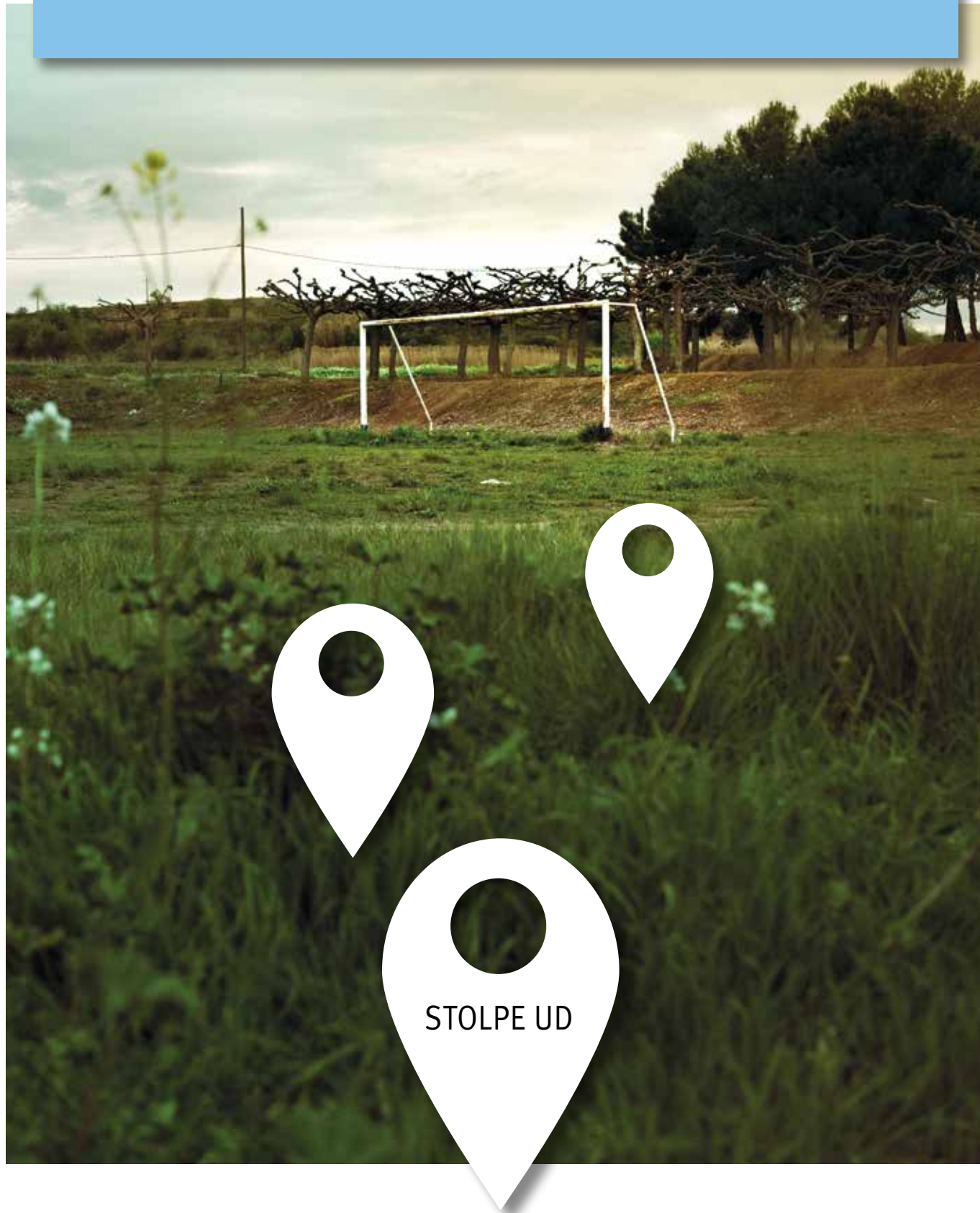


MARKEDSRAPPORT
SKAGEN



DET ER RESULTATERNE PÅ LANGT SIGT, DER TÆLLER

Stolpe ud

En aktiv forvalters langsigtede resultater har først og fremmest at gøre med dygtighed eller mangel på samme. Men på kort sigt spiller også en vis portion held eller uheld ind på resultatet.

Stolpe ud eller stolpe ind, som det hedder i fodboldsproget. Et udfald, som kan afgøre kampens resultat, men ikke hvor holdet ligger i tabellen, når sæsonen er forbi.

For en aktiv forvalter som os varer sæsonen 4-5 år. Det er den gennemsnitlige tid, vi sidder på et selskab i porteføljen.

Vi lader os ikke influere af kortsigtede resultater. Men selvfølgelig er det aldrig rart at ligge bag referenceindekset, sådan som vores tre aktiefonde gør det efter årets tredje kvartal. I år er vi blevet ramt af vores relativt høje eksponering mod Rusland, der på papiret er verdens billigste aktiemarked. Også vores høje vægtning mod Sydkorea har bidraget negativt.

I Rusland er det først og fremmest investeringen i konglomeratet Sistema, som har trukket afkastet ned for både SKAGEN Global og SKAGEN Kon-Tiki. Selskabets majoritetsaktionær, den Putin-venlige oligark Vladimir Evtushenkov, er som et lyn fra en klar himmel blevet arresteret. Myndighederne kan nu finde på at konfiskere olieselskabet Bashneft og flere milliarder i tidligere udbetalt udbytte, hvilket har ført til en kursmassakre i aktien. Sistema har før den dramatiske udvikling været en af SKAGEN Kon-Tikis bedste bidragydere. Sidste år var bidraget næsten en milliard norske kroner.

Alle vores tre aktiefonde blev ramt af den negative markedsstemning omkring koreanske selskaber, med baggrund i dårlig behandling af aktionærerne. Hyundai Motor-gruppen købte en prestigejendom i Seoul af et statsligt selskab til langt over markedspris. Det fik investorerne til at se rødt. Disse penge forventede vi som aktionærer skulle fordeles som udbytte.

Hyundai Motor har været en meget god bidragyder til SKAGEN Kon-Tiki, siden vi købte de første aktier i foråret 2009. Sidste år blev bidraget 2,5 milliarder norske kroner. Nogle gange er det stolpe ind, som da SKAGEN Kon-Tiki sidste år slog sit referenceindeks med næsten 12 procentpoint. Andre gange er det stolpe ud, som i år.

Investeringer i aktiemarkedet og ikke mindst valget af enkeltsselskaber vil altid være omfattet af betydelig usikkerhed. Vi er derfor forberedt på, at nogle af vores investeringer kan udvikle sig dårligt. Men hvis vi gør vores arbejde og er tro mod vores investeringsfilosofi, vil de gode investeringer opveje de dårlige med sikker margin.

Store selskaber med stabil indtjening og højt direkte afkast på udbyttet har de seneste par år vundet på børsen. Først og fremmest har amerikanske selskaber gjort sig gældende. Det er aktier, som allerede var højt prisfastsat, men er blevet endnu højere prisfastsat i takt med yderligere fald i de lange obligationsrenter. Men vi har holdt fast i vores filosofi om at besidde "billige", undervurderede aktier.

SKAGEN Global har under de nuværende markedsforhold ikke helt formået at holde trit med verdensindekset. Her udgør amerikanske aktier over 50 procent. Ved udgangen af tredje kvartal var 28 procent af SKAGEN Globals portefølje investeret i USA.

Vores erfaring efter næsten 21 år i de globale aktiemarkeder er, at vi i en længere tidshorisont bliver bedre betalt ved at eje undervurderede selskaber. Vi bygger dette på analyser baseret på nøgletal som Price/Earnings, Price/Book value og Price/Sales.

Vores aktiefonde er prisfastsat med en rabat på 30 procent i forhold til deres referenceindekser, baseret på selskabernes forventede indtjening i år. I absolutte termer taler vi om et afkast fra selskabernes indtjening på omkring 10 procent (E/P), mod tiårige statsobligationer i Tyskland og USA, som giver henholdsvis 1 procents og knap 2,5 procents løbende afkast.

På langt sigt er udgangspunktet til stede for succes.

PS: Når det kommer til vores obligationsfonde, så er SKAGEN Tellus foran sit referenceindeks, både på langt og kort sigt, mens SKAGEN Credit EUR halter lidt efter sit indeks.



I takt med at vores fonde de seneste år er vokset i størrelse og antal, er Markedsrapporten også vokset. Med SKAGEN Credit, vores globale virksomhedsobligationsfond, har vi valgt at fokusere indholdet af Markedsrapporten omkring porteføljeforvalternes beretning. Vores temaartikler vil fremover blive publiceret i vores digitale kanaler.



– Jens Elkjær
Adm. direktør i Danmark



Foto: Bloomberg

22

Vores globale obligationsfond er nu med i Markedsrapporten. Bharti Airtel er den femtestørste post i SKAGEN Credits portefølje.



Foto: Bloomberg

14

Brændbar cocktail: En laborant kigger på benzin i laboratoriet i et olieraffineri drevet af Bashneft i Rusland. Virksomheden er central for uroen omkring det russiske investeringsselskab Sistema, som indgår i SKAGEN Global og Kon-Tikis porteføljer.

LEDER

Stolpe ud
Jens Elkjær

› 2

PORTEFØLJE- FORVALTERNES BERETNING

INDLEDNING

Nogle få måneder kan gøre stor forskel

› 5

Kriser er mulighedernes land, siger man. Hvis det er tilfældet, har dette kvartal været rigt på muligheder.

AKTIEFONDE

SKAGEN Kon-Tiki
Særdeles skuffende

› 8

SKAGEN Global
Mindre tilfredsstillende

› 11

SKAGEN Vekst
Anstændigt afkast på virksomhedsniveau

› 14

SKAGEN m²
Fast ejendom en stadig mere populær investering

› 17

OBLIGATIONSFONDE

Rentekommentaren
Tal om prisleksibilitet, Mario Draghi!

› 20

SKAGEN Tellus
Hip, hip, hurra for Tellus

› 21

SKAGEN Credit EUR
En hård start

› 22

REGNSKAB

Afkast- og risikomåling

› 32

Regnskab

› 34

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

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

Udvikling

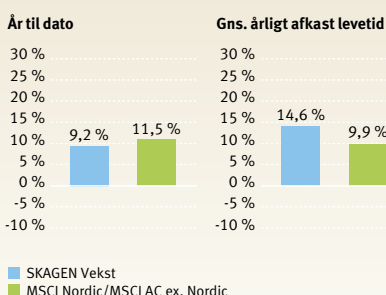
Tallene på denne side er henholdsvis opgjort siden årsskiftet og siden fondenes start. Tabellerne er opdateret den 30. september 2014.

■ Aktiefond

■ Obligationsfond

SKAGEN VEKST

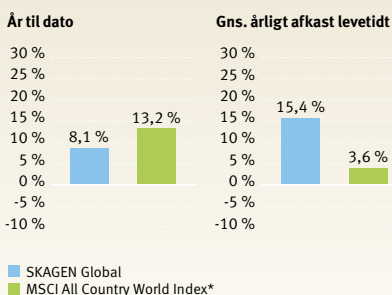
Forvaltere: Ole Sjøberg og Geir Tjetland
Start: 1. december 1993



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

SKAGEN GLOBAL

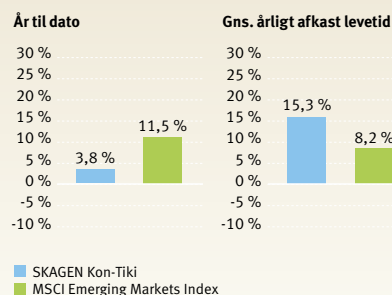
Forvalter: Kristian Falnes
Start: 7. august 1997



* Før 1.1.2010 var indeks MSCI World (NOK)

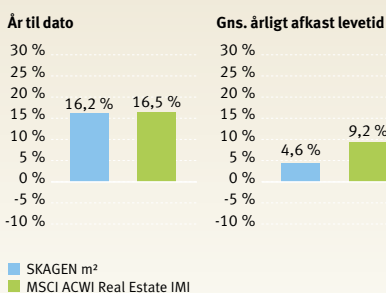
SKAGEN KON-TIKI

Forvalter: Kristoffer Stensrud
Start: 5. april 2002



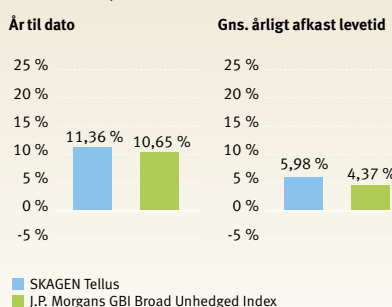
SKAGEN m²

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



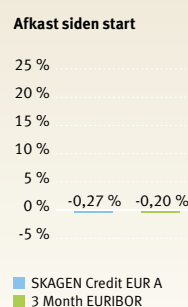
SKAGEN TELLUS

Forvalter: Torgeir Høyen
Start: 29. september 2006



SKAGEN CREDIT

Forvalter: Ola Sjøstrand
Start: 30. maj 2014



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 udfør-

lig 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 hjemme-

siden 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.



Foto: Bloomberg

Kinesiske gamblere holder lav profil på grund af skærpet tilsyn. Det fik salget til at falde tre måneder i træk i Macao – som stadig er verdens største spillemekka.

Porteføljeforvalternes beretning

Introduktion

- › Lommer af muligheder, da udviklingen i Rusland, Japan, Brasilien og Indien kan skabe langsigtet afkast til omhyggelige valueinvestorer.
- › Mario Draghi er ved at løbe tør for ammunition til at revitalisere Eurozonens økonomi, i og med at udstedelsen af high yield obligationer er på rekordniveauer.
- › Rabatten på Korea vil vare ved, medmindre selskaberne allokerer deres kapital mere effektivt, mens reformer i Kina fortsat gør deres virkning.
- › SKAGENS porteføljer er fortsat attraktivt værdifastsat og i god position til at drage fordel af ineffektive globale markeder.



Den brasilianske præsidentkandidat Marina Silva har været vidt omkring og trykke hænder, men så sig besejret i første runde af den nuværende præsident Dilma Rousseff.



Foto: Bloomberg

Chefen for Den europæiske Centralbank (ECB) Mario Draghi står over for en lang række udfordringer. Her bekendtgør Draghi på en pressekonference i Napoli i oktober bankens beslutninger vedrørende den ledende rentesats.

Nogle få måneder kan gøre stor forskel

Kriser er mulighedernes land, siger man. Hvis det er tilfældet, har dette kvartal været rig på muligheder.

I foråret var medierne fulde af spekulationer om, at den amerikanske dollar var på vej ud som verdens førende valuta og vil blive erstattet af det digitale betalingssystem Bitcoin. I stedet blev den amerikanske dollar betydeligt styrket. Dollaren steg 7,4 procent i forhold til verdens store valutaer i tredje kvartal, og samtidig tabte Bitcoin 58 procent af værdien siden maksimum i januar i år. Det betaler sig endnu en gang at stille spørgsmålstejn ved den offentlige mening. Aktier steg 4,5 procent i vækstmarkederne og 5,9 procent i de udviklede markeder i kvartalet.

Rusland – tilbage på midtvejen?

I SKAGEN tror vi på talemåden om, at "kriser er mulighedernes land". Dette synspunkt er blevet testet adskillige gange i år, især i tredje kvartal, hvor det russiske marked faldt 4,4 procent i lokal valuta. Som ved alle store omvæltninger er der ingen klare løsninger. Situationen ændrer sig fra dag til dag. Der er heller ingen tydelige tegn på, hvornår man skal gå ind eller trække sig. Investorerne er derfor forvirrede og tilbøjelige til at overreagere. I dette klima betaler det sig at være pragmatisk og tænke langsigtet, hvilket er vores holdning her i SKAGEN. Russiske aktier er med en prisfastsættelse på blot 5 gange næste års forventede indtjening blandt de billigste i verden. De afspejler de historisk negative fremtidsudsigter. Der er nu risiko for flere sanktioner, og for at den russiske regering beslaglægger aktiver. Men chancen for en langsigtet løsning grundet gensidig global afhængighed vejer tungere. I mellemtiden kan visse russiske aktier give et asymmetrisk afkast, hvor chancen for upside er større end downside. Omhyggelig sel-

skabsudvælgelse og passende dosering af beholdninger er afgørende for at sikre en langsigtet performance.

Udvikling i USA og Japan

I USA voksede økonomien med 4,6 procent i andet kvartal. Det er den hurtigste takt siden 2011. Selskabernes investeringer fortsatte opad i august, hvilket signalerer øget tillid til den amerikanske økonomi. Efterhånden som samlebåndene på de amerikanske fabrikker får mere travlt, og amerikanernes fremtidsudsigter bliver lysere, diskuterer beslutningstagerne i Federal Reserve, hvor længe man skal holde den ledende rentesats omkring nul. Viljen dertil afhænger af bedring i et arbejdsmarked, som har tabt en del af pusten i august. Feds futures er i øjeblikket prisfastsat i forventning om rentestigninger fra juni 2015.

Dollaren blev styrket i forhold til de fleste andre valutaer – mest bemærkelsesværdigt mod den japanske yen, som

ramte det laveste niveau i seks år. De seneste økonomiske data fra Japan har været skuffende. Men faren for deflation virker mindre overhængende; jordpriserne har stabiliseret sig, og generelt har selskabernes balancer det godt. De japanske aktiekurser reflekterer endnu ikke denne positive udvikling, selvom P/E-nøgletallene er på niveau med de udviklede markeder. Japanske selskaber plejer af skattemæssige hensyn at underdrive deres indtjening, og deres P/E-rater er derfor reelt meget lavere. Selskaber handles med en 15 procents rabat baseret på Price/Cash flow mod de udviklede markeder. Vi mener, at japanske aktier har et betydeligt upside potentiale baseret på den nuværende værdifastsættelse.

Tager risiko i sidste instans

ECB-chef Mario Draghi og hans stab er ved at løbe tør for ammunition til at revitalisere Eurozonens økonomi. De har nu erkendt, at konventionel pengepolitik er

AMERIKANSKE DOLLAR VS EN VALUTAKURV (3 ÅR)



Forårets forudsigtelse om dollarens fald viste sig tidligt. Som vist på grafen styrkede dollaren sig markant i tredje kvartal set i forhold til en kurv af seks store valutaer.

udtømt, og at ukonventionelle metoder som udlån og asset swaps næsten ingen virkning har haft på inflationen og den økonomiske aktivitet. Problemet er ikke mangel på likviditet, men på risikovilje. Både Frankrig og Tyskland har for nylig afvist et tilbud om at lade ECB opkøbe værdipapirer baseret på mindre pålidelige aktiver. Noget lignende gjorde Federal Reserve i første runde af QE i USA. Så er der også udfordringen fra Europas høje realløn. Hr. Draghis kæmpestore opgave er nu at belære beslutningstagerne om, hvor vigtigt det er at deregulere arbejdsmarkedet. Dette indebærer at bruge dyrebar politisk kapital på kontroversielle tiltag som at bløde arbejdsmarkedslovene op, især lovgivningen omkring mindsteløn. Imens er den europæiske udstedelse af high yield obligationer rekordhøj. Den samlede udstedelse var 67,4 milliarder euro i september mod 70,1 milliarder euro i 2013. Spreadet på obligationer af medium kreditkvalitet er fortsat mest attraktivt prisfastsat.

Rabatten på Korea

I juli bekendtgjorde det koreanske finansministerium, at man vil forsøge at forhindre selskabernes kontanthamstring ved at pålægge strafafgift. Målet er at føre likviditeten ud af selskabernes balancer og ind i økonomiske stimulanser, enten gennem lønninger, investeringer eller aktionærudbytte. Dette var gode nyheder især for udenlandske investorer. De ejer en tredjedel af Sydkoreas 200 største selskaber, fortrinsvis gennem præferenceaktier. Kospi-indekset steg herefter med 3,7 procent (KRW) i løbet af juli. Korea har en dyster udbyttehistorik; udbytteandelen er kun 21 procent, dvs. halvdelen af det globale gennemsnit. Men selvom koreanske selskaber er nærige med udbyttet, har de bidraget rundhåndet til SKAGENS afkast igennem årene. Mange koreanske selskaber var faretruende tæt på at løbe tør for midler under Asienkrisen i 1997. Nogle af dem gik ned efter en pludselig kapitaltømning. Frygten for en gentagelse præger stadig ledelsernes beslutninger. Lavt direkte afkast er derfor en af de vigtigste faktorer, når koreanske selskaber skal værdifastsættes i forhold til deres globale sidestykker. Forholdet er bedre kendt som 'den koreanske rabat'. Det er dog usandsynligt, at denne rabat vil ændre sig meget, medmindre selskaberne vælger at allokere kapitalen effektivt og undgå projekter med afkast under par.

Søvnløs i Macao

Den kinesiske regerings reformer gør fortsat deres virkning. Det gælder ikke mindst den længe imødesete indsats for god selskabsledelse. Her ligger kinesiske selskaber i øjeblikket tredjesidst af de asiatiske nationer. Kun Filippinerne og Indonesien ligger lavere, målt på potentielle interessekonflikter, gennemsigtighed og revisionskvalitet. Antikorrupsions-reformerne i Kina fejer gennem både den offentlige og den private sektor. Nu hvor den kritiske gennemgang er intensiveret, holder gamblerne lav profil og søger i stedet mod kasino områder som Manila, Australien og Las Vegas. Macao oplevede svigtende salg tre måneder i træk i tredje kvartal. Trods faldet er Macao stadig verdens største spillemekka, og byens indtjening fra kasinoer nåede 45,2 milliarder i 2013. Det er syv gange mere end The Strip i Las Vegas.

Alene størrelsen af det kinesiske marked appellerer til investorerne. Det har afstedkommet adskillige højt profilerede teknologi-IPO'er i løbet af kvartalet. I dag er der 618 millioner internetbrugere i Kina. I 2015 kan dette tal have rundet de 850 millioner. Online salg i Kina er projekteret til 395 milliarder USD i 2015, hvilket er tre gange mere end i 2011. E-handlens stærke vækst vil også komme infrastruktur, mobile betalingsløsninger og logistikleverandører til gode.

Håndtryk i Brasilien

Man siger, at når kandidaterne kan genkende dig fra den anden side af gaden, skal der snart være valg. Den brasilianske præsidentkandidat Marina Silva har været vidt omkring og trykke hænder, men blev slået i første runde med et snævert flertal af den nuværende præsident Dilma Rousseff ved valget i oktober, som har været det mest uforudsigelige i årevis. Fru Silva har ry for at være markedsorienteret og have stærke miljøpræferencer. Det gav en stigning på 1,8 procent for brasilianske aktier i tredje kvartal, målt i lokal valuta. Valgets vinder vil imidlertid komme i modvind fra en lunken økonomi med en BNP-vækst på kun 0,5 procent i år. Moody's har således for nylig ændret kreditvurderingen til Baa2 negativ, hvilket er 2 takker over skrotniveau. Brasilien er verdens næststørste jernmalmproducent efter Australien, og økonomien er fortsat sårbar over for svingninger i råvarepriserne. Priserne på jernmalm ramte det laveste niveau i fem måneder i september

på grund af lavere efterspørgsel fra Kina kombineret med nylige indskrænkninger i kapaciteten. Kobberpriserne faldt også med 4,2 procent (i USD) i løbet af kvartalet, med rekordlave niveauer i september. Deflationstendenserne inden for råvarer signalerer en svagere økonomisk udvikling globalt. Dette kan holde de globale renter nede for en tid og øge værdifastsættelsen af aktier og obligationer.

Made in India

I Indien arbejder premierminister Narendra Modi på at løfte landet op over den laveste levestandard af vækstmarkedslandene. Den indiske økonomi kæmper for at få væksten tilbage over de 7 procent, den havde nået tidligere i årtiet. Samtidig er man oppe mod en inflation på over 7 procent. Meget afhænger af, om det vil lykkes Indien at tiltrække global produktion. Næsten 300 millioner indere – eller en fjerdedel af stigningen i den globale arbejdsstyrke siden 2010 – vil således lede efter arbejde i de tre årtier frem mod 2040. Regeringen sigter på at øge produktionsandelen fra omkring 15 til 25 procent af den 1,9 billioner USD store økonomi. Til sammenligning er andelen i Kina 32 procent. Indien vil imidlertid fortsat være et udfordrende sted at gøre forretning. Landet var kun nr. 134 ud af 189 økonomier i Verdensbankens indeks over effektiv erhvervsregulering. Bedre forhold er afgørende for at tiltrække globale producenter til Indien – og for en revurdering af indiske aktier.

Sikkerhedsmargen

SKAGENS porteføljeteams prøver at opnå en sikkerhedsmargen ved investering. Med andre ord søger vi i højere grad at være med, når aktien stiger, end når den falder. For at nå dette mål leder vi efter aktier og obligationer, som markedet undervurderer. Derefter giver vi dem adskillige år til at realisere deres indre værdi. På den måde arbejder både værdifastsættelsen og tiden for os, når vi drager fordel af ineffektive globale markeder.

SKAGEN Kon-Tiki

- › Nedslående udvikling i Hyundai og Sistema.
- › Positivt bidrag fra vores investeringer i Indien.
- › Virksomhedernes indtjening er generelt gode i de nuværende lavrenteklima.

AFKAST	3. KV. 2014*	SIDSTE 12 MDR.*
SKAGEN Kon-Tiki	-2,6%	8,5%
MSCI Emerging Markets	4,5%	11,3%

* Pr. 30. september 2014.



Porteføljeformidlere

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

Særdeles skuffende

SKAGEN Kon-Tiki blev i september ramt af to hændelser, som skal have en stor del af "æren" for tredje kvartals særdeles skuffende resultat.

Vi fik to slag i ansigtet med en dags mellemrum. Det første kom fra vores største investering Hyundai Motor, det andet fra russiske Sistema. Hver af dem medførte et tab for fonden på over to procentpoint i kvartalet.

Monument over egen dårskab

Myndighederne i Sydkorea har for at stimulere øgede investeringer indført beskatning af overskudslikviditeten i koreanske selskaber. Mange sydkoreanske selskaber, herunder vores positioner Hyundai Motor og Samsung Electronics, har store kassebeholdninger med "død kapital". Penge vi som aktionærer havde forventet skulle fordeles som udbytte.

Hyundai Motor foretog i stedet et opkøb af en prestigefyldt ejendom i Seoul til langt over den estimerede markedspris. Et monument over egen dårskab til 10 milliarder dollar! Dette skuffede både markedet og investorerne.

Vores investering i Hyundai Motor har først og fremmest været baseret på god fundamental udvikling og lav absolut værdifastsættelse. En central kurstrigger har været, at Hyundai langsomt, men sikkert bevægede sig i retning af bedre selskabsledelse.

Den seneste tids kursfald mere end overstiger investeringen i Seoul-ejendommen, og Hyundai fremstår nu som meget attraktivt prisfastsat. Nye bilmodeller er på trapperne, så også fremtiden tegner

lys. Tredje kvartal har været en trist affære – alligevel fremstår Hyundai Motor som en bærende bjælke for SKAGEN Kon-Tikis resultater i den seneste femårsperiode.

For at posten i Hyundai Motor ikke blev for stor, har vi reduceret selskabet i takt med den stærke kursudvikling forud for ejendoms købet. Vores beholdning er i løbet af de seneste 12 måneder barberet ned med 25 procent, målt i antal aktier.

Hyundai Motors ejendommelige køb har fået investorerne til generelt at kræve en endnu højere risikopræmie for at eje koreanske aktier. Det gav os et procentpoints yderligere kursfald i tredje kvartal, absolut og relativt.

Dramatik omkring Sistema

Forløbet i Hyundai Motor har karakter af et midlertidigt tilbageslag. Men for vores investering i russiske Sistema er situationen mere dramatisk. Vi har ellers anset investeringen i Sistema for relativt risikofri af en russisk aktie at være.

Sistema er ikke blevet udsat for Vestens sanktioner. Selskabet er et godt eksempel på en aktør i den private sektor, som kan demonstrere god udvikling og rentabilitet. Det har også været politisk neutralt over for det frembrydende zarvælde i Rusland.

I perioden 2005-09 deltog Sistema i privatiseringen af det russiske olieselskab Bashneft, med meget gode resultater. Processen blev gennemført under det



Foto: Bloomberg

Sistema oplevede en kursmassakre på over 70 procent, efter at majoritetsejeren Vladimir Evtushenkov blev beskyldt for hvidvask i forbindelse med købet af olieselskabet Bashneft for fem år siden.



Foto: Bloomberg

Hyundai Motors Chung Mong Koo købte en prestigeejendom i Gangnamområdet i Seoul, til omkring tre gange den estimerede markedsværdi. På billedet: lederne af Sydkoreas to største bilproducenter Hyundai og Kia på et møde i Seoul i januar 2014.

nuværende regime, og vi troede derfor, at den ville være politisk uproblematisk. Vi havde dog anslået værdifastsættelsen af Bashneft som lovlig lav, selv om den var foretaget omkring finanskrisen.

Vi blev derfor meget overraskede, da Sistemas majoritets ejer oligarken Vladimir Evtushenkov blev sat i husarrest, mistænkt for hvidvask af rubler i forbindelse med købet af Bashneft. Frygten for, at selskabet skal leveres tilbage til staten, og at tidligere fordelt udbytte bliver krævet tilbagebetalt, har ført til en kursmassakre i Sistema-aktien.

De nuværende begivenheder omkring Sistema sætter et stort generelt spørgsmålstegn ved investeringer i russiske selskaber. Vi har været forsigtige med at investere i selskaber, hvor revanchismen omkring 1990'ernes privatiseringer leder til fundamental risiko.

Inden Evtushenkov fik husarrest, reducerede vi vores post og realiserede en betydelig gevinst. Der er fortsat høj risiko knyttet til Sistemas skæbne, og vi har derfor reduceret vores beholdning yderligere oven på det betydelige kursfald. Med "gevinst". Posten i Sistema udgjorde i slutningen af september 0,7 procent af fonden, mod tre procent ved indgangen til 2014.

Kun Putin og hans sekundanter kender nu enden på sagaen om Sistema. Episoden får selvfølgelig store konsekvenser generelt for vurderingen af russiske aktier, der på papiret er verdens billigste.

Vi har begrænset risikoen i Rusland ved at reducere selskaber, som synes i farezonen for sanktioner. Samtidig har vi bevaret positionerne i selskaber med lavt vurderet sanktionsrisiko, lav værdifastsættelse og gode vækstudsigter.

Den svage økonomiske udvikling i Rus-

land har desværre også bredt sig som ringe i vandet til vores investeringer i Østrig og Ungarn. Hvis man ellers bryder sig om historiske paralleller.

I usikre tider som disse gælder det i god gammel SKAGEN-ånd om at holde hovedet koldt, tungen lige i munden og have hjertet på rette sted i gode investeringer.

Hukommelse endnu mere vigtig

Samsung Electronics bød også ind på den famøse ejendom i Seoul, men vandt heldigvis for aktionærerne ikke gehør. En planlagt investering i en fabrik, der producerer hukommelseskort virker som en langt bedre måde at anvende pengene. Fabrikken har en anslået kostpris på 15 milliarder dollar. Samsung Electronics' kassebeholdning er i øjeblikket på omkring 40 milliarder dollar.

Samsungs mobildivision taber markedsandele, og margenerne falder. Bidraget fra hukommelseskort bliver derfor endnu vigtigere i tiden frem. Her peger både salg, margener og markedsandele i den rigtige retning, nemlig opad.

Den senere tids kursfald for Samsung Electronics skyldes investorernes ensidige fokus på og frygt for, hvor galt det kan gå med mobildivisionen. Kinesiske lavprisproducenter æder sig ind på markedsandelen. Samtidig holder Apple stand i høj kvalitets-segmentet. Kombinationen af højere satsning på billigere smartphones og større indtjening på hukommelseskort kan overraske positivt. En stor del af det negative potentiale er i øjeblikket indregnet i aktiekursen.

Nu vi er ved hukommelse, må vi heller ikke glemme, at et par andre sektorer i porteføljen har vist svaghestegn – nemlig europæiske selskaber med stærkt engage-

ment i globale vækstmarkeder og alternativ energi. Førstnævnte led under den generelle skepsis over for europæisk økonomi – som reelt forbedrer investeringscasene. Alternativ energi blev ramt af skuffelsen over, at Kina i første halvår kun nåede op på 20 procent af årets samlede målsætning for installeret solenergi. De gennemførte politiske tiltag i Kina kan dog hurtigt rette op på efterslæbet.

Indisk revanche

2014 har været et år, hvor den politiske dagsorden har domineret vækstmarkederne. Valgene i både Indien og Indonesien faldt klart ud til aktiemarkedernes fordel. Vores investeringer i Indien har udviklet sig særdeles godt på børsen i år, med Bharti Airtel (3,6 procent), Mahindra og Mahindra (3,2 procent) og State Bank of India (2,9 procent) på topti over de største positive bidragydere til fonden.

Valgresultatet i Tyrkiet var neutralt og forhindrer ikke en god udvikling for vores investeringer i landet i tiden frem. Brasiliens valgresultat foreligger i skrivende stund endnu ikke, og aktiemarkedet har været volatilt. Vores selskaber kan generelt demonstrere god udvikling, og værdifastsættelserne er fortsat moderate.

Fra optimisme til pessimisme

Mange havde ventet, at aktiemarkederne i verdens forskellige regioner ville udvikle sig mere i takt i år. Den stigende optimisme har været en central drivkraft i Kina og Europa. Det er ikke længere tilfældet efter årets første ni måneder.

Investorerne har rettet opmærksomheden mod negative realøkonomiske forhold. Den fundamentale vurdering af selskaberne er kommet i anden række.

SKAGEN KON-TIKI 3. KV. 2014 (MIO. DKK)

De 5 største positive bidragydere

Bharti Airtel Ltd	359
Mahindra & Mahindra Ltd	306
Banco Do Estado Rio Grande Do Sul SA Pref	154
Lenovo Group Ltd	147
Great Wall Motor Co Ltd	145

De 5 største negative bidragydere

Sistema Jscf	-1.227
Hyundai Motor Co Pref	-1.113
Samsung Electronics Co Ltd Pref	-598
Raiffeisen Bank International AG	-182
Vale Sa Spons pref ADR	-181

5 største køb

Casino Guichard Perrachon SA	836
Golar LNG Ltd	372
Moscow Exchange MICEX-RTS OAO	323
Hindalco Industries Ltd	316
Cosan Ltd	209

5 største salg

Sistema Jscf	-245
Exxaro Resources Ltd	-130
Hyundai Motor Co Pref	-99
Lenovo Group Ltd	-79
Royal Unibrew A/S	-69

NØGLETAL FOR DE STØRSTE POSTER I SKAGEN KON-TIKI (PR. 30.09.2014)

Selskab	Postens størrelse	Kurs	P/E 2013	P/E 2014E	P/B	Upside
HYUNDAI MOTOR	6,9	118.000	3,6	3,3	0,5	250.000
SAMSUNG ELECTRONICS	6,5	898.000	4,4	6,0	0,8	1500000
BHARTI AIRTEL	3,6	405,2	57,7	16,9	2,7	450
GREAT WALL MOTOR	3,2	29,65	8,5	7,9	2,5	50
MAHINDRA & MAHINDRA	3,2	1.360,80	17,2	15,1	3,4	1500
STATE BANK OF INDIA	2,9	2.445,70	12,0	9,8	1,2	3600
AP MOLLER-MÆRSK	2,9	14.000	15,8	12,3	1,3	15000
HEINEKEN	2,6	59,24	25,0	18,0	2,9	66
SABANCI HOLDING	2,4	9,58	11,3	8,0	1,1	12
ABB	2,3	162,30	20,6	18,0	3,1	190
RICHTER GEDEON	1,9	3.850	15,4	19,3	1,3	5000
VALE	1,9	23,78	4,2	4,3	0,8	40
Top 12 vægtet	40,2		7,4	7,1	1,1	49%
Top 35 vægtet	67,6		9,3	8,7	1,2	
Ref. indeks (MSCI EM)			12,0	11,6	1,4	

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

Mulighederne er derfor gode for aktive valueforvaltere som os.

Dollaren blev kraftigt styrket i løbet af kvartalet, hvilket historisk har været synonymt med svage globale vækstmarkeder. Det var også tilfældet sidste sommer. Men forklaringen var snarere strukturelle forhold end konjunkturelle.

Dollarens stigning i år kan langt hen ad vejen forklares med forskelle i hastigheden af den økonomiske vækst. Til dels kan der også være tale om kompensation for faldende råvarepriser. Vi mener, at konkurrenceevnen ligesom sidste år derved bliver bedre, og inflationen i vækstmarkederne lavere, end hvad vi traditionelt har set.

Paradigmeskift

Kinesisk økonomi er på vej til at blive verdens største. 2014 ser ud som det år, hvor vækstmodellen vil overgå fra kvantitativ fysisk vækst til kvalitativ vækst inden for tjenesteydelser, miljø og øget social sikkerhed. Friktionsproblemerne bliver derved betydelige, og forandringen får konsekvenser for investorernes selskabsvalg.

Vi er derfor meget forsigtige med at investere i kinesisk finans. Men vi følger nøje med i, om der kommer konkrete udspil omkring bedre selskabsledelse inden for statsdominerede selskaber.

Vi har i en længere periode været skeptiske og undervægtet råvarer, energi og til dels varetransport. De globale vækst-

markeder synes generelt at overgå til en mere digital og mindre ressourcekrævende vækstmodel. Det igangværende paradigmeskift medfører, at traditionelle modeller for værdifastsættelse af selskaber bliver vanskelige at anvende.

I kvartalet er der sket større ændringer omkring Casino Guichard (ny detailhandel), Massmart (tilsvarende), Kerry Logistics (varedistribution/ny varehandel), brasilianske MRV Engenharia (socialt boligbyggeri), Cosan Ltd. (alternativ energi), Golar LNG (tilsvarende) og Hindalco Industries (genbrug).

Det største salg står førmtalte Sistema, Exarro (råvarer) og Hyundai Motor (inden faldet) for. Porteføljens samlede værdifastsættelse er lavere end ved forrige kvartalsskift – naturligvis – men sammensætningen er sandsynligvis bedre.

Filosofien holder

Vi afbalancerer porteføljen så godt, vi kan, og har et vågent øje på selskaber med høj værdifastsættelse. Det er en jungle af dårlig selskabsledelse og politiske tilfældigheder derude – og derfor essentielt at selskabernes værdiskabelse står mål med den risiko, vi påtager os.

Det er også afgørende for os, at tredje kvartals tab ikke skyldes, at vi har handlet i strid med vores valuebaserede investeringsfilosofi. Den har tjent os og vores investorer i snart 22 år; man må indimellem være forberedt på, at lynet kan slå ned fra en klar himmel. Og stærkt undervurderede selskaber kan vise sig at være værdifælder.

Værdifælder eller ej – det er betryggende for en valuebaseret forvalter som os, at porteføljeselskaberne er prisfastsat med solid rabat i forhold til det generelle vækstmarked. Og ikke mindst – i en verden fuld af lave renter – at afkastet på selskabernes forventede indtjening i år ligger på omkring 11 procent (E/P).

Foto: Bloomberg



Medarbejdere installerer indvendige paneler i XUV 500 SUV på Mahindra & Mahindras fabrik i Chakan, Indien.



Mens margener falder for Samsung Electronics' mobiltelefoner, øges rentabiliteten for hukommelseschips.

Foto: Samsung Electronics

SKAGEN Global

- › Fortsat turbulens i Rusland.
- › Det største selskab – Samsung – faldt 15 procent i kvartalet.
- › Dixon blev solgt ud af porteføljen efter en firdobling i værdi.

AFKAST	3. KV. 2014*	SIDSTE 12 MDR.*
SKAGEN Global	1,3%	14,5%
MSCI AC World	6,0%	19,3%

* Pr. 30. september 2014.



Porteføljeforvaltere

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

Mindre tilfredsstillende

Kursudviklingen var svag for fondens største investering Samsung Electronics samt en del af vores russiske selskaber. Kvartalet blev derfor mindre tilfredsstillende for SKAGEN Global.

Spændingerne mellem Rusland og Vesten eskalerede yderligere, og det russiske aktiemarked samt rubelen blev svækket i løbet af kvartalet. Opgjort i danske kroner faldt det russiske aktiemarked med 11 procent.

SKAGEN Global havde ved kvartalets udgang placeret 4,8 procent af fonden i russiske selskaber. Gazprom var største post (1,9 procent).

Relativt blev fonden også ramt af den fortsat stærke udvikling i det amerikanske aktiemarked, der steg 10 procent, opgjort i danske kroner. Amerikanske aktier er nu prisfastsat et godt stykke over det historiske gennemsnit. Samtidig tangerer resultatmargenerne "all time high".

SKAGEN Global har investeret 28 procent af midlerne i amerikanske selskaber, hvorimod andelen i fondens referenceindeks MSCI All Country er over 50 procent.

Citigroup gav det største bidrag

Kvartalets bedste bidragyder var den amerikanske bank Citigroup, som er fondens næststørste investering, på 6,2 procent. Aktien steg 11 procent målt i dollar. Banken rapporterede bedre resultater end forventet i andet kvartal. Især tallene fra "investment banking" trak opad. Det er også betryggende, at omkostningsniveauet bevæger sig den rigtige vej, nemlig nedad. Omkostningsbeskæringer er en vigtig ingrediens i den øgede profitabilitet, som vi forventer for Citigroup i tiden frem.

Det koreanske industrikonglomerat LG Corp steg 23 procent i lokal valuta. Her har

først og fremmest en reduktion af konglomeratrabatten været udslagsgivende. Selv efter kursstigningen er rabatten i forhold til de underliggende værdier stadig 45 procent.

Stærkt undervurderet

Fondens største post Samsung Electronics på 6,7 procent leverede svagere tal end forventet for andet kvartal og endte med et fald på 15 procent målt i lokal valuta (won). En stærkere won påvirkede resultatet negativt. Men først og fremmest tog investorerne dårligt mod de svækkede margener inden for smartphones.

Den svækkede lønsomhed inden for mobiltelefoni har reduceret vores forventninger til årets resultat med 25 procent. Vi forventer imidlertid, at en ny produktgeneration af hukommelseskort vil føre til en stærk vækst i indtjeningen i denne division i tiden frem.

Samsung Electronics' bestyrelsesformand Lee Kun-Hee er alvorligt syg. Beslutningen om, hvad der skal ske med den betydelige kontantbeholdning, som selskabet ligger inde med, er derfor sat i bero. Samsung har udtalt, at udbyttet til aktionærerne på lang sigt skal øges, men vi er ikke helt overbeviste. Selskabet har nu en netto kontantbeholdning svarende til en tredjedel af markedsværdien på børsen. Vores præferenceaktier er prisfastsat til omkring seks gange årets indtjening (P/E på 6), selv efter at resultatforventningerne er nedjusteret. Desuden spiller usikkerheden om mobildivisionens i lokal valuta

SKAGEN GLOBAL 3. KV. 2014 (MIO. DKK)

De 5 største positive bidragydere		5 største køb	
Citigroup Inc	396	Volvo AB	531
LG Corp	216	NN Group NV	495
Microsoft Corp	159	Koninklijke DSM NV	278
Bunge Ltd	96	Deutz AG	137
Teva Pharmaceutical-Sp ADR	85	Gap Inc/The	136
De 5 største negative bidragydere		5 største salg	
Samsung Electronics Co Ltd Pref	-544	Hannover Rueckversicherung AG	-345
Sistema Jsc	-252	Vale Sa Spons ADR	-282
Renault SA	-166	China Unicom Hong Kong Ltd	-281
Hyundai Motor Co Pref	-156	Bunge Ltd	-217
OMV AG	-123	Oracle Corp	-212



Citigroup – porteføljens næststørste position viste solid indtjening, og vi forventer en fortsat stigende lønsomhed som følge af reducerede omkostninger. På billedet: fodgængere foran en afdeling af Citibank i New York d. 10. juli 2014.



Samsung. Fondens største beholdning tabte 15 procent målt i lokal valuta i kvartalet. Vi har nedsat vores forventninger til dette års resultat med 25 procent som følge af lønsomheden omkring smartphones.

(won) udvikling, udbyttepolitikken, bestyrelsesformandens sygdom og et kommende generationsskifte ind. Samsung-aktien fremstår derfor i vores øjne som stærkt undervurderet.

Husarrest og kursmassakre

Kvartalets største negative bidragyder Sistema løb ind i en kursmassakre på over 70 procent. Årsagen var, at selskabets majoritetsejer Vladimir Evtushenkov blev sat i husarrest og beskyldt for hvidvask af store beløb i forbindelse med købet af olieselskabet Bashneft for fem år siden.

Markedet indregner nu, at både Bashneft og tidligere udbetalt udbytte fra selskabet vil blive konfiskeret.

Den generelt dårlige markedsstemning

omkring russiske aktier gør heller ikke situationen bedre. Sistema er nu prisfastsat med en betydelig rabat i forhold til markedsværdien af selskabets ejerskab på 53,5 procent af Ruslands største mobilaktør MTS. Dramatikken omkring Sistema har ført til, at risikopræmien for russiske aktier er steget til historisk høje niveauer.

Verdens største inden for lastbiler

Svenske Volvo er kommet til som nyt selskab i porteføljens. Selskabet er verdens største producent af lastbiler og har også en solid position inden for produktion af busser og anlægsmaskiner.

Lønsomheden har længe været utilfredsstillende, men Volvo har nu introduceret et betydeligt program til beskæring af

omkostninger. Når nye modeller samtidig introduceres, bør lønsomheden kunne øges i tiden frem. Restruktureringen indebærer omkostninger, så vi må nok afvente 2015-regnskabet, før den øgede lønsomhed kan ses på bundlinjen. Den svækkede efterspørgsel fra byggebranchen i Kina og dårligt marked for lastbiler i Brasilien har tillige givet negativt udslag.

Vores skøn er, at de nuværende lave margener og manglende popularitet udgør et godt klima til at investere i selskabet. Volvos lønsomhed kan være betydeligt forbedret om et par år. Vi øjner et potentiale for kursstigning på 50 procent, baseret på forventet indtjening i 2016/17.

Hollandsk liv

Det hollandske livsforsikringsselskab NN Group blev børsnoteret i juli, og i den forbindelse blev selskabet taget ind i porteføljens. Også her er øget effektivitet og forbedret kapitaldisciplin vigtige ingredienser i investeringshypotesen. NN Group er værdifastsat til kun 0,5 gange bogført egenkapital. Det korresponderer godt med selskabets lave afkast på egenkapitalen, der forventes at blive på kun fem procent i 2015.

Potentialet for øget lønsomhed er betydeligt. Efter NN Group har løsrevet sig fra det hollandske finansielle konglomerat ING er betydelige effektiviseringsprogrammer blevet igangsat. De afspejles efter vores mening ikke i den nuværende aktiekurs. Vi tror, at øget afkast på egenkapitalen vil lede til, at forholdet mellem pris og bogført egenkapital i løbet af en toårig periode stiger til 0,7. Kursstigningen vil tilsvarende blive 40 procent.

Exit efter firedobling i Dixons

Oracle og RCL's stærke kursudvikling sendte prisfastsættelsen op omkring vores kursmål. Vi valgte derfor at sælge begge selskaber helt fra med god gevinst. Kursudviklingen i Bunge, Goldman Sachs, Microsoft, Cheung Kong, RSA og Hannover Re var ligeledes stærk. Også disse beholdninger blev reduceret. Vores fundamentale opfattelse af selskaberne kunne som for Oracle og RCL's vedkommende ikke opjusteres i takt med kursstigningen. Vores investering i Dixons Retail blev firedoblet, og vi formindskede derfor vores beholdning betydeligt i dette selskab.

Dixons fusionerede for nylig med Carphone Warehouse. Man ønskede at være bedre positioneret i forhold til salg af mobiltelefoner og anden internetopkoblet



Foto: Volvo

Vi har styret den svenske lastvognsproducent Volvo ind i fonden. Selskabet er af forskellige grunde upopulært, og vi forventer, at omkostningsreduktioner og nye modeller kan få aktien til at stige med 50 procent i løbet af et par år.

elektronik. Vi synes, at fusionen har udvidet det potentiale for øget lønsomhed, vi så i "gamle" Dixons. Samtidig frygter vi, at "gamle" Carphones margener vil blive yderligere presset ned – fra et forholdsvis højt niveau.

Vale har ikke fungeret

Investeringen i det brasilianske mineselskab Vale har ikke fungeret efter hensigten, siden vi købte os ind for lidt over et år siden. Selskabets drift er koncentreret omkring salg af jernmalm til Kina. Prisen på jernmalm er faldet betydeligt på grund af det øgede udbud, og samtidig er stålproduktionen i Kina svagere. Denne kombination har ramt Vales bundlinje.

Det er svært at se, at den betydelige overkapacitet af jernmalm kan absorberes lige med det samme. Vi har derfor taget konsekvensen og solgt vores Vale-aktier med tab.

God støtte fra rekordlave renter

Enkelte "lommer" i aktiemarkedet er i øjeblikket rekordhøjt prisfastsat. Men efter vores opfattelse er prisfastsættelsen i en

historisk kontekst generelt ikke faretruende høj. De nuværende obligationsrenter er historisk lave, og på den baggrund er det let at argumentere for, at det globale aktiemarked kan prisfastsættes langt højere end i dag.

SKAGEN Globals portefølje er som altid langt lavere værdifastsat end verdensindekset. Efter vores skøn kan den derfor fortsat give "value for money". Ser man på indtjeningsestimerne for indeværende

år, er de 35 største selskaber i porteføljen værdifastsat til bogført egenkapital og kun 10 gange indtjeningen.

Det direkte afkast fra selskaberne er til dels betydeligt højere end renterne på statsobligationer. Man må fortsat regne med kurssvingninger, og der er markeds-korrektioner i vente. Men SKAGEN Global er fortsat et godt investeringsalternativ for den valueorienterede langsigtede aktieinvestor.

NØGLETAL FOR DE STØRSTE POSTER I SKAGEN GLOBAL (PR. 30.09.2014)

Selskab	Postens størrelse	Kurs	P/E 2014E	P/E 2015E	P/B	Upside
Samsung Electronics	6,7	898.000	6	6,2	0,8	1.300.000
Citigroup	6,3	51,8	10,8	9,6	0,8	75
AIG	3,6	54	11,7	10,8	0,7	80
LG Corp	2,5	76.800	13	10,9	1,1	100.000
Nordea	2,4	93,90	11,8	11	1,4	105
Microsoft	2,3	46,40	16,6	14,3	4,3	50
Teva	2,2	53,80	11	11	1,9	65
Roche	1,9	283,10	19,1	17,9	13,8	380
Gazprom	1,9	7,00	2,8	3	0,3	11
Renault	1,9	57,40	8,8	6,3	0,7	80
Top 10 vægtet	31,5		8,5	8,1	0,9	37%
Top 35 vægtet	62,5		10,1	9	1	
Ref. indeks (MSCI All Country World)			15,3	13,7	2	

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

SKAGEN Vekst

- › Det geopolitiske klima havde samlet en negativ effekt.
- › Vi fortsætter med at reducere eksponering mod energisektoren.
- › Porteføljen handler med en betydelig rabat i forhold til benchmark.

Pæn udvikling på virksomhedsniveau

Efter en god start på året udviklede SKAGEN Vekst sig mindre gunstigt i tredje kvartal.

Forbedret indtjening og stærkt fokus på omkostninger har indvirket positivt på en række af de største beholdninger i porteføljen. Imidlertid har den geopolitiske usikkerhed og bekymringer omkring den globale økonomiske vækst påvirket fondens samlede præstation, idet der er priset en højere risikopræmie ind i markedet.

Øget sensommer-aktivitet

Sommeren i Nordeuropa har været varm og ret fredelig. Men i slutningen af tredje kvartal fik vi en indian summer i markedet. Aktivitetsniveauet steg i kraft af tiltagende fusioner & opkøb og børsnoteringer af nye selskaber. De fortsat lave renter har gjort det muligt for selskaberne at refinansiere på rekordlave niveauer, i stadig længere perioder, og investorernes fremtidsudsigter er således begyndt at reflektere centralbankernes melding om at holde renterne lave en tid endnu.

Selskaber, som har sparet likvider sammen i de seneste fem år har oplevet øget pres fra investorerne om at anvende pengene fornuftigt eller give dem tilbage til aktionærerne. Dette øgede fokus på forvaltning af selskabernes likviditet har været med til øget fokus på opkøb og fusioner på globalt plan. Det har været med til at stresse virksomhedernes evne

til at skabe afkast til aktionærerne, og til at agere i aktionærernes interesse. Desværre har et af vores koreanske selskaber ikke helt forstået princippet heri.

Danmark præsterede bedst af de nordiske markeder, fulgt af Sverige og Norge, mens Finland dannede bagtrop.

Mørke skyer over det geopolitiske landskab

Spændingen mellem Rusland og Ukraine blev forværret i tredje kvartal. Vi har bemærket, at den øgede frygt og usikkerhed har trukket risikopræmien op ved investering ikke kun i Rusland, men også i Europa. Situationen kan nemlig få konsekvenser for store dele af den europæiske økonomi.

SKAGEN Veksts direkte eksponering mod Rusland er begrænset til 1,7 procent af fonden gennem vores investering i Sberbank. Men også porteføljeselskaber uden for Rusland med en betydelig del af deres forretning i Rusland kan blive ramt af uroen, såsom Raiffeisen International, Carlsberg, Nokian Tyres og Kinnevik.

Faldende oliepriser og omkostningsstyring hos oliegi-ganterne

Hos SKAGEN Vekst fokuserer vi på det absolutte afkast og værdifastsættel-

AFKAST 3. KV. 2014* SIDSTE 12 MDR.*

SKAGEN Vekst	0,9%	15,1%
MSCI Nordic/MSCI AC ex. Nordic	3,3%	18,1%



Porteføljeformalere

Geir Tjetland, Ole S  berg, Erik Berg   og Alexander Stensrud (junior portef  ljeformaler, 1-årig kontrakt).

NØGLETAL FOR DE STØRSTE POSTER I SKAGEN VEKST (PR. 30.09.2014)

Selskab	Postens størrelse	Kurs	P/E 2014E	P/E 2015E	P/B	Upside
Royal Caribbean Cruises Ltd	8,2	67,29	19,2	15,0	1,7	85
Samsung Electronics	6,5	898.000	6,0	5,3	0,8	1500000
Norsk Hydro	6,1	35,94	31,3	16,3	1,0	57,5
Teva Pharmaceutical	5,8	53,75	11,2	11,0	1,9	65
Continental AG	4,3	150,17	11,6	10,3	3,1	225
Norwegian Air Shuttle	4,0	224,10	64,0	10,2	2,7	340
Kia Motors	3,1	53.700	5,8	5,5	1,0	90000
Philips	3,7	25,27	11,6	9,0	2,2	40
Danske Bank A/S	3,1	160,20	12,3	10,6	1,1	205
TeliaSonera AB	2,9	49,92	12,3	11,7	1,9	70
Top 10 vægtet	47,9		11,9	9,5	1,4	46%
Top 35 vægtet	76,1		9,7	7,7	1,5	
Ref. indeks (MSCI Nordic/MSCI ACWI Ex Nordic)			16,4	13,8	2,1	

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



Photo: Bloomberg

God bidragyder. Royal Caribbean Cruises, som udgør 8,2 procent af fonden, har fortsat præsteret i tredje kvartal. Billedet: Voyager of the Seas ved Tokyos Ohi-kaj i Japan.

sen af vores investeringer. I de seneste år har vi argumenteret for, at de største olieselskaber skal forbedre afkastet på den investerede kapital. Vi har således reduceret vores eksponering mod energisektoren til 10 procent, og i tredje kvartal har vi reduceret vores position i det norske statsstyrede olieselskab Statoil. Aktiekursen var steget til et niveau, der afspejlede den lavere omkostningsbase, og da aktien nærmede sig kursmålet omlagde vi positionen og købte selskaber, hvor vi ser større afkastpotentiale og mindre downside risiko.

Vores norske flåde af supply og sub sea skibe ejet af Solstad, Dof og Siem (i alt 3,9

procent af fonden) havde alle et dårligt kvartal med et værditab på mellem 15 og 26 procent. Selskaberne har leveret som forventet og har lange kontrakter (lav eksponering mod spotmarkedet). Men det nuværende fald i olieprisen kombineret med øget fokus på omkostninger har formentlig ændret investorens opfattelse. Efter vores mening er der nu reel mulighed for, at sektoren fortsat kan udvikle sig til en mindre cyklisk industri, og man bør overveje konsolidering i forhold til visse segmenter. Solstad Offshore er et klart eksempel på et godt selskab, som fortsat omdanner sig fra supply skibs selskab til et veldrevet internationalt sub sea specia-

list med et stærkt fokus på aktionærerne. Desværre belønnede aktiemarkedet ikke dette i tredje kvartal.

Lavere energipriser er godt nyt for krydstogts- og flyselskaber

Royal Caribbean Cruises (8,2 procent af fonden) har i år været en stor bidragyder til SKAGEN Vækst. Den stærke udvikling holdt ved i tredje kvartal. Krydstogtselskabet har leveret stærke resultater, og rapporteringen for andet kvartal meldte om en imponerende vækst i passagertallet på 9 procent og stærk kontrol over omkostningerne. I løbet af kvartalet så vi kursen stige 21,5 procent. Og med en stigning på 20% i udbyttebetalingerne kan vi med glæde konstatere, at selskabet både er i stand til at nedbringe gælden, samtidig med, at de foretager investeringer, som skaber værdi for deres aktionærer.

Også i rejsesegmentet konstaterede vi, at Norwegian Air Shuttle (3,9 procent af fonden) præsterede stærkt i kvartalet. Selskabet leverede en stærk vækst i passagertallet og udbyggede knudepunktet i Gatwick til bedre servicering af kunder i Storbritannien om sommeren. Mange

SKAGEN VEKST 3. KV. 2014 (MIO. DKK)

De 5 største positive bidragydere

Royal Caribbean Cruises Ltd	161
Norsk Hydro ASA	44
Teva Pharmaceutical-Sp ADR	36
Norwegian Air Shuttle ASA	34
Koninklijke Philips NV	15

De 5 største negative bidragydere

Samsung Electronics Co Ltd Pref	-97
Continental AG	-58
Sberbank of Russia Pref	-45
DOF ASA	-37
Rec Silicon ASA	-28

5 største køb

Tellasonera AB	159
Volvo AB	50
Golar LNG Ltd	27
Toto Ltd	22
Nokian Renkaat OYJ	20

5 største salg

Statoil ASA	-159
Royal Caribbean Cruises Ltd	-86
Danske Bank A/S	-53
LG Corp	-41
Avance Gas Holdings Ltd	-38



Photo: Bloomberg

Normand Flipper, som drives af Solstad, sejler ud fra Aberdeen Harbour. Solstad Offshore er et klart eksempel på et selskab, som har omdannet sig fra forsyningskibsselskab til et internationalt dybhavsselskab – indtil nu har markederne ikke påskønnet dette.

har frygtet, at det norske lavprisselskabs langdistanceruter vil være værdi udvandede. Men indtil nu har selskabet leveret rimelige trafiktal og formået at flyve flere mennesker længere væk til lavere priser. Priskrigen i Norge lader til at være overstået og selskabet vil derfor fortsat øge afkastet og fortsætte den værdiskabende internationale ekspansion.

Vi ejer desværre ikke en krystalkugle, der kan forudsige de fremtidige oliepriser. Men vi kan se, at i vores portefølje vil 15 procent af selskaberne blive positivt påvirket af lavere energipriser. 10 procent af vores beholdninger kan komme i yderligere modvind, hvis olieprisen bliver ved at falde.

Forbedringer på vej

Det israelsk-amerikanske medicinalsselskab Teva (5,8 procent af fonden) fulgte op på det stærke første kvartal med fortsat organisk vækst på både indtjening og lønsomhed. Baggrunden var først og fremmest den succesfulde udskiftning af bestselleren Copaxone til daglig dosis med en version, der skal tages tre gange om ugen. Patentet på den originale medicin udløb tidligere i år, men den nye version fastholder Tevas greb om markedet. Det er desuden opløftende, at selskabet har ansat et erfarent og kompetent internt ledelsesteam, og, at det nye ledelsesteam vil fokusere på organisk vækst samt på styrkelsen af udvikling og salg af kopi medi-

cin. Selskabet bevæger sig nu i retning af en mere afbalanceret produktpalette. Selvom aktiemarkedet var skrøbeligt hen mod slutningen af september, har flere af selskaberne i porteføljen fortsat præsteret stærkt hver for sig. Renterne er i øjeblikket lave og vil formentlig også være det de næste par år. Selskaberne burde derfor udvikle sig stærkt gennem øget indtjening. Baseret på indtjeningsestimater for 2014 handler SKAGEN Vekst nu til en P/E på 9,7x. Referenceindekset værdifastsættes til sammenligning til en P/E på 16,4x. SKAGEN Veksts portefølje handles også til en P/B på 1,4x, hvormod referenceindekset handles til en P/B på 2,1x.

SKAGEN m²

- › Ny kursrekord i kvartalet og et flot afkast i år indtil nu.
- › Verdens pensionister bliver flere og stadig ældre, og flere og flere investorer søger mod fast ejendom som en stabil aktivklasse.
- › Bekymringer med hensyn til renteforhøjelser og en stærkere dollar i USA, kombineret med udsving i ejendomsmarkederne i Kina og Brasilien, belastede dog kvartalet.

AFKAST	3. KV. 2014*	SIDSTE 12 MDR.*
SKAGEN m ²	4,2%	12,4%
MSCI All Country World Index Real Estate IMI	5,0%	13,7%

* Pr. 30. september 2014.



Porteføljeforvaltere

Michael Gobitschek og Harald Haukås

Fast ejendom en stadig mere populær investering

I løbet af tredje kvartal satte SKAGEN m² ny kursrekord, før verdens aktiemarkeder faldt tilbage i september, og stigningen standsede. Fonden har haft et meget fint afkast i år indtil nu, hovedsagelig på grund af globale investorers stigende interesse i fast ejendom.



Foto: Bloomberg

Investorerne er villige til at betale stadig større summer for ejendomme centrale steder. Et eksempel er den 180 meter høje skyskraber i Londons finansielle distrikt, som populært kaldes The Gherkin (agurk), og for nylig kom på markedet. Bygningen er designet af det britiske arkitektfirma Foster and Partners og blev indviet i 2004.

Et aktuelt eksempel på denne voksende ejendomsmani er den japanske stats pensionskasse (GPIF), som i september meddelte, at den i de kommende år vil placere 63 milliarder dollars i ejendomme over hele verden. Initiativet vil gøre GPIF til den største ejendomsinvestor i verden før den norske Oliefond som "kun" placerer 60 milliarder dollars i fast ejendom.

Trenden er tydelig: øgede investeringer i ejendomme er drevet af en hastigt voksende og aldrende befolkning, hvis pensionsforpligtelser skal forrentes. Fast ejendom er en aktivklasse, der gennem tiden har leveret gode afkast og bidraget med diversifikation i den samlede portefølje. Det historisk lave renteniveau er naturligvis en faktor, der medvirker til, at langsigtede investorer køber fast ejendom, som i mange tilfælde fortsat giver langt bedre afkast end obligationsmarkedet, men til noget højere risiko. Hertil kommer en voksende bølge af nye private pensionspenge fra for eksempel Kina, hvor forsikrings- og opsparingsbranchen nu liberaliseres.

Kvalitetsejendomme i byerne

Investorer er villige til at betale mere og mere for ejendomme centrale steder, og i metropoler som London og New York er afkastkravet faldet til rekordlave niveauer. Et aktuelt eksempel er et af Londons mest kendte moderne vartegn, det 40-etagers The Gherkin. Da bygningen var til salg sidste sommer, kom der over 200 bud fra 40 lande til sammenligning med kun 40 bud, da den sidst blev solgt i 2006.

Denne interesse illustrerer godt efterspørgslen efter klasse A-ejendomme i det centrale London i et allerede ophedet marked. Udviklingen begunstiger blandt andet vores porteføljeselskaber British Land, Gecina og SL Green, der har ejendomme i London, Paris og New York. Den hårde konkurrence, hvor flere og flere penge søger hen mod det samme investeringsobjekt, kan i nogle tilfælde også være væksthæmmende. Eksempelvis for såkaldte REIT-selskaber (med særlig skattemæssig status) kan regler om belåning og udbytte forhindre dem i at afgive for høje lånefinansierede bud.

Med et stadigt dyrere primærmarked

søger investorer i stigende grad investeringsobjekter, der endnu ikke vurderes lige så højt: for eksempel klasse A-aktiver i B-placeringer eller B-aktiver i A-placeringer. Spørgsmålet er blot, hvor længe prisstigningen kan fortsætte i visse byer, før efterspørgselsdrevet stigning i priserne erstattes af ren spekulation.

Små positioner med stor positiv effekt

Thailand er det bedste ejendomsmarked både i år og i sidste kvartal. Trods militærkuppet i maj og politisk ustabilitet har det thailandske aktiemarked givet 47 procent afkast i lokal valuta siden begyndelsen af året. Med en stigning på 55 procent i lokal valuta er Ananda Development på trods af sin lave vægt i m²'s portefølje en af vores største absolutte bidragydere siden årsskiftet og det mest bidragende selskab i kvartalet.

Ananda er et klart eksempel på, hvordan SKAGEN m² arbejder med højrisikoselskaber. Disse kan bidrage væsentligt til porteføljen på trods af den moderate vægt, hvor vi i en opgangsfase begrænser vægten for at fastholde et acceptabelt risikoniveau. Anandas salg, overskud og øgede udbytte har overgået vores forventninger. Virksomheden har på linje med andre ejendomsselskaber været begunstiget af ophobet forbrugsbehov og den midlertidige politiske stabilitet efter militærkuppet.

Et andet vindnerselskab findes i Indonesien, som har været det næstbedste marked i år og i sidste kvartal. Industriudviklingsselskabet Bekasi Fajar havde i kvartalet et afkast på 39 procent i lokal valuta. Den stærke performance var resultatet af udfaldet af valget i juli med en ny regering, der lovede økonomiske reformer, som med tiden kan øge direkte udenlandske investeringer efter de økonomiske vanskeligheder i 2013. Den positive tendens blev brudt, og med at oppositionen er blevet stærkere end forventet og derfor blokerer dele af beslutningsprocessen.

Det filippinske selskab SM Prime var også en lysende stjerne i kvartalet. Selskabet formåede at vende en længere nedadgående tendens i aktivitetsområdet for boliger og overraskede positivt med stærkt salg og højere marginer. Derudover slog effektivitetsgevinster fra en tidligere konsolidering igennem.

To tyske ændringer

Ny i porteføljen er tyske Westgrund, som investerer i lejlighedsejendomme rundt

om i Tyskland. Hovedparten af lejerne er lønmodtagere med lave indkomster og mellemindkomster, der bor i små til mellemstore byer med god vækst. Westgrund har været meget dygtig til at erhverve billigt, istandsætte og nedbringe ledighedsgraden. Westgrund købte for nylig en stor portefølje med 12.000 lejligheder i Berlin og forøgede antallet af enheder til i alt 20.000. Ambitionen er at fordoble antallet af lejligheder inden for de nærmeste år. Efter købet har selskabet et forventet nettooverskud på driften på 7,8 procent, og ledighedsgraden er 8,2 procent med et stort potentiale til at reducere sidstnævnte.

I løbet af kvartalet fordoblede vi vores position i det tyske kontorselskab DIC Asset, men desværre var selskabet den ringeste bidragyder i perioden. Det betyder imidlertid, at vi har købt aktierne til en god pris. Aktiekursen har længe været påvirket af en generel utilfredshed med dårlige ledelsesbeslutninger, høj gældssætning og en række uvelkomne emissioner. Selskabet handles derfor fortsat med betydelig rabat, som dog hurtigt kan blive reduceret, hvis ledelsen gør, hvad den siger, den vil gøre, eller hvis markedet

forbedres fundamentalt. Sandsynligvis står det tyske kontormarked over for en tiltrængt konsolidering, der kan blive katalysator for hele sektoren.

Fra Manila til Mumbai

I kvartalet købte vi også indiske Oberoi Realty efter at have solgt ud af det meste af dets filippinske modstykke, Century Properties. Begge selskaber udvikler kvalitetsboliger i de kraftigt voksende byer Manila og Mumbai. Vi solgte ud af Century Properties for at nedbringe landdeeksponeringen mod Filippinerne, hvis ejendomsaktier har klaret sig godt i løbet af året. Desuden kan renten blive sat i vejret for at imødegå et højt inflationsniveau, noget der typisk rammer de dyrere investeringsobjekter.

Oberoi har et meget stærkt brand lokalt og er centreret omkring Mumbai og omegn. Selskabet ejer desuden et strategisk placeret projekt, der vil blive udviklet i de kommende år. Oberoi har også en del erhvervsejendomme, der genererer løbende lejeindtægter, der afværger udsving i likviditeten. Hvis den indiske regering har held med de lovede økonomiske reformer, står landet sandsynligvis over for et bety-

SKAGEN m² 3. KV. 2014 (MIO. DKK)

De 5 største positive bidragydere		5 største køb	
Ananda Development PCL-Nvdr	4	Westgrund AG	9
Bekasi Fajar Industrial Estate Tbk PT	2	Dic Asset AG	8
SM Prime Holdings Inc	1	Oberoi Realty Ltd	7
General Growth Properties Inc	1	CSI Properties Ltd	5
Shimao Property Holdings Ltd	1	CBL & Associates Properties Inc	4
De 5 største negative bidragydere		5 største salg	
Dic Asset AG	-2	Ananda Development PCL-Nvdr	-5
Emlak Konut Gayrimenkul Yatirim Ortakligi AS	-1	Siam Future Development NVDR	-3
Hovnanian Enterprises Inc	-1	Indiabulls Real Estate Ltd	-3
Brandywine Realty Trust	-1	Century Properties Group Inc	-2
BR Properties SA	-1	BR Malls Participacoes SA	-2

NØGLETAL FOR DE STØRSTE POSTER I SKAGEN M² (PR. 30.09.2014)

Selskab	Postens størrelse	Kurs	P/NAV sidste	Dividend Yield 2014E	EBITDA 2014E/EV
General Growth Properties Inc	4,0%	23,64	92%	2,7%	5,2%
Brandywine Realty Trust	3,8%	14,24	100%	4,2%	7,5%
HCP Inc	3,4%	40,04	119%	5,5%	6,4%
Ashford Hospitality Trust	3,2%	10,45	80%	4,6%	8,0%
Columbia Property Trust	3,2%	24,10	80%	5,0%	6,4%
PS Business Parks	3,1%	76,27	100%	2,6%	6,0%
Global Logistic Properties	3,0%	2,71	90%	1,7%	4,0%
Mercialys SA	2,9%	17,28	96%	5,2%	5,4%
Deutsche Wohnen AG	2,9%	16,94	138%	2,7%	4,6%
Apartment Investment	2,9%	32,07	100%	3,2%	5,8%
Top 10 vægtet	32,5%		98%	3,8%	6,0%
Top 35 vægtet	77,5%			3,9%	6,8%
Ref. indeks (MSCI ACWI Real Estate IMI)				3,4%	

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



Foto: Ananda

Det thailandske ejendomsudviklingselskab Ananda Development er et klart eksempel på, hvordan SKAGEN m² nu arbejder med højrisiko-selskaber. Selskaber, som kan give væsentlige bidrag til porteføljen på trods moderat størrelse, hvor porteføljeforvalterne vægter ned i opgangsfasen for at mindske risikoen. Ananda er SKAGEN m²'s bedste bidragyder både i år til dato og i tredje kvartal.

deligt økonomisk opsving. Væksten vil gavne en virksomhed som Oberoi, der henvender sig til det hastigt voksende antal kapitalstærke middelklasseforbrugere. Boligmarkedet i Mumbai har oplevet en negativ udvikling de seneste tre år, men nu er der tegn på genopretning. Det indiske ejendomsmarked var sammen med politisk ustabile Tyrkiet de dårligste ejendomsmarkeder i tredje kvartal.

Et yderligere nyt selskab er boligudvikleren CSI Properties i Hongkong, der også ejer lejegegenerende erhvervsejendomme. Hongkong har i de seneste år oplevet en stærk prisudvikling på ejendomme, hvilket har fået regeringen til for omkring et år siden at indføre forskellige prisdæmpende foranstaltninger. Forventningen om et prisfald resulterede i en nedvurdering af disse selskaber i slutningen af sidste år og i begyndelsen af dette. Nedgangen ophørte grundet fortsat lave renter, og ejendomsselskaberne steg igen.

En undtagelse var CSI Properties, som vi købte på et lavt niveau. Selskabet handler fortsat med betydelig rabat i skyggen af de store aktører. I september fik usikkerheden om, hvordan den kinesiske regering ville håndtere demokratidemonstrationerne i Hongkong de lokale markeder til at falde. Dette er i øvrigt vores eneste eksponering mod Hongkong. I perioden har vi solgt Ticon Property Fund til gode priser, selv om aktien har været en relativ

skuffelse. Vi solgte også den thailandske butikscenteroperatør Siam Future for at reducere landeeksponeringen.

Nervøst rentemarked trak USA ned

I tredje kvartal faldt det amerikanske ejendomsmarked målt i lokal valuta. I september faldt disse efter spekulationer om fremtidige renteforhøjelser i USA, samtidig med at dollaren blev styrket. Vores største beholdning både i USA og i fonden leverede dog generelt set pænt, i lighed med mange andre såkaldte blue chip-selskaber i ejendomssektoren.

Vi ejer også en række mindre selskaber, der er mere volatile og samlet set underpræsterede vores amerikanske portefølje i forhold til indekset. Den amerikanske boligudvikler Hovnanian var en af de ringeste bidragydere i perioden. Vi har valgt at beholde vores lille eksponering på trods af et år med dårlige salgstal, blandt andet beroende på den barske og lange vinter i år. Vi tror, at selskabet på lang sigt vil blive begunstiget af USA's gode demografiske udvikling og det voksende behov for boliger. Vores amerikanske aktier udgør cirka 30 procent af porteføljen mod ca. 50 procent af benchmark.

Brasilien og Kina vejes ned i slutningen af kvartalet

I Brasilien, der gennemgår økonomiske vanskeligheder og har stået foran et

kommende valg, ejer vi butikscenter-selskabet General Shopping. Selskabet rapporterede gode tal for kvartalet og en markant forbedring af virksomheden. En høj gældsætning og store investeringer i nye butikcentre giver dog fortsat et negativt cash-flow. Efter årsberetningen faldt rabatten som følge af en række positive anbefalinger, og vi benyttede lejligheden og reducerede positionen til én procent. Derudover tjener vi fortsat gode penge på vores beholdning af ejendomsselskabets obligation. I september faldt det brasilianske ejendomsmarked kraftigt efter en god udvikling hen over foråret og sommeren.

Det kinesiske ejendomsmarked fortsatte sin baglæns bevægelse på grund af usikkerhed om landets økonomi i almindelighed og situationen for de stadig mere pressede boligudviklere i særdeleshed. Der rettes forskellige incitamentsordninger mod boligkøbere, men disse har været afventende i forventning om yderligere rabatter, og ordningerne har endnu ikke haft nogen stor effekt. Mange får svært ved at opfylde volumen- og prismålene for 2014. Vi har valgt at reducere vores beholdning i boligudvikleren Franshion Properties og forøge den i Soho China, der udvikler og ejer erhvervsejendomme.

I tredje kvartal steg SKAGEN m² med 4,2 procent og gjorde det dermed lidt dårligere end benchmark-indekset, der steg 5,0 procent.

Tal om prisleksibilitet, Mario Draghi!

Eurozonen sjosker ind i deflationen. Hvis yderligere recession skal bekæmpes med minimale ledende rentesatser, må ECB-chef Mario Draghi belære europæerne om nødvendigheden af fleksible priser. Ideen om, at reallønnen ikke kan eller må falde, skal brydes. Ellers vil Eurozonen brække halsen under vægten af den ledige arbejdskraft.

Ifølge hr. Draghi er mulighederne for konventionel pengepolitik nu udtømt. De monetære lykkepiller er altså sluppet op, hvis efterårets dødvande breder sig. Løfter om at holde de ledende rentesatser på det nuværende lave niveau kan ikke gå i stedet for midlertidige aggressive stimulanter. Inflation opbremsningen er nemlig på paradoksalt vis den forudsigelige langsigtede virkning af passive stimulanter. ECB håber, at en kontrær pengepolitik kan gøre underværker. Men det er en illusion. Udlån fra centralbanken og asset swap-programmer pumper likviditet ud fra ECB, hvilket sænker renterne i pengemarkedet med nogle få procentpoint, men derudover har det kun minimal effekt. Det har man vidst, siden Bank of Japan opfandt QE. Men hvad hvis man hæver inflationsmålet for at få realrenterne ned? Problemet er ikke målene, men at man leger med ilden. Hvis ECB har et mål på 2 procent, men ender i 0,3 procent, hvorfor skulle man så ramme bedre ved at hæve målet til fx 4 procent? Men talte de ikke inflationen op i Japan? Abenomics formåede i starten at øge inflationen, men kurven bøjer nu mere nedad end en mishandlet iPhone 6 plus. Hvorfor? "Uansvarlig troværdighed," – sådan lyder Paul Krugmans selvmodsigende slagord til opstilling af likviditetsfælder. Men uansvarlige mennesker kommer ikke med troværdige løfter. Desuden kræver den slags uansvarlighed, som kan hæve inflationen, andet og mere end en galning ved roret i ECB. Høj inflation er et finanspolitisk fænomen – vejen til Weimar var brolagt med offentlig gæld – og fordrer en skør kansler i Berlin og uansvarlige småfyrster

i de andre hovedstæder. Til trods for andre lovende kandidater har vælgerne heldigvis indtil nu holdt dem i skyggen. For kom de til magten, ville de ikke levere nok inflation, til at realrenten kunne bringe balance mellem udbud og efterspørgsel. I stedet ville høj inflation ødelægge de kommercielle aktiviteter og give os en jammerlig gentagelse af stagflationen.

Hvad skal hr. Draghi så gøre ved den uddøende inflation? Han skal forberede europæerne på en gang deflation. Deflation i sig selv gør ingen skade. Tjek bare. Siden faldet i forbrugerprisindekset i 1998, er BNP pr. indbygger kun vokset med 0,3 procent mindre end i Frankrig – en forskel, som fordufter, når der justeres for afvigelser i arbejdsstyrken. Deflation er kun bekymrende, hvis priserne ikke kan falde frit. Økonomer antager som regel, at lønninger er træge. I Japan steg arbejdsløsheden fra 3,5 procent i 1997 til 5,4 procent i 2002, men faldt så igen. En del af forklaringen var formentlig, at lønningerne til at begynde med ikke tilpassede sig den gryende deflation. Hr. Draghis kæmpestore opgave er derfor at forklare behovet for at deregulere arbejdsmarkedet; det er kombinationen af fagforeningsvælde, lovbestemt mindsteløn og tryghed for de arbejdsløse, der gør reallønnen utilbøjelig til at falde. Den nominelle prisbund på arbejdskraft skal nedbrydes, hvis forbrugerprisindekset begynder at falde. Ellers vil arbejdsløsheden nå nye højder. Men risikerer lønnedgang ikke at sende økonomien i spin og ned i deflationens sorte hul? Nogle økonomer advarer mod fleksible priser på arbejdsmarkedet på grund af denne frygt. Men det er misforstået. Der har været masser af hyperinflation, men 'hyperdeflation' findes ikke i ordbogen. Hvorfor? Når priserne falder, stiger den offentlige gælds realværdi. Prisniveauets nedre grænse er nået, når folk begynder at se offentlig gæld som en varm kartoffel. Så vil deres kollektive anstrengelser for at slippe ud af gælden få prisniveauet tilbage

i den langsigtede tendens. Lyder dette for akademisk, så kast et blik på, hvordan USA sprang ud af laissez-faire-recessionen i 1921-22.

Inflations-Mario er på vej til Tokyo. Han er måske ikke klar over det endnu, men hans egne ord suspenderer ham endegyldigt som centralbankdirektør. Han er en tømrer uden træ og søm, og inflationen, der flyder af sted på 0,3 procent, får nu lov at sejle sin egen sø. Hr. Draghi burde bruge sin ferie på at samle intellektuel ammunition til nødvendigheden af fleksible priser over en bred kam. Måske kan det lykkes ham at gøre sig gældende som toppolitiker. En kold tyrker-recession mod rigide lønninger vil blive grim og brutal – og formentlig overleve Eurozonen. Men med arbejdsmarkedsreformer vil han imidlertid opdage, at trods en gang deflation vil der potentielt være flere fremgangsrige jobs mellem Nicosia og Helsinki, end man nogensinde har forestillet sig i ECB-tårnet i Frankfurt.



– Torgeir Høien
Porteføljeforvalter SKAGEN Tellus

SKAGEN Tellus

AFKAST 3. KV. 2014* SIDSTE 12 MDR.*

SKAGEN Tellus	2,8%	8,7%
J.P. Morgan GBI Broad Index Unhedged	4,6%	7,6%

* Pr. 30. september 2014.



Porteføljeformidlere

Torgeir Høien og Jane Tvedt



Photo: Bloomberg

Slovenien er den bedste bidragyder til fonden år til dato og har bidraget med 1,84% i absolut afkast. En cyklist passerer regeringen og præsidentpaladset i Ljubljana, Slovenien.

Hip, hip, hurra for Tellus

SKAGEN Tellus fyldte 8 år den 30. september. Vi håber, at de investorer, som har været med os så langt, er meget tilfredse. Vi tror, at de resultater, som fonden har opnået, vil bidrage til, at endnu flere ser, at SKAGEN som fondsforvalter også kan investere i internationale obligationsmarkeder.

SKAGEN Tellus, som kun investerer i statsobligationer, sigter på at opnå et merafkast på 1,5 procentpoint i forhold til referenceindekset. I løbet af de 8 år har det årlige merafkast været 1,6 procentpoint. Det har vi opnået ved at tage mindre risiko end markedet generelt. Målt ved månedlige svingninger i fondskursen har risikoen været 1,6 procentpoint lavere end referenceindekset. Fondens har altså et højere og mere jævnt afkast, end hvis man havde investeret pengene i markedet.

Fonden løber en valutarisiko, og det absolutte afkast afhænger af, hvilken valuta man opgør i. Det forhold har vi gjort vores investorer opmærksom på fra dag et. Men det er også vigtigt at påpege, at de udviklede landes valutaer i det lange løb har en tendens til at holde deres valutakursudsving nogenlunde i skak. Målt i danske kroner har det årlige afkast i SKAGEN Tellus været 6 procent. Målt i euro har det årlige afkast været 6 procent. Da

Norge besluttede at blive medlem af EU og det planlagte eurosamarbejde, sagde centralbankchef Hermod Skånland, at vi enten skulle gå med eller blive gode til 8-tabellen. Indtil nu har det holdt stik.

Måske stikker den norske krone af i den ene eller anden retning på kort sigt – det afhænger meget af olieprisen – men det er værd at bemærke, at hvis man holder sig til den anbefalede investeringshorisont på 3 år, så har den norske krones bevægelser haft relativt lille betydning for investorernes afkast.

Men fonden vil vokse de kommende år, og der har været god inflow indtil nu i år. Så vi vil gøre vores yderste, for at investorerne fortsat får godt risikojusteret afkast på de penge, de lader os forvalte.

En hård start

Siden opstarten af SKAGEN Credit har markedet for selskabsobligationer været relativt turbulent.

SKAGEN Credit investerer i selskabsobligationer over hele verden og er på linje med aktiefonde udsat for markedssvingninger. Mens vi låner penge ud til virksomhederne i form af obligationslån, bliver du ved køb af aktier ejer af en del af selskabets egenkapital.

Vi plejer at sige, at det at investere i SKAGEN Credit er en mellemting mellem at have pengene i banken og investere i aktier. Som långiver får vi renter af obligationerne, mens du ved at have penge i banken får betalt en indskudsrente.

Værdien af selve obligationen bestemmes, i lighed med aktier, dagligt af markedsaktørerne på børsene rundt om i verden. Prissætningen baseres på den risiko, der er knyttet til selskabets evne til at betale sin gæld, men også af de generelle markedsudsigter som forventet økonomisk vækst og politisk risiko i det enkelte land.

I de fire måneder, der er gået siden opstarten af SKAGEN Credit, er rentebetalingerne på obligationerne blevet spist op af kursfald, således at det, der er tjent ind på gyngerne, er mistet på karrusellen.

Anbefaler to års horisont

Som investor i selskabsobligationer må man med andre ord forvente, at kurserne svinger noget. I og med at SKAGEN Credit er en international fond, som har mange ben at stå på, vil mange faktorer påvirke

udviklingen, nogle positivt og nogle negativt. Centrale negative bidragydere har været uro og konflikt i Rusland og Ukraine, skepsis over for, hvorvidt den amerikanske økonomi kan holde momentum fremover, tilsvarende i Europa og generel frygt for lavere økonomisk vækst globalt.

Når den værste uro lægger sig, vil obligationskurserne bevæge sig opad igen og efterhånden genvinde det tabte. Som følge af at perioder som dem, vi nu har oplevet, indtræffer med ujævne mellemrum, anbefaler vi, at investorer i SKAGEN Credit har en investeringshorisont på mindst to år for at få betaling for den risiko, de tager.

Til syvende og sidst er det selskabernes resultatudvikling og evne til at honorere gælden, som er afgørende for resultaterne af vores investeringer. Og hvis denne evne er undervurderet af markedet, kan vi opnå en «ekstra» gevinst.

SKAGEN Credits portefølje består af selskaber, som har en god spredning på både brancher og lande, og som leverer stabilt gode resultater over tid. Men når der er uroligheder på finansmarkederne, bliver også vores selskaber ramt gennem forøget risikopræmie og faldende obligationskurser.

Øget politisk risiko har gjort, at vores russiske investeringer har lidt skade i tredje kvartal, mens vores selskabsobligationer er steget i kurs på andre områder som Indien og Sydeuropa.

AFKAST 3. KV. 2014* SIDEN START

SKAGEN Credit -0,3% -0,3%

3 Month EURIBOR -0,1% -0,2%

*Afkast siden fondens opstart 30. maj 2014.



Porteføljeformalere

Ola Sjöstrand og Tomas Nordbø Middelthon

BEKENDTGØRELSE

Historisk afkast er ikke en garanti for fremtidig 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 kursstab. Der er ingen købsomkostninger i vores aktiefonde. Det årlige forvaltningshonorar for SKAGEN Vækst og SKAGEN Global er 1 % pr. år + variabelt forvaltningshonorar. I SKAGEN Vækst 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 watermark). 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 forvalt-

ningsselskabet. 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 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 procentuel afkast end referenceindekset. Fast forvaltningshonorar beregnes dagligt og betales kvartalsvis. Variabelt forvaltningshonorar beregnes dagligt og betales årligt.

ISKAGEN Tellus er deringen 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 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.skagenfondene.dk.

VÆRDIPAPIRPORTEFØLJE SKAGEN CREDIT PR. 30.09.2014



SKAGEN CREDIT

Plukker de bedste virksomhedsobligationer fra den globale frugthave*

SKAGEN Credit en en unik obligationsfond, som investerer i virksomhedsobligationer med bedst muligt afkastpotentiale i det globale marked. Målet er at levere bedst muligt risikojusteret afkast.

*Æbletræer. 1907. Af Michael Ancher. Billedet tilhører Skagens Museum.



SKAGEN Credit EUR

Fondens startdato	30. maj 2014
Afkast siden lancering	-0,01%
Gennemsnitligt årligt afkast	–
Forvaltningskapital	3 millioner EUR
Antal kendte investorer	18
Forvaltningshonorar	0,8% om året
Effektivt underliggende afkast:	2,84%
Effektivt afkast til kunder:	2,04%
Rentefølsomhed	1,24
Referenceindeks	EURIBOR 3M
UCITS-fond	Ja
Master fonden SKAGEN Credit er godkendt til markedsføring i	Norge, Sverige, Danmark, Finland, Holland, Luxembourg, Island, England, Belgien og Schweiz
Porteføljeforvalter	Ola Sjöstrand, Tomas Nordbø Middelthon

Bemærk at alle data er i EUR.

SKAGEN CREDIT EUR	Antal af andele	EUR	%
SKAGEN Credit	236 870	3 030 396	99.33
Likviditet		20 355	0.67

Samlet aktiekapital

3 050 751 100

Valutasikringsgrad 96,70%, ejerandel af SKAGEN Credit 1460%

SKAGEN Credit SEK/NOK/EUR/GBP er feeder fonde eller samlingsfonde, der investerer i masterfonden, som overvåger alle investeringer. Dette er en oversigt over porteføljen til SKAGEN Credit masterfond.

SKAGEN CREDIT MASTER FUND	Valuta	Forfaldsdato	Pålydende	Kupon	Markedsværdi	Andel af fonden
ENERGI						
Talisman Energy Inc	GBP	05.12.2017	550,000	6.63	6,731,030	4.03
Gazprom OAO Via Gaz Capital SA	USD	11.04.2018	800,000	8.15	5,858,285	3.51
Petrobras International Finance Co	USD	01.03.2018	800,000	5.88	5,557,292	3.33
Noble Group Ltd	USD	29.01.2020	550,000	6.75	3,976,053	2.38
Rosneft Oil Co via Rosneft International Finance Ltd	USD	07.03.2022	600,000	4.20	3,332,077	2.00
Seadrill Ltd	USD	15.09.2017	500,000	6.13	3,217,433	1.93
Sum energi					28,672,170	17.19

RÅVARER						
Lafarge SA	EUR	13.04.2018	700,000	6.25	6,672,288	4.00
Braskem Finance Ltd	USD	15.04.2021	975,000	5.75	6,582,465	3.95
SSAB AB	EUR	10.04.2019	600,000	3.88	4,952,580	2.97
Glencore Funding LLC	USD	29.04.2019	475,000	3.13	3,098,712	1.86
Sum råvarer					21,306,046	12.77

KAPITALGODER, SERVICE OG TRANSPORT						
Bombardier Inc	EUR	17.05.2021	600,000	6.13	5,424,925	3.25
Color Group AS	NOK	18.09.2019	5,000,000	6.94	5,111,567	3.06
Stena AB	EUR	01.02.2019	570,000	5.88	5,064,987	3.04
Frigoglass Finance BV	EUR	15.05.2018	375,000	8.25	3,161,950	1.90
Heathrow Funding Ltd	GBP	10.09.2018	250,000	6.25	2,926,996	1.75
Heathrow Finance Plc	GBP	01.03.2017	250,000	7.13	2,821,163	1.69
Sum kapitalgoder, service og transport					25,921,408	15.54

CYKLISKE FORBRUGSGODER						
Fiat Finance & Trade SA	EUR	15.03.2018	700,000	6.63	6,464,212	3.87
Jaguar Land Rover Automotive Plc	USD	14.12.2018	850,000	4.13	5,617,154	3.37
Levi Strauss & Co	USD	15.05.2020	250,000	7.63	1,744,358	1.05
Sum cykliske forbrugsgoder					13,825,723	8.29

STABILE FORBRUGSGODER						
Safeway Ltd	GBP	10.01.2017	400,000	6.00	4,666,821	2.80
Avon Products Inc	USD	01.03.2019	400,000	6.50	2,788,129	1.67
Sum stabile forbrugsgoder					7,454,950	4.47

BANK OG FINANS						
Bank of Baroda - London	USD	23.07.2019	750,000	4.88	5,125,142	3.07
Tyrykiye Halk Bankasi AS	USD	19.07.2017	750,000	4.88	4,994,213	2.99
Danske Bank AS	GBP	29.09.2021	450,000	5.38	4,951,786	2.97
Amlin Plc	GBP	18.12.2026	400,000	6.50	4,558,974	2.73
Akbank TAS	USD	24.10.2017	600,000	3.88	3,944,487	2.36
VTB Bank OJSC Via VTB Capital SA	USD	29.05.2018	500,000	6.88	3,340,978	2.00
Diamond Bank Plc	USD	21.05.2019	400,000	8.75	2,648,461	1.59
Akbank TAS	USD	09.03.2018	300,000	6.50	2,084,483	1.25
Sum bank og finans					31,648,524	18.97

INFORMATIONSTEKNOLOGI						
Nokia OYJ	EUR	04.02.2019	400,000	6.75	3,984,100	2.39
Sum informationsteknologi					3,984,100	2.39

TELEKOM						
Bharti Airtel International Netherlands BV	EUR	10.12.2018	700,000	4.00	6,379,626	3.82
VimpelCom Holdings BV	USD	01.03.2022	550,000	7.50	3,623,452	2.17
Portugal Telecom International Finance BV	EUR	17.04.2018	350,000	5.88	3,166,640	1.90
Sum telekom					13,169,718	7.89

NYTTETJENESTER						
EP Energy AS	EUR	01.11.2019	575,000	5.88	5,453,532	3.27
EDP Finance BV	USD	01.10.2019	550,000	4.90	3,749,616	2.25
EDP Finance BV	EUR	21.09.2017	275,000	5.75	2,500,863	1.50
Sum nyttetjenester					11,704,011	7.02

SUM VÆRDIPAPIRPORTEFØLJE					157,686,650	94.53
---------------------------------	--	--	--	--	--------------------	--------------

Derivativer*						
IRS EUR 20180620	EUR	20.06.2018	4,000,000		-269,396	-0.16
IRS GBP 20180129	GBP	29.01.2018	1,200,000		-117,365	-0.07
IRS USD 20180620	USD	20.06.2018	5,500,000		-18,804	-0.01
IRS USD 20190820	USD	20.08.2019	2,000,000		72,569	0.05
Sum derivativer					-332,996	-0.20

Likviditet					9,478,265	5.68
SUM ANDELSKAPITAL					166,831,919	100
Basiskurs pr. 30.09.2014			9,9993 EUR			



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 MSCI's 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 quantitative rating ★★★★★

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



Citywire (5 års periode) nr. 29 af 191

Fondens startdato 5. april 2002

Afkast siden lancering 492 %

Gennemsnitligt årligt afkast 15,31 %

Forvaltningskapital 41 035 mio DKK

Antal kendte investorer 72 490

Tegningsprovision 0%

Indløsningsprovision 0%

Forvaltningshonorar 2 % pr. år +/- variabelt honorar

Mindste handelsstr. 1 styk

Godkendt til markedsføring Norge, Sverige, Danmark, Finland, Holland, Luxembourg, Island, Storbritannien, Schweiz, Belgien, Irland og Tyskland

Referenceindeks MSCI vækstmarkedsindeks (NOK)

UCITs-fond Ja

Porteføljeforvalter J. Kristoffer Stensrud
Knut Harald Nilsson
Cathrine Gether
Erik Landgraff
Hilde Jenssen

HISTORISK KURSTVIKLING SKAGEN KON-TIKI



Verdipapir	Antall	Kjøpsverdi NOK*	Markedsverdi NOK*	Urealisert gevinst/tap NOK*	Prosentvis fordeling	Børs
ENERGI						
Tullow Oil Plc	8.461.624	793.317	568.066	-225.251	1,08%	London
GCL-Poly Energy Holdings Ltd	213.713.000	350.278	503.833	153.555	0,96%	Hong Kong
Gazprom Oao ADR	9.459.603	633.992	427.717	-206.275	0,81%	London Int
Afren Plc	28.782.928	356.400	306.114	-50.287	0,58%	London
Archer Ltd	25.327.048	405.547	228.450	-177.097	0,43%	Oslo Børs
Rec Silicon ASA	83.201.594	133.426	214.993	81.566	0,41%	Oslo Børs
Deep Sea Supply Plc	17.250.931	170.959	151.291	-19.669	0,29%	Oslo Børs
Småposter		129.927	187.915	57.988	0,36%	
Sum Energi		2.973.846	2.588.377	-385.469	4,91%	

MATERIALER						
Vale Sa Spons pref ADR	14.722.805	1.442.210	898.309	-543.901	1,70%	New York
UPL Ltd	10.294.488	191.091	364.091	173.000	0,69%	National India
OCI Co Ltd	400.000	349.387	316.033	-33.354	0,60%	Seoul
Hindalco Industries Ltd	18.981.352	316.239	309.454	-6.784	0,59%	National India
LG Chem Ltd Pref	259.179	178.915	258.328	79.414	0,49%	Seoul
Exxaro Resources Ltd	3.169.011	404.810	231.138	-173.671	0,44%	Johannesburg
Asia Cement China Holdings	48.607.500	178.677	191.793	13.115	0,36%	Hong Kong
Småposter		417.257	157.801	-259.455	0,30%	
Sum Materialer		3.478.585	2.726.947	-751.637	5,17%	

KAPITALGODER, SERVICE OG TRANSPORT						
AP Moeller - Maersk A/S	100.000	805.315	1.525.510	720.195	2,89%	København
ABB Ltd	8.530.512	808.037	1.229.101	421.064	2,33%	Stockholm
Golar LNG Ltd	1.290.000	469.487	560.574	91.087	1,06%	NASDAQ
AirAsia Bhd	108.152.800	413.212	535.651	122.440	1,02%	Kuala Lumpur
CNH Industrial NV	9.338.348	567.834	472.015	-95.819	0,89%	New York
Bidvest Group Ltd	2.878.881	335.297	467.671	132.373	0,89%	Johannesburg
Frontline 2012 Ltd	12.005.000	315.941	462.193	146.252	0,88%	Unotert
Empresas ICA S.A.B	32.729.853	448.729	363.083	-85.646	0,69%	Mexico
OCI NV	1.825.927	455.606	362.369	-93.237	0,69%	Amsterdam
Enka Insaat Ve Sanayi AS	20.782.815	217.528	304.407	86.879	0,58%	Istanbul
Hitachi Ltd	5.695.000	253.599	279.396	25.797	0,53%	Tokyo
Aveng Ltd	21.017.094	617.358	265.443	-351.915	0,50%	Johannesburg
Harbin Electric Company Ltd	68.000.000	614.366	262.686	-351.681	0,50%	Hong Kong
Norwegian Air Shuttle ASA	1.085.248	90.177	243.204	153.027	0,46%	Oslo Børs
LG Corp Pref	808.430	118.266	235.837	117.571	0,45%	Seoul
Yingli Green Energy Holding Co Ltd ADR	9.660.539	213.542	199.477	-14.065	0,38%	New York
Nippon Yusen KK	11.728.000	231.788	198.547	-33.241	0,38%	Tokyo
Golden Ocean Group Ltd	22.086.808	96.408	169.295	72.887	0,32%	Oslo Børs
Kerry Logistics Network Ltd	16.775.000	168.906	167.903	-1.003	0,32%	Hong Kong
Avance Gas Holdings Ltd	1.056.386	111.292	155.289	43.997	0,29%	Oslo Børs
Småposter		5.770	5.871	101	0,01%	
Sum Kapitalgoder, service og transport		7.358.460	8.465.522	1.107.062	16,05%	

CYKLISKE FORBRUGSGODER						
Hyundai Motor Co Pref (2pb)	2.631.943	420.219	1.919.492	1.499.273	3,64%	Seoul
Hyundai Motor Co Pref (1p)	2.407.251	386.672	1.726.362	1.339.690	3,27%	Seoul
Great Wall Motor Co Ltd	67.765.000	122.922	1.690.065	1.567.142	3,20%	Hong Kong
Mahindra & Mahindra Ltd GDR	8.248.827	192.182	1.175.074	982.892	2,23%	London Int
Naspers Ltd	1.139.544	333.530	806.407	472.878	1,53%	Johannesburg
LG Electronics Inc Pref	3.050.000	823.954	658.047	-165.908	1,25%	Seoul
Royal Caribbean Cruises Ltd	1.432.100	257.591	619.565	361.974	1,17%	New York
Mahindra & Mahindra Ltd	3.623.003	292.672	512.773	220.101	0,97%	National India
Apollo Tyres Ltd	20.406.475	158.544	432.442	273.897	0,82%	National India
DRB-Hicom Bhd	88.408.800	365.449	394.597	29.148	0,75%	Kuala Lumpur
Hengdeli Holdings Ltd	162.572.800	256.632	166.755	-89.876	0,32%	Hong Kong
MRV Engenharia	7.940.800	169.282	161.569	-7.713	0,31%	Sao Paulo
Småposter		148.746	171.781	23.035	0,33%	
Sum Cykliske forbrugsgoder		3.928.395	10.434.929	6.506.534	19,78%	

Verdipapir	Antall	Kjøpsverdi NOK*	Markedsverdi NOK*	Urealisert gevinst/tap NOK*	Prosentvis fordeling	Børs
STABILE FORBRUGSGODER						
Heineken NV	2.811.758	935.935	1.348.678	412.743	2,56%	Amsterdam
Cosan Ltd	12.991.033	786.886	899.443	112.557	1,71%	New York
Casino Guichard Perrachon SA	1.223.074	967.748	847.788	-119.960	1,61%	Paris
Distribuidora Internacional de Alimentacion SA	13.749.488	493.111	631.954	138.844	1,20%	Madrid
X 5 Retail Group NV GDR	4.990.306	506.266	591.337	85.071	1,12%	London Int
Marfrig Global Foods SA	32.957.200	518.291	572.923	54.632	1,09%	Sao Paulo
Yazicilar Holding AS	8.837.139	222.040	512.774	290.734	0,97%	Istanbul
Familymart Co Ltd	1.776.500	491.161	435.515	-55.646	0,83%	Tokyo
Kulim Malaysia BHD	50.827.600	160.451	323.375	162.924	0,61%	Kuala Lumpur
Massmart Holdings Ltd	4.189.594	319.449	292.313	-27.136	0,55%	Johannesburg
PZ Cussons Plc	7.625.746	127.931	288.344	160.413	0,55%	London
Royal Unibrew A/S	256.163	42.998	273.825	230.826	0,52%	København
Cia Cervecerias Unidas SA ADR	1.538.270	280.090	215.190	-64.900	0,41%	New York
Tata Global Beverages Ltd	12.304.260	167.952	203.925	35.972	0,39%	National India
Podravka Prehrambena Ind DD	406.584	111.935	146.809	34.874	0,28%	Zagreb
Småposter		240.217	302.622	62.405	0,57%	
Sum Defensive konsumvarer		6.372.461	7.886.815	1.514.354	14,95%	

MEDICIN						
Richter Gedeon Nyrt	9.771.722	1.060.981	982.900	-78.080	1,86%	Budapest
China Shineway Pharmaceutical	36.934.000	280.298	402.062	121.764	0,76%	Hong Kong
Ranbaxy Laboratories Ltd	3.998.608	188.090	266.040	77.951	0,50%	National India
Småposter		290.517	307.970	17.452	0,58%	
Sum Medisin		1.819.885	1.958.972	139.087	3,71%	

BANK OG FINANS						
State Bank of India	5.999.991	1.363.394	1.526.215	162.822	2,89%	National India
Haci Omer Sabanci Holding AS	47.509.436	962.243	1.282.013	319.770	2,43%	Istanbul
Banco Do Estado Rio Grande Do Sul SA Pref	20.354.500	482.469	748.240	265.771	1,42%	Sao Paulo
Haitong Securities Co Ltd	59.435.600	492.612	588.998	96.386	1,12%	Hong Kong
Raiffeisen Bank International AG	4.062.472	797.113	571.923	-225.190	1,08%	Wien
SBI Holdings Inc	7.759.600	603.587	558.187	-45.400	1,06%	Tokyo
Moscow Exchange MICEX-RTS OAO	54.263.060	578.348	512.172	-66.176	0,97%	Moscow
JSE Ltd	6.464.519	249.899	361.895	111.995	0,69%	Johannesburg
Korean Reinsurance Co	4.860.366	182.225	333.792	151.567	0,63%	Seoul
Kiwoom Securities Co Ltd	1.043.205	190.648	324.615	133.967	0,62%	Seoul
Kiatnakin Bank Plc	37.429.463	334.353	313.116	-21.237	0,59%	Bangkok
EFG-Hermes Holding SAE	17.939.257	353.507	299.447	-54.060	0,57%	Cairo
VTB Bank Ojsc GDR	15.522.312	462.834	198.490	-264.344	0,38%	London Int
Ghana Commercial Bank Ltd	18.001.604	88.821	180.794	91.973	0,34%	Ghana
Dragon Capital - Vietnam Enterprise Investments Ltd	9.000.000	111.229	171.676	60.447	0,33%	Dublin
Diamond Bank Plc	678.971.941	145.604	167.147	21.543	0,32%	Lagos
VTB Bank Ojsc	21.701.144.197	165.582	138.116	-27.466	0,26%	Moscow
Value Partners Group Ltd	28.597.000	109.613	134.126	24.514	0,25%	Hong Kong
Småposter		239.204	275.964	36.760	0,52%	
Sum Bank og finans		7.913.285	8.686.928	773.643	16,47%	

INFORMATIONSTEKNOLOGI						
Samsung Electronics Co Ltd Pref	424.937	1.049.840	2.319.153	1.269.313	4,40%	Seoul
Samsung Electronics Co Ltd Pref GDR	399.732	393.328	1.097.273	703.946	2,08%	London Int
Lenovo Group Ltd	100.868.000	578.685	964.543	385.858	1,83%	Hong Kong
Tech Mahindra Ltd	2.529.440	408.241	654.988	246.747	1,24%	National India
Småposter		110.340	125.958	15.618	0,24%	
Sum Informationsteknologi		2.540.434	5.161.916	2.621.482	9,79%	

TELEKOMMUNIKASJON						
Bharti Airtel Ltd	44.368.848	1.691.575	1.869.862	178.287	3,55%	National India
Kinnevik Investment AB-B	2.624.324	458.112	607.610	149.498	1,15%	Stockholm
Indosat Tbk PT	206.683.750	557.401	414.843	-142.558	0,79%	Indonesia
Sistema Jsfc GDR	4.319.499	344.836	191.423	-153.413	0,36%	London Int
Sistema Jsfc	71.610.460	487.565	150.777	-336.788	0,29%	Moscow
Sum Telekom		3.539.488	3.234.514	-304.974	6,13%	

Sum Værdipapirportefølje	39.924.840	51.144.921	11.220.082	96,97%		
Disponibel likviditet		1.600.130		3,03%		
Sum andelskapital		52.745.052		100,00%		
Basiskurs pr. 30.09.2014	631,2901 NOK					
* Tal i 1000 NOK						

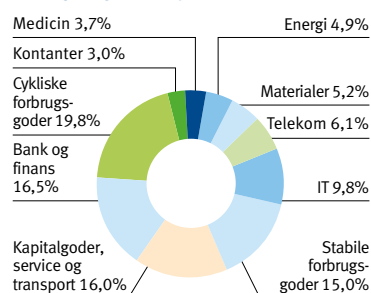


SKAGEN KON-TIKI

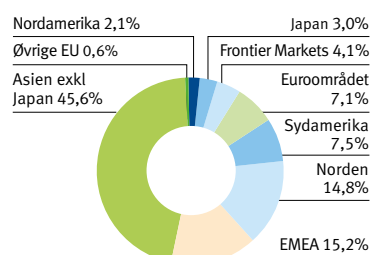
Viser vej i nyt farvand*

* Skagen Rev Fyrskib, 1892 (Udsnit).
Af Carl Locher.
Billederne tilhører Skagens Museum.

BRANCHEFORDELING



GEOGRAFISK FORDELING



DE 10 STØRSTE INVESTINGER

Hyundai Motor Co	6,91
Samsung Electronics Co Ltd	6,48
Bharti Airtel Ltd	3,55
Great Wall Motor Co Ltd	3,20
Mahindra & Mahindra Ltd	3,20
State Bank of India	2,89
AP Moeller - Maersk A/S	2,89
Heineken NV	2,56
Haci Omer Sabanci Holding AS	2,43
ABB Ltd	2,33
TOTAL (%)	36,44



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 quantitative rating ★★★★★

Lipper Europe 2014
beste fond over ti år
Equity Global



Citywire (5 års periode) nr. 61 af 727

Fondens startdato 7. august 1997

Afkast siden lancering 1 062 %

Gennemsnitligt årligt afkast 15,37 %

Forvaltningskapital 39 838 mio DKK

Antal kendte investorer 86 860

Tegningsprovision 0%

Indløsningsprovision 0%

Forvaltningshonorar 1.0% pr. år + 10% af afkastet ud over referenceindekset

Mindste handelsstr. 1 styk

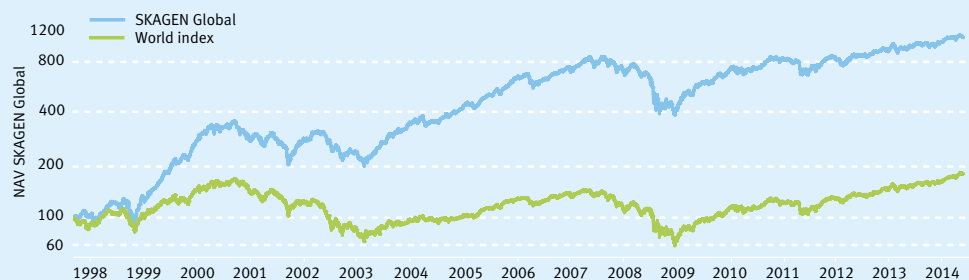
Godkendt til markedsføring Norge, Sverige, Danmark, Finland, Holland, Luxemborg, Island, England, Belgien, Schweiz, Irland og Tyskland

Referenceindeks MSCI ACWI (NOK)

UCITS-fond Ja

Porteføljeforvalter Kristian Faines
Søren Milo Christensen
Chris-Tommy Simonsen
Johan Swahn
Knut Gezelius

HISTORISK KURSUTVIKLING SKAGEN GLOBAL



Værdipapir	Antal	Købsværdi NOK	Markedsværdi NOK	Urealiseret gevinst/tab (i tusinder)	Procentvis fordeling	Børs
ENERGI						
Gazprom Oao ADR	19.257.618	1.265.425	870.736	-394.688	1,89%	London Int
Baker Hughes Inc	1.936.624	504.834	825.397	320.563	1,79%	New York
Weatherford Intl Ltd	5.075.556	416.419	692.062	275.643	1,50%	New York
OMV AG	2.062.595	447.096	444.809	-2.288	0,96%	Wien
Technip SA	792.594	472.276	428.137	-44.139	0,93%	Paris
Surgutneftegas OAO Pref	85.936.900	326.692	382.594	55.902	0,83%	Moscow
Kazmunaigas Exploration GDR	3.088.318	380.506	347.113	-33.393	0,75%	London Int
Afren Plc	27.880.508	299.125	296.516	-2.609	0,64%	London
Petroleo Brasileiro Pref ADR	2.541.548	383.577	243.055	-140.522	0,53%	New York
BP Plc	4.370.384	218.026	206.065	-11.961	0,45%	London
BP Plc ADR	625.673	182.516	177.113	-5.403	0,38%	New York
Småposter		422.806	401.538	-21.267	0,87%	
Sum Energi		5.319.297	5.315.136	-4.162	11,52%	

MATERIALER						
Akzo Nobel NV	1.888.049	576.472	829.037	252.565	1,80%	Amsterdam
Norsk Hydro ASA	19.810.878	535.467	712.003	176.536	1,54%	Oslo Børs
Koninklijke DSM NV	1.309.536	535.980	518.978	-17.002	1,13%	Amsterdam
Heidelbergcement AG	1.131.185	359.962	478.899	118.936	1,04%	Frankfurt
Ternium SA ADR	2.543.889	380.195	398.984	18.788	0,86%	New York
OCI Co Ltd	438.528	416.480	346.473	-70.007	0,75%	Seoul
Mayr-Melnhof Karton AG	383.450	177.617	262.465	84.848	0,57%	Wien
Lundin Mining Corp	5.606.089	151.431	176.856	25.426	0,38%	Toronto
Lundin Mining Corp SDR	5.540.346	145.036	175.738	30.702	0,38%	Stockholm
UPM-Kymmene Oyj	1.796.493	119.102	164.966	45.864	0,36%	Helsinki
Småposter		17.178	16.474	-704	0,04%	
Sum Råvarer		3.414.920	4.080.872	665.952	8,85%	

KAPITALGODER, SERVICE OG TRANSPORT						
LG Corp	2.450.793	686.437	1.143.922	457.485	2,48%	Seoul
Tyco International Ltd	2.775.661	299.062	792.409	493.347	1,72%	New York
Koninklijke Philips NV	2.511.400	454.500	515.112	60.612	1,12%	Amsterdam
Bunge Ltd	899.297	315.729	486.960	171.231	1,06%	New York
Siemens AG	482.469	274.741	369.340	94.599	0,80%	Frankfurt
Stolt-Nielsen Ltd	2.865.551	463.181	356.761	-106.420	0,77%	Oslo Børs
Mosaic Co/The	1.153.678	353.959	328.987	-24.971	0,71%	New York
BW LPG Ltd	3.247.152	153.300	263.831	110.531	0,57%	Oslo Børs
Prosegur Cia de Seguridad Sa	6.506.714	211.175	260.214	49.040	0,56%	Madrid
China Communications Services Corp Ltd	76.087.294	274.371	227.211	-47.159	0,49%	Hong Kong
Autoliv Inc	290.814	99.564	172.863	73.299	0,37%	New York
Metso Oyj	749.260	118.856	171.458	52.603	0,37%	Helsinki
Avance Gas Holdings Ltd	832.478	95.385	122.374	26.989	0,27%	Oslo Børs
Småposter		584.255	462.018	-122.237	1,00%	
Sum Kapitalvarer, service og transport		4.384.514	5.673.462	1.288.948	12,30%	

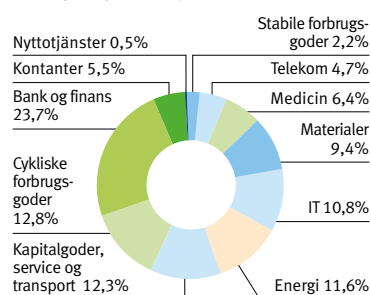
CYKLISKE FORBRUGSGODER						
Renault SA	1.861.779	487.037	864.169	377.132	1,87%	Paris
Gap Inc/The	2.701.105	660.377	724.632	64.255	1,57%	New York
General Motors Co	3.493.080	496.224	718.022	221.798	1,56%	New York
Toyota Industries Corp	1.788.277	319.173	555.204	236.031	1,20%	Tokyo
Comcast Corp	1.458.601	153.924	504.999	351.075	1,09%	NASDAQ
Volvo AB	6.836.784	531.009	477.311	-53.697	1,03%	Stockholm
Yamaha Motor Co Ltd	3.355.311	283.582	421.601	138.020	0,91%	Tokyo
Hyundai Motor Co Pref (2pb)	552.537	155.829	402.969	247.139	0,87%	Seoul
Tata Motors Ltd-A- DVR	8.226.456	111.027	295.270	184.243	0,64%	Bombay
LG Electronics Inc Pref	1.090.448	278.239	235.267	-42.972	0,51%	Seoul
Gafisa Sa	22.041.494	196.541	160.086	-36.455	0,35%	Sao Paulo
Dixons Carphone Plc	3.729.216	33.780	142.291	108.511	0,31%	London
CTC Media Inc	3.258.669	161.993	139.597	-22.396	0,30%	NASDAQ
Global Mediacom Tbk PT	118.938.215	124.130	122.029	-2.101	0,26%	Jakarta
Småposter		84.337	122.129	37.792	0,26%	
Sum Cykliske forbrugsgoder		4.077.203	5.885.577	1.808.374	12,76%	

Verdipapir	Antall	Kjøpsverdi NOK*	Markedsverdi NOK*	Urealisert gevinst/tap NOK*	Prosentvis fordeling	Børs
STABILE FORBRUGSGODER						
Unilever NV-Cva	983.145	176.321	251.577	75.256	0,55%	Amsterdam
Yazilcar Holding AS	3.928.265	95.143	227.937	132.795	0,49%	Istanbul
Royal Unibrew A/S	187.221	47.481	200.129	152.648	0,43%	København
United Intl Enterprises	134.792	24.216	167.439	143.223	0,36%	København
Chiquita Brands International Inc	1.488.414	108.277	137.274	28.997	0,30%	New York
Småposter		25.383	30.727	5.344	0,07%	
Sum Stabile forbrugsgoder		476.821	1.015.084	538.263	2,20%	
MEDICIN						
Teva Pharmaceutical-Sp ADR	2.974.074	645.076	1.035.100	390.024	2,24%	NASDAQ
Roche Holding AG-Genusschein	464.283	411.220	881.851	470.631	1,91%	Zürich
Sanofi	582.614	347.732	424.121	76.389	0,92%	Paris
Rhoen-Klinikum AG	2.055.663	231.909	400.375	168.465	0,87%	Frankfurt
Varian Medical Systems Inc	397.935	195.622	206.660	11.039	0,45%	New York
Sum Medicin		1.831.559	2.948.107	1.116.548	6,39%	
BANK OG FINANS						
Citigroup Inc	8.597.367	1.968.692	2.885.115	916.423	6,25%	New York
American International Group Inc	4.682.051	1.079.957	1.638.267	558.310	3,55%	New York
Nordea Bank AB	13.236.133	929.847	1.102.064	172.217	2,39%	Stockholm
NN Group NV	2.795.661	494.945	521.143	26.198	1,13%	Amsterdam
Cheung Kong Holdings Ltd	4.587.798	367.340	485.384	118.044	1,05%	Hong Kong
Goldman Sachs Group Inc	374.386	272.751	443.083	170.333	0,96%	New York
Storebrand ASA	10.835.958	383.009	387.494	4.485	0,84%	Oslo Børs
Banco Do Estado Rio Grande Do Sul SA Pref	9.980.716	234.211	366.896	132.685	0,80%	Sao Paulo
EFG-Hermes Holding SAE	19.484.469	239.498	325.240	85.742	0,71%	Cairo
Industrial Bank of Korea	3.151.655	234.928	305.512	70.583	0,66%	Seoul
State Bank of India	1.198.198	234.433	304.785	70.352	0,66%	National India
RSA Insurance Group Plc	5.280.921	230.281	266.242	35.962	0,58%	London
Haci Omer Sabanci Holding AS	9.610.939	213.219	259.345	46.126	0,56%	Istanbul
Sparebank 1 SR-Bank ASA	3.820.039	114.252	233.022	118.770	0,51%	Oslo Børs
TAG Immobilien AG	2.492.482	144.744	180.978	36.234	0,39%	Frankfurt
Talanx AG	779.319	108.233	166.136	57.903	0,36%	Frankfurt
Irsa Sa ADR	1.839.371	152.910	163.618	10.708	0,35%	New York
Sberbank of Russia Pref	17.251.109	207.658	161.735	-45.923	0,35%	Moscow
Japan Securities Finance Co	4.192.475	239.849	157.424	-82.426	0,34%	Tokyo
State Bank Of India GDR	296.738	108.798	150.561	41.762	0,33%	National India
Småposter		424.015	411.582	-12.434	0,89%	
Sum Bank og finans		8.383.571	10.915.625	2.532.054	23,66%	
INFORMATIONSTEKNOLOGI						
Samsung Electronics Co Ltd Pref	503.892	1.220.474	2.750.061	1.529.587	5,96%	Seoul
Microsoft Corp	3.494.146	555.636	1.040.389	484.753	2,26%	NASDAQ
Lenovo Group Ltd	47.662.000	354.172	455.765	101.593	0,99%	Hong Kong
Samsung Electronics Co Ltd Pref GDR	118.762	120.020	326.004	205.984	0,71%	London Int
Google Inc CLASS C	60.125	105.140	223.486	118.346	0,48%	NASDAQ
Google Inc CLASS A	53.735	93.966	203.606	109.640	0,44%	NASDAQ
Sum Informationsteknologi		2.449.409	4.999.311	2.549.903	10,84%	
TELEKOMMUNIKASJON						
Vimpelcom Ltd-Spon ADR	12.189.199	893.295	561.314	-331.981	1,22%	New York
China Unicom Hong Kong Ltd	53.443.796	467.163	512.821	45.658	1,11%	Hong Kong
First Pacific Co Ltd	45.234.923	285.825	302.714	16.889	0,66%	Hong Kong
China Unicom Hong Kong Ltd ADR	2.044.203	188.499	197.134	8.635	0,43%	New York
Global Telecom Holding	38.328.039	100.420	173.203	72.782	0,38%	Cairo
Indosat Tbk PT	65.928.725	227.989	132.328	-95.661	0,29%	Indonesia
Kinnevik Investment AB-B	568.011	29.692	131.512	101.819	0,29%	Stockholm
Småposter		271.900	160.456	-111.444	0,35%	
Sum Telekommunikasjon		2.464.783	2.171.481	-293.302	4,71%	
FORSYNING						
Centrais Elétricas Brasileiras SA Pref	7.369.985	455.723	194.594	-261.129	0,42%	Sao Paulo
Småposter		217.184	45.886	-171.298	0,10%	
Sum Forsyning		672.907	240.480	-432.427	0,52%	
Sum Verdipapirportefølje		33.474.985	43.245.135	9.770.150	93,75%	
Disponibel likviditet			2.884.256		6,25%	
Sum andelskapital			46.129.391		100,00%	
Basiskurs per 30.09.2014		1.159,4158				
* tal i 1000 NOK						

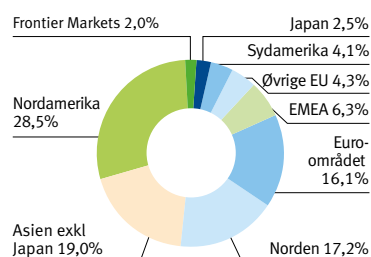


* Fra heden nord for Skagen, 1885 (Udsnit).
Af P.S. Krøyer.
Billedet tilhører Skagens Museum.

BRANCHEFORDELING



GEOGRAFISK FORDELING



DE 10 STØRSTE INVESTERINGER

Samsung Electronics Co Ltd	6,67
Citigroup Inc	6,25
American International Group I	3,55
LG Corp	2,49
Nordea Bank AB	2,39
Microsoft Corp	2,26
Teva Pharmaceutical Industries	2,24
Roche Holding AG	1,91
Gazprom OAO	1,89
Renault SA	1,87
TOTAL (%)	31,53



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.

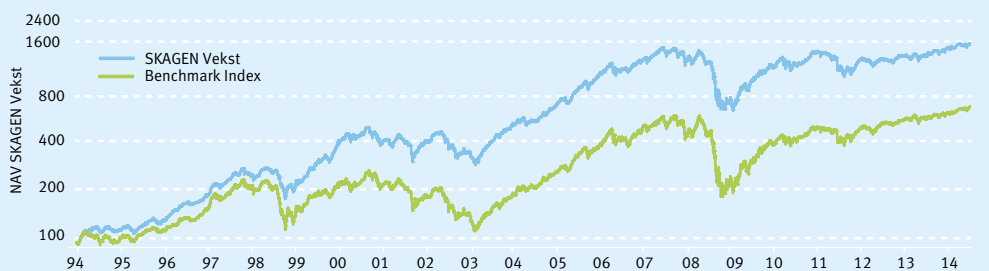


Morningstar kvantitativ:

★★★★★

Fondens startdato	1. december 1993
Afkast siden lancering	1 622 %
Gennemsnitligt årligt afkast	14,64%
Forvaltningskapital	7 633 mio DK
Antal kendte investorer	74 184
Tegningsprovision	0%
Indløsningsprovision	0%
Forvaltningshonorar	1,0% pr. år + 10% af afkast ud over 6% pr. år. Fonden har high watermark Se side 32
Mindste handelsstr.	1 styk
Godkendt til markedsføring	Norge, Sverige, Danmark, Finland, Holland, Luxemborg, Island, England, Belgien, Schweiz, Irland og Tyskland
Referenceindeks	MSCI Nordic/ MSCI AC ex. Nordic
UCITS-fond	Ja
Porteføljeforvalter	Ole Sæberg, Geir Tjetland, Erik Bergöö, Alexander Stensrud (juniorforvalter, 1 årig kontrakt)

HISTORISK KURSUTVIKLING SKAGEN VEKST



Værdipapir	Antal	Købsværdi NOK	Markedsværdi NOK	Urealiseret gevinst/tab (i tusinder)	Procentvis fordeling	Børs
ENERGI						
Solstad Offshore ASA	1.982.746	99.498	178.447	78.949	2,14%	Oslo Børs
DOF ASA	5.762.213	110.022	132.531	22.509	1,59%	Oslo Børs
Ganger Rolf ASA	1.213.817	124.262	125.630	1.368	1,51%	Oslo Børs
Bonheur ASA	1.192.594	88.117	122.241	34.124	1,47%	Oslo Børs
Statoil ASA	537.489	77.016	94.168	17.152	1,13%	Oslo Børs
Rec Silicon ASA	29.162.486	42.190	75.356	33.166	0,91%	Oslo Børs
GCL-Poly Energy Holdings Ltd	30.000.000	59.320	70.674	11.354	0,85%	Hong Kong
Siem Offshore Inc	8.036.317	68.365	49.423	-18.942	0,59%	Oslo Børs
Lundin Petroleum AB	301.000	35.402	32.558	-2.844	0,39%	Stockholm
Eidesvik Offshore ASA	1.027.641	38.194	29.699	-8.495	0,36%	Oslo Børs
Sevan Drilling ASA	13.252.171	83.460	28.360	-55.101	0,34%	Oslo Børs
REC Solar AS	311.524	6.230	25.296	19.065	0,30%	Oslo Børs
Småposter		68.319	19.980	-48.340	0,24%	
Sum Energi		900.396	984.363	83.966	11,83%	
MATERIALER						
Norsk Hydro ASA	14.042.679	355.936	504.694	148.758	6,07%	Oslo Børs
OCI Co Ltd	39.000	33.003	30.796	-2.207	0,37%	Seoul
Småposter		43.238	20.424	-22.814	0,25%	
Sum Materialer		432.176	555.913	123.737	6,68%	
KAPITALGODER, SERVICE OG TRANSPORT						
Norwegian Air Shuttle ASA	1.488.707	94.140	333.619	239.479	4,01%	Oslo Børs
Koninklijke Philips NV	1.518.075	304.812	310.576	5.764	3,73%	Amsterdam
Kongsberg Gruppen ASA	1.166.746	48.461	170.928	122.467	2,05%	Oslo Børs
Wilh. Wilhelmsen Holding ASA	900.275	64.294	157.548	93.254	1,89%	Oslo Børs
AirAsia Bhd	24.244.100	125.235	119.903	-5.333	1,44%	Kuala Lumpur
Stolt-Nielsen Ltd	781.341	96.892	97.277	385	1,17%	Oslo Børs
ABB Ltd	657.625	83.190	94.747	11.557	1,14%	Stockholm
LG Corp Pref	222.192	25.533	64.782	39.249	0,78%	Seoul
Avance Gas Holdings Ltd	401.974	43.913	59.090	15.177	0,71%	Oslo Børs
FLSmidth & Co A/S	170.000	54.249	52.241	-2.007	0,63%	København
Golar LNG Ltd	75.000	27.542	32.470	4.927	0,39%	NASDAQ
Odffell SE-A	1.219.521	54.595	32.439	-22.156	0,39%	Oslo Børs
Goodtech ASA	2.116.842	48.135	28.683	-19.452	0,34%	Oslo Børs
Småposter		78.964	41.921	-37.043	0,50%	
Sum Kapitalvarer, service og transport		1.149.956	1.596.225	446.269	19,19%	
CYKLISKE FORBRUGSGODER						
Royal Caribbean Cruises Ltd	1.580.982	242.413	683.333	440.920	8,21%	New York
Continental AG	293.500	147.369	358.752	211.383	4,31%	Frankfurt
Kia Motors Corporation	800.000	240.727	260.945	20.218	3,14%	Seoul
Volvo AB	2.050.000	173.095	142.666	-30.429	1,71%	Stockholm
Toshiba Corp	3.300.000	83.962	98.247	14.286	1,18%	Tokyo
Hurtigruten ASA	21.130.567	75.985	78.817	2.832	0,95%	Oslo Børs
Nokian Renkaat OYJ	325.000	74.156	63.066	-11.091	0,76%	Helsinki
Nippon Seiki Co Ltd	230.000	22.272	33.550	11.278	0,40%	Tokyo
Fjord Line AS	3.622.985	33.138	21.738	-11.400	0,26%	Unotert
Toto Ltd	300.000	22.486	21.195	-1.291	0,25%	Tokyo
Småposter		13.262	13.245	-17	0,16%	
Sum Cykliske forbrugsgoder		1.128.865	1.775.555	646.689	21,34%	

Verdipapir	Antall	Kjøpsverdi NOK*	Markedsverdi NOK*	Urealisert gevinst/tap NOK*	Prosentvis fordeling	Børs
STABILE FORBRUGSGODER						
Casino Guichard Perrachon SA	191.785	130.604	133.052	2.449	1,60%	Paris
Carlsberg AS-B	182.852	111.490	104.437	-7.054	1,26%	København
Royal Unibrew A/S	95.000	29.419	101.588	72.169	1,22%	København
Sodastream International Ltd	315.000	75.696	59.806	-15.891	0,72%	NASDAQ
Oriflame Cosmetics SA-SDR	462.367	68.397	51.246	-17.151	0,62%	Stockholm
Yazicilar Holding AS	689.169	23.544	40.030	16.485	0,48%	Istanbul
Småposter		18.929	144	-18.785	0,00%	
Sum Defensive konsumvarer		458.079	490.302	32.223	5,89%	
MEDICIN						
Teva Pharmaceutical-Sp ADR	1.400.000	370.318	485.417	115.100	5,83%	NASDAQ
Novo Nordisk A/S-B	290.250	62.218	89.099	26.882	1,07%	København
Medi-Stim ASA	1.465.625	18.313	35.028	16.715	0,42%	Oslo Børs
Småposter		43.235	12.604	-30.631	0,15%	
Sum Medicin		494.084	622.150	128.066	7,48%	
BANK OG FINANS						
Danske Bank A/S	1.500.000	153.995	261.511	107.517	3,14%	København
Sberbank of Russia Pref	14.520.000	210.153	135.698	-74.455	1,63%	Moscow
Korean Reinsurance Co	1.466.760	50.035	100.675	50.641	1,21%	Seoul
Tribona AB	2.803.335	92.589	91.442	-1.147	1,10%	Stockholm
Norwegian Finans Holding ASA	3.905.184	7.657	74.198	66.541	0,89%	Unotert
Hitecvision AS	793.668	7.193	62.700	55.506	0,75%	Unotert
Sparebanken Øst	1.124.204	19.925	56.098	36.172	0,67%	Oslo Børs
Raiffeisen Bank International AG	275.577	65.960	38.576	-27.384	0,46%	Wien
SBI Holdings Inc	400.000	33.171	28.776	-4.395	0,35%	Tokyo
Småposter		4.046	934	-3.111	0,01%	
Sum Bank og finans		644.723	850.609	205.886	10,22%	
INFORMATIONSTEKNOLOGI						
Samsung Electronics Co Ltd Pref	99.660	589.917	543.604	-46.313	6,53%	Seoul
SAP SE	440.000	176.334	203.146	26.812	2,44%	Frankfurt
Q-Free ASA	3.182.604	44.688	40.578	-4.109	0,49%	Oslo Børs
PSI Group ASA	3.796.612	43.431	22.932	-20.499	0,28%	Oslo Børs
Småposter		43.357	41.249	-2.108	0,50%	
Informationsteknologi		897.726	851.508	-46.218	10,24%	
TELEKOM						
TeliaSonera AB	5.500.000	247.957	243.002	-4.954	2,92%	Stockholm
Kinnevik Investment AB-B	463.583	103.529	106.964	3.434	1,29%	Stockholm
Sum Telekom		351.486	349.966	-1.520	4,21%	
Sum Værdipapirportefølje		6.457.493	8.076.591	1.619.098	97,08%	
Disponibel likviditet			242.754		2,92%	
Sum andelskapital			8.319.345		100,00%	
Basiskurs per 30.09.2014		1.718,0542 NOK				

* Tal i 1000 NOK

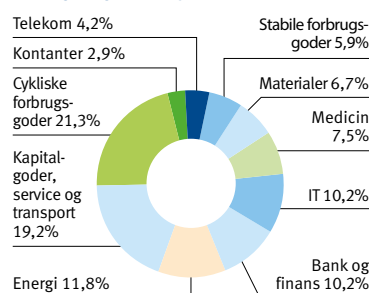


SKAGEN VEKST

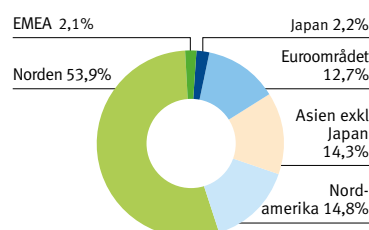
Udforsker den smalle sti til velstand*

* Cyklister i havstokken. 1894 (Udsnit).
Af Einar Hein. Billedet tilhører Skagens
Museum.

BRANCHEFORDELING



GEOGRAFISK FORDELING



DE 10 STØRSTE INVESTERINGER

Royal Caribbean Cruises Ltd	8,21
Samsung Electronics Co Ltd	6,53
Norsk Hydro ASA	6,07
Teva Pharmaceutical Industries	5,83
Continental AG	4,31
Norwegian Air Shuttle ASA	4,01
Koninklijke Philips NV	3,73
Danske Bank A/S	3,14
Kia Motors Corp	3,14
TeliaSonera AB	2,92
TOTAL (%)	47,91



SKAGEN m²

En andel i det globale ejendomsmarked.*

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

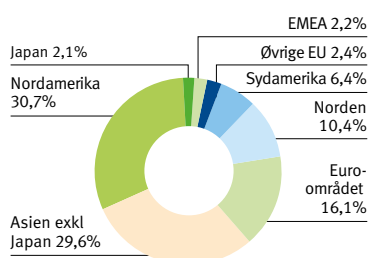


Morningstar kvantitativ:

★★★★

Fondens startdato	31. oktober 2012
Afkast siden lancering	9,00%
Gennemsnitligt årligt afkast	4,58%
Forvaltningskapital	536 mio DKK
Antal kendte investorer	5 614
Tegningsprovision	0%
Indløsningsprovision	0%
Forvaltningshonorar	1,5 % pr. år plus/minus variabelt forvaltningshonorar
Mindste handelsstr.	1 styk
Godkendt til markedsføring	Norge, Sverige, Danmark, Finland, Holland, Luxembourg, Island, England, Belgien, Irland og Schweiz
Referenceindeks	MSCI ACWI Real Estate IMI (NOK)
UCITS-fond	Ja
Porteføljeforvalter	Michael Gobitschek og Harald Haukås

GEOGRAFISK FORDELING



HISTORISK KURSVIKLING SKAGEN m²



Værdipapir	Antal	Købsværdi NOK	Markedsværdi NOK	Urealiseret gevinst/tab (i tusinder)	Procentvis fordeling	Børs
EJENDOMSSKABER INKL REITS						
General Growth Properties Inc	156.000	21.050	23.686	2.635	4,05%	New York
Brandywine Realty Trust	246.000	21.546	22.499	952	3,84%	New York
HCP Inc	77.100	17.879	19.830	1.951	3,39%	New York
Ashford Hospitality Trust	280.000	13.786	18.802	5.015	3,21%	New York
Columbia Property Trust Inc	120.000	19.888	18.574	-1.314	3,17%	New York
PS Business Parks Inc	36.500	16.403	17.880	1.477	3,05%	New York
Global Logistic Properties Ltd	1.281.000	16.232	17.486	1.255	2,99%	Singapore
Mercialys SA	123.000	15.577	17.238	1.662	2,94%	Paris
Deutsche Wohnen AG	125.000	11.317	17.174	5.857	2,93%	Frankfurt
Apartment Investmet & Management Co	82.000	14.437	16.890	2.453	2,88%	New York
Olav Thon Eiendomsselskap ASA	123.000	11.638	14.268	2.630	2,44%	Oslo Børs
Soho China Ltd	3.021.500	14.546	14.044	-502	2,40%	Hong Kong
British Land Co Plc	190.000	9.751	13.856	4.105	2,37%	London
SL Green Realty Corp	20.500	10.775	13.515	2.740	2,31%	New York
SM Prime Holdings Inc	5.000.000	12.092	12.503	410	2,14%	Philippines
Nomura Real Estate Office Fund Inc	425	11.782	12.493	711	2,13%	Tokyo
CBL & Associates Properties Inc	106.700	11.754	12.208	454	2,09%	New York
Lexington Realty Trust	190.000	12.861	12.093	-767	2,07%	New York
Mapletree Logistics Trust	2.021.375	11.677	11.760	83	2,01%	Singapore
CA Immobilien Anlagen AG	92.000	10.165	11.756	1.591	2,01%	Wien
Unibail-Rodamco SE	7.020	11.116	11.626	510	1,99%	Amsterdam
Ticon Industrial Connection Pcl-Nvdr	3.200.020	11.100	11.529	429	1,97%	Bangkok
Dic Asset AG	212.000	13.443	11.486	-1.958	1,96%	Xetra
Citycon Oyj	525.000	9.828	11.241	1.413	1,92%	Helsinki
Affine SA	88.000	9.241	10.649	1.407	1,82%	Paris
Phoenix Mills Ltd	273.778	7.519	9.643	2.124	1,65%	National India
Franshion Properties China Ltd	5.832.000	11.033	9.116	-1.917	1,56%	Hong Kong
Westgrund AG	300.000	8.637	8.628	-9	1,47%	Xetra
Bekasi Fajar Industrial Estate Tbk PT	26.975.400	6.517	8.316	1.800	1,42%	Indonesia
First Real Estate Investment Trust	1.323.829	7.317	8.202	885	1,40%	Singapore
BR Properties SA	233.700	13.013	7.851	-5.163	1,34%	Sao Paulo
Emlak Konut Gayrimenkul Yatirim Ortakligi AS	1.110.000	8.054	7.444	-610	1,27%	Istanbul
BR Malls Participacoes SA	135.000	9.127	6.755	-2.372	1,15%	Sao Paulo
Obero Realty Ltd	288.152	7.095	6.531	-564	1,12%	National India
CapitaLand Ltd	400.000	6.017	6.447	430	1,10%	Singapore
Ascendas India Trust	1.625.000	6.090	6.344	253	1,08%	Singapore
Irsa Sa ADR	70.798	4.961	6.298	1.337	1,08%	New York
General Shopping Brasil SA	249.400	7.542	6.118	-1.424	1,04%	Sao Paulo
Gecina SA	7.000	5.027	5.910	883	1,01%	Paris
Vista Land & Lifescapes Inc	6.639.700	5.315	5.860	545	1,00%	Philippines
Keppel Land Ltd	325.000	5.733	5.730	-3	0,98%	Singapore
Summarecon Agung Tbk PT	8.719.400	5.856	5.606	-250	0,96%	Indonesia
Ananda Development PCL-Nvdr	6.819.200	2.153	5.561	3.408	0,95%	Bangkok
Parkway Life Real Estate Investment Trust	472.000	5.732	5.492	-240	0,94%	Singapore
Bumi Serpong Damai PT	6.686.500	6.032	5.444	-588	0,93%	Indonesia
Shimao Property Holdings Ltd	414.500	5.315	5.389	74	0,92%	Hong Kong
CSI Properties Ltd	20.000.000	5.252	5.376	124	0,92%	Hong Kong
Etalon Group Ltd GDR	226.388	5.667	5.307	-360	0,91%	London Int
Rockwell Land Corp	20.000.000	8.187	5.093	-3.094	0,87%	Philippines
Atrium Ljungberg AB	50.280	4.602	4.622	20	0,79%	Stockholm
Parque Arauco SA	349.321	3.977	4.273	296	0,73%	Santiago
Hovnanian Enterprises Inc	160.000	4.771	3.861	-910	0,66%	New York
Century Properties Group Inc	10.922.000	1.998	1.984	-13	0,34%	Philippines

Sum Ejendomsselskaber inkl REITs 518.422 548.285 29.862 93,64%

RENTEINSTRUMENTER

General Shopping Finance	1.000.000	5.429	6.328	899	1,08%	Euroclear
Sum Renteinstrumenter		5.429	6.328	899	1,08%	
Sum værdipapirportefølje		523.852	554.613	30.761	94,72%	
Disponibel likviditet			30.915		5,28%	
Sum andelskapital			585.528		100,00%	

Basiskurs pr. 30.09.2014

120,2520 NOK

* Tal i 1000 NOK

Værdipapir	Forfalds- dato	Kupon	Nominelt (i tusinder)	Kostpris (i tusinder)	Markeds- kurs	Vedhæn- gende rente (i tusinder)	Markeds- kurs (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	16.400	46.095	258,38	787	42.374	43.161	-3.721	5,29%
Chilean Government	05.08.2020	5,50	3.410.000	41.787	1,13	307	38.666	38.972	-3.122	4,77%
European Bank Recon & Dev	17.06.2015	0,50	43.000	41.462	103,13	65	44.346	44.411	2.884	5,44%
Colombian Government	14.04.2021	7,75	11.800.000	42.538	0,35	1.346	41.128	42.475	-1.410	5,20%
Italian Government	02.02.2037	4,00	6.865	58.001	891,33	363	61.190	61.552	3.189	7,54%
Hellenic Republic Government	24.02.2027	2,00	10.850	62.386	571,56	924	62.015	62.939	-371	7,71%
Portugese Government	15.04.2021	3,85	6.750	52.513	885,03	969	59.740	60.709	7.227	7,44%
Slovenia Government	30.03.2026	5,12	5.400	39.296	984,36	1.130	53.155	54.285	13.860	6,65%
European Bank Recon & Dev	28.05.2015	5,00	315.000	31.587	10,31	561	32.479	33.040	892	4,05%
Mexican Government	20.11.2036	10,00	40.000	24.368	64,58	541	25.831	26.371	1.462	3,23%
Peruvian Government	12.08.2037	6,90	18.000	41.063	228,53	367	41.135	41.502	72	5,08%
Turkish Government	08.03.2023	7,10	18.500	47.058	238,71	93	44.161	44.253	-2.898	5,42%
Croatia Government International Bond	26.01.2024	6,00	3.000	20.571	686,51	205	20.595	20.801	25	2,55%
Lithuanian Government	01.02.2022	6,62	5.500	42.570	767,97	383	42.238	42.621	-332	5,22%
US Government	01.06.2015	0,25	13.000	81.715	642,68	68	83.548	83.616	1.832	10,24%
US Government	31.08.2016	0,50	13.850	86.900	641,23	37	88.811	88.848	1.911	10,88%
Sum Værdipapirportefølje				759.911		8.145	781.411	789.556	21.500	96,73%
Disponibel likviditet				26.223		411	26.288	26.699	65	3,27%
TOTAL				786.133		8.556	807.699	816.255	21.565	100,00%

Nøgletal portefølje	
Effektiv underliggende afkast	4,02 %
Effektiv afkast til kunder*	3,22 %
Rentefølsomhed**	5,77

* Effektiv underliggende afkast justeret for forvaltningshonorar.
** Rentefølsomhed er et forenklet udtryk for hvor meget kursen på rentepapiret 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 førtidsindfrielse. Begrebet er baseret på en række teoretiske forudsætninger, herunder geninvestering af kuponbetalinger til samme rente.
Værdipapirer er vurderet til markedskurser pr. 30.09.2014
Hvor der ikke eksisterer "market-maker" kurser, er obligationer og eventuelle certifikater prisfastsat mod den gældende rentekurve på tidspunktet for opgørelsen.

Andelskurs per 30.09.2014 117,1496 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 finansinstituti-
oner over hele verden. SKAGEN Tellus er et godt alternativ for investorer som ønsker at inves-
tere i globale obligationer og som har mindst 12 måneders investeringshorisont. Investo-
rer bør have tolerance for valu-
taudsvingninger. Fondens basisvaluta er EURO.**

* Interiør. Brøndums annek, ca. 1920. (Udsnit).
Af Anna Ancher.
Billedet tilhører Skagens Museum.



Morningstar	★★★★★
Fondens startdato	29. september 2006
Afkast siden lancering	59%
Gennemsnitligt årligt afkast	5,97%
Forvaltningskapital	738 mio DKK
Antal kendte investorer	2 252
Tegningsprovision	0 %
Indløsningsprovision	0 %
Forvaltningshonorar	0,8 % per år
Mindste handelsstr.	1 styk
Godkendt til markedsføring	Norge, Sverige, Danmark, Finland, Luxembourg, Island, England, Belgien og Schweiz
Referenceindeks	J.P. Morgans GBI Broad Unhedged Index
UCITS-fond	Ja
Porteføljeforvalter	Torgeir Høien, Jane Tvedt

Afkast- og risikomåling

Afkast*

Pr. 30.09.2014	År til dato	Seneste år	Seneste 2 år	Seneste 5 år	Seneste 7 år	Seneste 10 år	Levetid
SKAGEN Vekst A	9,2%	15,1%	11,4%	8,8%	1,1%	10,5%	14,6%
MSCI Nordic/MSCI AC ex. Nordic	11,5%	18,1%	12,3%	14,6%	2,3%	11,1%	9,9%
SKAGEN Global A	8,1%	14,5%	13,1%	12,7%	4,4%	11,4%	15,4%
MSCI World AC	13,2%	19,3%	15,6%	13,3%	3,9%	6,5%	3,6%
SKAGEN Kon-Tiki A	3,8%	8,5%	5,1%	8,8%	4,2%	14,5%	15,3%
MSCI Emerging Markets	11,5%	11,3%	3,6%	7,5%	1,5%	10,5%	8,2%
SKAGEN m ² A	16,2%	12,4%					4,6%
MSCI All Country World Index Real Estate IMI	16,5%	13,7%					9,2%
SKAGEN Tellus A	11,36%	8,67%	4,04%	7,20%	5,84%		5,97%
J.P. Morgan GBI Broad Index Unhedged in EUR	10,64%	7,59%	-1,37%	4,28%	5,41%		4,37%
SKAGEN Credit EUR A	-0,27%						-0,27%
3 Month EURIBOR	-0,20%						-0,20%
SKAGEN Avkastning	7,25%	5,12%	-0,71%	4,85%	2,79%	4,40%	5,74%
Statsobligasjonsind. 3.00	5,53%	3,60%	-2,94%	4,45%	3,56%	4,07%	5,64%

Risiko og præstationsmåling

Pr. 30.09.2014	SKAGEN Vekst	SKAGEN Global	SKAGEN Kon-Tiki	SKAGEN Tellus
RISIKO- OG PRÆSTATIONSMAÅL SENESTE 5 ÅR				
Standard afvigelse, fond	14,9%	12,4%	14,6%	5,8%
Standard afvigelse, reference indeks	13,4%	9,7%	13,8%	8,0%
Sharpe-ratio, fond	0,53	0,92	0,54	1,10
Sharpe-ratio, reference indeks	0,98	1,23	0,48	0,46
Relativ volatilitet / Tracking error	5,6%	4,9%	4,8%	5,8%
IR	-0,93	-0,10	0,26	0,48
korrelasjon	0,93	0,93	0,94	0,70
alfa	-5,6%	-2,8%	1,3%	
beta	1,03	1,19	1,00	
R2	85%	86%	89%	

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%	-2,6%	-2,5%	-3,3%

GEVINST- OG TABSANALYSE SENESTE 5 ÅR

Relativ gevinst	94%	110%	104%	99%
Relativ tab	126%	124%	97%	62%
Relativ gevinst/tab-ratio	0,74	0,89	1,08	1,58
Positive indekssafvigelser	5,5	6,7	7,0	9,1
Negative indekssafvigelser	10,6	6,8	5,4	6,2
Indeks afvigelse-ratio	0,52	0,98	1,29	1,48
Antal positive afvigelser	34%	49%	56%	60%
Antal positive afvigelser, oppgang	34%	58%	47%	28%
Antal positive afvigelser, nedgang	36%	35%	66%	90%
Konsistens	40%	48%	50%	60%
Konsistens, oppgang	35%	54%	45%	39%
Konsistens, nedgang	50%	38%	56%	83%

GEVINST- OG TABSANALYSE SIDEN START

Relativ gevinst	96%	152%	120%	66%
Relativ tab	80%	105%	98%	69%
Relativ gevinst/tab-ratio	1,21	1,45	1,22	0,96
Positive indekssafvigelser	14,07	18,72	12,19	12,33
Negative indekssafvigelser	9,80	8,29	5,84	14,75
Indeks afvigelse-ratio	1,44	2,26	2,09	0,84

*Alle afkasttall over 12 måneder er annualiseret.

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

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

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

BEGREBSFORKLARING

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

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

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

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

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

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

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

Indeksafvigelses-ratio udtrykker forholdet mellem positive og negative indekssafvigelser. 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 indekssafvigelse. Indeksafvigelses-ratio fortolker risikoen som faren for negativ indekssafvigelse i modsætning til information ratio, der tolker risikoen som ujævnt merafkast (og ikke nødvendigvis negativt merafkast).

SKAGENs porteføljeforvaltere



Erik
Bergöö



Beate
Bredesen



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 Søbereg



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.

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, forbyrder sig mod miljøregler, anvender børnearbejde eller begår andre lovovertrædelser. SKAGEN vurderer ligeledes politiske risici og andre risici nøje.

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

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.

REGNSKAP PER 30. SEPTEMBER 2014

Resultatregnskap (angitt i hele tusen kroner)	SKAGEN Vekst 1.–3. kv 2014	SKAGEN Global 1.–3. kv 2014	SKAGEN Kon-Tiki 1.–3. kv 2014	SKAGEN m² 1.–3. kv 2014	SKAGEN Balanse 60/40 1.–3. kv 2014	SKAGEN Tellus 1.–3. kv 2014	SKAGEN Avkastning 1.–3. kv 2014
PORTEFØLJEINNTEKTER OG -KOSTNADER							
Renteinntekter/-kostnader	3 272	2 434	-8 695	617	1 907	16 875	33 101
Aksjeutbytte	151 691	894 384	713 772	15 066	-	-	-
Gevinst/tap ved realisasjon	816 640	2 442 878	1 701 961	-19 289	7 015	3 573	358
Endring urealiserte kursgevinster/tap	-409 760	-986 865	-1 880 704	74 566	-830	27 221	22 785
Garantiprovisjon	-	1 101	-	-	-	-	-
Kurtasje	-5 284	-25 466	-28 856	-749	-	-25	-13
Valutagevinst/tap	13 752	256 587	100 126	255	-	-889	3 795
PORTEFØLJERESULTAT	570 310	2 585 055	597 605	70 468	8 092	46 753	60 026
FORVALTNINGSINNTEKTER OG -KOSTNADER¹							
Forvaltningshonorar fast	-63 327	-342 694	-755 980	-5 849	-	-3 734	-5 292
Beregnet variabelt forvaltningshonorar *	-13 802	-	415 405	317	-	-	-
FORVALTNINGSRESULTAT	-77 130	-342 694	-340 576	-5 532	-	-3 734	-5 292
RESULTAT FØR SKATTEKOSTNAD	493 180	2 242 361	257 029	64 936	8 092	43 020	54 734
Skattekostnad	-3 531	-84 725	-65 297	-4 135	-605	-	-
PERIODE RESULTAT	489 649	2 157 636	191 732	60 801	7 487	43 020	54 734

Balanse	SKAGEN Vekst 30.9.2014	SKAGEN Global 30.9.2014	SKAGEN Kon-Tiki 30.9.2014	SKAGEN m² 30.9.2014	SKAGEN Balanse 60/40 30.9.2014	SKAGEN Tellus 30.9.2014	SKAGEN Avkastning 30.9.2014
EIENDELER							
Norske verdipapirer til kostpris	2 038 558	1 668 437	1 503 550	11 638	238 416	-	903 936
Utenlandske verdipapirer til kostpris	4 418 935	31 806 548	38 421 290	512 214	26 500	759 911	294 141
Urealiserte kursgevinster/tap	1 619 098	9 770 150	11 220 082	30 670	14 417	21 500	27 964
Opptjente renter verdipapirer	-	-	-	91	2 274	8 504	9 249
SUM VERDIPAPIRPORTEFØLJE	8 076 591	43 245 135	51 144 921	554 613	281 607	789 915	1 235 289
Tilgodehavende aksjeutbytte	4 258	23 015	38 928	647	-	-	-
Opptjente renter bank	-	-	-	-	-	-	-
SUM OPPTJENTE, IKKE MOTTATTE INNTEKTER	4 258	23 015	38 928	647	-	-	-
Til gode fra meglere	-	379 173	12 912	1 677	-	26 962	-
Til gode fra forvaltningsselskapet	3	14	141 945	3	-	3	2
Tilgodehavende skatt på aksjeutbytte	2 108	38 340	5 016	519	-	940	-
Andre fordringer	-	-	-	284	-	336	-
SUM ANDRE FORDRINGER	2 111	417 527	159 874	2 483	-	28 242	2
Bankinnskudd	292 749	2 811 829	1 564 593	35 177	1 853	28 105	403 657
SUM EIENDELER	8 375 709	46 497 506	52 908 315	592 920	283 460	846 261	1 638 948
EGENKAPITAL¹							
Andelskapital til pålydende	488 525	4 010 567	8 419 365	488 290	230 456	699 478	1 154 349
Overkurs	-2 530 354	16 045 897	22 334 015	55 406	25 593	85 632	422 707
INNSKUTT EGENKAPITAL	-2 041 829	20 056 464	30 753 380	543 696	256 049	785 110	1 577 056
Opptjent egenkapital	10 361 059	26 095 890	22 038 273	43 517	26 653	32 775	59 720
SUM EGENKAPITAL	8 319 230	46 152 354	52 791 653	587 213	282 702	817 885	1 636 776
GJELD							
Utsatt skatt	-	-	-	378	61	-	-
Skyldig til meglere	19 426	191 351	104 583	592	-	26 850	-
Skyldig til forvaltningsselskapet	35 404	118 404	-	1 855	-	1 526	2 046
Annen gjeld	1 650	35 398	12 079	2 881	696	-	126
SUM ANNEN GJELD	56 479	345 152	116 662	5 707	757	28 376	2 172
SUM GJELD OG EGENKAPITAL	8 375 709	46 497 506	52 908 315	592 920	283 460	846 261	1 638 948

	Klasse						
Antall utstedte andeler	A	4 880 901	37 737 472	71 355 347	4 872 498	2 304 562	6 881 392
Basiskurs per andel 30.09.2014	A	1 702,9226	1 150,7457	626,9337	119,7343	122,6705	117,1496
Antall utstedte andeler	B	4 345	2 368 197	12 838 299	10 404		113 386
Basiskurs per andel 30.09.2014	B	1 702,5503	1 150,9100	627,5001	119,5697		117,2917

Note: Avvik på kursen i forhold til porteføljene skyldes periodiseringsavvik per 30.09.2014.

* Beregnet variabelt forvaltningshonorar per 30.09.14: 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 (høyvannmerke).

¹⁾ Hvorav fordeling på de respektive andelsklasser	Klasse	SKAGEN Vekst 1.–3. kv 2014	SKAGEN Global 1.–3. kv 2014	SKAGEN Kon-Tiki 1.–3. kv 2014	SKAGEN m ² 1.–3. kv 2014	SKAGEN Tellus 1.–3. kv 2014
Forvaltningshonorar fast	A	-63 308	-334 093	-710 782	-5 844	-3 721
Beregnet forvaltningshonorar variabelt	A	-13 802	-	375 125	315	
Sum forvaltningshonorar	A	-77 110	-334 093	-335 657	-5 529	-3 721
Forvaltningshonorar fast	B	-20	-8 601	-45 199	-5	-13
Beregnet forvaltningshonorar variabelt	B	-	-	40 280	2	
Sum forvaltningshonorar	B	-20	-8 601	-4 919	-3	-13
Sum fast og beregnet variabelt forvaltningshonorar	Alle	-77 130	-342 694	-340 576	-5 532	-3 734
¹⁾ Hvorav fordeling på de respektive andelsklasser	Klasse	SKAGEN Vekst 30.9.2014	SKAGEN Global 30.9.2014	SKAGEN Kon-Tiki 30.9.2014	SKAGEN m ² 30.9.2014	SKAGEN Tellus 30.9.2014
Andelskapital til pålydende	A	488 090	3 773 747	7 135 535	487 250	688 139
Overkurs	A	-2 537 311	13 620 257	15 396 340	55 242	83 678
Sum innskutt egenkapital	A	-2 049 221	17 394 005	22 531 875	542 492	771 818
Andelskapital til pålydende	B	434	236 820	1 283 830	1 040	11 339
Overkurs	B	6 957	2 425 639	6 937 675	163	1 954
Sum innskutt egenkapital	B	7 392	2 662 459	8 221 505	1 204	13 292
Sum innskutt egenkapital	Alle	-2 041 829	20 056 464	30 753 380	543 696	785 110

Resultatregnskap (angitt i hele tusen kroner)	SKAGEN Høyrente 1.–3. kv 2014	SKAGEN Høyrente Inst. 1.–3. kv 2014	SKAGEN Krona** 1.–3. kv 2014	SKAGEN Credit 30.5–30.9.2014	SKAGEN Credit NOK 30.5–30.9.2014	SKAGEN Credit SEK** 30.5–30.9.2014	SKAGEN Credit EUR*** 30.5–30.9.2014	SKAGEN Credit GBP**** 30.5–30.9.2014
PORTEFØLJEINNTEKTER OG -KOSTNADER								
Renteinntekter/-kostnader	69 127	22 019	10 534	2 413	2 162	354	43,62	8,04
Aksjeutbytte	-	-	-	-	-	-	-	-
Gevinst/tap ved realisasjon	970	453	-	3	437	27	1,25	-0,35
Endring urealiserte kursgevinster/tap	-2 557	-813	-1 378	1 802	1 361	619	72,83	-9,14
Garantiprovisjon	-	-	-	-	-	-	-	-
Kurtasje	-3	-2	-9	-22	-5	-5	-0,24	-0,05
Valutagevinst/tap	-	-	-	400	-3 512	-917	-110,60	0,67
PORTEFØLJERESULTAT	67 538	21 656	9 147	4 597	443	78	6,87	-0,82
FORVALTNINGSINNTEKTER OG -KOSTNADER ¹								
Forvaltningshonorar fast	-6 326	-1 267	-1 130	-	-286	-59	-6,47	-1,03
Beregnet variabelt forvaltningshonorar *	-	-	-	-	-	-	-	-
FORVALTNINGSRESULTAT	-6 326	-1 267	-1 130	-	-286	-59	-6,47	-1,03
RESULTAT FØR SKATTEKOSTNAD	61 212	20 389	8 018	4 597	157	19	0,40	-1,86
Skattekostnad	-	-	-	-	-	-	-	-
PERIODE RESULTAT	61 212	20 389	8 018	4 597	157	19	0,40	-1,86

Balanse	SKAGEN Høyrente 30.9.2014	SKAGEN Høyrente Inst. 30.9.2014	SKAGEN Krona** 30.9.2014	SKAGEN Credit 30.9.2014	SKAGEN Credit NOK 30.9.2014	SKAGEN Credit SEK** 30.9.2014	SKAGEN Credit EUR*** 30.9.2014	SKAGEN Credit GBP**** 30.9.2014
EIEDELER								
Norske verdipapirer til kostpris	2 320 138	456 582	-	5 089	110 392	26 898	2 906,15	492,96
Utenlandske verdipapirer til kostpris	-	-	693 388	147 454	-	-	-	-
Urealiserte kursgevinster/tap	7 351	814	427	1 802	1 361	619	72,83	-9,14
Opptjente renter verdipapirer	8 434	1 564	2 448	3 262	1 929	475	51,42	8,35
SUM VERDIPAPIRPORTEFØLJE	2 335 922	458 960	696 263	157 607	113 682	27 992	3 030,40	492,18
Tilgodehavende aksjeutbytte	-	-	-	-	-	-	-	-
Opptjente renter bank	-	-	-	-	-	-	-	-
SUM OPPTJENTE, IKKE MOTTATTE INNTEKTER	-	-	-	-	-	-	-	-
Til gode fra meglere	-	-	-	-	-	-	-	-
Til gode fra forvaltningsselskapet	-	-	-	-	-	-	0,02	-
Tilgodehavende skatt på aksjeutbytte	-	-	-	-	-	-	-	-
Andre fordringer	-	-	-	-	-	-	-	-
SUM ANDRE FORDRINGER	-	-	-	-	-	-	0,02	-
Bankinnskudd	1 062 153	474 696	12 345	10 123	1 598	127	25,06	6,00
SUM EIEDELER	3 398 076	933 656	708 608	167 730	115 279	28 118	3 055,47	498,18
EGENKAPITAL ¹								
Andelskapital til pålydende	3 287 201	917 743	693 590	162 268	114 804	28 032	3 049,81	499,25
Overkurs	28 575	-6 354	4 252	866	90	17	0,05	-
INNSKUTT EGENKAPITAL	3 315 776	911 390	697 842	163 133	114 894	28 050	3 049,87	499,25
Opptjent egenkapital	71 036	21 887	9 936	4 597	157	19	0,40	-1,86
SUM EGENKAPITAL	3 386 812	933 276	707 778	167 730	115 051	28 069	3 050,27	497,39
GJELD								
Utsatt skatt	-	-	-	-	-	-	-	-
Skyldig til meglere	-	-	-	-	-	-	-	-
Skyldig til forvaltningsselskapet	2 178	380	366	-	228	49	5,21	0,79
Annen gjeld	9 085	-	464	-	-	-	0,00	-
SUM ANNEN GJELD	11 264	380	831	-	228	49	5,21	0,79
SUM GJELD OG EGENKAPITAL	3 398 076	933 656	708 608	167 730	115 279	28 118	3 055,47	498,18

	Klasse								
Antall utstedte andeler	A	32 872 013	9 177 430	6 935 905	1 622 678	1 148 038	280 323	24 344	2 496
Basiskurs per andel 30.09.2014	A	103,0346	101,7112	102,0454	103,6786	100,1943	100,1216	9,9993	9,9573
Antall utstedte andeler	B							6 154	2 496
Basiskurs per andel 30.09.2014	B							10,0107	9,9690

Note: Avvik på kursen i forhold til porteføljene skyldes periodiseringsavvik per 30.09.2014.

* Beregnet variabelt forvaltningshonorar per 30.09.14: 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 (høyvannsmærke).

** Angitt i hele tusen svenske kroner.

*** Angitt i tusen EUR.

**** Angitt i tusen GBP.

¹⁾ Hvorav fordeling på de respektive andelsklasser	Klasse
Forvaltningshonorar fast	A
Beregnet forvaltningshonorar variabelt	A
Sum forvaltningshonorar	A
Forvaltningshonorar fast	B
Beregnet forvaltningshonorar variabelt	B
Sum forvaltningshonorar	B
Sum fast og beregnet variabelt forvaltningshonorar	Alle
²⁾ Hvorav fordeling på de respektive andelsklasser	Klasse
Andelskapital til pålydende	A
Overkurs	A
Sum innskutt egenkapital	A
Andelskapital til pålydende	B
Overkurs	B
Sum innskutt egenkapital	B
Sum innskutt egenkapital	Alle

SKAGEN Credit EUR*** 30.5–30.9.2014	SKAGEN Credit GBP**** 30.5–30.9.2014
-5,55	-0,66
-5,55	-0,66
-0,92	-0,37
-0,92	-0,37
-6,47	-1,03
SKAGEN Credit EUR*** 30.9.2014	SKAGEN Credit GBP**** 30.9.2014
2 434,41	249,63
0,02	-
2 434,44	249,63
615,40	249,63
0,03	-
615,43	249,63
3 049,87	499,25

SKAGENs Markeds- og Årsrapporter er blevet digitale



Vi har digitaliseret vores Markedsrapport. Det betyder, at du nu nemt kan få fuldt overblik over dine investeringer i SKAGEN direkte på din computer, smartphone og tablet, hvor end du befinder dig. Markedsrapporten udkommer 4 gange årligt, og vi sender en mail til dig, når nyeste nummer er på gaden.

Ønsker du også at modtage vores Nyhedsmail?

Med vores nyhedsmail får du det sidste nye om globale investeringer. Du kan blandt andet få porteføljeforvalternes personlige analyser af fondenes udvikling og læse om de muligheder, vi ser for nye spændende investeringer over hele verden. Og vi præsenterer dig for aktuelle kundearrangementer, du kan deltage i.

Tilmeld dig på et øjeblik – det er værdifuldt og gratis

1. Send en e-mail til kundeservice@skagenfondene.dk
2. Opgiv den e-mailadresse, du ønsker at modtage vores rapporter på.
Tilføj gerne navn og adresse, så vi er sikre på, at vi registrerer dig korrekt.
3. Angiv, hvilket materiale du ønsker at modtage.

SKAGEN Fondene er en ledende nordisk investeringsforening. Forvaltningsselskabet bag fondene blev grundlagt i 1993 i Stavanger, Norge. SKAGEN Fondene åbnede kontor i Danmark i december 2006.

SKAGEN i Danmark
Kundeservice er åben mandag til
fredag klokken 9-17.

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

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

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

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

Forsidefoto: iStockphoto