGEN følger udviklingen tæt i investorernes interesse. Vores opfattelse er lidt anderledes end ovenstående, hvilket du kan læse om på de efterfølgende sider.

Men lad os se nærmere på, hvad der er på spil her.

David Rowan, redaktør af det indflydelsesrige britiske Wired Magazine, besøgte for nylig SKAGEN i Stavanger. Han fortalte om succeser, fiaskoer og hvad der driver de succesrige, globale entreprenører. Direkte og indirekte. Tæppet bliver hevet væk under selskaber, I måtte være investeret i, fortalte David Rowan os direkte. Der er en eksponentiel (dvs. accelererende og stærk) vækst i teknologi. Realiteter skifter meget hurtigere end før, tilføjede han.

Et selskab som airbnb.com – som formidler udlejning af private boliger til rejsende – har på blot fire år sikret sig 650.000 lejemaal ifølge selskabet selv. Det har taget Hilton 93 år at opbygge en tilsvarende kapacitet i hotelmarkedet.

De hårde drenge i forretningsverdenen betragter markedsføring som noget kun for svage firmaer. WhatsApp profilerer sig på aldrig at have brugt en eneste krone. Har man det rigtige produkt på det rigtige tidspunkt, så kan det sælges via nettet uden brug af krykker og støtte, fremhæver WhatsApp ifølge David Rowan.

Der er igen kommet en dyrkelse i forretningslivet og business-medier af entreprenøren; den geniale iværksætter, som sætter sig ud over de givne rammer. Ifølge David Rowan rummer mange af de techmilliardærer, han har mødt, særegne personlighedstræk.

Entreprenørerne kommer med en baggrund, hvor der ofte er ordblindhed og en grad af Asberger involveret. De ser ikke reglerne men mulighederne, siger David Rowan.

Rowan fremhæver, måske smittet af den entusiastiske stemning i hans verden, at Google også betaler for de helt særlige, talentfulde ingeniører og designere, når de køber teknologiselskaber.

Skeptiske aktieanalytikere fra den gamle verden kan således allerede nu begynde at beregne de astronomiske værdifastsættelser for hver enkelt ingeniør i selskaber som Nest Labs og Deepmind.

Helten over alle i den verden er serieiværksætteren Elon Musk, som altid starter med at sætte sig høje, ekstremt visionære mål. Og han får ført de fleste ud i livet. Han tjente en formue på betalingstjenesten PayPal og revolutionerer nu verden med el-bilen Tesla, banebrydende batteriteknologier og alt, hvad det fører med sig.

DISRUPTIVE INVESTING

Begreberne Disruptive Technology, Disruptive Innovation og Disruptive Investing anvendes i flæng og har vundet indpas i erhvervs- og finanssproget. De er lanceret i 1995 af professor Clayton M. Christensen fra Harvard Business School. Disruptive er i denne sammenhæng noget nyt, som standser nogle andre. Pludseligt og fuldstændigt. I stedet opstår noget nyt. Ifølge Christensen er det notorisk svært for etablerede virksomheder at forny sig virkeligt radikalt. De er skabt til at udvikle og optimere det marked, de allerede befinder sig i, med fokus på de næstkommende års resultater. Institutioner prøver at bevare et problem, hvor der er løsningen, siger David Rowan.

Disruptive Investing anvendes om investeringer, som foretages for at være med på de nyeste trends og være på forkant, når helt nye brancher opstår. Disruptive Innovation er ifølge kendere en mere præcis betegnelse end Disruptive Technology. Først når en ny teknologi er omformet til

en eller flere forretningsmæssige innovationer, opstår de egentlige skift. Mange af de højest værdifastsatte selskaber har ikke opfundet teknologi, men de anvender ny teknologi til forretningsmæssige nybrud. Opfindelsen af bilen skete gradvist før år 1900. Men først da Henry Ford kunne masseproducere den billige Ford T i 1908, blev hestevognsproducenterne overflødige.

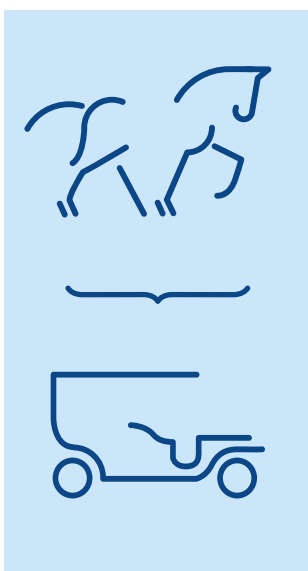




Foto: Courtesy of Airbnb

Hovedkvarter for websitet Airbnb, som formidler udlejning og bolig-byt via nettet – uanset om det er for at finde en lejlighed for en nat, et slot for en uge eller en villa for en måned.

VIRKSOMHEDSKØB TIL ASTRONOMISKE BELØB

Hver dag i år har bragt en nyhed i erhvervsmedierne om et mobilt teknologiselskab, som er blevet solgt for et stort millionbeløb. Eller et milliardbeløb. Eller et astronomisk milliardbeløb. Tre af årets største transaktioner udvalgt af David Rowan fra Wired Magazine kommer her.

I februar købte Facebook firmaet Whatsapp for 19 mia. dollars. Firmaet omsætter for en brøkdel af det, men har 450 mio. aktive brugere. Det formidler mobile beskeder især i vækstmarkederne. Det er den mest populære tjeneste i verden.

I januar blev Nest Labs solgt for 3,2 mia. dollars til Google.

Firmaet laver lærende termostater og er skabt af to tidligere Apple-topfolk. Den ene, Tony Fadell, kaldes populært iPodens fader. Firmaet er på vej til at forbinde hjemmet med den digitale verden på en intelligent måde (Nest betyder rede på engelsk).

Google købte på sin indkøbstur i januar 2014 også det britiske selskab Deepmind, som ikke har nogen produkter på hylden. Selskabets stifter og ansigt udadtil er multigeniet Demis Hasabis, som anfører 50 af verdens bedste forskere indenfor kunstig intelligens og neuroscience. Google betalte 400 millioner dollars for selskabet.

Baggrunden for de mange handler er en tro og viden om, at et væld af opfindelser og teknologiske tigerspring

indenfor især det mobile internet skaber fuldstændigt nye markeder og giver os muligheder som forbrugere, vi aldrig nogensinde før har haft. Muligheder, som vi tager til os og holder fast ved de næste mange år.

Lyder det som noget, vi har hørt før? For eksempel for kun femten år siden, i 1999, da nystiftede internetselskaber med underskud på driften blev handlet til astronomiske beløb. Også etablerede virksomheder fusionerede på kryds og tværs og løb vildt stærkt for at overleve i den fagre nye internet forretningsverden. Genierne, de geniale entreprenører, blev hyldet i glittede magasiner. Både for deres styrker og deres særheder. Hvorefter boblen i aktiemarkederne brast helt og aldeles fra april 2000 og frem.

Det lyder faktisk som 1999, når man læser og følger disse markeder anno 2014. Men som altid rører der sig også noget reelt bag overskrifterne. Det gjorde der også i 1999; Amazon har for eksempel vist sig overordentlig levedygtig. Mange iagttagere fremhæver i den forbindelse, at nu realiseres endelig de uanede muligheder, som internettet har skabt, og som de mest visionære investorer så allerede i 1999. Via det mobile bredbånd, tablet-computere og GSM-baserede services. Og meget mere i et væld af andre brancher.

NOKIA	2007	TOUCHSCREEN
BLOCKBUSTER	1999	STREAMING
KODAK	1975	DIGITALE BILLEDER

TRE DØDE SELSKABER

Historien er rig på selskaber, som blev udslettet, fordi de ikke udnyttede deres teknologiske muligheder til at skabe kommercielt levedygtige produkter. Det er blot at søge på nettet, så dukker de historiske eksempler op. David Rowan fremhæver tre kendte eksempler:

En ingeniør ansat hos Kodak opfandt verdens første digitale kamera i 1975. Det passede ikke selskabet, som levede af fremstilling af film. Sidste år gik Kodak fallit efter en lang og smertefuld døds-kamp. Et etableret selskab har en interesse i at fastholde et problem eller produkt, hvor det er løsningen.

Videoudlejningsselskabet Blockbuster blev i 1999 kontaktet af udviklingsafdelingen i en anden virksomhed (Enron, men det er denne historie uvedkommende), som foreslog at begynde at streame film til udlejning, selv om det i første omgang var dyrt. Blockbuster afviste og betalte prisen. Blockbuster topede som selskab i 2004, men gik i betalingsstandsning i 2010.

Den passionerede reaktion på lanceringen af iPhone i 2007 resulterede i, at dele af medierne døbte den 'Jesustelefonen'. Nokia havde teknologien til at fremstille touchscreentelefoner, men var ifølge Rowan mere optaget af at lave robuste enheder, som kunne tåle at blive tabt fra to meters højde. Siden affærdigede Nokia iPhone produktet og kom på en årelang nedtur.



NYE INNOVATIONER

Noget nyt. Kan ofte de samme ting som de eksisterende produkter, men tilføjer nye funktioner. Erstatte efterhånden de eksisterende produkter. F.eks. tabletten, der erstatte pc'en.



UDVIKLINGS-INNOVATIONER

Udvikling af allerede eksisterende innovationer. For eksempel bøjelige fladskærme, som bygger videre på eksisterende fladskærmsteknologi.



EFFEKTIVITETS-INNOVATIONER

Udfordrer de etablerede aktører ved at organisere sig mere effektivt ved f.eks. at etablere en central logistik eller nye lavomkostningsløsninger.

Nedbrydning, som genererer værdi

Selskaber, som forandrer verden, skaber ikke nødvendigvis værdi til aktionærerne. Det glemmer markederne konstant. Resultatet bliver, at populære børsnoterede selskaber ofte får alt for høje værdifastsættelser. Banebrydende selskaber finder dog indimellem vej til SKAGENS aktieporteføljer – hvis prisen er rigtig.

– Jonas A. Erikson
Kommunikationschef, Sverige

For investorer er problemet ofte, at revolutionerende børsselskaber bliver så populære, at værdifastsættelsen ikke holder. F.eks. blev verdens første bredbåndsaktør japanske NTT Docomo ved årtusindskiftet af mange opfattet som banebrydende i branchen. Men det var sværere at argumentere for, at selskabet i begyndelsen af 2000 blev vurderet til 18 gange bogført egenkapital. Selskabet opererede tilmed på et marked med lave adgangsbarrierer for konkurrenter. Markedet gennemskuede dette, da andre virksomheder begyndte at positionere sig stærkere. Aktiekursen faldt kraftigt. Selskabet værdifastsættes i skrivende stund mere rimeligt til omkring 1,3 gange den bogførte egenkapital.

Gerne forandring og vækst – hvis prisen er rigtig
SKAGENS aktiefonde gemmer ikke på mange revolutionerende selskaber. Risikoen er ofte for

høj, og afkastmulighederne for få i denne type selskaber. SKAGEN fokuserer som valueforvalter på at finde undervurderede, ofte ganske misforståede selskaber, i upopulære sektorer og regioner, med potentiale for positiv revurdering. Men der er undtagelser.

Vi investerer gerne i hurtigt voksende selskaber, der navigerer i foranderlige miljøer. Men værdifastsættelsen skal være rigtig. Og der skal være gode argumenter, som understøtter billedet af selskabet, siger Søren Milo Christensen, forvalter i SKAGEN Global.



BANEBRYDENDE
INNOVATION

HVIS PRISEN ER RIGTIG

Virksomhedshistorien er brolagt med revolutioner. De kan bestå af nye innovationer som tabletten, der afløser den mere klodsede pc. Eller eksisterende produkter videreudvikles: Bøjelige fladskærme fornyer det traditionelle fladskærms-tv. Men omvæltningen kan også komme fra billigere og mere effektive produkter og tjenester, som når lavpris flyselskaberne udfordrer de traditionelle flyselskaber.

NYBRYDERE I VOGNINDUSTRIEN

Bilproducenten Hyundai Motors og dækproducenten Continental er positioner i SKAGEN, der befinder sig i brancher og markeder i stærk forandring.

I billandet USA er andelen af 19-årige, som har kørekort, faldet fra næsten 90 til 70 procent på blot 20 år. I storbyer som Boston, New York og Washington har næsten en tredjedel af husholdningerne ikke bil. Deleordningerne blomstrer.

Samtidig med at det er blevet mindre populært at eje bil

i USA, eksploderer privatbilismen i det hurtigt voksende Asien, med Kina og Indien i spidsen. Den sydkoreanske bilproducent Hyundai Motors udnytter dette. Selskabet har fulgt Toyotas opskrift: at starte i lavprissegmentet og derefter arbejde sig opad. Hyundai er blevet verdens fjerdestørste bilproducent – priserne er fortsat konkurrencedygtige, brændstoføkonomien er god, og nybils-garantierne udmærkede. Og det er ikke kun i de hurtigt voksende vækstmarkeder, at salget stiger, men også i lande som USA. Hyundai Motors

blev porteføljeselskab i SKAGEN, da aktien var på udsalg under den florerende finanskrise i 2009.

Selvkørende biler vil snart være en realitet. Den tyske dækproducent Continental regner med, at fuldt automatiserede biler er på landevejene inden 2025. Omkring 90 procent af alle biluheld skyldes menneskelige fejl. Selvkørende biler forventes derfor at nedsætte antallet af færdselsuheld drastisk. Det vil ikke kun forandre forsikringsverdenen og sundhedsvæsenet, men også hele transporterhvervet. Continental

satser på at blive ledende aktør i denne forandringsproces. Selskabet udvikler intelligente løsninger til for eksempel fartkontrol, kollisionbeskyttelse og genkendelse af færdselsskilte.

– Mange betragter Continental som et selskab, der producerer dæk. Men vi ser det som et hi-tech-selskab. Aktien har meget mere at byde på. Den handles i øjeblikket til en ret behersket pris på 13 gange den forventede fortjeneste, siger forvalter i SKAGEN Vækst Geir Tjetland.

HØJTFLYVENDE LAVPRISSELSKAB

Investeringer i flyselskabsaktier har været notorisk dårlige. Men det behøver ikke gælde alle investeringer i branchen.

Investeringsguruen Warren Buffett er ligesom SKAGEN valueinvestor. Han er kendt for sin aversion mod flyselskaber. Det siges, at han går med en seddel i brystlommen, som minder ham om aldrig at investere i flyselskaber. Virgin Airways' excentriske grundlægger Richard Branson har måske formuleret det bedst: "Den letteste måde at blive millionær på er at begynde som milliardær og så investere i et flyselskab."

Men hvis prisen er rigtig, er der ingen grund til at undgå flyselskabsaktier. Det norske flyselskab Norwegian findes i flere af SKAGENS aktiefonde. Selskabet blev grundlagt af den tidligere kamppilot og advokat Bjørn Kjos. I starten i 2001 bestod det af en flåde Fokkerfly uden passagerer. Det var efter, at flyselskabet Braathens var blevet opkøbt af SAS og havde opsagt sin serviceaftale med Norwegian. I dag, tretten år senere, er Norwegian langt mere lønsomt end SAS – og ved at blive lige så stort.

Norwegians succesopskrift omfatter blandt andet en moderne flyflåde med bedre brændstoføkonomi. Der er ingen

forældede, dyre strukturer eller bureaukrati. Bookingsystemet er internetbaseret og effektivt. Billetterne til massemarkedet er billige. Attituden er, at man får, hvad man betaler for. Disse ingredienser har udfordret SAS' de facto-monopol. Indtil nu ser Norwegian ud til at blive matchvinder.

– Det kan lade sig gøre at finde vindere selv i flyindustrien. Selskaber med god omkostningsstruktur og -fokus som Norwegian. Selskabets aktier har givet et årligt gennemsnitligt afkast på 24 procent, siden Norwegian blev børsnoteret i 2003, siger forvalter i SKAGEN Kon-Tiki Knut Harald Nilsson.

Et andet eksempel på flyselskaber i SKAGENS porteføljer er malaysiske AirAsia. Det har visse ligheder med Norwegian. Ligesom Norwegian er AirAsia ledet af en visionær administrerende direktør, nemlig Tony Fernandes, som ejer en fjerdedel af selskabet. AirAsia er sammen med irske Ryanair det flyselskab i verden med de laveste omkostninger. Markedsandelen forventes betydeligt øget, når ASEAN-landene åbner deres flymarked for konkurrence i 2015. Selskabet vil også blive begunstiget af det voksende antal rejsende fra Kina. Over 100 millioner kinesere rejste udenlands i 2013. Antallet forventes at blive fordoblet inden 2020.

NYSKABENDE E-HANDEL

Svenske Kinnevik og sydafrikanske Naspers er selskaber, der foretager mange investeringer i online-selskaber i markeder i forandring. Begge i SKAGENS porteføljer.

Kinnevik er et typisk eksempel på et selskab, som trives i foranderlige miljøer. Med super-entreprenøren Jan Stenbeck ved roret udfordrede og besejrede

Kinnevik en række institutioner som de svenske tv- og telemonopoler med TV3 og Comviq/Tele2 i spidsen. Stenbeck døde i 2003. Hans datter Cristina Stenbeck trådte i hans fodspor som selskabets leder, og nu arbejdende bestyrelsesformand.

Kinnevik er succesfuldt blevet transformeret til en ledende internetaktør med beholdninger i f.eks. netbutikken Zalando, virksomhedsopdrætteren Rocket Internet og en række andre internetselskaber. En stigende

andel af Kinneviks indtægter kommer fra hurtigt voksende vækstmarkeder. Aktiekursen er blevet fordoblet de seneste to år. Alligevel mener SKAGEN Kon-Tiki forvalter Kristoffer Stensrud, at selskabet er undervurderet.

– Ser man Kinnevik som et traditionelt investeringsselskab, er det ikke lavt værdifastsat. Men betragter man selskabet som en investeringsvirksomhed med en diversificeret e-handelsportefølje, er det betydeligt billigere, siger Stensrud.

Naspers er et andet selskab i SKAGENS porteføljer med virksomhed inden for medier og e-handel. Ligesom Kinnevik har selskabet fokus på overtagelse og entreprenørskab og har gode markedspositioner i en række vækstmarkeder. En af fordelene ved primært at agere i vækstmarkeder er, at man kan gå direkte på mobilen med sine produkter og tjenester.

SKAGEN Credit – hvem vil du låne penge til?

Hvem vil du låne penge til? Det spørgsmål må forvalterne i SKAGEN Credit besvare hver eneste dag, når de udvælger investeringer til den nystartede fond. Spørgsmålet er ikke helt så let at besvare, som man skulle tro.

– Trygve Meyer

Kommunikationsrådgiver, Portefølje

SKAGEN Credit anvender den samme investeringsfilosofi som vores øvrige fonde. Det vil sige, at fonden udvælger de bedste obligationer, uafhængigt af kreditkvalitet, sektorer og lande. Da det jo er virksomheder, det drejer sig om, kan SKAGEN Credit desuden trække på den samlede erfaring fra SKAGENS aktiefonde.

SKAGEN Credits forvaltere søger ud fra erfaring og viden

at identificere selskaber, hvor gældens markedspris ikke står i forhold til risikoen ved at udlåne penge til netop disse virksomheder. Lånet kan derfor være fejlagtigt prissat. Eller renten kan blive højere på de penge, man udlåner.

En forbedring i selskabets risikoprofil, eller markedet forståelse af den vil betyde, at fonden opnår et merafkast. Afkastet vil altså altomverje-ende komme fra obligationer

med en fordelagtig prisudvikling, eller med et højt, stabilt og løbende afkast i forhold til risikoprofilen.

Målet med valget af obligationer er selvfølgelig at levere bedst muligt risikojusteret afkast til fondens investorer.

Fonden har i løbet af den første måned investeret i ca. 30 forskellige selskaber. Geografisk spænder de fra Amerika til Asien og i sektorer fra transport til energi. Her følger

to eksempler på, hvad fonden indtil nu har investeret i. Se vores hjemmeside for mere information om fonden.

SKAGEN Credit indgår i en "master feeder"-struktur sammen med feeder fondene SKAGEN Credit EUR, SKAGEN Credit GBP, SKAGEN Credit SEK og SKAGEN Credit NOK. Feeder fondene er valuta hedgede og placerer mindst 85 pct. af sine midler i hovedfonden. Mere information om strukturen findes i fondenes prospekter



Foto: Jan Inge Haga

SKAGEN CREDIT PORTEFØLJEFORVALTERE

SKAGEN Credits porteføljeforvaltere drager nytte af ekspertise fra obligationsmarkedet, samt forvalterne i SKAGENS aktiefondes mangeårige erfaringer med vellykkede aktievalg. De har lang og komplementær erfaring, som spænder fra obligationsforvaltning, selskabsanalyse, risikostyring og handel.

Tomas Nordbø Middelthun har arbejdet i SKAGEN siden 2010 som risk manager og senere porteføljeforvalter i SKAGENS pengemarkedsfond. Tidligere har Tomas arbejdet i financial services i Statoil med at implementere globale risikosystemer. Tomas er civiløkonom og MBA i finans og er autoriseret finansanalytiker.

Han har stærke analytiske egenskaber og baggrund fra finansiel risikohåndtering. Kombinationen af risikoanalyse og finansteknisk ekspertise vil være værdifulde bidrag indenfor selskabsanalyse og porteføljekonstruktion.

Ola Sjöstrand har arbejdet i SKAGEN siden 2006 som porteføljeforvalter på obligationssiden. Han har blandt andet lanceret og er ansvarlig for obligationsfonden SKAGEN Krona. Han har også haft ansvaret for SKAGEN Høyrente og Høyrente Institution. Hans stærke analytiske evner og erfaring med SKAGENS investeringsfilosofi gør Ola i stand til at finde gode investeringer til fonden. Han har leveret solide risikojusterede afkast under skiftende markedsforhold. Ola har en BSc i Business Administration og Economics.



BRITISK STOLTHED MED INDISK TWIST

Nogle af de mest ærkebritiske produkter er biler fra Jaguar eller Land Rover. Begge bilmærker har en lang forhistorie. Det gør investeringen ekstra interessant for vores nye virk-

somhedsobligationsfond SKAGEN Credit.

Virksomhederne har fra 1940'erne og til i dag gennemgået mange forvandlinger og fusioner. De har blandt andet været

datterselskaber til Ford og BMW. Siden finanskrisen i 2008 har de opereret som ét selskab under indiske Tata Motors.

Jaguar Land Rover har en solid markedsposition. Selskabet er også godt diversificeret med henblik på eksisterende og nye modeller. Det giver god basis for overskud.

Jaguar Land Rover udgør næsten 90 procent af Tata Motors' overskud og tre fjerdedele af salget. Det viser, hvor stærk Jaguar Land Rovers position er både som globalt varemærke og indadtil i moderselskabet.

Tata Motors planlægger yderligere en udvidelse af Jaguar Land Rover. Blandt andet skal produktionen øges for at udnytte efterspørgslen i frembrydende markeder som Kina og Brasilien. Vækstpotentialet for luksusbiler i disse markeder udnyttes derved.

Mother, did it need to be so high? Jaguar Land Rover er et selv-

stændigt selskab. Renter og gældsbelastning er helt uafhængig af ejerstrukturen. Selskabet har moderat gældsbelastning og god kontantstrøm, hvilket er vigtigt for gældsinvestorer. Det siger noget om evnen til at betjene den udestående gæld.

Jaguar Land Rover burde have investment grade (BBB hos S&P), baseret på de nuværende resultater og gældssituationen. Men den engelske bilfabrikant har kun high yield rating (BB hos S&P). Jaguar Land Rover kan nemlig ikke have højere rating end moderselskabet, og Tata bliver trukket ned af Indiens landerisiko.

Som obligationsejer bliver man kort fortalt bedre betalt, end risikoen i selskabet peger på. Det skulle være rigelig grund til at investere.



BRASILIANSK OLIEGÆLD

"O petroleo e nosso" – eller med andre ord: Det er vores olie. Sådan lød sloganet, da Brasiliens største selskab blev lanceret i 1953. Petroleo Brasileiro SA – bedre kendt som Petrobras – er siden da vokset

til et stort, internationalt olie-selskab.

Omkring 90 procent af reserverne findes i Brasilien. De ligger i en dybde på 6-7000 meter. Olien er desuden ret tyktflydende. Selskabet har en god løbende

indtjening. Men udvindingen af reserverne er temmelig kapitalkrævende og med lavere marginer end for mere tilgængelig produktion.

Petrobras har som følge af sin virksomhed et betydeligt investeringsprogram. Det bliver blandt andet finansieret af lånte penge såsom obligationer. Selskabet bliver lokalt betragtet som meget kreditværdigt og har national AAA-rating (S&P).

Den internationale rating er dog lavere, men fortsat investment grade (BBB hos S&P). Den lavere internationale rating skyldes simpelthen, at selskabet er hjemmehørende i vækstmarkedslandet Brasilien.

Samba i valsetakt

Petrobras har mange obligationer udstedt i USA i dollar. Dette er fordelagtigt, idet man som investor dermed bliver underlagt amerikansk lovgivning. Samtidig har

man mulighed for at købe obligationer i brasilianske selskaber og få fordel af de attraktive renter.

"Det er ikke usædvanligt, at store selskaber fra frembrydende markeder ønsker international finansiering," siger Tomas Nordbø Middelthon, som forvalter SKAGEN Credit. "Det rummer muligheder for os. Særligt når gældens markedspris ikke står i forhold til den risiko vi mener, vi løber ved en investering."

Petrobras har sagt, at målet er øget produktion og reduceret gæld i de kommende år. Risiko-niveauet vil dermed blive lavere. Det vil være fordelagtigt for obligationsejerne.

Konklusionen er altså, at det vil give god rente i forhold til risikoen for mislighold at låne Petrobras penge. Nedbringes gælden, vil risikoen blive yderligere reduceret. Igen til fordel for obligationsejerne.



Foto: David Reiser

For Johan Swahn er der ikke så stor forskel på at arbejde i Stavanger og i hans hjemby Göteborg. Suset fra havet og regnen er stærkere end fra finansverdenen begge steder. Der er ikke så meget, der distraherer. Det er lettere at gå sine egne veje.

Den, der arbejder mest, vinder

Den nye porteføljeforvalter Johan Swahn har allerede sat sit præg på SKAGEN Global-teamet.

– Anna Marcus

Kommunikationsrådgiver

Forenklet forklarer vi SKAGENS valuebaserede investeringsfilosofi på den måde, at målet er at betale 50 øre for en kr. Men SKAGEN Globals nye forvalter mener også, at det i nogle tilfælde kan være godt at købe tre kr. for to. Nogle kvalitetselskaber, som i øjeblikket fremstår dyre, vil antagelig blive endnu dyrere med tiden.

Swahn kalder disse selskaber for compounders, et begreb fra investeringsguden Warren Buffett. Compounders er selskaber, som i lange perioder har haft et usædvanlig godt kapitalafkast. De skaber akkumuleret værdi til aktieejerne over tid – i en slags renters rente-effekt. Et eksempel er medicinteknikselskabet Varian, som længe har været højt prisfastsat. Selskabets produkter vil sandsynligvis alligevel generere indtægter i lang tid fremover. En anden af Swahns ideer er den amerikanske tøj kæde Gap. Selskabet mener han har en lys fremtid, efter at det for nogle år siden lykkedes den nye adm. direktør at vende salgskurven. Gap øger nu sin tilstedeværelse i flere vækstlande.

Stille viden

– Som investor er jeg ekstremt faktabaseret. Det er let at stirre sig blind på analytikernes

indtjeningsprognoser. Og ofte rammer de helt ved siden af på længere sigt. Det interessante er at se på, hvad selskabet faktisk leverer, og selv indsamle data, siger han.

En dygtig investor må være bevidst om sine egne fordomme og den menneskelige psykologi. Vores hjerner snyder os. For eksempel er vi mere bange for at tabe ti kroner end glade for at tjene det samme beløb.

I analysefasen er det bedst at arbejde ud fra fakta og med en vis distance. Men i idefasen er erfaringens 'stille viden' – intuitionen – afgørende.

– Ideerne mangler ikke. Jo mere man læser, jo flere impulser. Hemmeligheden er at følge ideerne op. Verificere, holde sig orienteret om kontantflow, være opdateret om, hvad ledelsen foretager sig, ringe til kontakter. I den sidste ende er det den, der arbejder mest, der vinder.

Anderledes investeringsmiljø

For Swahn er der ikke så stor forskel på at arbejde i Stavanger og i hjembyen Göteborg. Der er ikke så meget, der distraherer. Det er lettere at gå sine egne veje.

Første dag i SKAGEN startede med et analysemøde, hvor forvalterne var samlet og talte om selskaber og aktiemarkeder med stor indlevelse. Mødet sluttede først, da diskussionerne klingede af ud på de små timer.

– Det er anderledes og sjovt. Det er ikke alle steder, man oplever en sådan glæde ved aktier, siger han.

OM JOHAN SWAHN

Begyndte på det nærmeste at læse økonomi i smug. Men efter at være hoppet fra sine 'rigtige' studier i journalistik og teknologi på Chalmers kom han ind på Handelshøjskolen i Göteborg. "Jeg indså, at finans er verdens sjoveste job."

Om jobbet i SKAGEN: "Det var en af mine kolleger på min tidligere arbejdsplads Stena, som så annoncen i Dagens Industri om den ledige stilling som senior porteføljeforvalter."

Hvorfor SKAGEN: "Jeg har altid haft tiltro til SKAGENS måde at gribe tingene an og har længe investeret mine egne pensionspenge i SKAGENS fonde. Vi har jo en fænomenal track record."

Om at pendle til Stavanger: "Takket være gode flyforbindelser fra Göteborg går det godt. Jeg arbejder særdeles intensivt de tre dage om ugen, jeg er i Stavanger. De to øvrige dage arbejder jeg på SKAGEN-kontoret i Göteborg og kan være tæt på min hustru og tre sønner (8, 4 og 2 år)."

Begyndte at arbejde i SKAGEN i marts.



Photo: Jiri Havran

17.

SEPTEMBER

Sæt kryds i kalenderen

Den 17. september kl. 18 inviteres SKAGENs investorer til ekstraordinært valgmøde og andelsejermøde i Stavanger Koncerthus.

Indkaldelse til ekstraordinært valgmøde

Agenda

- Valg af mødeleder og to investorer til at underskrive protokollen – til behandling
- Valg af et bestyrelsesmedlem til SKAGEN AS' bestyrelse – til behandling
- Valg af en suppleant til SKAGEN AS' bestyrelse – til behandling

Valgkomiteens indstilling og øvrig information vil blive offentliggjort på www.skagenfondene.dk i forkant af mødet.

Ønsker du at forhåndsstemme?

Investorer (som er investeret direkte via SKAGEN) kan afgive stemme på Min side (log ind via www.skagenfondene.dk) fra og med 1. september. Stemmer kan alternativt indgives på legal@skagenfondene.no eller til SKAGEN, postboks 160, NO4001 Stavanger. Forhåndsstemmer skal være SKAGEN i hænde senest 12. september. Beholdning pr. 12. september vil være afgørende for antal stemmer. Hvis du har afgivet forhåndsstemme, er det ikke nødvendigt at blive registreret ved ankomsten.

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. 12. september 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.

Indstilling til nyt bestyrelsesmedlem og/eller suppleant

Valgkomiteen søger bestyrelseskandidater, som kan nomineres til valget i forbindelse med andelsejermødet den 17. september. Hovedkriterierne for potentielle bestyrelseskandidater er:

- *Erfaring indenfor bestyrelsesarbejde i alderen 40-50 år*
- *God indsigt i og forståelse for opsparings- og kapitalmarkedet*
- *God ledererfaring og markedsorientering med forståelse for udvikling af kompetencer som forudsætning for at lykkes*
- *International forståelse, og gerne international erfaring*
- *Engageret med evnen og viljen til at bidrage til bestyrelsesarbejdet i SKAGEN*

SKAGEN ønsker en god balance mellem køn i bestyrelsen og søger fortrinsvis kvindelige kandidater.

Der stilles høje krav til bestyrelsen i SKAGEN i form af engagement både som aktiv deltager, men også som kontrolorgan i en stor international virksomhed.

Kandidatforslag skal sendes til leder af valgkomiteen Sigve Erland på sigve.erland@norsco.no eller Tone Willoch Rettedal på twr@skagenfondene.no senest den 10. august.

Andelsejermøde: etablering af institutionelle andelsklasser

SKAGEN ønsker at etablere andelsklasser tilpasset institutionelle investorer ved at ændre fondenes vedtægter. Vedtægtsændringerne skal behandles på andelsejermødet den 17. september.

Etableringen af institutionelle andelsklasser blev vedtaget af bestyrelsen den 12. juni i år. Ændringen gælder aktiefondene Vekst, Global, Kon-Tiki,

m² og obligationsfonden Tellus. De nye andelsklasser vil erstatte de nuværende rabatmodeller for institutionelle investorer i Kon-Tiki og Tellus.

Forudsat at etableringen bliver godkendt på andelsejermødet, vil ændringsforslaget efterfølgende blive sendt til det norske finanstilsyn for endelig godkendelse. Dato for ikrafttrædelse offentliggøres på www.skagenfondene.dk.

Nyt i porteføljeteamet

Erik Bergöö starter til september som porteføljeforvalter i SKAGEN Vekst og vil styrke det eksisterende SKAGEN Vekst-team bestående af seniorforvalterne Ole Søeberg og Geir Tjetland samt juniorforvalter Alexander Stensrud. Erik kommer fra en stilling som senioranalytiker i Danske Bank Market i København.

Peter Almström, forvalter i SKAGEN m², søger nye udfordringer og er stoppet i SKAGEN pr. 30. juni.

Introduktion

- › Verdensøkonomien peger opad, men vejen er ikke uden fartbump.
- › Andet kvartal var præget af store politiske begivenheder, blandt andet i Indien.
- › Husk, at stor politisk usikkerhed ofte producerer attraktive værdifastsættelser.
- › Der er færre billige selskaber, men stadig muligheder.



Foto: Bloomberg

Det indiske aktiemarked fortsatte at stige i forventning om, at valget af Narendra Modi som premierminister fører til nødvendige økonomiske reformer.

Et indholdsrigt kvartal

Lav volatilitet i globale finansmarkeder i andet kvartal gav indtryk af, at sommerferien begyndte tidligt. Men det har tværtimod været nogle indholdsrige måneder, især på det politiske plan.

De globale aktiemarkeder fortsatte deres opadgående bevægelse i andet kvartal med et afkast på 5,6 procent. Vækstmarkederne opnåede et højere afkast (+7,3 procent) end de udviklede markeder (+5,3 procent) – til forskel fra de foregående kvartaler og modsat, hvad avisoverskrifterne spåede i begyndelsen af året.

Opad, men med fartbump

I løbet af andet kvartal erfarede vi, at amerikansk BNP i årets første kvartal faldt med 2,9 procent fra sidste år. Faldet ligner umiddelbart et stort tilbageslag for amerikansk økonomi, men skal ikke fortolkes således. Det var en nedjustering fra tidligere estimater og skal primært tilskrives ekstremt vintervejr i USA. Efterfølgende målinger af industri, boligmarked og konsum tyder på, at aktiviteten fortsætter med at stige.

Konsumet i Japan faldt betydeligt i april, efter at merværdiafgiften blev sat op for første gang i 17 år (fra 5 til 8 procent). Forhøjelsen er en del af premierminister Abes plan om at forbedre statsfinanserne. Her ligger en af hans største udfordringer.

Japan skal både få orden i statsfinanserne og samtidig fart i den økonomiske vækst. Tiltag, som gavner den ene målsætning, for eksempel højere skatter, er ikke nødvendigvis gode for den anden. Indtil nu er der grund til forsigtig optimisme, efter at forbruget steg i maj, og regeringen fortsæt-

ter sit arbejde for strukturelle reformer. Et mere åbent arbejdsmarked, lavere selskabsbeskatning og bedre selskabsledelse vil være vigtige faktorer i fremskridtet.

Fra et investorsynspunkt bør man heller ikke glemme, at det er mindst en generation siden, at nogen virkelig har tjent penge i aktiemarkedet. Det tager tid, før holdninger ændres, og allokeringen til aktier er fortsat lav både hos private og institutionelle investorer. Men dette ser ud til at ændre sig.

Europæisk lavrenteklima

Den Europæiske Centralbank ECB var den første store centralbank, som introducerede negative indskudsrenter. Målet er at stimulere øget långivning og forbrug og dermed nå det erklærede inflationsmål på 'omkring 2 procent'. For at opfylde det bliver ECB sandsynligvis nødt til at følge op med en stærkere lud (se rentekommentaren side 30).

I periferien af Europa udstedte Grækenland sin første langsigtede statsobligation i fire år og blev positivt modtaget af investorerne. Renten på tiårig græsk statsgæld er nu faldet fra næsten 40 procent, da krisen var på sit højeste i efteråret 2011, til under 6 procent i dag.

Tilsvarende gælder for andre stater i periferien. Udviklingen er kommet investorer i SKAGEN Tellus til gode via inves-

teringer i græske, italienske, portugisiske og slovenske statsobligationer. At presset mindskes, og de økonomiske strømpile peger opad, er positivt. Vi havde dog gerne set, at reformviljen ikke bedøves af mindre pres på statsfinanserne.

I Afrika er det nu officielt, at Sydafrika ikke længere er Afrikas største økonomi. Efter at have revideret opgørelsesmetoder steg Nigerias økonomi (BNP) fra den ene dag til den anden med 89 procent til 510 milliarder USD.

Politiske begivenheder

Andet kvartal var politisk begivenhedsrigt. Det vigtigste var nok Narendra Modi og hans BJP-partis overlegne valgsejr i Indien. Modi gjorde som minister for delstaten Gujarat en stor indsats for at bekæmpe bureaukrati og bane vejen for økonomisk vækst. Ambitionen er at gøre det samme på nationalt plan. Den knusende valgsejr har givet ham et stærkt mandat, men det vil han også få brug for i et kulturelt og religiøst heterogent samfund med over 1,2 milliarder indbyggere.

Det indiske aktiemarked er steget 26 procent indtil nu i år, så forventningerne om reformer og økonomisk udvikling har sat sine spor i markedet. Det er så op til Modi og hans regering at levere.

Det var mindre positivt, at ANC-partiet vandt endnu en sejr i Sydafrika. Samfundet



Foto: Bloomberg

Amerikanske BNP-tal fra første kvartal viste en sammentrækning på 2,9 procent, et fald fra tidligere anslået minus 1 procent. Det dårlige vejr i store dele af USA havde en betydelig indvirkning på økonomien – forskellige indikatorer viser nu positiv aktivitet.

og økonomien døjer med høj arbejdsløshed og stor ulighed, og imens har præsident Jacob Zuma været indblandet i korrupsionsskandaler og anklager om misbrug af offentlige midler til eget luksusforbrug. ANC spillede en vigtig rolle under afskaffelsen af apartheid, men har ikke formået at levere de nødvendige reformer de seneste år.

Militæret tog magten i Thailand, men aktiemarkedet fortsatte ufortrødent opad. Statskuppet var det tolvte siden oprettelsen af det konstitutionelle monarki i 1932 og er sådan set 'business as usual'.

Vi blev også vidne til en bekymrende udvikling i Mellemøsten, hvor ISILs militante islamister tog kontrol over vigtige landområder i Irak og Syrien. Ud over politiske og sociale konsekvenser kan en yderligere eskalering få betydning for olieprisen. Irak er nemlig OPECs næststørste olieproducent med over 3 millioner tønder om dagen.

Fokus på selskaber

I SKAGEN fokuserer vi på selskaberne. Det er trods alt dem og ikke stater eller markeder, der til syvende og sidst skaber værdier

til aktionærerne. Men det miljø, et selskab opererer i, har selvfølgelig betydning for udviklingen som helhed.

At principperne for en retsstat overholdes, og at det ikke er for besværligt at søge om tilladelser eller bygge nye fabrikker, er vigtige faktorer i selskabers langsigtede udvikling. Det har således stor betydning, at politikere, især i vækstmarkederne, griber chancen for at bane vejen for vækst og velstandsudvikling og ikke fokuserer på egen berigelse. Derfor er vi glade for, at Modi vandt i Indien og mindre optimistiske på Sydafrikas vegne, så længe Zuma sidder ved magten.

Man må samtidig huske på, at områder med politisk usikkerhed ofte producerer attraktive værdifastsættelser, som langt hen ad vejen opvejer den politiske risiko. Man må derfor være pragmatisk i investeringsbeslutningerne. Det forsøger vi hele tiden at være i SKAGEN.

Færre billige selskaber, men muligheder

Bullmarkedet på mange af verdens børser har nu været i over fem år, og det toneangivende S&P-indeks er cirka tredoblet siden bunden i foråret 2009. I denne periode har

vi været vidne til en likviditetstilførsel, som savner sidestykke i finanshistorien. Priserne på aktiver er drevet op – ikke fordi det har været et mål i sig selv – men fordi centralbankerne mener, at den velstandseffekt, som opstår, når aktier og ejendom stiger i værdi, vil føre til øget forbrug og dermed økonomisk vækst.

Volatiliteten er faldet i den seneste tid, og investorerne er generelt optimistiske. Opkøbs- og fusionsaktiviteten er tilbage på det højeste niveau siden 2007, og en stadig større del af de nye børsselskaber har aldrig tjent penge. Aktier (især amerikanske) var meget billige for fem år siden, men det er de ikke længere.

Det betyder ikke, at den store korrektion er lige om hjørnet. Der er stadig et stykke vej, til vi når fordums ekstreme excesser, som markedstoppe ofte er kendetegnet ved. Renteniveauet er fortsat meget lavt, og obligationer og kontanter virker ikke specielt attraktive i forhold til aktier.

Faren er dog, at man baserer langsigtede investeringsbeslutninger på verden, som den ser ud her og nu, og ikke på, hvordan den vil være i fremtiden. Ameri-



Foto: Heineken

Du høster, hvad du sår. Heineken – en investering i SKAGEN Kon-Tiki – har benyttet lejligheden i det lave renteklima til at optage et 30-årigt lån med en rente på 2,56 procent. På billedet ses bygmarker i Mexico, hvis høstudbytte forarbejdes til øl.

kanske selskabsmarginer er på rekordhøje niveauer, og renteniveauet er rekordlavt.

Hvad hvis dette bliver normaliseret, eller centralbankerne ophører med at stimulere markedet?

I sådanne tider kan det være en god ide at huske på den gamle læresætning og universelle sandhed "This too shall pass" – også dette vil gå over.

Men nu til det vigtigste. I SKAGEN bryder vi os ikke om og bruger kun et minimum af energi på spådomme om markedet. Selskaberne er i fokus, og vi fortsætter vores arbejde med at finde selskaber, der vil gøre det bedre end konkurrenterne i både gode og dårlige tider.

Udnytter billig finansiering

Lave renter giver selskaberne valgmuligheder. Udnytter de lavrenteklimaet til at blive billigt finansieret på lang sigt, eller læsser de gæld på – gerne med kortere varighed? Førstnævnte mulighed baner vejen for godt fremtidig afkast, men medlemmer af sidstnævnte klub kan hurtigt få en kold dukkert, når renterne begynder at stige.

SKAGEN Kon-Tikis investering Heineken hentede i kvartalet 100 millioner euro

med en løbetid på 30 år. Renten var kun 2,56 procent og dermed lavere end for de allerfleste stater. Det kan vi som investorer godt lide at se.

Et centralt element i den senere tid har været den væsentlige diskrepans i værdifastsættelsen på tværs af markeder og indadtil i markeder. Enkelte sektorer er populære, mens andre til dels ligger på lave niveauer. Det samme gælder lande og regioner og svarer til, hvad vi har set i vækstmarkederne, i Japan og i forholdet mellem USA og Japan de seneste par år.

Udmærket udgangspunkt

En sådan situation skaber muligheder for aktieplukkere, hvilket igen reflekteres i SKAGENs porteføljer. Selskabsvalgene er ofte forskellige, men alle porteføljerne har tilfælles, at de består af gode selskaber, som handles til en betydelig rabat vis-a-vis deres respektive referenceindekser.

Høj kvalitet og rabatpriser er som bekendt et godt udgangspunkt for en god handel og efterfølgende afkast. God sommer!

SKAGEN Kon-Tiki

- › En række upopulære selskaber blev genopdaget.
- › Selskaberne har generelt set leveret noget bedre resultater end i 2013.
- › De balanceproblemer, som mange opfattede i vækstmarkedsøkonomierne, ser nu ud til at være løst som følge af opstramninger og valutakorrektioner.

Bedste kvartal længe

SKAGEN Kon-Tiki oplevede et rigtig godt andet kvartal, faktisk det bedste kvartal i knap fire år. Det førte til, at fonden mere end genvandt tabt terræn fra første kvartal, både absolut og relativt.



Foto: Bloomberg

En række upopulære selskaber blev genopdaget i andet kvartal, herunder russiske Gazprom. Vi har reduceret vores beholdning i selskabet, som nu udgør under én procent af porteføljen. På billedet ses detaljer fra et af selskabets gasledninger fra stålværket i russiske Vyksa.

Udviklingen fulgte af mindsket geopolitisk uro samt en noget mere balanceret udvikling i en række af vækstmarkederne. Nyt politisk momentum efter valget i Indien og stabilisering i Tyrkiet førte sammen med udviklingen i Rusland disse tre lande op i front blandt de 10 bedste markeder i andet kvartal.

Upopulære selskaber blev genopdaget

Samtidig med at vi oplevede god medvind,

gav vores store poster i præferenceaktier i de to store koreanske selskaber Hyundai Motor Company og Samsung Electronics et fortsat godt bidrag til afkastet i perioden. Samsung havde aftagende momentum på mobiltelefoner – det blev modvirket af forventninger om en forbedret selskabsledelse i forbindelse med generationsskift i de dominerende ejerfamilier. Vi reducerede begge poster moderat i perioden af hensyn til regler om risikospredning i fonden.

AFKAST	ÅR TIL DATO*	5 ÅR*
SKAGEN Kon-Tiki	6,6%	13,3%
MSCI EM	6,7%	9,7%

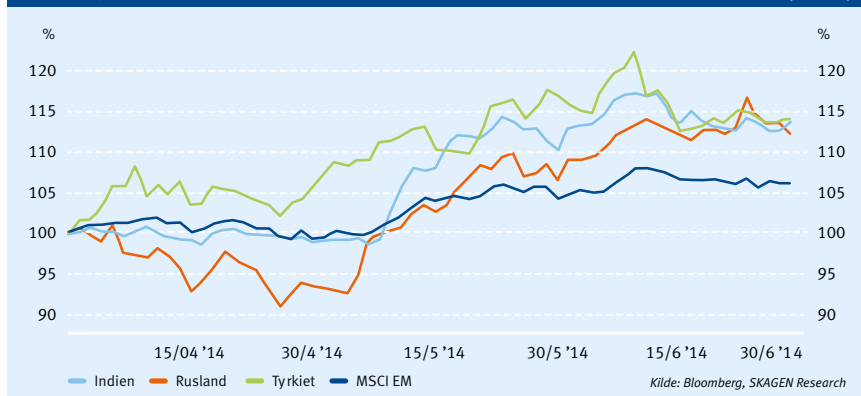
Pr. 30. juni 2014



Porteføljeformidlere

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

INDIEN, TYRKIET OG RUSLAND VERSUS MSCI EMERGING MARKETS-INDEKSET (I DKK)



Kilde: Bloomberg, SKAGEN Research

Virkningerne af formindsket politisk usikkerhed kan ses i udviklingen i Indien, Tyrkiet og Rusland. De tre markeder har klaret sig bedre end det generelle vækstmarkedsindeks efter valg og reduceret spænding i andet kvartal.



Foto: Bloomberg

Det franske multiformat dagligvarelskab **Casino Guichard** er et nyt selskab i porteføljen. Navnet stammer fra grundlæggeren Geoffroy Guichard, som i 1892 startede sin første købmandsforretning i lokalerne fra en tidligere teaterrevy, på fransk *casino lyrique*. I dag kommer 60 procent af virksomhedens omsætning fra Brasilien, Colombia, Afrika og Asien.

De tre foregående måneder var kendetegnet ved, at en række upopulære selskaber blev genopdaget. State Bank of India blev absolut vinder; det gjaldt også Gazprom og VTB bank. Vi benyttede lejligheden til at reducere hver af de to sidstnævnte med under 1 procent i porteføljen. Også upopulære selskaber som LG Electronics, sidste års nye Marfrig og russiske X5 gav et rigtig godt afkast i kvartalet.

På den negative side bemærker vi Great Wall Motors, som igen måtte udsætte lanceringen af sin vigtige H8-model. Vi noterede os ligeledes et svagt kvartal for den brasilianske retailbank Banrisul og et fald for egyptiske OCI NV.

Mindre modvind

Ellers var der kun lidt at bekymre sig over. Selskaberne har generelt leveret noget bedre resultater end i 2013. Vi lægger især mærke til, at der nu generelt er marginstabilisering blandt selskaberne i de globale vækstmarkeder efter en periode med faldende marginer.

Denne udvikling har ført til, at vi i løbet af perioden øgede posterne i Bharti Airtel,

Lenovo, Vale, AirAsia, GCL-Poly og Yingli Solar væsentligt. Her er det værd at pointere, at selskaberne havde et generelt svagt kvartal som følge af lavere kinesisk aktivitet end ventet, men at vores langsigtede tese stadig holder.

Vi bemærker også, at europæiske selskaber med betydelige aktiviteter i globale vækstmarkeder fra og med dette kvartal vil få mindre modvind fra valutaændringer, end de fik i 2. halvår 2013. Vi har derfor øget den hollandske bryggerigigant Heineken væsentligt. Desuden har vi taget Casino Guichard ind. Selskabet er et fransk multiformat dagligvarelskab med 60 procent af salget i Brasilien, Colombia, Afrika og Asien.

SKAGEN Kon-Tiki har også solgt sig ud af Ericsson Nikolai Tesla i Kroatien, Pacific Drilling og TSKB bank i Tyrkiet i løbet af perioden. Vi købte, i samarbejde med Norfund, en 9,9 procents andel i Norfinance, som skal udvikle finanssektoren i Afrika. Der blev også investeret i dagligvarelskabet Massmart i Sydafrika. Dette selskab er Walmarts redskab i det afrikanske marked.

En væsentlig del af midlerne fra salget af russiske VTB bank og Gazprom blev investeret i Moscow Stock Exchange, som blev en god bidragyder, i takt med at den politiske risiko synes noget mindre.

Solopgangens rige

Efter to årtier med solformørkelse står vi nu formentlig foran lysere tider. Vi øgede vores eksponering mod Japan til over to procent af fonden.

Den japanske statsminister Shinzo Abe har, siden han tog over i 2012, arbejdet på at vende udviklingen i landet. Han introducerede det, som populært kaldes Abeonomics, og som bygger på finanspolitisk stimulans, pengepolitiske lempelser og strukturelle reformer. Det ser nu ud til, at også de strukturelle reformer er på vej. Selv om det japanske aktiemarked var det svageste af de større markeder i første halvår, melder selskaberne om bedre indtjening end ventet.

I global sammenhæng er japanske aktier lavt prisfastsat. Og vi har især valgt selskaber med vellykkede forretnings-



Foto: Bloomberg

Vi har øget vores eksponering mod Japan, som nu udgør to procent af fonden. Japans premierminister Shinzo Abe (billedet) har, siden han blev premierminister i 2012, indført en række finanspolitiske stimuli, pengepolitiske lempelser og struktur-reformer for at vende udviklingen i landet. Det ser nu ud til, at også de strukturelle reformer er kommet i gang.

modeller, som virker i de globale vækstmarkeder. Eksempler er SBI Holding og FamilyMart. Nyt selskab er desuden den kapitalstærke producent Hitachi, som er under omstrukturering.

Globale vækstmarkedsselskaber blev dømt nede og ude ved indgangen til 2014. Sådan gik det ikke, selv om svingningerne var betydelige i første kvartal. I andet kvartal aftog de.

SKAGEN KON-TIKI 2. KV. 2014 (MIO. NOK)

5 største positive bidragydere

Hyundai Motor Co	702
State Bank of India	566
Sistema Jsc GDR	555
Samsung Electronics Co Ltd	323
Haci Omer Sabanci Holding AS	268

5 største negative bidragydere

Great Wall Motor Co Ltd	-442
ABB Ltd	-81
Banco Do Estado Rio Grande Do Sul SA	-77
OCI NV	-59
Norwegian Air Shuttle ASA	-52

5 største køb

Bharti Airtel Ltd	394
Heineken NV	254
Hitachi Ltd	254
SBI Holdings Inc	223
Lenovo Group Ltd	214

5 største salg

VTB Bank Ojsc	-393
State Bank of India	-350
Gazprom Oao	-240
Samsung Electronics Co Ltd	-137
Hyundai Motor Co	-118

NØGLETAL FOR DE STØRSTE POSTER I SKAGEN KON-TIKI (PR. 30.06.2014)

Selskab	Postens størrelse	Kurs	P/E 2014E	P/E 2015E	P/B	Upside
Hyundai Motor Co	8,8%	151.500	4,6	4,1	0,7	210.000
Samsung Electronics	7,3%	1.060.000	5,2	4,9	1,0	1.500.000
Sistema	3,4%	31,00	6,6	7,7	1,4	35
State Bank of India	3,0%	2.686,00	14,9	10,7	1,4	3.600
Great Wall Motor	2,8%	29,00	8,3	6,5	2,4	55
AP Møller-Maersk	2,8%	13.530,00	15,2	11,9	1,4	15.000
Bharti Airtel	2,7%	336	47,9	14,0	2,2	450
Mahindra & Mahindra	2,5%	1.147,00	15,3	12,7	2,9	1.500
Sabanci Holding	2,5%	10	11,7	7,1	1,2	12
Heineken	2,2%	52,00	22,1	15,9	2,6	66
ABB	2,2%	154,00	19,5	17,1	2,8	190
Vale	2,1%	26,00	4,6	4,7	0,9	50
Top 12 vægtet	42,3%		7,5	6,5	1,2	
Top 35 vægtet	68,6%		9,0	7,8	1,2	
Vækstmarkedsindeks			12,4	11,6	1,5	

P/E kan afvige fra andre kilder, da den er baseret på SKAGENS estimater

Opsvinget breder sig

Halvåret var skuffende, set i forhold til de forventninger om højere vækst, vi så ved indgangen til 2014. Men det er værd at bemærke, at resten af året ser noget bedre ud.

Det økonomiske opsving ser ud til at brede sig i Europa. Kina er angiveligt i et mere stimulerende modus end for et halvt år siden, og væksten i USA er i god gænge efter en hård vinter.

Centralbankerne er fortsat i det stimulerende hjørne, og renteniveauet ser ud til at forblive lavt, så længe inflationen forbliver lav. Balanceproblemerne, som mange opfattede i vækstmarkedsøkonomierne, ser nu ud til at have rettet sig som følge af opstramninger og valutakorrektioner.

Der er dermed igen rum for rentesænkninger i dele af de globale vækstmarkeder.

Fortsat god rabat

Siden vi hverken er politiske kandestøbere eller specielt dygtige til at gætte valutakurser, lytter vi i første række til selskaberne. Hvilke problemer har de, hvilke vurderinger har de, og hvilke muligheder foreligger i deres univers? Dette bestemmer i første række sammensætningen af porteføljen. Derefter balancerer vi risiko ved at have en fornuftig fordeling mellem lande og sektorer.

Stemningsskiftet i Indien var særligt vigtigt. En stærk majoritetsregering er nu i gang med at reformere økonomien. En væsentlig del af landerisikoen er derfor taget ud af markedet, og vi har generelt øget vores targetkurser med 20-25 procent.

Ved indgangen til sommeren er SKAGEN Kon-Tikis portefølje vurderet til otte gange den estimerede indtjening i 2014 og 1,2 gange værdien af den bogførte egenkapital. Som sædvanligt er rabatten god i forhold til indekset. Det vægtede kurspotentiale er 38 procent over to år, hvorefter porteføljen nu vil være prisfastsat på linje med MSCI Emerging Markets-indekset.

En lavere tilførsel af kapital de seneste år har uventet medført, at bedre selskabsledelse igen kommer i højsædet. En stærkt forbedret prisfastsættelse af en række af vores upopulære selskaber kan blive resultatet. Alligevel tager vi endnu ikke forskud på et lykkeligt comeback for perioden 2003 til 2007.

SKAGEN Global

- › Investorerne har fundet tilbage til vækstmarkederne.
- › Indtjeningsvæksten i år vil overgå sidste år.
- › Der er grundlag for en yderligere stigning i fonden.
- › SKAGEN Global havde en god udvikling i andet kvartal.

AFKAST	ÅR TIL DATO*	5 ÅR*
SKAGEN Global	6,7%	15,9%
MSCI AC	6,8%	14,6%

Pr. 30. juni 2014



Porteføljeformidlere

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

Et godt kvartal

Vi skrev i forrige markedsrapport, at et stemningsskift omkring investorernes holdning til vækstmarkederne kunne være på trappene. Vækstmarkederne havde de seneste 12 måneder udviklet sig betydeligt dårligere end markederne i USA, Europa og Japan.

I løbet af andet kvartal så vi, at pengestrømmene fra de internationale investorer fandt tilbage til vækstmarkederne. Børsudviklingen i en del af disse vækstmarkeder var bedre end i det globale aktiemarked generelt.

30 procent af SKAGEN Globals midler er anbragt i selskaber med hovedbørsnotering i vækstmarkederne. I 2013 og de tre første måneder i år virkede børsnoteringen hæmmende. Men den bidrog samtidig til merafkastet i andet kvartal.

Fokus på enkelt-selskaber

De seneste år har aktiemarkederne været styret af makrotrends. Det har betydet en høj korrelation mellem industrier og enkelt-selskaber. I år har vi til gengæld oplevet, at markedet igen er blevet mere fokuseret på udviklingen i det enkelte selskab. Med positiv effekt, ser det ud til, også for vores porteføljeselskaber.

Alle de tre største negative bidragydere i kvartalet rapporterede skuffende resultater i første kvartal. Akzo Nobel rapporterede om lavere salg af maling end forventet. Shippingselskabet Stolt-Nielsen kom til at mærke de kolde vintre i USA, med negativ virkning. Banrisul rapporterede lavere indtjening end forventet fra sin brasilianske bankvirksomhed. Aktiemarkedet gav dem alle en velfortjent straf.

Samsung Electronics blev bedste bidragyder i absolutte termer. Det gjorde

først og fremmest udslaget, at den koreanske won blev styrket mod norske kroner.

Samsung forsvare sin position

Forventningerne til selskabets indtjening er aftaget en del på det seneste. Det skyldes forventninger om reducerede marginer inden for smartphones. Vi forventer også, at marginerne inden for telefoner vil falde. Men højere lønsomhed inden for tabletter og komponentproduktion vil delvis kompensere herfor.

Vi mener stadig, at vi kan forsvare Samsung Electronics' plads i porteføljen, selv uden indtjeningsvækst i år. Kursen på præferenceaktierne reflekterer knap nok den bogførte egenkapital, og forrentningen på egenkapitalen er på næsten 20 procent. Altså er der stadig 'value for money'. Og noget af den svulmende kontantbeholdning vil forhåbentlig snart tilflyde aktionærerne som udbytte eller tilbagekøb af aktier.

Energisektoren var SKAGEN Globals bedste enkeltsektor i andet kvartal. Baggrunden var, at oliepriserne steg, indtjeningsudsigterne for olieserviceselskaberne i USA (Weatherford og Baker Hughes) blev forbedret, og at kursen på russiske aktier steg generelt.

Vores russiske aktier blev influeret af begivenhederne i Ukraine. En stor del af den dårlige udvikling i kvartalet blev derved rullet tilbage.

SKAGEN KON-TIKI 2. KV. 2014 (MIO. NOK)

5 største positive bidragydere	5 største køb
Samsung Electronics Co Ltd 290	Gap Inc/The 525
Weatherford Intl Ltd 230	Lenovo Group Ltd 354
China Unicom Hong Kong Ltd 198	American International Group Inc 197
American International Group Inc 169	Varian Medical Systems Inc 144
State Bank of India 168	Koninklijke Philips NV 144
5 største negative bidragydere	5 største salg
Stolt-Nielsen Ltd -52	Kyocera Corp -549
Akzo Nobel NV -42	Tyco International Ltd -366
Banco Do Estado Rio Grande Do Sul SA -38	ADT Corp -224
Renault SA -37	State Bank of India -219
Vimpelcom Ltd -31	Tesco Plc -207

Skjorter og computere

Den amerikanske tøjkæde Gap fandt vej til porteføljen i kvartalet som nyt selskab. Selskabet har en imponerende forhistorie, men det har dog knebet med væksten de senere år.

Gap har været inde i en omstrukturingsperiode. Vigtige tiltag har været, at urentable butikker er blevet nedlagt, omkostninger reduceret, og varestrømmen til butikkerne optimeret. Det har givet højere indtjeningsmarginer. Selskabet er dog ikke blevet belønnet i aktiemarkedet.

Selskabet er værdifastsat til 13 gange indtjeningen i indeværende år. Det synes vi er attraktivt for et selskab, som har været inde i en længere konsolideringsperiode. Forhåbentlig vil Gap igen komme til at fremstå som vækstgenerator.

Kinesiske Lenovo er verdens største pc-producent og også nyt selskab i porteføljen. Selskabet har vist en imponerende vækst efter købet af IBM's pc-division i 2005. Pc-markedet oplever en strukturel nedgang. Alligevel har Lenovo været i en periode med lønsom vækst. Ambitionen er at gentage dette i markedet for smarttelefoner og tabletter, og her vokser selskabet i øjeblikket betydeligt.

Lenovo købte tidligere i år også IBM's serverdivision. Det solide fodfæste i Kina gør det dermed muligt at vokse i det kinesiske marked. Selskabet er værdifastsat til 15 gange forventet indtjening i 2015. Det synes vi ikke er højt, selskabets markedsposition i Kina taget i betragtning. Den danner grundlag for yderligere vækst i flere og flere nye produktområder.

Ud med alarmer, mad og keramik

Både ADT, Tesco og Kyocera blev solgt ud af porteføljen i kvartalet.

For de to førstes vedkommende var forudsætningerne for vores investeringshypotese ikke længere opfyldt. ADT har mødt øget konkurrence i det amerikanske marked for alarmer. Nye aktører æder sig ind på markedsandelene. Flere og flere kunder forlader selskabet, som nødsages til stadigt større investeringer for at tiltrække nye kunder.

Fødevarekæden Tesco har modgang både i hjemmemarkedet Storbritannien og internationalt. Både omsætning og marginer har faldende tendens. Butiksformerne imødekommer næppe kundernes behov, og ikke meget tyder på, at udviklingen vil vende.

SINGING CORDS.

© The Gap Stores Inc. 1978

If you're tired of looking for the lost cord, think the Gap. We got more of the styles, sizes and colors you want. Big names like Levi's® and Gap give you something to sing about.

the gap®

Gap handlede om denim og musik. Og "Pants and Discs" var faktisk oppe og vende som navn for mærket, da visionen var at være en butik, der solgte Levi's og plader – to eftertragtede "must haves" til datidens ungdom. Som en hyldest til "Gap-generationen" navngav virksomhedens grundlæggere Donald og Doris Fisher i stedet selskabet The Gap. Gap har brugt år på omstrukturering, omkostningsreducering og forbedrede marginer – efter vores mening er dette ikke afspejlet i den nuværende aktiekurs.

Foto: Gap

Elektronik- og keramikselskabet Kyocera har været en fast bestanddel af SKAGEN Globals portefølje en del år. Vi har nu solgt selskabet fra. Grunden er, at vi ikke ser tilstrækkelige katalysatorer for omvurdering de kommende år, da indtjeningsvæksten forekommer lav.

Kyocera har betydelige værdier i kontanter og aktier i andre selskaber, og kapitalstrukturen virker fastlåst. Det vil sandsynligvis også være tilfældet i fremtiden, selv om selskabet er værdifastsat med rabat i forhold til substansværdierne.

En del af vores selskaber har været inde i en periode med god kursudvikling. De nærmer sig deres kursmål. Dvs. det vi har argumenteret for er deres fundamentale værdi. Vi har derfor reduceret Tyco og Oracle betydeligt i kvartalets løb. Også posterne Weatherford og Nordea er blevet mærkbart barberet efter en periode med betydelig positiv revurdering.

Indtjeningsvæksten i år vil overgå 2013

Første kvartals resultatsæson var i store træk tilfredsstillende for os. En række positive overraskelser indløb. Selskaberne rapporterede om bedre indtjening, end både vi og markederne havde forventet. Baker Hughes, Microsoft, Comcast, China Unicom, AIG, State Bank of India, Hannover Re og Norsk Hydro er alle eksempler på selskaber, som har leveret bedre end den forventede indtjening. De blev alle belønnet med god kursudvikling oven på rapporteringen.

Markedet oplevede de to foregående år det, som på fagsprog kaldes multipel-ekspansion – altså at aktiers værdifastsættelse stiger generelt i forhold til den løbende indtjening. En sådan udvikling vil på et eller andet tidspunkt ophøre. En forudsætning for et godt aktiemarked i den kommende tid vil derfor være højere indtjeningsvækst.

2014's indtjeningsvækst ser indtil nu ud til at overstige 2013. Vores selskaber rummer flere eksempler på, at indtjeningsvæksten er gået i vejret som følge af bedre konjunkturer og forbedringer internt i selskaberne.

Fondens selskaber er lavere prisfastsat end markedet generelt. Det betyder dog ikke, at indtjeningsvæksten er fraværende. Konsensusestimater peger på, at porteføljeselskaberne vil få en indtjeningsvækst på ca. 10 procent i 2015.

Vi mener, at indtjeningsestimaterne i

mange tilfælde er lige konservative nok. De 35 største poster i SKAGEN Global er værdifastsat til 9,6 gange forventet indtjening i 2014 og 8,7 gange forventet indtjening i 2015.

Ingen grund til højdeskræk

Prisfastsættelsen ligger en del over sidste år, og fondskursen har nået nye højder. Alligevel mener vi ikke, at der er grund til højdeskræk.

Man bør dog huske på, at markedsudviklingen generelt ikke forhindrer korrektioner. Svingningerne i aktiemarkedet har de seneste to år været usædvanligt lave.

Det er ikke en udvikling, som vil fortsætte i det uendelige.

Vi tør dog ikke spå om, hvornår korrektionen kommer, og hvad der vil udløse den. Men at der også kommer korrektioner i fremtiden, anser vi for altovervejende sikkert.



Foto: Lenovo

Lenovo, verdens største pc-producent, er en ny investering i andet kvartal. Virksomheden oplever god vækst i smartphones og tablets. Selskabet er værdifastsat til 15 gange forventet indtjening i 2015 og er med vækstpotentiale i Kina attraktivt.

NØGLETAL FOR DE STØRSTE POSTER I SKAGEN GLOBAL (PR. 30.06.2014)

Selskab	Postens størrelse	Kurs	P/E 2014E	P/E 2015E	P/B	Upside
Samsung Electronics	7,7%	1.060.000	5,7	5,5	1,0	1.500.000
Citigroup	5,2%	47,1	10,1	8,7	0,7	75
AIG	3,3%	54,6	12,3	10,9	0,8	70
Nordea	2,4%	94,3	11,6	10,7	1,5	105
Gazprom	2,2%	8,7	2,8	3,1	0,4	12
Renault	2,2%	66	8,9	6,7	0,8	80
Microsoft	2,2%	41,7	15,4	14,4	3,9	45
Teva	2,0%	52,4	11,1	10,8	1,9	65
China Unicom	2,0%	12	17,6	14,7	1,0	17
LG Corp	2,0%	62.500	10,6	9,3	0,9	100.000
Top 10 vægtet	31,3%		7,8	7,3	0,9	
Top 35 vægtet	63,7%		9,6	8,7	1,1	
Verdensindeks			15,4	13,8	2,1	

P/E kan afvige fra andre kilder, da den er baseret på SKAGENs estimater

SKAGEN Vekst

- › Fonden satte kursrekord midt i juni.
- › Stærk opkøbsaktivitet og lav volatilitet i markederne.
- › Råvarer og olie var mellem kvartalets bedste bidragydere.

Et kvartal til rekordbøgerne

Rekordhøj opkøbsaktivitet i de globale markeder og kursrekord for SKAGEN Vekst prægede andet kvartal. Også den rekordlave volatilitet i markederne spillede ind.

SKAGEN Vekst ramte sin hidtil højeste kurs, kurs 1753, i midten af juni. Kursen var stort set tilbage på dette niveau ved udgangen af måneden. Kvartalet var i flere henseender et rekordkvartal. SKAGEN Vekst endte alligevel på et absolut afkast på 3,7 procent. Det var betydeligt svagere end vores referenceindeks, som steg 6,6 procent i kvartalet. Kursen er indtil nu i år på 8,7 procent, 0,3 procent bedre end referenceindekset.

procent i kvartalet. Derefter kom Danmark (+5,5 procent) og Finland (+3 procent). Stockholmbørsen oplevede et fald på 1,9 procent i andet kvartal.

Mere at hente

Norsk Hydros aktiekurs har bevæget sig støt opad siden november i fjor. Det brasilianske råvareselskab Vale solgte her sin post i selskabet for 25 kroner pr. aktie. Vi benyttede lejligheden til at fordoble beholdningen i Norsk Hydro. Hydro-aktien er steget 28 procent, efter at Vale solgte fra. Prisfastsættelsen begynder nu at nærme sig selskabets bogførte værdier.

Vi tror fortsat på, at der er mere at hente; markedsbalancen er forbedret, og vi forventer stigende aluminiumpriser. Bauxiteeksporten fra Indonesien er gået fuldstændig i stå og har ændret udbudet. Den øgede efterspørgsel på aluminium er blandt andet drevet af de globale bilproducenter. Forholdene som helhed vil kunne forbedre Norsk Hydros indtjening i den kommende tid, i og med at selskabet har omkring 80 procents eksponering mod aluminium og aluminiumprodukter.

Mod slutningen af kvartalet så vi desuden en transaktion i den store størrelsesorden inden for nordisk vandkraft.

Stærke tal

De globale aktiemarkeder har indtil nu i år været præget af meget stor opkøbsaktivitet, der samlet beløber sig til 1,7 trillioner dollar. Det er 75 procent højere end på samme tid sidste år og det højeste, vi har set siden 2007. Markedet fortsætter samtidig med at stige i et klima med lav volatilitet. Volatiliteten i første halvår ligger på det laveste niveau siden foråret 2005. Høj aktivitet omkring opkøb og en kaskade af børsintroduktioner er ofte tegn på, at markederne er ved at tabe pusten fra top-niveauet. Den meget lave volatilitet har dog historisk givet godt afkast i markedet. De nordiske markeder har udviklet sig ret forskelligt i løbet af kvartalet. Norge har klaret sig bedst med en stigning på 7,8

AFKAST	ÅR TIL DATO*	5 ÅR*
SKAGEN Vekst	8,2%	12,7%
MSCI AC/OSEBX	7,9%	18,5%

Pr. 30. juni 2014



Porteføljeformålere

Geir Tjetland, Ole Sjøberg og Alexander Stensrud (junior porteføljeformålere, 1-årig kontrakt).

NØGLETAL FOR DE STØRSTE POSTER I SKAGEN VEKST (PR. 30.06.2014)

Selskab	Postens størrelse	Kurs	P/E 2014E	P/E 2015E	P/B	Upside
Samsung Electronics	7,5%	1.060.000	5,3	5,0	1,0	1.500.000
Royal Caribbean Cruises	7,1%	56	14,8	12,4	1,4	75
Teva Pharmaceutical	5,5%	52	38,8	26,2	1,9	65
Norsk Hydro	5,4%	33	7,1	7,1	0,9	42
Continental	4,8%	169	13,4	11,6	3,6	225
Danske Bank	3,6%	154	13	10,6	1,1	185
Philips	3,4%	23	15	12,5	1,9	40
Kia Motors	3,4%	56.600	5,9	5,3	1,3	105.000
Norwegian Air Shuttle	3,4%	201	10,1	5,0	3,3	340
Statoil	3,0%	188	12,6	12,2	1,6	200
Top 10 vægtet	44,2%		10,6	8,6	1,27	
Top 35 vægtet	84,8%		10,4	8,3	1,58	
Referenceindeks			17,5	16	2,11	

P/E kan afvige fra andre kilder, da den er baseret på SKAGENS estimater



Foto: Bloomberg

Norsk Hydro har været en af vinderne i porteføljen i andet kvartal. Aktiekursen er steget støt siden november sidste år, og siden da har vi fordoblet vores beholdning. Vi tror, der er endnu mere at hente og forventer højere aluminiumspriser fremadrettet.

Statkrafts salg af vandkraftproduktion i Finland bekræfter, at Norsk Hydros vandkraftproduktion på knap 10 TWh står til en værdi af 37 milliarder norske kroner, eller 18 kroner pr. aktie.

Omkostningsreduktion giver resultater

Statoilaktien har været en god bidragyder til fonden med en stigning på 28 procent indtil nu i år og 9,3 procent i andet kvartal. Både Statoil og andre olieselskaber har udmeldt ændringer i retning af reducerede omkostninger og forbedret kapitalafkast.

De blev godt betalt i form af en kursstigning. Vi valgte at reducere vores position i Statoil en del i løbet af kvartalet.

Den koreanske teknologigigant Samsung blev endnu en gang en god bidragyder. Grunden er til dels markedets spekulationer omkring et kommende generationsskifte hos familien, som ejer selskabet. Spekulationerne går på, om selskabet vil blive omstruktureret for at reducere arveafgiften. Frygt for lavere salg af smartphones påvirkede aktien negativt ved kvartalets slutning.

Cruise og bank

Også Royal Caribbean Cruise bidrog igen positivt. Prisudviklingen har været en del svagere indtil nu i år, end vi havde forventet. Men der er lys i horisonten. Først og fremmest en ny kurs hos markedslederen Carnival – i forbindelse med andet kvartals rapport fastholder selskabet, at priserne skal holdes oppe på bekostning af belægningen. Vi ser samtidig, at både RCL og Carnival flytter kapacitet fra Asien til Caribien. Her er priserne svage på grund af stor overkapacitet.

Den russiske bank Sberbank havde ligesom de fleste andre russiske aktier en svag udvikling i foråret. Aktien er de seneste to måneder steget 22 procent og handles dermed på niveauer fra før Ukraine-krisen. Banken er i øjeblikket prisfastsat til bogført værdi. Egenkapitalen forrentes med omkring 20 procent og giver 4,5 procent i udbytte. Alt i alt er Sberbank derfor stadig en god investering.

Norwegian svagere

Flyselskabet Norwegian blev en stor nega-

SKAGEN VEKST 2. KV. 2014 (MIO. NOK)

5 største positive bidragydere

Statoil ASA	53
Norsk Hydro ASA	52
Samsung Electronics Co Ltd	47
Royal Caribbean Cruises Ltd	31
Kinnevik Investment AB	26

5 største negative bidragydere

Norwegian Air Shuttle ASA	-75
Stolt-Nielsen Ltd	-16
Sodastream International Ltd	-15
Volvo AB	-11
Rec Silicon ASA	-10

5 største køb

Koninklijke Philips NV	222
Teliasonera AB	112
Carlsberg AS-B	93
Volvo AB	69
Oriflame Cosmetics SA	68

5 største salg

Orange	-181
Statoil ASA	-139
Hexagon Composites ASA	-108
Akzo Nobel NV	-97
Mahindra & Mahindra Ltd	-75

SKAGEN VEKST

tiv bidragyder til fonden i andet kvartal. Hovedårsagen til den svage udvikling er, at aktiemarkedet er bekymret over en svagere yield i selskabet. Samtidig frygter markedet overkapacitet i det europæiske flymarked. Vi har fortsat en stærk tro på, at Norwegians forretningsmodel fungerer. Selskabets evne til at holde omkostningerne nede vil give forbedret lønsomhed.

Konsumvareselskabet Philips havde en relativt svag kursudvikling i løbet af kvartalet. Det skyldtes i høj grad den svage rapport for første kvartal. Selskabet annoncerede 30. juni, at man planlægger at udskille LED-belysning og billys i et selvstændigt selskab. Her vil man invitere eksterne investorer. Det gjorde Siemens også, da de udskilte Osram.

Volvo er et andet nyt porteføljeselskab, som også havde en svag udvikling i andet kvartal. Selskabet har længe kommunikeret, at effekten af de reducerede omkostninger vil vise sig i andet halvår af 2014. Men Volvo har på det seneste gjort det klart, at effekten først vil vise sig ved slutningen af året eller endog først næste år.

Solgt fra efter 18-dobling

Vi solgte norske Hexagon helt fra i løbet af kvartalet. Aktieposten blev købt for omkring 6 millioner NOK i 2002. Salget indbragte os i alt 115 millioner NOK, altså 18,5 gange investeringen. Hexagon har været dygtige til at positionere sig i markedet for lastbiler, der kører på komprimeret naturgas (CNG). Aktien nåede vores kursmål efter en meget stærk kursstigning i 2013 og indtil nu i år. Vi solgte desuden Austevoll, Orange, Deoleo, Frontline 2012, Mahindra, Akzo Nobel og Sistema helt fra.

Kosmetik, telefoner og øl

På købsiden har vi øget vores position i GCL Poly, Kinnevik, Volvo, Toshiba og Nippon Seiki. Vi deltog desuden i kapitaludvidelserne i Fjordline, B&O, Avance Gas og Tribona. Svenske Oriflame og TeliaSonera samt Carlsberg er helt nye selskaber i porteføljen. Oriflame er i dag et af verdens ledende selskaber inden for direkte salg af kosmetik og wellness. Aktien har fået en hård medfart i den senere tid med Rusland/Ukraine-krisen i baggrunden. Omkring 50 procent af selskabets salg ligger i CIS-landene (tidligere SNG). Udfordringen for selskabet er at få vendt den faldende tendens i antallet af salgskonsulenter. Vi tror, det vil lykkes for selskabet, og at vækstpotentialet desuden er



Vi investerede i bryggerigiganten Carlsberg, da det er det billigste bryggeri af en vis størrelse. Aktien faldt i forbindelse med Rusland/Ukraine-krisen, da en stor del af selskabets omsætning kommer fra salg i Rusland.

stort i Asien, Latinamerika og Afrika. Disse markeder udgør i øjeblikket 30 procent af Oriflames omsætning.

Den svensk-finske teleoperatør TeliaSonera er ny i porteføljen. Selskabet blev børsnoteret i 2000. Siden har aktionærerne kun fået minimalt afkast. Den nye ledelse vil fokusere på forbedret lønsomhed og mulighed for salg af ejerandelene i Turkcell og MegaFon. Vi mener derfor, at selskabets høje aktiekurs kan forsvares. I mellemtiden får vi udbetalt 6,5 procent i udbytte.

Bryggerigiganten Carlsberg er ny i porteføljen – selskabet er langt det billigste bryggeri i en vis størrelsesorden. Aktien

fik en nedtur i forbindelse med Rusland/Ukraine-krisen, da selskabet har en stor del af sin omsætning i Rusland.

SKAGEN Veksts portefølje blev i slutningen af juni måned prisfastsat til 9,6 gange årets indtjening og 1,6 gange de bogførte værdier. Fondens referenceindeks er til sammenligning prisfastsat til 17,5 gange årets indtjening og 2,1 gange de bogførte værdier. Vi mener derfor, at SKAGEN Vekst er i position til et tocifret afkast i 2014.

SKAGEN m²

- › Reduceret risiko gav godt afkast.
- › Vi investerede i japanske ejendomsaktier for første gang.
- › Nedturen fortsætter i Kina.

AFKAST	ÅR TIL DATO*	SIDEN START**
SKAGEN m ²	11,5%	2,7%
MSCI AC WI Real Estate	11%	7,4%

*Pr. 30. juni 2014 **31. oktober 2012



Porteføljeforvaltere

Harald Haukås og Michael Gobitschek

Justering gav god betaling

SKAGEN m² havde en god absolut udvikling i andet kvartal og ligger foran referenceindekset efter årets første seks måneder.



Photo: Boomborg

Krisen i Ukraine åbner muligheder. I løbet af kvartalet købte SKAGEN m² sig ind i russiske Etalon, en lejlighedsudvikler med fokus på Moskva og St. Petersburg med meget attraktive vurderinger.

Stigningen i det amerikanske ejendoms-marked forklarer langt hen ad vejen, at markedet som helhed indtil nu i år er tiltaget 11 procent. Det amerikanske ejendoms-marked udgør halvdelen af referenceindekset og er øget med 18 procent indtil nu i år.

2014 lagde ud med forventninger om fortsat rentestigning, efter at den tiårige rente nåede over 3 procent. Vi øgede vores eksponering mod USA betydeligt fra 20 til 30 procent af fonden. Det skete dels for at øge likviditeten. Dels mente vi også, at hvis rentestigningen kom, ville den allerede være indregnet i priserne. Amerikanske ejendomsaktier havde jo udviklet sig historisk svagt i forhold til det ordinære aktiemarked i 2013. Men rentestigningen udeblev, og man fik i stedet et rentefald. Dette bidrog kraftigt til en generel stigning i ejendomsaktiemarkedet.

Reduceret risiko

Vi har gennemført en del ændringer i fonden for at reducere risikoen: lavere eksponering mod ejendomsudviklere og mod vækstmarkederne, geografisk risikospredning og øget likviditet i de poster, vi ejer. Vi er aktive forvaltere og er ikke bange for

nogen af delene i de rigtige doser. Doserne har dog været for store og har ofte korreleret med risikoen. Selskaber med dårlig likviditet har i nogle tilfælde også været ejendomsudviklere i vækstmarkederne.

Et generelt problem, som gør sig gældende omkring børsnoterede ejendomsselskaber, især i Asien, er forholdet mellem mellem ejendomsudviklere og ejendomsejende selskaber. Ejendomsudviklerne opretter ofte ejendomsejende selskaber, som de selv har en dominerende position i. Derefter sælger udviklerne de opførte ejendomme til disse selskaber. De ejendomsejende selskaber er derved ikke uafhængige af udviklerne. I en sådan situation foretrækker vi derfor at eje ejendomsudviklere.

Problemet forskyder sig så til højere risiko. Vi kompenserer med lavere eksponering. Vækstmarkederne har været svage, med en attraktiv værdifastsættelse. Det har altså ikke hastet med at foretage ændringer i porteføljen. Et par indgreb har dog været nødvendige. For eksempel reducerede vi eksponeringen mod ejendomsudviklere i Indien og Kina og lande-eksponeringen mod Indonesien.

Mindre i vækstmarkederne

Vores eksponering mod vækstmarkederne er blevet reduceret fra ca. 50 procent ved årets begyndelse til 41 procent i første kvartal og 37 procent ved udgangen af andet kvartal. Nu er vækstmarkeder ikke automatisk påført et højrisiko-stempel. Vi vurderer selskabs-eksterne risikoforhold fra land til land og er forsigtige med ikke at vægte lande med særlige risikoforhold for højt. Vi er uændret en meget aktiv fond med 4-6 poster i Brasilien, Filippinerne, Indien, Indonesien, Kina og Thailand.

Der er dog den forskel, at vi nu tænker i begge retninger. Vi tænker på, hvad der vil ske, hvis vi får ret. Men det er næsten lige så vigtigt, hvad der vil ske, hvis vi tager fejl. Er eksponeringen for høj, vil det blive svært at udnytte svage markeder til nye køb. Vores høje eksponering mod Indonesien ved årets begyndelse (10 procent) er et godt eksempel. Udviklingen i Indonesien var meget god i første kvartal. Vi solgte derefter fra med god indtjening til et niveau, som bød på muligheder i et faldende marked og godt afkast, hvis markedet fortsatte opad.

Frasalget kan forekomme uklogt, eftersom det blev foretaget, mens markedet var på vej opad. Men andet kvartal blev svagt

i Indonesien, og vores reducerede eksponering betød, at vi var mindre sårbare. Vi kunne derfor begynde at købe op igen i slutningen af kvartalet til lavere kurs.

Udvidede mod Japan

Ændringerne har ikke forhindret os i at øge fondens geografiske spredning. Vi foretog vores første investering i Japan i Nomura Real Estate Office Fund – en REIT, som investerer i mellemstore kontorbygninger, fortrinsvis i Tokyo. Selskabet gennemførte en emission for et år siden, som markedet ikke brød sig om, og handles nu med rabat i forhold til sammenlignelige selskaber. Det japanske kontormarked er i fundamental bedring på grund af lavere ledighed og stigende leje.

Vi initierede også en ny position i russiske Etalon, i forbindelse med krisen i Ukraine. Etalon er en lejlighedsudvikler med fokus på Moskva og Skt. Petersborg og har en meget attraktiv værdifastsættelse. Vi købte en post i DIC Asset – et tysk selskab med fokus på kontorer. Selskabet har høj gæld, men hovedsagelig ingen koncerngaranti med pant i ejendommene, hvilket reducerer risikoen. Selskabet handles med en rabat på 35 procent i forhold til underliggende værdier. Vi købte også Atrium Ljungberg, et svensk kontor- og

indkøbscenterselskab, i forbindelse med et spredningssalg. Selskabets ejendomme er hovedsagelig koncentreret i Stockholm med tilstedeværelse i Malmø og den voksende Uppsala.

Vores største køb i kvartalet var Colombia Property Trust – et amerikansk kontorselskab, som handles med betydelig rabat. Selskabet har tidligere været noteret og eksternt forvaltet, men er nu børsnoteret med egen ledelse. Det tilbagekøbte 7 procent af de udestående aktier i samme kvartal, som det blev børsnoteret! Colombia Property Trust blev den næstdårligste bidragyder i kvartalet.

Vi solgte CapitaMalls og Ashford Prime helt fra i løbet af kvartalet. CapitaMalls blev solgt efter et bud fra hovedejeren Capitaland, som vi fortsat ejer, og var fondens bedste bidragyder i kvartalet. Ashford Prime er et spinoff fra Ashford Trust, som også forvaltes eksternt af Trust. Vi planlagde også at sælge Trust, men ventede for længe og realiserede et mindre tab. Desuden reducerede vi Indiabulls løbende og solgte det helt fra i de første dage af juli. Indiabulls blev solgt efter et godt afkast, da selskabet meddelte køb af en ejendom i Mayfair i London til, hvad der svarer til 40 procent af markedsværdien. Salget vil binde en høj kapital og øge risikoprofilen betydeligt. Selskabet har desuden været fondens næstbedste bidragyder i kvartalet, og vores frasalg blev foretaget med let hjerte.

Bedste bidrag fra vækstmarkederne

De fem bedste bidragydere i kvartalet var alle eksponeret mod vækstmarkederne. Indien gav meget højt afkast efter Narendra Modis valgsejr, men også Argentina og Thailand gav meget gode afkast. IRSA, som er et argentinsk ejendomsselskab, gav over 50 procents afkast på trods af betydelige valutafald og en stat, som reelt er gået konkurs. Vi ser heraf, at selskaber kan have en anden udvikling, end makroforholdene stiller i udsigt. Ananda Development, som er en thailandsk ejendomsudvikler, kom stærkt igen efter en meget svag udvikling siden børsnoteringen, indførelse af militærstyre og løfte om stimulanser til boligbyggeri.

Svagt Kina

Udviklingen i Kina har på den negative side været svag med stadigt svindende salgsvolumen hos ejendomsudviklere. Kina er blevet mødt med generel skep-

SKAGEN m² 2. KV. 2014 (MIO. NOK)

5 største positive bidragydere

Capitamalls Asia Ltd	3
Indiabulls Real Estate Ltd	3
Mercialys SA	2
Irsa Sa	2
General Growth Properties Inc	2

5 største negative bidragydere

Franshion Properties China Ltd	-2
Bekasi Fajar Industrial Estate Tbk PT	-2
Columbia Property Trust Inc	-1
Shimao Property Holdings Ltd	-1
Bumi Serpong Damai PT	0

5 største køb

Columbia Property Trust Inc	18
Nomura Real Estate Office Fund Inc	11
Dic Asset AG	7
Atrium Ljungberg AB	4
Bekasi Fajar Industrial Estate Tbk PT	2

5 største salg

Capitamalls Asia Ltd	-18
Indiabulls Real Estate Ltd	-5
Ashford Hospitality Prime Inc	-3
Lexington Realty Trust	-3
General Growth Properties Inc	-2

NØGLETAL FOR DE STØRSTE POSTER I SKAGEN m² (PR. 30.06.2014)

Selskab	Postens størrelse	Kurs	P/NAV sidste	Div. Yield 2014e	EBITDA 2014e/EV
General Growth Properties	4,0%	23,39	0,9	2,6%	5,2%
Brandywine Realty Trust	3,7%	15,54	1,0	3,9%	7,3%
Ashford Hospitality Trust	3,5%	11,54	0,8	4,2%	7,8%
Deutsche Wohnen AG	3,5%	15,74	1,1	2,2%	4,9%
Columbia Property Trust Inc	3,1%	25,79	0,8	4,7%	6,3%
HCP Inc	3,1%	41,17	1,2	5,3%	6,3%
Apartment Investment	3,0%	32,27	0,9	3,2%	5,8%
Mercialys SA	2,9%	16,95	1,0	5,7%	5,6%
PS Business Parks	2,8%	82,96	1,0	2,4%	5,8%
British Land Co Plc	2,8%	7,00	1,0	3,9%	4,8%
Top 10 vægtet	32,5%		1,0	3,7%	6,0%
Top 35 vægtet	77,8%			3,7%	7,3%
Benchmark				3,3%	



Photo: Bloomberg

For første gang har SKAGEN m² investeret i et japansk ejendomsselskab, Nomura Real Estate Office Fund. Selskabet investerer primært i kontorejendomme i Tokyo. Det japanske marked for kontorer er i bedring takket være lavere arbejdsløshed og højere lejeomkostninger.

sis, og vores selskaber handles på historisk lave niveauer. Vi reducerede vores beholdning i slutningen af 2013. Franshion gennemførte et spredningssalg af virksomhedens hoteldel til en lavere pris end forventet. Salget bidrog sammen med det generelt svage marked i Kina til, at Franshion blev fondens mest negative bidragyder i kvartalet. Vores største eksponering i Kina er i øjeblikket Soho China, som bevæger sig fra at være ejendomsudvikler til at eje ejendomme. Selskabet har benyttet det svage marked til at tilbagekøbe et betydeligt antal aktier.

Japan havde en meget god udvikling sidste år og har i år haft en negativ udvikling på 11 procentpoint. Fondens absolutte afkast blev ikke påvirket, eftersom vi ikke har ejet noget i Japan. Men det er nu blevet

muligt at lede efter nye investeringsmuligheder i et land, hvor vi hidtil ikke har investeret.

Lave renter og jagten på kontantstrøm har drevet prisen på ejendomme betydeligt op de seneste to år. Vi fortsætter jagten på gode upopulære, undervurderede og underanalyserede selskaber. Samtidig skal vi have et realistisk syn på afkastpotentialet, efterhånden som investorerne har accepteret stadig lavere krav til afkastet. Stadig stærkere tal fra USA har ved kvartalets udgang igen bevirket, at fokus er rettet mod renten. Derved kan opstå turbulens. Samtidig er det vigtigt at huske, at også rentepapirer er et spørgsmål om udbud og efterspørgsel.

Det globale renteniveau er lavt, og en eventuel amerikansk rentestigning vil til-

trække kapital fra globale renteforvaltere som modreaktion. Det betyder formentlig, at selve ophøret af centralbankens køb af rentepapirer vil få begrænset virkning. Den geografisk forskelligartede udvikling er et interessant aspekt ved ejendomsinvesteringer. Ligesom sidste år har vi i år set en egenartet udvikling i de enkelte lande. Vi er derfor overbevist om, at ejendomsinvesteringer i forskellige regioner vil give godt risikosteret afkast.



Foto: Bloomberg

Mario Draghi, formand for Den Europæiske Centralbank (ECB), på pressekonferencen den 3. juli, hvor han annoncerede ECB's rentebeslutning. Draghi gentog, at han vil holde renten lav i forsøget på at genoplive regionens økonomi med en ny runde af nedforanstaltninger.

Der skal stærkere lud til

Hvad vil der ske med inflationen i Eurozonen, efter at Den Europæiske Centralbank (ECB) endnu en gang har valgt at sænke den ledende rentesats? Ikke meget, medmindre centralbankchef Mario Draghi følger op med langt stærkere lud.

Inflationen er kun 0,5 procent i Eurozonen, en fjerdedel af målsætningen 2,0 procent. ECB begynder nu for alvor at blive bange for, at for lav inflation skal bide sig fast, og at det til sidst kan ende med deflation – som i Japan. Det var derfor ikke overraskende, at ECB sænkede den ledende rentesats og annoncerede nye, billige lån til bankerne til efteråret. Spørgsmålet er, om tiltagene er stærke nok til at give den ønskede effekt. Jeg tvivler på det.

Se på pengemarkedsrenten i Eurozonen. Den faldt lige så meget som den ledende rentesats i perioden lige inden og efter ECB's rentemøde d. 5. juni. Men niveauet på tremånedersrenten er ikke lavere nu, end den var i anden halvdel af 2012 og første halvdel af 2013. Og den ledende rentesats har kun effekt, for så vidt den påvirker pengemarkedsrenterne og derefter de renter, som virksomheder og husholdninger faktisk står overfor.

Hvorfor ligger pengemarkedsrenterne på højt niveau i forhold til den ledende rentesats?

Det har først og fremmest at gøre med, at ECB's tilførsel af likviditet til europæiske banker den seneste tid er skrumpet kraftigt. Likviditet er, hvor meget bankerne i alt har i indskud i ECB. Likviditeten faldt med 85 procent fra september 2012. Det skyld-

tes, at mange banker tilbagebetalte lån, som ECB gav dem i begyndelsen af 2012. Hvad kan ECB gøre for at rette op på dette?

Storstilet opkøb af statsobligationer?

ECB kan gøre som den amerikanske centralbank. Hvis centralbanken køber værdipapirer i stedet for at låne penge ud, bliver den herre over sin egen balance. Så kan ECB tilføre så stor likviditet, at likviditetspræmien i pengemarkedsrenterne falder til samme niveau som dollarrenterne. Det kan trække tremånedersrenten ned fra 0,2 procent til ca. 0,1 procent. Jeg tror, at ECB vil forsøge at opnå dette med etorstilet opkøb af statsobligationer i Eurozonens 18 lande. En sådan politik har den store positive sideeffekt, at forskellene på de lange statsrenter i de forskellige medlemslande også kan blive nedbragt.

Dette vil formentlig være tilstrækkeligt til en mærkbar effekt på inflationen. Draghi sagde i juni, at man nu havde et rentegulv – indskudsrenten i ECB er *minus* 0,1 procent. Jeg tror ikke, at Draghi er ærlig. Han har mere at byde på, og han ved det. Indskudsrentens gulv ligger formentlig på omkring -0,5 procent. Jeg tror, at ECB vil tage endnu et trin ned i kælderen. De bør skynde sig.

Lav ledende rentesats virker anderledes i det lange løb end i det korte. På kort sigt trækker den realrenten ned og den økonomiske aktivitet og inflation op; på lang sigt vil inflationsforventningerne blive trukket op, og inflationen ned. Det var erfaringen i Japan, og det kan også blive Eurozonens erfaring. Så ECB's handlingsmønster bør

være etorstilet indkøb af statsobligationer, en hurtig, men kortvarig omgang særdeles negativ indskudsrente og en højlydt proklamation af, at inflationen i løbet af kort tid skal tilbage på 2 procent. Selv om ECB ønsker at afprøve aspekter af en sådan politik, tror jeg ikke, at maskineriet er velsmurt nok til at give lyneffekt. Ergo er chancen størst for, at inflationen falder yderligere.

Mere lud, lavere renter

Alt i alt er argumenterne gode for at købe statsobligationer i Eurozonens periferi. Renterne vil falde ved øget likviditet fra ECB, ECB's køb af statsobligationer og lavere inflationsforventninger. Og hvad med euroen? Den vil sikkert stige i værdi, hvis inflationen i Eurozonen er lavere end uden for Eurozonen.



– Torgeir Høien
Porteføljeforvalter SKAGEN Tellus

SKAGEN Tellus

AFKAST	ÅR TIL DATO*	5 ÅR*
SKAGEN Tellus	8,36%	7,77%
JPM GBI Broad	5,79%	3,67%

Pr. 30. juni 2014



Porteføljeformidlere

Torgeir Høien og Jane Tvedt



Foto: Bloomberg

Senest har vi øget vores positioner i nogle såkaldte perifere Eurozonelande, herunder Italien, Portugal, Slovenien og Grækenland.

Gode resultater, gode udsigter

Andet kvartal blev godt for investorerne i SKAGEN Tellus. Som vi vurderer det, er der lagt op til godt afkast også i andet halvår.

Vi har opnået særligt god gevinst fra vores investeringer i den såkaldte periferi af Eurozonen i andet kvartal ligesom i de tre foregående måneder. Periferien af Eurozonen er de lande, hvor statsfinanserne blev hårdest ramt i kølvandet af finanskrisen og recessionen. For vores del drejer det sig om investeringer i statsobligationer udstedt af Italien, Portugal, Slovenien og Grækenland. Her er renterne faldet, hvilket trækker værdien af obligationerne op.

Som forklaret i den generelle rentekommentar tror vi, at Den Europæiske Centralbank, ECB, har flere kort i ærmet. Effekten heraf vil formentlig blive stadig mindre forskel på den tyske rente og de andre Eurozonelande. Vi tror ikke på en betydelig stigning i de tyske renter, da den er påvirket af ECB's proklamerede langvarige lavrentepolitik.

Vi har på det seneste øget vores positioner i nogle såkaldte vækstmarkeder, særligt i Sydamerika. Jeg skriver 'såkaldte', fordi der med hensyn til statsfinanser er nogle vækstmarkeder, som har lige så solide statsfinanser som de mest udviklede økonomier. Chile, hvor vi har en position på 5,9 procent af fonden, har for eksempel en tiårig rente, som ligger

omtrent dobbelt så højt som i USA. Men den chilenske stat har en netto gæld på kun 5 procent af BNP. Også den vil ifølge IMF forsvinde de nærmeste år. Situationen er tilnærmelsesvis den samme i Colombia og Peru. Relativt fattige lande, men relativt rige stater. De kan betjene deres gæld til en rente, som er attraktiv for os.

Man må ikke stirre sig blind på schweiziske, japanske og tyske lave lange renter. Der er ca. 190 lande i verden. Rigtig mange er investeringsværdige, og andelen stiger for hvert år, som går. Vi er klar til at fordele investorernes penge til investeringer over hele kloden i jagt på et godt risikojusteret afkast både nu og i fremtiden.



SKAGEN KON-TIKI

Viser vej i nyt farvand*

Aktiefonden SKAGEN Kon-Tiki skal investere mindst 50 procent af midlerne i såkaldte vækstmarkeder. Dette er markeder som ikke er inkluderet i Morgan Stanleys verdensindeks. Ligeledes kan op til 50 procent af fondens midler være investeret i markeder som indgår i MSCIs verdensindeks som følge af vores krav om en fornuftig branchebalance. SKAGEN Kon-Tiki passer til en investor som ønsker at tage del i værdiskabningen som sker i verdens vækstmarkeder. Fonden giver mulighed for ekstraordinært afkast, men med noget højere risiko end en global aktiefond.



Morningstar

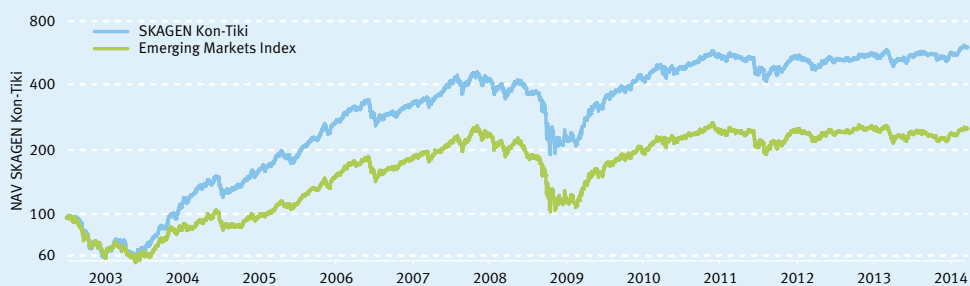
★★★★★

Lipper
Europe 2013, Best Fund 5 years
Equity Emerging markets



Fondens startdato	5. april 2002
Afkast siden lancering	508%
Gennemsnitligt årligt afkast	15,90%
Forvaltningskapital	48 920 mio DKK
Antal kendte investorer	72 311
Tegningsprovision	0%
Indløsningsprovision	0%
Forvaltningshonorar	2,0% pr. år +/- resultatafhængigt
Mindste handelsstr.	1 styk
Godkendt til markedsføring	Norge, Sverige, Danmark, Finland, Holland, Luxembourg, Island, England, Belgien og Schweiz
Referenceindeks	MSCI Emerging Markets Index (NOK)
UCITS-fond	Ja
Porteføljeforvaltere	J. Kristoffer Stensrud Knut Harald Nilsson Cathrine Gether Erik Landgraff Hilde Jenssen

KURSHISTORISK SKAGEN KON-TIKI



Værdipapir	Antal	Købsværdi NOK	Markedsværdi NOK	Urealiseret gevinst/tab (i tusinder)	Procentvis fordeling	Børs
ENERGI						
Tullow Oil Plc	8.111.624	765.458	723.764	-41.694	1,31%	London
Gazprom Oao ADR	9.459.603	633.992	505.770	-128.223	0,92%	London Int
Afren Plc	28.782.928	356.400	439.050	82.650	0,80%	London
GCL-Poly Energy Holdings Ltd	213.713.000	350.278	438.219	87.941	0,80%	Hong Kong
Rec Silicon ASA	83.201.594	133.426	295.033	161.606	0,54%	Oslo Børs
Archer Ltd	25.327.048	405.547	278.598	-126.950	0,51%	Oslo Børs
Deep Sea Supply Plc	17.250.931	170.959	171.647	688	0,31%	Oslo Børs
REC Solar AS	1.482.786	35.590	138.566	102.976	0,25%	Oslo Børs
Siem Offshore Inc	10.977.629	94.336	91.993	-2.344	0,17%	Oslo Børs
Sum Energi		2.945.987	3.082.639	136.652	5,59%	
MATERIALER						
Vale Sa Spons pref ADR	14.722.805	1.442.210	1.065.823	-376.387	1,93%	New York
Exxaro Resources Ltd	4.669.011	596.420	372.960	-223.460	0,68%	Johannesburg
UPL Ltd	10.294.488	191.091	358.840	167.749	0,65%	National India
OCI Co Ltd	300.000	253.944	312.931	58.987	0,57%	Seoul
LG Chem Ltd Pref	233.606	148.700	273.426	124.726	0,50%	Seoul
Asia Cement China Holdings	48.607.500	178.677	188.949	10.272	0,34%	Hong Kong
Vale SA-Pref A	1.231.900	210.807	89.289	-121.518	0,16%	Sao Paulo
Drdgold Ltd ADR	3.724.701	206.450	65.811	-140.639	0,12%	NASDAQ
Sum Materialer		3.228.298	2.728.028	-500.270	4,95%	
KAPITALGODER, SERVICE OG TRANSPORT						
AP Moeller - Maersk A/S	100.000	805.315	1.524.493	719.178	2,77%	København
ABB Ltd	8.530.512	808.037	1.204.208	396.171	2,18%	Stockholm
Frontline 2012 Ltd	12.005.000	315.941	570.238	254.297	1,03%	Unotert
AirAsia Bhd	107.652.800	410.921	473.402	62.481	0,86%	Kuala Lumpur
Bidvest Group Ltd	2.878.881	335.297	469.194	133.897	0,85%	Johannesburg
CNH Industrial NV	7.310.545	449.860	458.815	8.955	0,83%	New York
OCI NV	1.825.927	455.606	437.496	-18.110	0,79%	Amsterdam
Enka Insaat Ve Sanayi AS	20.782.815	217.528	345.879	128.351	0,63%	Istanbul
Empresas ICA S.A.B	28.597.736	400.315	345.561	-54.754	0,63%	Mexico
Aveng Ltd	21.017.094	617.358	280.615	-336.743	0,51%	Johannesburg
Hitachi Ltd	5.695.000	253.599	255.851	2.251	0,46%	Tokyo
Harbin Electric Company Ltd	68.000.000	614.366	253.027	-361.339	0,46%	Hong Kong
Golden Ocean Group Ltd	21.821.808	93.558	223.892	130.334	0,41%	Oslo Børs
Yingli Green Energy Holding Co Ltd ADR	9.660.539	213.542	222.838	9.296	0,40%	New York
Nippon Yusen KK	11.728.000	231.788	207.346	-24.442	0,38%	Tokyo
LG Corp Pref	808.430	118.266	201.013	82.747	0,36%	Seoul
Norwegian Air Shuttle ASA	997.061	73.389	200.808	127.419	0,36%	Oslo Børs
Avance Gas Holdings Ltd	1.206.386	127.095	189.403	62.308	0,34%	Oslo Børs
Golar LNG Ltd	170.000	56.250	62.107	5.857	0,11%	NASDAQ
Kerry Logistics Network Ltd	1.770.000	16.506	17.152	646	0,03%	Hong Kong
Kuribayashi Steamship Co Ltd	288.000	5.770	5.650	-120	0,01%	Tokyo
Sum Kapitalgoder, service og transport		6.620.307	7.948.988	1.328.681	14,42%	
CYKLISKE FORBRUGSGODER						
Hyundai Motor Co Pref (2pb)	2.633.025	420.391	2.554.898	2.134.506	4,64%	Seoul
Hyundai Motor Co Pref (1p)	2.507.251	402.735	2.303.610	1.900.876	4,18%	Seoul
Great Wall Motor Co Ltd	67.765.000	122.922	1.545.107	1.422.185	2,80%	Hong Kong
Mahindra & Mahindra Ltd GDR	8.248.827	192.182	974.677	782.496	1,77%	London Int
Naspers Ltd	1.139.544	333.530	822.854	489.325	1,49%	Johannesburg
LG Electronics Inc Pref	3.050.000	823.954	684.384	-139.570	1,24%	Seoul
Royal Caribbean Cruises Ltd	1.432.100	257.591	487.353	229.763	0,88%	New York
Apollo Tyres Ltd	21.068.598	163.689	428.229	264.540	0,78%	National India
Mahindra & Mahindra Ltd	3.623.003	292.672	424.304	131.632	0,77%	National India
DRB-Hicom Bhd	88.408.800	365.449	373.563	8.114	0,68%	Kuala Lumpur
Hengdeli Holdings Ltd	162.572.800	256.632	173.757	-82.875	0,32%	Hong Kong
Ghabbour Auto	1.568.410	37.200	43.067	5.867	0,08%	Cairo
Sum Cykliske forbrugsgoder		3.668.947	10.815.805	7.146.858	19,62%	

Værdipapir	Antal	Købsværdi NOK	Markeds- værdi NOK	Urealiseret gevinst/tab (i tusinder)	Procentvis fordeling	Børs
STABILE FORBRUGSGODER						
Heineken NV	2.811.758	935.935	1.237.366	301.431	2,24%	Amsterdam
Cosan Ltd	10.319.782	577.467	857.871	280.405	1,56%	New York
Distribuidora Internacional de Alimentacion SA	12.266.933	417.657	695.802	278.146	1,26%	Madrid
X 5 Retail Group NV GDR	4.836.025	487.681	640.551	152.870	1,16%	London Int
Marfrig Global Foods SA	32.957.200	518.291	554.287	35.995	1,01%	Sao Paulo
Yazicilar Holding AS	8.750.391	217.127	474.877	257.750	0,86%	Istanbul
Familymart Co Ltd	1.776.500	491.161	469.503	-21.658	0,85%	Tokyo
Kulim Malaysia BHD	50.827.600	160.451	333.327	172.876	0,60%	Kuala Lumpur
Royal Unibrew A/S	317.977	53.374	306.688	253.314	0,56%	København
PZ Cussons Plc	7.625.746	127.931	277.365	149.434	0,50%	London
Cia Cervecerias Unidas SA ADR	1.538.270	280.090	221.492	-58.598	0,40%	New York
Tata Global Beverages Ltd	12.304.260	167.952	216.991	49.039	0,39%	National India
Casino Guichard Perrachon SA	264.535	213.056	214.232	1.176	0,39%	Paris
Massmart Holdings Ltd	2.000.000	154.436	152.262	-2.174	0,28%	Johannesburg
Podravka Prehrambena Ind DD	406.584	111.935	137.282	25.346	0,25%	Zagreb
East African Breweries Ltd	5.774.866	88.566	116.504	27.938	0,21%	Nairobi
United Intl Enterprises	68.500	12.939	88.374	75.435	0,16%	København
Pivovarna Lasko	499.286	138.712	49.395	-89.317	0,09%	Ljubljana
Kulim Malaysia BHD Warrants	8.437.550	-	14.842	14.842	0,03%	Kuala Lumpur
Sum Stabile forbrugsgoder		5.154.761	7.059.010	1.904.249	12,81%	

MEDICIN						
Richter Gedeon Nyrt	9.771.722	1.060.981	1.140.926	79.945	2,07%	Budapest
China Shineway Pharmaceutical	36.934.000	280.298	397.673	117.375	0,72%	Hong Kong
Ranbaxy Laboratories Ltd	4.198.608	197.497	221.426	23.929	0,40%	National India
Supermax Corp BHD	30.573.600	117.548	122.756	5.208	0,22%	Kuala Lumpur
Eis Eczacibasi Ilac Ve Sanayi	19.410.554	133.038	122.475	-10.564	0,22%	Istanbul
Eczacibasi Yatirim Holding	3.362.732	39.931	51.098	11.167	0,09%	Istanbul
Sum Medicin		1.829.293	2.056.353	227.060	3,73%	

BANK OG FINANS						
State Bank of India	5.999.991	1.363.394	1.645.379	281.985	2,99%	National India
Haci Omer Sabanci Holding AS	47.509.436	962.243	1.359.966	397.723	2,47%	Istanbul
Banco Do Estado Rio Grande Do Sul SA Pref	20.364.200	482.699	602.765	120.065	1,09%	Sao Paulo
SBI Holdings Inc	7.759.600	603.587	582.573	-21.015	1,06%	Tokyo
Haitong Securities Co Ltd	59.435.600	492.612	565.603	72.991	1,03%	Hong Kong
Raiffeisen Bank International AG	2.887.873	605.678	562.914	-42.764	1,02%	Wien
JSE Ltd	6.464.519	249.899	357.555	107.655	0,65%	Johannesburg
Moscow Exchange MICEX-RTS OAO	25.683.060	267.228	312.338	45.110	0,57%	Moscow
Kiatnakin Bank Pcl	37.429.463	334.353	311.428	-22.925	0,57%	Bangkok
Korean Reinsurance Co	4.860.366	182.225	308.023	125.799	0,56%	Seoul
VTB Bank Ojsc GDR	19.865.944	592.349	297.380	-294.970	0,54%	London Int
Kiwoom Securities Co Ltd	1.043.205	190.648	264.767	74.119	0,48%	Seoul
EFG-Hermes Holding SAE	17.939.257	353.507	236.909	-116.598	0,43%	Cairo
Ghana Commercial Bank Ltd	18.001.604	88.821	179.145	90.324	0,33%	Ghana
VTB Bank Ojsc	21.701.144.197	165.582	160.813	-4.769	0,29%	Moscow
Dragon Capital - Vietnam Enterprise Investments Ltd	9.000.000	111.229	152.945	41.716	0,28%	Dublin
Nordnet AB	5.007.907	69.539	147.911	78.372	0,27%	Stockholm
Value Partners Group Ltd	28.597.000	109.613	117.503	7.890	0,21%	Hong Kong
Diamond Bank Plc	378.971.941	79.310	91.438	12.128	0,17%	Lagos
VinaCapital Vietnam Opportunity Fund Ltd	4.062.000	44.474	62.333	17.859	0,11%	London
Trimegah Securities Tbk PT	700.000.000	67.131	28.618	-38.513	0,05%	Jakarta
Norfinance AS	285.996	28.600	28.600	0	0,05%	Unotert
Norfinance AS Konv	21.272.400	21.272	21.272	0	0,04%	Unotert
EFG-Hermes Holding GDR	202.863	8.188	5.103	-3.085	0,01%	London Int
Sum Bank og finans		7.474.181	8.403.279	929.098	15,25%	

INFORMATIONSTEKNOLOGI						
Samsung Electronics Co Ltd Pref	424.937	1.049.840	.731.675	1.681.835	4,96%	Seoul
Samsung Electronics Co Ltd Pref GDR	399.732	393.328	.282.576	889.248	2,33%	London Int
Lenovo Group Ltd	108.958.000	625.098	912.652	287.554	1,66%	Hong Kong
Tech Mahindra Ltd	2.529.440	408.241	555.694	147.453	1,01%	National India
Skyworth Digital Holdings Ltd	37.784.181	110.340	110.681	341	0,20%	Hong Kong
Sum Informationsteknologi		2.586.847	5.593.278	3.006.431	10,15%	

TELEKOMMUNIKATION						
Sistema Jscf GDR	9.911.992	791.297	.872.941	1.081.644	3,40%	London Int
Bharti Airtel Ltd	43.368.848	1.656.791	.491.584	-165.207	2,71%	National India
Kinnevik Investment AB-B	2.624.324	458.112	687.485	229.373	1,25%	Stockholm
Indosat Tbk PT	206.683.750	557.401	394.143	-163.257	0,72%	Indonesia
Sum Telekommunikation		3.463.601	4.446.154	982.553	8,07%	

Sum værdipapirportefølje	36.972.222	52.133.534	15.161.311	94,58%		
Disponibel likviditet		2.986.095		5,42%		
Sum andelskapital		55.119.629		100,00%		

Basiskurs pr. 30.06.2014

672,4689 NOK

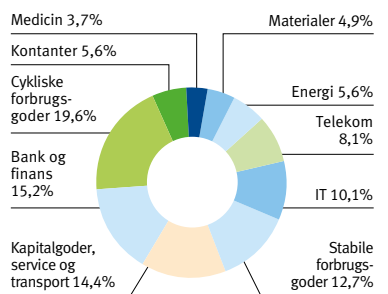


SKAGEN KON-TIKI

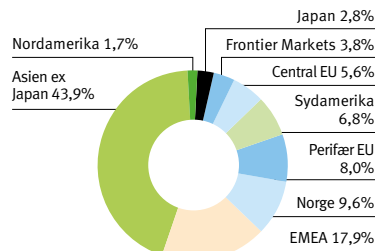
Viser vej i nyt farvand*

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

BRANCHEFORDELING



GEOGRAFISK FORDELING



DE 10 STØRSTE INVESTERINGER

Hyundai Motor Co	8,81
Samsung Electronics Co Ltd	7,28
Sistema JSFC	3,40
State Bank of India	2,99
Great Wall Motor Co Ltd	2,80
AP Moeller - Maersk A/S	2,77
Bharti Airtel Ltd	2,71
Mahindra & Mahindra Ltd	2,54
Haci Omer Sabanci Holding AS	2,47
Heineken NV	2,24
TOTAL (%)	38,01



SKAGEN GLOBAL

En verden af muligheder*

Aktiefonden SKAGEN Global investerer i aktier over hele verden. Fonden søger efter at have en balanceret eksponering mod forskellige brancher. SKAGEN Global passer til investorer som ønsker en aktiefond som investerer over hele verden og dermed giver god spredning både geografisk og på brancher.

Risiko



Morningstar



Lipper Europe 2013
Best Fund
10 Years Equity Global



Fondens startdato 7. august 1997

Afkast siden lancering 1 046%

Gennemsnitligt årligt afkast 15,53%

Forvaltningskapital 41 531 mio DKK

Antal kendte investorer 86 338

Tegningsprovision 0%

Indløsningsprovision 0%

Forvaltningshonorar 1,0% pr. år + 10% af afkastet ud over referenceindekset

Mindste handelsstr. 1 styk

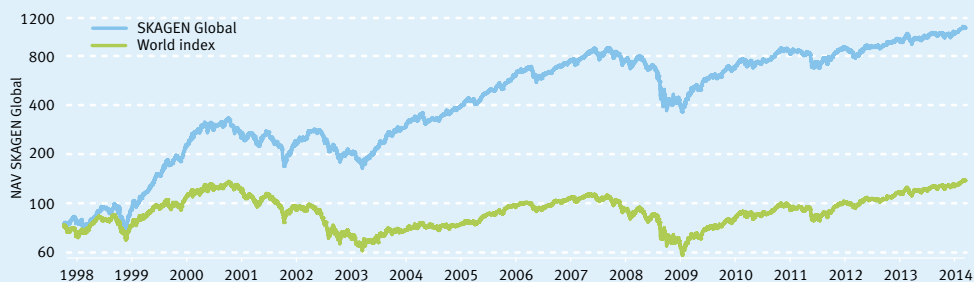
Godkendt til markedsføring Norge, Sverige, Danmark, Finland, Holland, Luxemborg, Island, England, Belgien og Schweiz

Referenceindeks MSCI World AC

UCITS-fond Ja

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

KURSHISTORISK SKAGEN GLOBAL



Værdipapir	Antal	Købsværdi NOK	Markedsværdi NOK	Urealiseret gevinst/tab (i tusinder)	Procentvis fordeling	Børs
ENERGI						
Gazprom Oao ADR	19.272.618	1.277.378	1.030.435	-246.943	2,20%	London Int
Baker Hughes Inc	1.936.624	504.834	873.501	368.667	1,87%	New York
Weatherford Intl Ltd	5.822.007	477.661	809.570	331.909	1,73%	New York
OMV AG	2.062.595	447.096	567.475	120.379	1,21%	Wien
Surgutneftegas OAO Pref	93.876.900	356.876	473.928	117.052	1,01%	Moscow
Technip SA	596.358	359.322	399.667	40.345	0,85%	Paris
Afren Plc	23.356.508	246.481	356.276	109.796	0,76%	London
Kazmunaigas Exploration GDR	3.210.987	395.620	314.598	-81.022	0,67%	London Int
Petroleo Brasileiro Pref ADR	2.541.548	383.577	243.552	-140.024	0,52%	New York
BP Plc	4.317.010	215.354	232.969	17.615	0,50%	London
BP Plc ADR	618.040	180.221	199.934	19.713	0,43%	New York
Sum mindre poster		388.207	461.277	73.070	1,0%	
Sum Energi		5.232.627	5.963.182	730.555	12,74%	

MATERIALER						
Akzo Nobel NV	1.888.049	576.472	867.340	290.868	1,85%	Amsterdam
Norsk Hydro ASA	19.810.878	535.467	650.391	114.924	1,39%	Oslo Børs
Heidelbergcement AG	1.131.185	359.962	591.753	231.791	1,26%	Frankfurt
OCI Co Ltd	427.281	405.661	445.698	40.037	0,95%	Seoul
Ternium SA ADR	2.543.889	380.195	433.554	53.358	0,93%	New York
Mayr-Melnhof Karton AG	480.326	222.491	350.384	127.894	0,75%	Wien
Koninklijke DSM NV	631.665	258.058	281.954	23.897	0,60%	Amsterdam
Lundin Mining Corp SDR	7.792.226	198.346	258.165	59.819	0,55%	Stockholm
Lundin Mining Corp	6.334.562	164.143	210.507	46.364	0,45%	Toronto
Vale Sa Spons pref ADR	2.670.526	202.842	193.326	-9.516	0,41%	New York
UPM-Kymmene Oyj	1.796.493	119.102	187.385	68.284	0,40%	Helsinki
Vale Sa Spons ADR	1.717.891	145.339	138.327	-7.012	0,30%	New York
Evonik Industries AG	51.752	12.223	12.617	395	0,03%	Xetra
Sum Materialer		3.580.301	4.621.403	1.041.101	9,88%	

KAPITALGODER, SERVICE OG TRANSPORT						
LG Corp	2.450.793	686.437	928.935	242.497	1,99%	Seoul
Tyco International Ltd	3.177.161	342.322	889.215	546.894	1,90%	New York
Bunge Ltd	1.313.117	461.015	610.801	149.786	1,31%	New York
Stolt-Nielsen Ltd	2.865.551	463.181	429.833	-33.349	0,92%	Oslo Børs
Siemens AG	482.469	274.741	390.765	116.024	0,84%	Frankfurt
Koninklijke Philips NV	1.982.500	349.943	386.186	36.243	0,83%	Amsterdam
Mosaic Co/The	1.103.401	339.466	334.879	-4.588	0,72%	New York
BW LPG Ltd	3.247.152	153.300	292.244	138.943	0,62%	Oslo Børs
Prosegur Cia de Seguridad Sa	6.506.714	211.175	287.433	76.258	0,61%	Madrid
China Communications Services Corp Ltd	77.703.794	280.200	231.923	-48.277	0,50%	Hong Kong
Metso Oyj	882.429	139.980	204.910	64.930	0,44%	Helsinki
Autoliv Inc	309.564	105.984	202.109	96.126	0,43%	New York
Sum mindre poster		548.001	553.216	5.215	1,2%	
Sum Kapitalgoder, service og transport		4.355.745	5.742.448	1.386.703	12,27%	

CYKLISKE FORBRUGSGODER						
Renault SA	1.861.779	487.037	1.030.392	543.355	2,20%	Paris
General Motors Co	3.493.080	496.224	783.800	287.576	1,68%	New York
Toyota Industries Corp	1.788.277	319.173	566.273	247.099	1,21%	Tokyo
Gap Inc/The	2.211.305	524.511	560.966	36.455	1,20%	New York
Hyundai Motor Co Pref (2pb)	552.537	155.829	536.142	380.313	1,15%	Seoul
Comcast Corp	1.538.781	162.386	503.147	340.762	1,08%	NASDAQ
Yamaha Motor Co Ltd	3.355.311	283.582	354.095	70.513	0,76%	Tokyo
Dixons Retail Plc	67.060.684	94.155	349.936	255.781	0,75%	London
CTC Media Inc	3.764.435	187.135	254.734	67.599	0,54%	NASDAQ
Tata Motors Ltd-A- DVR	8.226.456	111.027	247.534	136.507	0,53%	Bombay
LG Electronics Inc Pref	1.090.448	278.239	244.684	-33.555	0,52%	Seoul
Sum mindre poster		379.789	533.760	153.972	1,1%	
Sum Cykliske forbrugsgoder		3.479.088	5.965.463	2.486.376	12,75%	

Værdipapir	Antal	Købsværdi NOK	Markeds- værdi NOK	Urealiseret gevinst/tab (i tusinder)	Procentvis fordeling	Børs
STABILE FORBRUGSGODER						
Unilever NV-Cva	975.867	174.371	261.685	87.313	0,56%	Amsterdam
Yazıclıar Holding AS	3.928.265	95.143	213.184	118.041	0,46%	Istanbul
United Intl Enterprises	149.768	26.906	193.220	166.314	0,41%	København
Royal Unibrew A/S	187.221	47.481	180.574	133.093	0,39%	København
Chiquita Brands International Inc	1.655.233	120.413	107.235	-13.178	0,23%	New York
Apetit OYJ	228.600	25.383	33.981	8.598	0,07%	Helsinki
Sum Stabile forbrugsgoder		489.697	989.879	500.181	2,12%	
MEDICIN						
Teva Pharmaceutical-Sp ADR	2.974.074	645.076	955.718	310.641	2,04%	NASDAQ
Roche Holding AG-Genusschein	464.283	411.220	849.049	437.829	1,81%	Zürich
Rhoen-Klinikum AG	2.055.663	231.909	417.098	185.188	0,89%	Frankfurt
Sanofi	582.614	347.732	379.790	32.058	0,81%	Paris
Varian Medical Systems Inc	299.140	143.700	151.653	7.953	0,32%	New York
Sum Medicin		1.779.637	2.753.307	973.670	5,88%	
BANK OG FINANS						
Citigroup Inc	8.398.467	1.908.168	2.429.373	521.204	5,19%	New York
American International Group Inc	4.599.551	1.052.269	1.539.862	487.593	3,29%	New York
Nordea Bank AB	13.236.133	929.847	1.144.274	214.428	2,45%	Stockholm
Cheung Kong Holdings Ltd	5.893.098	471.853	641.515	169.662	1,37%	Hong Kong
Goldman Sachs Group Inc	495.336	360.866	507.400	146.534	1,08%	New York
Hannover Rueckversicherung AG	827.902	183.121	455.834	272.713	0,97%	Frankfurt
RSA Insurance Group Plc	8.468.231	369.267	421.278	52.012	0,90%	London
Storebrand ASA	10.460.958	369.839	361.217	-8.622	0,77%	Oslo Børs
State Bank of India	1.198.198	234.433	328.582	94.149	0,70%	National India
Banco Do Estado Rio Grande Do Sul SA Pref	9.980.716	234.211	295.422	61.211	0,63%	Sao Paulo
Haci Omer Sabanci Holding AS	9.985.939	221.539	285.849	64.310	0,61%	Istanbul
EFG-Hermes Holding SAE	19.484.469	239.498	257.315	17.817	0,55%	Cairo
Sum mindre poster		1.755.091	1.939.800	184.709	4,2%	
Sum Bank og finans		8.330.002	10.607.722	2.277.720	22,67%	
INFORMATIONSTEKNOLOGI						
Samsung Electronics Co Ltd Pref	503.892	1.220.474	3.239.231	2.018.757	6,92%	Seoul
Microsoft Corp	3.975.450	632.173	1.023.374	391.201	2,19%	NASDAQ
Lenovo Group Ltd	47.662.000	354.172	399.226	45.054	0,85%	Hong Kong
Samsung Electronics Co Ltd Pref GDR	118.762	120.020	381.058	261.038	0,81%	London Int
Google Inc CLASS A	60.555	105.892	217.333	111.441	0,46%	NASDAQ
Google Inc CLASS C	60.555	105.892	214.045	108.153	0,46%	NASDAQ
Oracle Corp	848.308	137.403	212.051	74.648	0,45%	NASDAQ
Sum Informationsteknologi		2.676.026	5.686.318	3.010.292	12,15%	
TELEKOMMUNIKATION						
China Unicom Hong Kong Ltd	76.770.396	671.066	728.134	57.068	1,56%	Hong Kong
Vimpelcom Ltd-Spon ADR	11.772.778	871.721	602.362	-269.360	1,29%	New York
First Pacific Co Ltd	45.234.923	285.825	310.136	24.311	0,66%	Hong Kong
Sistema Jsf GDR	1.423.965	150.295	269.068	118.773	0,58%	London Int
China Unicom Hong Kong Ltd ADR	2.347.421	216.459	221.205	4.746	0,47%	New York
Kinnevik Investment AB-B	738.060	38.582	193.347	154.766	0,41%	Stockholm
Global Telecom Holding	38.328.039	100.420	169.380	68.960	0,36%	Cairo
Sum mindre poster		296.455	228.640	-67.815	0,5%	
Sum Telekommunikation		2.630.822	2.722.271	91.449	5,82%	
FORSYNING						
Centrais Elétricas Brasileiras SA Pref	7.369.985	455.723	214.042	-241.681	0,46%	Sao Paulo
Centrais Elétricas Brasileiras SA	2.804.245	233.863	49.896	-183.967	0,11%	Sao Paulo
Sum Forsyning		689.586	263.937	-425.649	0,56%	
Sum værdipapirportefølje		33.243.531	45.315.930	12.072.399	96,85%	
Disponibel likviditet			1.475.993		3,15%	
Sum andelskapital			46.791.923		100,00%	
Basiskurs pr. 30.06.2014		1180,2152 NOK				

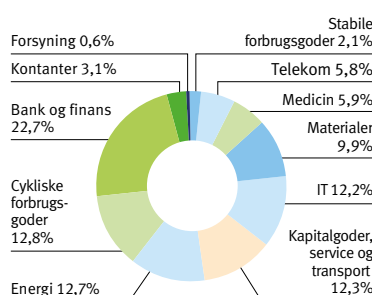


SKAGEN GLOBAL

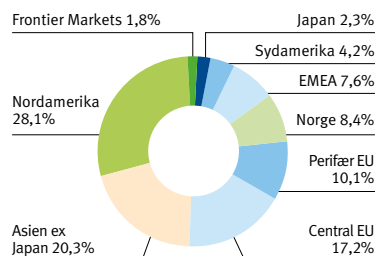
En verden af muligheder*

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

BRANCHEFORDDELING



GEOGRAFISK FORDELING



DE 10 STØRSTE INVESTERINGER

Samsung Electronics Co Ltd	7,74
Citigroup Inc	5,19
American International Group I	3,29
Nordea Bank AB	2,45
Gazprom OAO	2,20
Renault SA	2,20
Microsoft Corp	2,19
Teva Pharmaceutical Industries	2,04
China Unicom Hong Kong Ltd	2,03
LG Corp	2,00
TOTAL (%)	31,32



SKAGEN VEKST

Udforsker den smalle sti til velstand*

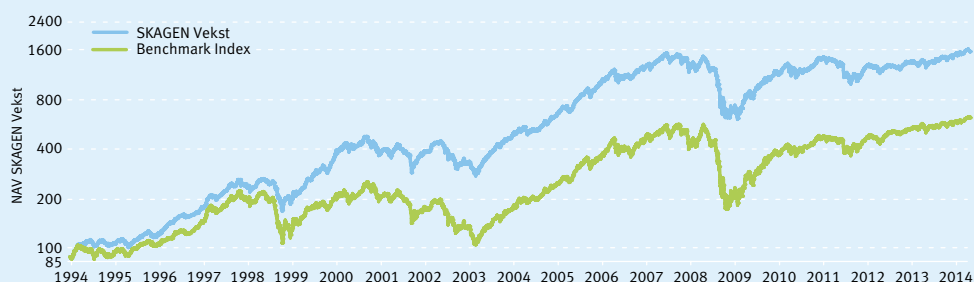
Minimum 50 procent af midlerne i aktiefonden SKAGEN Vekst skal til enhver tid være investeret i selskaber noteret eller omsat i det nordiske aktiemarked, resten skal være placeret i det globale aktiemarked. SKAGEN Vekst passer til investorer som ønsker en aktiefond med god balance mellem norske og globale selskaber. Fonden har et bredt mandat som giver stor frihed til at investere i en række selskaber, brancher og regioner.

Risiko



Morningstar	★★★★★
Fondens startdato	1 december 1993
Afkast siden lancering	1 607%
Gennemsnitligt årligt afkast	14,78%
Forvaltningskapital	7 639 mio DKK
Antal kendte investorer	74 253
Tegningsprovision	0%
Indløsningsprovision	0%
Forvaltningshonorar	1,0% pr. år + 10% af afkast ud over 6% pr. år. Fonden har high watermark. Se s. 40
Mindste handelsstr.	1 styk
Godkendt til markedsføring	Norge, Sverige, Danmark, Finland, Holland, Luxemborg, Island, England, Belgien og Schweiz
Referenceindeks	MSCI Nordic/ MSCI AN ex. Nordic
UCITS-fond	Ja
Porteføljeformålere	Ole Sjøberg, Geir Tjøland, Alexander Stensrud (juniorforvalter, 1 årig kontrakt)

KURSHISTORISK SKAGEN VEKST



Værdipapir	Antal	Købsværdi NOK	Markedsværdi NOK	Urealiseret gevinst/tab (i tusinder)	Procentvis fordeling	Børs
ENERGI						
Statoil ASA	1.257.489	180.184	236.911	56.727	2,76%	Oslo Børs
Solstad Offshore ASA	1.938.650	95.344	201.620	106.276	2,34%	Oslo Børs
DOF ASA	5.762.213	110.022	169.985	59.964	1,98%	Oslo Børs
Bonheur ASA	1.192.594	88.117	146.689	58.572	1,71%	Oslo Børs
Ganger Rolf ASA	1.213.817	124.262	138.375	14.113	1,61%	Oslo Børs
Rec Silicon ASA	29.162.486	42.190	103.410	61.221	1,20%	Oslo Børs
Siem Offshore Inc	8.036.317	68.365	67.344	-1.021	0,78%	Oslo Børs
GCL-Poly Energy Holdings Ltd	30.000.000	59.320	61.546	2.226	0,72%	Hong Kong
Eidesvik Offshore ASA	1.487.641	55.290	47.605	-7.686	0,55%	Oslo Børs
Sevan Drilling ASA	13.252.171	83.460	40.419	-43.041	0,47%	Oslo Børs
Lundin Petroleum AB	301.000	35.402	37.340	1.938	0,43%	Stockholm
Electromagnetic Geoservices AS	5.029.207	68.319	32.137	-36.183	0,37%	Oslo Børs
REC Solar AS	311.524	6.230	29.112	22.881	0,34%	Oslo Børs
On & Offshore Holding AS	105.165	0	484	484	0,01%	Unotert
Sum Energi		1.016.507	1.312.977	296.470	15,27%	

MATERIALER						
Norsk Hydro ASA	14.042.679	355.936	461.021	105.086	5,36%	Oslo Børs
OCI Co Ltd	39.000	33.003	40.691	7.688	0,47%	Seoul
Nordic Mining ASA	17.281.021	20.406	17.454	-2.952	0,20%	Oslo Axess
Agrinos AS	817.242	23.068	4.086	-18.982	0,05%	Unotert
Sum Materialer		432.412	523.252	90.840	6,09%	

KAPITALGODER, SERVICE OG TRANSPORT						
Koninklijke Philips NV	1.518.075	304.812	295.444	-9.368	3,44%	Amsterdam
Norwegian Air Shuttle ASA	1.448.775	86.455	291.783	205.328	3,39%	Oslo Børs
Kongsberg Gruppen ASA	1.388.746	57.682	193.036	135.354	2,25%	Oslo Børs
Wilh. Wilhelmsen Holding ASA	900.275	64.294	173.753	109.459	2,02%	Oslo Børs
Stolt-Nielsen Ltd	781.341	96.892	117.201	20.309	1,36%	Oslo Børs
AirAsia Bhd	24.244.100	125.235	106.647	-18.589	1,24%	Kuala Lumpur
Avance Gas Holdings Ltd	654.974	71.552	102.831	31.279	1,20%	Oslo Børs
ABB Ltd	657.625	83.190	92.864	9.673	1,08%	Stockholm
LG Corp Pref	222.192	25.533	55.261	29.728	0,64%	Seoul
FLSmidth & Co A/S	110.000	34.771	37.663	2.892	0,44%	København
LG Corp	97.600	20.222	37.003	16.780	0,43%	Seoul
Odfjell SE-A	1.222.521	54.730	35.086	-19.643	0,41%	Oslo Børs
Goodtech ASA	2.116.842	48.135	29.424	-18.711	0,34%	Oslo Børs
TTS Group ASA	3.222.553	32.175	19.335	-12.840	0,22%	Oslo Børs
I.M. Skaugen SE	1.728.652	21.005	14.676	-6.329	0,17%	Oslo Børs
YIT Oyj	120.000	8.183	8.464	282	0,10%	Helsinki
Viti Invest AS	931.782	5.644	438	-5.206	0,01%	Unotert
Sum Kapitalvarer, service og transport		1.140.511	1.610.910	470.399	18,74%	

CYKLISKE FORBRUGSGODER						
Royal Caribbean Cruises Ltd	1.793.021	274.925	611.212	336.287	7,11%	New York
Continental AG	293.500	147.369	416.394	269.024	4,84%	Frankfurt
Kia Motors Corporation	860.000	258.782	295.271	36.489	3,43%	Seoul
Volvo AB	1.400.000	123.328	117.988	-5.341	1,37%	Stockholm
Toshiba Corp	3.300.000	83.962	94.542	10.581	1,10%	Tokyo
Hurtigruten ASA	21.171.503	76.132	88.497	12.364	1,03%	Oslo Børs
Nokian Renkaat OYJ	225.000	54.613	53.797	-816	0,63%	Helsinki
Nippon Seiki Co Ltd	230.000	22.272	27.263	4.990	0,32%	Tokyo
Fjord Line AS	3.622.985	33.138	21.738	-11.400	0,25%	Unotert
Sum Cykliske forbrugsgoder		1.074.521	1.726.701	652.180	20,08%	

Værdipapir	Antal	Købsværdi NOK	Markeds- værdi NOK	Urealiseret gevinst/tab (i tusinder)	Procentvis fordeling	Børs
STABILE FORBRUGSGODER						
Casino Guichard Perrachon SA	191.785	130.604	155.769	25.166	1,81%	Paris
Carlsberg AS-B	150.000	93.089	99.274	6.184	1,15%	København
Royal Unibrew A/S	95.000	29.419	91.637	62.218	1,07%	København
Oriflame Cosmetics SA-SDR	462.367	68.397	66.097	-2.300	0,77%	Stockholm
Sodastream International Ltd	260.000	63.937	53.130	-10.807	0,62%	NASDAQ
Yazicilar Holding AS	689.169	23.544	37.385	13.841	0,43%	Istanbul
Genomar AS	483.807	11.591	140	-11.451	0,00%	Unotert
Norsk Marin Fisk AS	364.200	7.338	4	-7.334	0,00%	Unotert
Sum Stabile forbrugsgoder	427.919	503.435	75.516	5,86%		
MEDICIN						
Teva Pharmaceutical-Sp ADR	1.461.530	386.593	471.924	85.331	5,49%	NASDAQ
Novo Nordisk A/S-B	290.250	62.218	81.967	19.749	0,95%	København
Medi-Stim ASA	1.465.625	18.313	34.442	16.129	0,40%	Oslo Børs
Photocure ASA	626.466	25.235	13.782	-11.453	0,16%	Oslo Børs
Norchip AS	1.250.000	18.001	13	-17.988	0,00%	Unotert
Sum Medicin		510.359	602.128	91.769	7,00%	
BANK OG FINANS						
Danske Bank A/S	1.800.000	184.794	313.015	128.222	3,64%	København
Sberbank of Russia Pref	14.470.000	209.651	179.860	-29.791	2,09%	Moscow
Tribona AB	3.410.861	112.654	108.911	-3.743	1,27%	Stockholm
Korean Reinsurance Co	1.466.760	50.035	92.978	42.944	1,08%	Seoul
Norwegian Finans Holding ASA	4.000.000	7.843	68.000	60.157	0,79%	Unotert
Sparebanken Øst	1.413.500	25.053	64.456	39.403	0,75%	Oslo Børs
Hitecvision AS	793.668	7.193	63.493	56.300	0,74%	Unotert
Raiffeisen Bank International AG	275.577	65.960	53.632	-12.328	0,62%	Wien
SBI Holdings Inc	400.000	33.171	30.042	-3.128	0,35%	Tokyo
Zoncolan ASA	730.000	4.046	1.314	-2.732	0,02%	Oslo Axess
Sum Bank og finans		700.399	975.703	275.304	11,35%	
INFORMATIONSTEKNOLOGI						
Samsung Electronics Co Ltd Pref	99.660	589.917	640.815	50.898	7,45%	Seoul
SAP AG	440.000	176.334	209.445	33.111	2,44%	Frankfurt
Q-Free ASA	3.182.604	44.688	45.193	505	0,53%	Oslo Børs
Bang & Olufsen A/S	320.375	24.231	24.701	470	0,29%	København
PSI Group ASA	3.796.612	43.431	23.425	-20.005	0,27%	Oslo Børs
Proact IT Group AB	258.101	8.572	20.840	12.268	0,24%	Stockholm
Precise Biometrics AB	2.362.593	2.436	2.189	-247	0,03%	Stockholm
Oter Invest AS	2.566.891	6.980	1.283	-5.696	0,01%	Unotert
Ceetron ASA	60.622	936	91	-845	0,00%	Unotert
Sum Informationsteknologi		897.525	967.983	70.459	11,26%	
TELEKOMMUNIKATION						
Kinnevik Investment AB-B	463.583	103.529	121.483	17.954	1,41%	Stockholm
TeliaSonera AB	2.500.000	111.683	112.056	373	1,30%	Stockholm
Sum Telekommunikation		215.212	233.539	18.326	2,72%	
Sum værdipapirportefølje		6.415.366	8.456.628	2.041.262	98,36%	
Disponibel likviditet			141.327		1,64%	
Sum andelskapital			8.597.955		100,00%	
Basiskurs pr. 30.06.2014						
		1763,666 NOK				

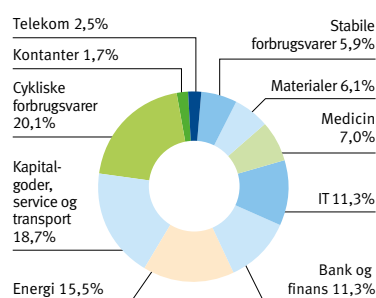


SKAGEN VEKST

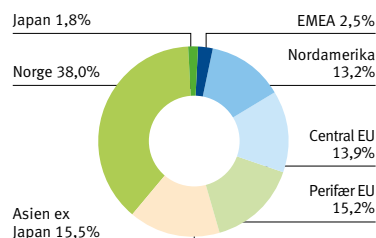
Udforsker den smalle sti til velstand*

* Cyklister i havstokken. 1894. Udsnit. Af Einar Hein. En af Skagens malerne. Billedet tilhører Skagens Museum.

BRANCHEFORDELING



GEOGRAFISK FORDELING



DE 10 STØRSTE INVESTERINGER

Samsung Electronics Co Ltd	7,45
Royal Caribbean Cruises Ltd	7,11
Teva Pharmaceutical Industries	5,49
Norsk Hydro ASA	5,36
Continental AG	4,84
Danske Bank A/S	3,64
Koninklijke Philips NV	3,44
Kia Motors Corp	3,43
Norwegian Air Shuttle AS	3,39
Statoil ASA	2,76
SUM 10 STØRSTE UTSTEDERE (%)	46,92

VÆRDIPAPIRPORTEFØLJE SKAGEN M² PR. 30.06.2014



SKAGEN m²

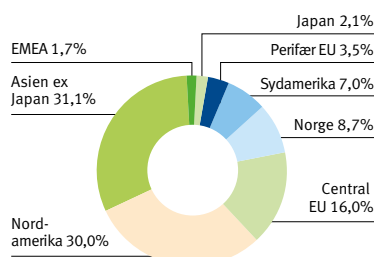
En andel i det globale ejendomsmarked.*

* Arkitekten Ulrik Plesners første tilbygning til Brøndums hotel. 1892. Udsnit. Af Johan Peter von Wildenrad. Billedet tilhører Skagens Museum.



Fondens startdato	31 October 2012
Afkast siden lancering	5 %
Gennemsnitligt årligt afkast	2,72 %
Forvaltningskapital	472 mio DKK
Antal kendte investorer	5 128
Tegningsprovision	0%
Indløsningsprovision	0 %
Forvaltningshonorar	1.5 % pr. år plus/minus variabelt forvaltningshonorar
Mindste handelstr.	1 styk
Godkendt til markedsføring	Norge, Sverige, Danmark, Finland, Holland, Luxemborg, Island, England, Belgien og Schweiz
Referenceindeks	MSCI All Country World Index Real Estate IMI
UCITS-fond	Ja
Porteføljeforvaltere	Michael Gobitschek, Harald Haukås

GEOGRAFISK FORDELING



KURSHISTORISK SKAGEN m²



Værdipapir	Antal	Købsværdi NOK	Markeds-værdi NOK	Urealiseret gevinst/tab (i tusinder)	Procentvis fordeling	Børs
EIENDOMSSKAPS INKL REITS						
General Growth Properties Inc	150.000	20.061	21.538	1.477	4,05%	New York
Brandywine Realty Trust	208.000	17.925	19.842	1.917	3,73%	New York
Ashford Hospitality Trust	265.000	12.475	18.773	6.298	3,53%	New York
Deutsche Wohnen AG	140.000	12.633	18.509	5.876	3,48%	Frankfurt
Columbia Property Trust Inc	105.800	17.667	16.750	-917	3,15%	New York
HCP Inc	64.700	14.683	16.352	1.669	3,07%	New York
Apartment Investmet & Management Co	80.000	13.753	15.848	2.095	2,98%	New York
Mercialys SA	109.000	13.552	15.523	1.971	2,92%	Paris
PS Business Parks Inc	29.000	12.599	14.767	2.168	2,78%	New York
British Land Co Plc	200.891	10.270	14.753	4.483	2,77%	London
Global Logistic Properties Ltd	1.096.000	13.705	14.561	856	2,74%	Singapore
Soho China Ltd	2.721.500	13.082	13.170	88	2,48%	Hong Kong
Ticon Industrial Connection Pcl-Nvdr	3.839.220	12.648	12.639	-9	2,38%	Bangkok
Lexington Realty Trust	183.500	12.568	12.442	-126	2,34%	New York
Olav Thon Eiendomsselskap ASA	106.000	9.696	12.031	2.335	2,26%	Oslo Børs
Mapletree Logistics Trust	1.960.753	11.329	11.240	-89	2,11%	Singapore
Nomura Real Estate Office Fund Inc	385	10.623	11.159	535	2,10%	Tokyo
SM Prime Holdings Inc	5.000.000	12.092	11.154	-939	2,10%	Philippines
SL Green Realty Corp	16.500	8.101	11.024	2.923	2,07%	New York
Franshion Properties China Ltd	6.684.000	12.599	10.799	-1.799	2,03%	Hong Kong
Unibail-Rodamco SE	6.000	9.433	10.689	1.256	2,01%	Amsterdam
CA Immobilien Anlagen AG	87.000	9.501	10.037	536	1,89%	Wien
Affine SA	76.000	7.773	9.320	1.547	1,75%	Paris
Phoenix Mills Ltd	275.000	7.552	9.022	1.470	1,70%	National India
Citycon Oyj	400.000	6.828	9.004	2.176	1,69%	Helsinki
BR Malls Participacoes SA	170.000	11.546	8.794	-2.753	1,65%	Sao Paulo
CBL & Associates Properties Inc	70.169	7.436	8.133	697	1,53%	New York
Ascendas India Trust	1.884.000	7.134	7.741	607	1,46%	Singapore
First Real Estate Investment Trust	1.302.000	7.150	7.592	442	1,43%	Singapore
Emlak Konut Gayrimenkul Yatirim Ortakligi AS	935.000	6.746	7.198	453	1,35%	Istanbul
Dic Asset AG	105.000	6.829	7.038	209	1,32%	Xetra
Ananda Development PCL-Nvdr	13.819.200	5.738	6.955	1.217	1,31%	Bangkok
Irsa Sa ADR	69.500	4.847	6.891	2.044	1,30%	New York
CapitaLand Ltd	400.000	6.017	6.298	281	1,18%	Singapore
General Shopping Brasil SA	282.000	8.536	6.022	-2.514	1,13%	Sao Paulo
BR Properties SA	160.000	10.258	5.911	-4.347	1,11%	Sao Paulo
Gecina SA	6.500	4.494	5.806	1.312	1,09%	Paris
Summarecon Agung Tbk PT	9.673.800	6.248	5.682	-566	1,07%	Indonesia
Bekasi Fajar Industrial Estate Tbk PT	25.856.300	6.162	5.647	-515	1,06%	Indonesia
Parkway Life Real Estate Investment Trust	472.000	5.732	5.481	-251	1,03%	Singapore
Keppel Land Ltd	325.000	5.733	5.405	-328	1,02%	Singapore
Shimao Property Holdings Ltd	476.000	6.108	5.368	-740	1,01%	Hong Kong
Rockwell Land Corp	20.000.000	8.187	5.260	-2.926	0,99%	Philippines
Vista Land & Lifescapes Inc	6.039.700	4.818	5.199	381	0,98%	Philippines
Sum mindre poster	29.689	29.869	180	5,6%		
Sum Bank og finans		462.552	493.232	30.680	92,73%	
Renteinstrumenter						
General Shopping Finance	1.000.000	5.429	5.796	367	1,09%	Euroclear
Sum Renteinstrumenter		5.429	5.796	367	1,09%	
Sum verdipapirportefølje		467.982	499.028	31.046	93,82%	
Disponibel likviditet			32.850		6,18%	
Sum andelskapital			531.878		100,00%	

Basiskurs pr. 30.06.2014

118,893 NOK



SKAGEN TELLUS

Åbner døren til globale renter*

SKAGEN Tellus er en aktivt forvaltet global obligationsfond som investerer i obligationer udstedt af stater, regionale myndigheder og finansinstitutioner over hele verden. SKAGEN Tellus er et godt alternativ for investorer som ønsker at investere i globale obligationer og som har mindst 12 måneders investeringshorisont. Investorer bør have tolerance for valutaudsvingninger. Fondens basisvaluta er EURO.

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

Risiko

1

2

3

4

5

6

7

Morningstar

★★★★★

Fondens startdato	29 September 2006
Afkast siden lancering	55%
Gennemsnitligt årligt afkast	5,80%
Forvaltningskapital	610 mio DKK
Antal kendte investorer	2 009
Tegningsprovision	0 %
Indløsningsprovision	0 %
Forvaltningshonorar	0,8 % pr. år
Mindste handelsstr.	1 styk
Godkendt til markedsføring	Norge, Sverige, Danmark, Finland, Holland, Luxemborg, Island, England, Belgien og Schweiz
Referenceindeks	J.P. Morgan GBI Broad Index Unhedged in EUR
UCITS-fond	Ja
Porteføljeforvaltere	Torgeir Høien, Jane Tvedt

Værdipapir	Forfalds- dato	Kupon	Nominelt (i tusinder)	Kostpris (i tusinder)	Markeds- kurs	Vedhæn- gende rente (i tusinder)	Markeds- værdi (i tusinder)	Markeds- værdi inkl. vedhæn- gende rente (i tusinder)	Urealiseret gevinst/tab (i tusinder)	Andel af fonden
STATSOBLIGATIONER										
Brazilian Government	10.01.2028	10,25	13.200	37.822	296,22	1.784	39.101	40.885	1.280	5,95%
Chilean Government	05.08.2020	5,50	3.410.000	41.787	1,17	841	39.737	40.577	-2.051	5,90%
European Bank Recon & Dev	17.06.2015	0,50	43.000	41.462	98,48	8	42.347	42.354	884	6,16%
Colombian Government	14.04.2021	7,75	10.500.000	37.602	0,38	368	39.427	39.795	1.824	5,79%
Danish Government	16.11.2015	4,00	17.000	19.631	118,74	476	20.186	20.662	555	3,01%
Italian Government	02.02.2037	4,00	6.865	58.001	887,50	949	60.927	61.876	2.926	9,00%
Hellenic Republic Government	24.02.2027	2,00	8.350	47.610	626,57	484	52.318	52.803	4.709	7,68%
Lithuanian Government	22.01.2024	3,37	2.000	17.208	914,54	247	18.291	18.538	1.083	2,70%
Portugese Government	15.04.2021	3,85	6.750	52.513	880,79	454	59.453	59.908	6.940	8,71%
Slovenia Government	30.03.2026	5,12	5.400	39.296	976,78	586	52.746	53.332	13.450	7,76%
UK Government	08.09.2014	5,00	3.440	35.528	1.057,04	563	36.362	36.926	834	5,37%
European Bank Recon & Dev	28.05.2015	5,00	240.000	23.976	10,09	111	24.225	24.336	249	3,54%
Mexican Government	20.11.2036	10,00	40.000	24.368	66,13	53	26.454	26.506	2.085	3,86%
New Zealand Government	15.04.2015	6,00	2.000	10.596	547,45	134	10.949	11.083	353	1,61%
Peruvian Government	12.08.2037	6,90	12.000	26.728	229,39	694	27.527	28.221	799	4,11%
Turkish Government	08.03.2023	7,10	11.000	28.399	261,45	639	28.759	29.398	360	4,28%
US Government	21.08.2014	0,00	12.500	74.159	614,42	0	76.802	76.802	2.643	11,17%
US Government	18.09.2014	0,00	3.000	18.444	614,42	0	18.432	18.432	-12	2,68%
Sum Værdipapirportefølje				635.131		8.391	674.044	682.434	38.913	99,27%
Disponibel likviditet				4.888		0	4.997	4.997	109	0,73%
TOTAL				640.018		8.391	679.040	687.431	39.022	100,00%
Nøgletal portefølje										
Effektiv underliggende afkast				4,11%						
Effektiv afkast til kunder*				3,31%						
Varighed**				5,74						

* Effektivt underliggende afkast justeret for forvaltningshonorar.
** Varighed er et forenklet udtryk for hvor meget kursen på obligationen vil ændre sig, hvis renten ændrer sig 1 procentpoint.
Effektiv rente er det gennemsnitlige årlige afkast på en obligation ind til den forfalder, givet at der ikke sker eventuel forindfrielse. Begrebet er baseret på en række teoretiske forudsætninger, herunder geninvestering af kuponbetalinger til samme rente.
Værdipapirer er vurderet til markedskurser pr. 30.06.2014
Hvor der ikke eksisterer "market-maker" kurser, er obligationer og eventuelle certifikater prisfastsat mod den gældende yieldkurve på tidspunktet for opgørelsen.
Andelskurs pr. 30.06.2014 117,9636 NOK

Afkast- og risikomåling

Pr. 30.06.2014	År til dato	Seneste år	Seneste 2 år	Seneste 5 år	Seneste 7 år	Seneste 10 år	Levetid
SKAGEN Vekst A	8,2%	19,7%	12,8%	12,7%	0,8%	11,3%	14,8%
MSCI Nordic/MSCI AC ex. Nordic	7,9%	18,8%	15,4%	18,5%	2,0%	11,7%	9,8%
SKAGEN Global A	6,7%	16,8%	17,4%	15,9%	4,2%	11,8%	15,5%
MSCI World AC	6,8%	16,3%	15,5%	14,6%	2,7%	5,6%	3,3%
SKAGEN Kon-Tiki A	6,6%	15,8%	9,9%	13,3%	5,5%	16,2%	15,9%
MSCI Emerging Markets	6,7%	8,8%	4,5%	9,7%	2,1%	10,6%	8,0%
SKAGEN m ² A	11,5%	0,1%				2,7%	-1,8%
MSCI All Country World Index Real Estate IMI	11,0%	5,7%				7,4%	3,3%
SKAGEN Tellus A	8,36%	3,35%	4,70%	7,77%	5,53%	5,80%	5,4%
J.P. Morgan GBI Broad Index Unhedged in EUR	5,79%	1,53%	-2,83%	3,67%	5,00%	3,91%	3,6%
SKAGEN Avkastning	3,06%	-1,14%	-0,36%	5,82%	2,81%	4,29%	5,60%
Statsobligasjonsind. 3.00	1,78%	-3,05%	-3,24%	4,91%	3,94%	4,04%	5,52%

*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 Vekst var indtil 2010 Oslo Børs Benchmark Index (OSEBX). Siden da har det været MSCI World Index (Daily Traded Net Total Return) indtil 2004. Siden da MSCI Emerging Markets Index (Daily Traded Net Total Return).

Afkastdata for benchmarket til SKAGEN Kon-Tiki er derfor en kombination af disse to indekser.

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

Risiko og præstationsmåling

Pr. 30.06.2014	SKAGEN Vekst	SKAGEN Global	SKAGEN Kon-Tiki	SKAGEN Tellus
RISIKO- OG PRÆSTATIONSMÅL SENESTE 5 ÅR				
Standard afvigelse, fond	15,5%	13,0%	15,1%	5,9%
Standard afvigelse, reference indeks	14,2%	10,1%	14,4%	8,0%
Sharpe-ratio, fond	0,74	1,09	0,79	1,16
Sharpe-ratio, reference indeks	1,15	1,30	0,60	0,38
Relativ volatilitet / Tracking error	5,7%	4,9%	4,6%	5,8%
IR	-0,88	0,23	0,70	0,67
korrelasjon	0,93	0,94	0,95	0,69
alfa	-5,2%	-1,7%	3,2%	
beta	1,01	1,21	1,00	
R2	86%	88%	91%	

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%	-2,2%	-1,6%	-3,3%

GEVINST- OG TABSANALYSE SENESTE 5 ÅR

Relativ gevinst	94%	113%	108%	107%
Relativ tab	122%	119%	93%	61%
Relativ gevinst/tab-ratio	0,77	0,95	1,17	1,75
Positive indekssafvigelser	5,8	7,4	7,9	9,8
Negative indekssafvigelser	10,4	6,3	4,6	5,8
Indeks afvigelse-ratio	0,55	1,19	1,71	1,70
Antal positive afvigelser	36%	54%	63%	63%
Antal positive afvigelser, oppgang	34%	65%	55%	33%
Antal positive afvigelser, nedgang	40%	36%	71%	91%
Konsistens	40%	52%	53%	63%
Konsistens, oppgang	35%	59%	48%	45%
Konsistens, nedgang	50%	38%	59%	83%

GEVINST- OG TABSANALYSE SIDEN START

Relativ gevinst	96%	153%	121%	81%
Relativ tab	79%	104%	98%	70%
Relativ gevinst/tab-ratio	1,21	1,46	1,24	1,17
Positive indekssafvigelser	14,20	18,99	12,42	12,71
Negative indekssafvigelser	9,76	8,20	5,50	12,28
Indeks afvigelse-ratio	1,46	2,32	2,26	1,03

BEKENDTGØRELSE

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

Der er ingen købsomkostninger i vores aktiefonde. Det årlige forvaltningshonorar for SKAGEN Vekst og SKAGEN Global er 1 % pr. år + variabelt forvaltningshonorar. I SKAGEN Vekst fordeles afkastet over 6 % pr. år 90/10 mellem fondens investorer og forvaltningsselskabet. Belastning af variabelt forvaltningshonorar kan kun foretages, hvis andelsværdien den 31. december er højere end andelsværdien ved forrige belastning/afregning af variabelt forvaltningshonorar (high water mark). I SKAGEN Global fordeles værdiudvikling bedre end MSCI AC World index målt i norske kroner 90/10 mellem fondens investorer og forvaltningsselskabet.

I SKAGEN Kon-Tiki er forvaltningshonoraret 2,0 % pr. år plus/minus variabelt forvaltningshonorar. I SKAGEN Kon-Tiki fordeles værdiudvikling bedre end MSCI vækstmarkedsindeks målt i norske kroner 90/10 mellem fondens investorer og forvaltningsselskabet. Samlet belastet forvaltningshonorar pr. år kan dog ikke overstige 4 procent af den gennemsnitlige forvaltningskapital. Ved dårligere værdiudvikling end MSCI vækstmarkedsindeks målt i norske kroner fordeles differensen 90/10 mellem fondens investorer og forvaltningsselskabet. Samlet belastet forvaltningshonorar pr. år kan dog ikke blive mindre end 1 procent af den gennemsnitlige årlige forvaltningskapital.

I SKAGEN m² er forvaltningshonoraret 1,5 % plus/minus et variabelt forvaltningshonorar. I SKAGEN m² fordeles værdiudviklingen som er bedre end MSCI Real Estate IMI målt i norske kroner 90/10 mellem investorer og forvaltningsselskabet. Samlet forvaltningsgodtgørelse pr. år kan ikke overstige 4 procent af gennemsnitlig forvaltningskapital. Ved dårligere værdiudvikling end MSCI Real Estate IMI målt i norske kroner fordeles differensen 90/10 mellem investorer og forvaltningsselskabet. Samlet forvaltningsgodtgørelse pr. år kan dog ikke blive lavere end 1 procent af den gennemsnitlige forvaltningskapital.

SKAGEN Global, SKAGEN Kon-Tiki og SKAGEN m² kan betale variabelt forvaltningshonorar, selv om fondens afkast har været negativt, så længe fonden har haft bedre procentuel værdiudvikling end sit referenceindeks. Omvendt kan fonden give positivt afkast, uden at den betaler variabelt forvaltningshonorar, så længe fonden ikke har haft bedre procentuelt afkast end referenceindekset. Fast forvaltningshonorar beregnes dagligt og betales kvartalsvis. Variabelt forvaltningshonorar beregnes dagligt og betales årligt.

I SKAGEN Tellus er der ingen omkostninger forbundet med køb og salg af andele. Der er heller ingen begrænsninger for indløsning. Årligt forvaltningshonorar er 0,8 % for SKAGEN Tellus.

Investors afkast kan påvirkes af omkostninger, som skabes af andre handelspartnere uden for vores kontrol. For en detaljeret beskrivelse af omkostningerne m.m. henvises til det komplette og det forenklede prospekt. Det kan fås ved henvendelse til SKAGEN Fondene eller på www.ska-genfondene.dk.

Begrebsforklaring

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

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

Traditionelle risiko- og præstationsmål

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

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

Relativ volatilitet (tracking error) er standardafvigelsen fra det årlige merafkast i forhold til indekset i den pågældende periode. Relativ volatilitet måler forvalterens evne til at frembringe et jævnt merafkast i forhold til referenceindekset, men bruges ofte som et mål for et fonds uafhængighed af indekset.

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

Alfa er et risiko-justeret mål for det såkaldte aktive afkast af en investering. Det er merafkastet ud over den compensation man får for den påtagede risiko, og anvendes derfor ofte til at vurdere aktive forvalteres præstationer. Det kan vises, at i et effektivt marked, vil den forventede værdi af alfa koefficienten være nul. Derfor angiver alfa koefficienten, hvor godt en investering har klaret sig når man tager højde for den risiko der er givet: En alfaværdi under nul, betyder at investeringen har givet for lidt afkast i forhold til den givne risiko (eller havde for høj risiko i forhold til afkastet). En alfaværdi lig med nul, betyder at investeringen har givet et afkast der svarer til den påtagede risiko.

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

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

R2 anvendes i forbindelse med statistiske modeller, hvis hovedformål er en forudsigelse af fremtidige resultater på grundlag af andre relaterede oplysninger. Det er den del af variationen i et datasæt, der tegner sig for den statistiske model. Det indeholder et mål for hvor godt de fremtidige resultater sandsynligvis vil blive forudsagt af modellen. En høj værdi (tæt på 100%) angiver en høj og god forklaringsgrad af modellen.

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

Value at Risk (VaR) er i finansielle risikostyring, et meget anvendt risikomål for risikoen for tab på en specifik portefølje af finansielle aktiver. I det her tilfælde svarer det til hvor meget du kan risikere at tabe i løbet af en måned med 2,5 % sandsynlighed. Beregningerne er både parametriske og observerede tal fra de sidste 5 år. I og med at observationerne de sidste 5 år er blandt de værste inden for de sidste 30 år, er det forventet at beregningen baseret på observationer giver større nedgangspotentiale end ved parametriske beregning (baseret på standardafvigelse).

Den relative VaR er et mål for den værste underperformance i løbet af en måned.

Gevinst og tabsanalysen

Relativ gevinst og relativt tab er mål for evnen til at opnå et merafkast i henholdsvis opgangs- og nedgangsperioder. Et relativt tab på 80 procent vil sige, at fonden i en tabsperiode i markedet har opnået et tab, som svarer til, at fonden havde investeret blot 80 procent af sine midler i indekset og 20 procent i risikofri rente (ST1X). Relativt tab på mindre end 100 procent vil sige, at fonden taber mindre end det nedadgående marked. Relativ gevinst vil sige, at fonden tjener mere end det opadgående mar-

ked. Hvis man sammenligner med en fonds standardafvigelse, kan disse mål give indikationer af, hvorfor standardafvigelsen er højere eller lavere end indekset.

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

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

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

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

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

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

HALVÅRSSREGNSKAB PR. 30.06.2014

Resultatregnskap (angitt i hele tusen kroner)	SKAGEN Vekst 1. halvår 2014	SKAGEN Global 1. halvår 2014	SKAGEN Kon-Tiki 1. halvår 2014	SKAGEN m ² 1. halvår 2014	SKAGEN Tellus 1. halvår 2014	SKAGEN Avkastning 1. halvår 2014	SKAGEN Høyrente 1. halvår 2014	SKAGEN Høyrente Inst. 1. halvår 2014	SKAGEN Krona** 1. halvår 2014	SKAGEN Balanse 60/40 1. halvår 2014
PORTEFØLJEINNTEKTER OG -KOSTNADER										
Renteinntekter/-kostnader	2 369	1 917	-5 652	336	9 741	20 461	45 592	15 300	7 415	1 094
Aksjeutbytte	142 317	682 073	444 149	11 260	-	-	-	-	-	-
Gevinst/tap ved realisasjon	641 037	1 435 971	1 313 524	-24 100	-2 255	358	1 068	570	-	3 848
Endring urealiserte kursgevinster/tap	12 404	1 315 558	2 060 526	74 858	44 633	30 428	-1 035	-563	-525	7 656
Garantiprovisjon	-	1 101	-	-	-	-	-	-	-	-
Kurtasje	-4 378	-14 582	-17 587	-548	-10	-7	-2	-1	-7	-
Valutagevinst/tap	-201	64 135	60 786	-256	-762	-4 216	-	-	-	-
PORTEFØLJERESULTAT	793 547	3 486 173	3 855 746	61 551	51 347	47 024	45 623	15 307	6 883	12 598
FORVALTNINGSINNTEKTER OG -KOSTNADER ¹										
Forvaltningshonorar fast	-41 726	-224 290	-482 498	-3 677	-2 207	-3 246	-4 148	-887	-763	-
Beregnet variabelt forvaltningshonorar *	-50 445	-548	-2 408	-202	-	-	-	-	-	-
FORVALTNINGSRESULTAT	-92 170	-224 838	-484 906	-3 879	-2 207	-3 246	-4 148	-887	-763	-
RESULTAT FØR SKATTEKOSTNAD	701 376	3 261 334	3 370 841	57 671	49 140	43 778	41 475	14 419	6 120	12 598
Skattekostnad	-7 254	-61 508	-42 644	-3 132	-	-	-	-	-	-429
PERIODE RESULTAT	694 122	3 199 826	3 328 197	54 540	49 140	43 778	41 475	14 419	6 120	12 168

Balanse	SKAGEN Vekst 30.06.2014	SKAGEN Global 30.06.2014	SKAGEN Kon-Tiki 30.06.2014	SKAGEN m ² 30.06.2014	SKAGEN Tellus 30.06.2014	SKAGEN Avkastning 30.06.2014	SKAGEN Høyrente 30.06.2014	SKAGEN Høyrente Inst. 30.06.2014	SKAGEN Krona** 30.06.2014	SKAGEN Balanse 60/40 30.06.2014
EIEDELER										
Norske verdipapirer til kostpris	2 189 674	1 655 267	1 499 714	9 696	-	777 189	2 199 793	509 833	-	211 300
Utenlandske verdipapirer til kostpris	4 225 692	31 588 265	35 472 509	458 286	635 131	278 412	-	-	739 279	26 500
Urealiserte kursgevinster/tap	2 041 262	12 072 399	15 161 311	30 959	38 913	35 607	8 872	1 065	1 279	22 903
Opptjente renter verdipapirer	-	-	-	87	8 585	5 248	8 165	2 008	2 354	1 223
SUM VERDIPAPIRPORTEFØLJE	8 456 628	45 315 930	52 133 534	499 028	682 629	1 096 456	2 216 830	512 905	742 912	261 926
Tilgodehavende aksjeutbytte	11 882	66 658	51 527	938	-	-	-	-	-	-
Opptjente renter bank	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
SUM OPPTJENTE, IKKE MOTTATTE INNTEKTER	11 882	66 658	51 527	938	-	-	-	-	-	-
Utsatt skattefordel	-	-	-	244	-	-	-	-	-	-
Til gode fra meglere	90 667	39 992	24 789	1 745	-	-	-	-	-	-
Til gode fra forvaltningsselskapet	3	11	22	3	3	2	-	-	-	-
Tilgodehavende skatt på aksjeutbytte	3 193	50 114	3 833	441	967	-	-	-	-	-
Andre fordringer	-	-	-	268	-	7 887	-	-	-	-
SUM ANDRE FORDRINGER	93 863	90 117	28 644	2 701	970	7 889	-	-	-	-
Bankinnskudd	188 689	1 649 556	3 813 173	34 481	20 366	425 613	985 060	490 369	37 176	2 095
SUM EIEDELER	8 751 062	47 122 261	56 026 878	537 148	703 965	1 529 958	3 201 890	1 003 274	780 087	264 021

EGENKAPITAL ¹										
Andelskapital til pålydende	492 397	3 978 583	8 290 728	447 872	584 474	1 081 553	3 119 715	992 041	742 155	211 543
Overkurs	-2 466 761	15 698 924	21 597 575	45 271	65 089	392 879	24 894	-5 093	5 176	20 886
INNSKUTT EGENKAPITAL	-1 974 364	19 677 507	29 888 303	493 143	649 562	1 474 431	3 144 609	986 948	747 331	232 429
Opptjent egenkapital	10 565 533	27 138 080	25 174 738	37 257	38 896	48 764	51 300	15 917	8 038	31 335
SUM EGENKAPITAL	8 591 169	46 815 587	55 063 041	530 400	688 458	1 523 195	3 195 909	1 002 865	755 369	263 764

GJELD										
Utsatt skatt	-	-	-	-	-	-	-	-	-	111
Skyldig til meglere	78 229	61 740	686 889	2 891	13 741	5 030	-	-	19 925	-
Skyldig til forvaltningsselskapet	71 726	113 095	250 282	2 078	1 189	1 733	2 059	410	374	-
Annen gjeld	9 938	131 839	26 665	1 779	576	-	3 922	-	4 420	146
SUM ANNEN GJELD	159 893	306 674	963 837	6 749	15 507	6 762	5 981	410	24 719	257
SUM GJELD OG EGENKAPITAL	8 751 062	47 122 261	56 026 878	537 148	703 965	1 529 958	3 201 890	1 003 274	780 087	264 021

	Klasse									
Antall utstedte andeler	A	4 920 567	37 710 693	71 385 509	4 468 315	5 835 215	10 815 526	31 197 152	9 920 408	7 421 549
Basiskurs per andel 30.06.2014	A	1744,7817	1174,3599	665,9245	118,8249	117,9636	140,8322	102,4461	101,0968	101,7804
Antall utstedte andeler	B	3 403	2 075 141	11 521 768	10 404	9 524	-	-	-	-
Basiskurs per andel 30.06.2014	B	1745,9567	1173,6974	667,4529	118,6007	118,0016	-	-	-	-

Note: Avvik på kursen i forhold til porteføljene skyldes periodiseringsavvik per 30.06.2014.

* Beregnet variabelt forvaltningshonorar per 30.06.14: I henhold til vedtektene skal endelig avregning skje per 31.12.2014 basert på verdiutvikling resten av året. I SKAGEN Vekst belastes variabelt forvaltningshonorar kun dersom andelsverdien 31.12 er høyere enn andelsverdien ved forrige belastning/avregning (høyvannsnmerke).

** Angitt i hele tusen svenske kroner

¹⁾ Hvorav fordeling på de respektive andelsklasser	Klasse	SKAGEN Vekst 1. halvår 2014	SKAGEN Global 1. halvår 2014	SKAGEN Kon-Tiki 1. halvår 2014	SKAGEN m ² 1. halvår 2014	SKAGEN Tellus 1. halvår 2014
Forvaltningshonorar fast	A	41 719	221 108	469 057	3 676	2 207
Beregnet forvaltningshonorar variabelt	A	50 427	-	-334	203	-
Sum forvaltningshonorar	A	92 146	221 108	468 723	3 879	2 207
Forvaltningshonorar fast	B	7	3 182	13 440	1	-
Beregnet forvaltningshonorar variabelt	B	17	548	2 742	-1	-
Sum forvaltningshonorar	B	24	3 730	16 182	-	-
Sum fast og beregnet variabelt forvaltningshonorar	Alle	92 170	224 838	484 906	3 879	2 207
¹⁾ Hvorav fordeling på de respektive andelsklasser	Klasse	SKAGEN Vekst 30.06.14	SKAGEN Global 30.06.14	SKAGEN Kon-Tiki 30.06.14	SKAGEN m ² 30.06.14	SKAGEN Tellus 30.06.14
Andelskapital til pålydende	A	492 057	3 771 069	7 138 551	446 832	583 521
Overkurs	A	-2 472 158	13 591 576	15 409 135	45 108	64 954
Sum innskutt egenkapital	A	-1 980 102	17 362 646	22 547 686	491 939	648 476
Andelskapital til pålydende	B	340	207 514	1 152 177	1 040	952
Overkurs	B	5 398	2 107 348	6 188 440	163	134
Sum innskutt egenkapital	B	5 738	2 314 862	7 340 617	1 204	1 087
Sum innskutt egenkapital	Alle	-1 974 364	19 677 507	29 888 303	493 143	649 562

SKAGENs porteføljeforvaltere



Beate
Bredeesen

Søren Milo
Christensen

Harald
Espedal



Kristian Falnes

Cathrine
Gether

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

Johan Swahn



Ole Søeberg

Geir Tjetland

Jane Tvedt

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. Den fond med det afkast i forhold til en given risiko er da den bedste.

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, forbryder 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 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.

Private investorer rydder op i investeringsjunglen

Trods mange års debat om rådgivning og investeringsprodukter oplever mange private investorer fortsat, at de mister overblikket over formuen. Det bør ikke være sådan.

Komplicerede og dyre investeringsprodukter sammensat i en portefølje med et stort antal fonde og enkeltinvesteringer.

Det møder vi fortsat, når vi yder rådgivning til private investorer. Mange familier med opsparing og formue af en vis størrelse giver udtryk for, at de har mistet overblikket over sammensætningen af deres formue. Det opleves utrygt, når man ikke ved, hvad man får i afkast, hvorfor man har de pågældende værdipapirer, og hvad det koster.

- Det er vores klare opfattelse, at private investorer har behov for et enkelt fondsudbud som vores, frem for at få tilbudt komplicerede investeringsprodukter, der oven i købet skal byttes ud med jævne mellemrum, siger Søren Risager Rasmussen, kundechef i SKAGEN Fondene i Danmark.

- En fond som SKAGEN Global rummer 80-100 selskaber fra hele verden i porteføljen, hvilket er fuldt tilstrækkeligt til at begrænse risikoen ved aktieinvesteringer. Yderligere risikospredning over mange forskellige aktieprodukter er unødvendigt, tilføjer han.

SKAGEN er den eneste investeringsforening, som yder rådgivning til private. Uafhængigheden af pengeinstitutter, realkreditinstitutter og pensionskasser giver muligheder for at se den enkeltes økonomi udefra.

God rådgivning skal altid være tilpasset den enkeltes unikke situation og afdække blandt andet risikoevne og -vilje, skatteforhold, tids-horisont og likviditet. Alligevel er det især de samme tre ting, vi møder gang på gang.

- Folk har en oplevelse af, at deres investeringer har givet for lave afkast. De ser deres investeringsomkostninger som for høje, og især er investeringerne blevet for komplekse, siger Søren Risager Rasmussen.

Løsningen er ofte at gå alt igennem, lave et gennearbejdet forslag til forenkling af investe-



Søren Risager Rasmussen, kundechef i SKAGEN Fondene i Danmark

ringer og få solgt ud, så man som kunde igen har det fulde overblik over sin egen formue. Herefter opbygges en mere enkelt sammensat investeringsportefølje.

Debatten i offentligheden og det politiske system om investeringsforeninger handler meget om gebyrsatser og sammenkædning af interesser mellem foreninger og pengeinstitutter. SKAGEN mener, der bør være en klar sammenhæng mellem pris og kvalitet, dvs. hvad man betaler som investor i en investeringsforening, og hvad man får i investeringsresultater. Og det er vores honorarstruktur indrettet efter.

Der er således nok at arbejde med i dialogen mellem forening og privat investor, men hverdagens udfordringer er mere enkle, end mange meningsdannere forestiller sig.

- Vi oplever gang på gang, at rådgivning handler om at forenkle og gøre investeringen overskuelig for vores kunder, siger Søren Risager Rasmussen.

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

Oplag: 2.500
Design: Kaland Marketing og
Printting produksjon
Grafer: Meze Design
Dansk sprogforvaltning: adverbium,
Languagewire og SKAGEN Fondene
Grafisk produktion, tryk og
udsendelse: Rosendahls A/S

Forsidefoto: Fotolia