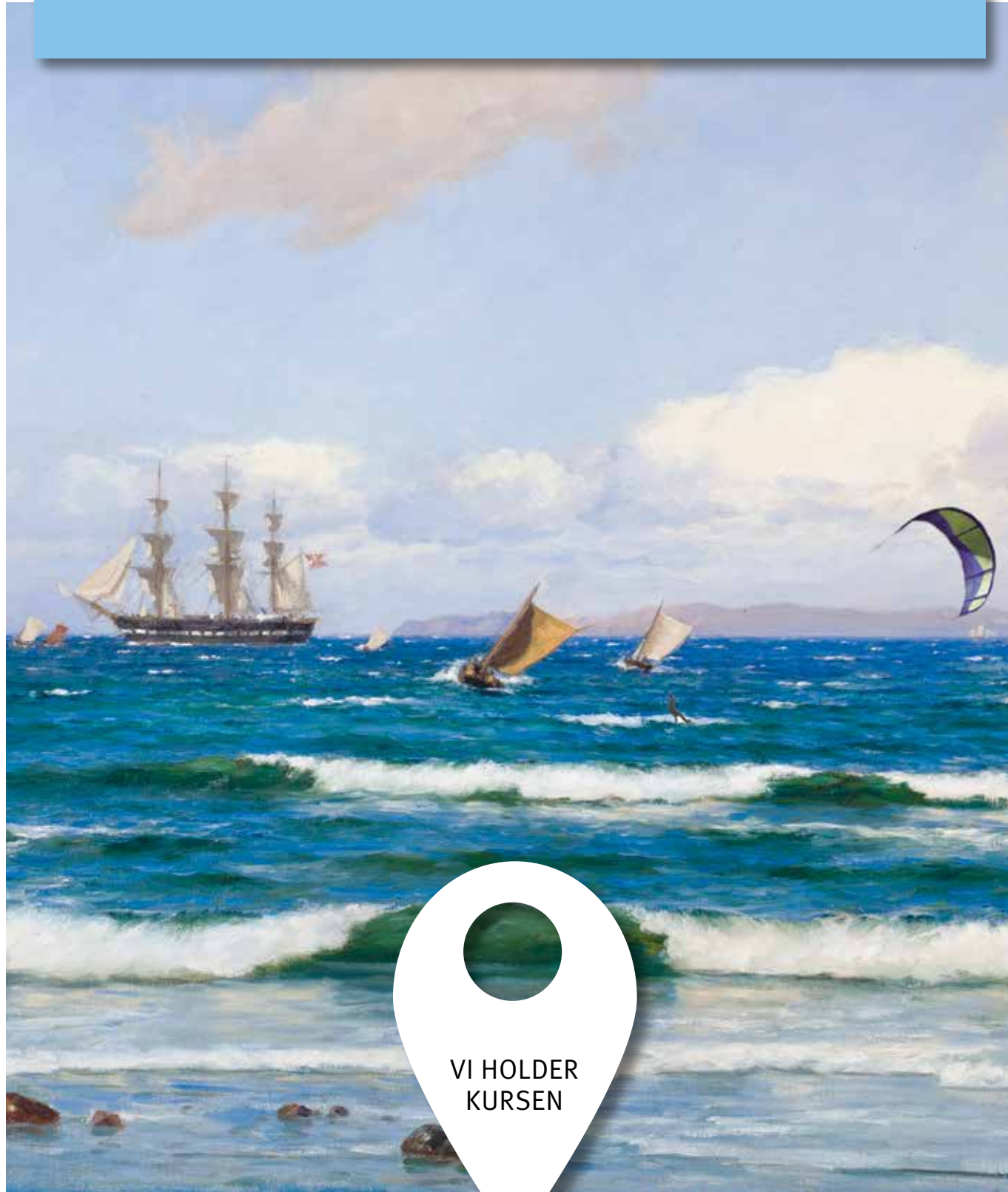


MARKEDSRAPPORT
SKAGEN



VI HOLDER
KURSEN

... OG FORTSÆTTER MED AT VÆRE KONTRÆR



Tænk langsigtet

Nogle gange er det klogt med lidt perspektiv på tingene.

Starten på 2015 kan karakteriseres som mere af det, der skete sidste år. Aktiemarkedene gjorde det godt i første kvartal. Aktiekurserne har længe været støt stigende over længere tid, og euforien er efterhånden ved at blive en permanent tilstand. Det er i sådanne situationer, at man skal slippe sin indre skeptiker løs. I 2014 og indtil nu i 2015 er det de store og ofte dyre selskaber, som har været populære. I SKAGEN mener vi, at det nu er vigtigere end nogensinde at finde virkelig gode selskaber og undgå at købe dem, der er steget mest.

Vi vinder ingen popularitetskonkurrencer ved at påpege dette. Det er heller ikke meningen. Vi ved nemlig af erfaring, at det på lang sigt betaler sig at købe gode selskaber billigt og beholde dem, indtil resten af verden følger efter. Forskere mener det samme, senest professor Roger Ibbotson fra Yale University. Hans undersøgelser viser, at upopulære valueaktier (som SKAGEN investerer i) har gjort det bedre end de såkaldte vækstaktier over tid. Lige nu er efterspørgslen på vækstaktierne størst, men vi ved, det vil vende. Vi ved bare ikke hvornår.

For at præstere bedre end sit referenceindeks, må en aktiv forvalter som SKAGEN investere i andre selskaber end indeksets. I perioder, hvor passiv forvaltning har stor fremgang, kan det være fristende at lægge sig lidt for tæt på indekset. Det har derfor været meget bemærkelsesværdigt, at myndighederne i Skandinavien i stigende grad interesserer sig for de såkaldte "skabsindeksforvaltere" – dvs. forvaltere, som påstår at være aktive, men i praksis ligger tæt på indekset.

Langsigtede investorer har en række fordele. For det første er de ofte dygtige og formår at holde fast i deres mål. Jo længere man er investeret, jo større er sandsynligheden for at opnå et godt afkast. For det andet er det lettere at holde balancen, hvis man ser fremad og opad i stedet for ned på sine skosnuder. Vi anbefaler alle, som investerer langsigtet at sprede opsparringen over flere fonde. Som man ofte siger: Kommer man alle æggene i samme kurv, bliver risikoen også større.

Der venter mange gode ting forude. I SKAGEN glæder vi os over den positive respons, som vores nye koncentrerede aktiefond har fået. Nej, den er ikke endeligt lanceret endnu, men tilbagemeldingerne på fondens ide har været gode. Der er noget at se frem til.

Professor Roger G. Ibbotson ved Yale University har skrevet talrige bøger og videnskabelige artikler. Blandt andet har han undersøgt forskellige kriterier som likviditet og virksomhedsstørrelse i forhold til investeringer i aktier i perioden 1996 til 2014. Et af resultaterne er, at mindre virksomheder har klaret sig bedre end større virksomheder. Ikke fordi risikoen havde været højere, men på grund af deres lave popularitet. Store virksomheder med høj likviditet er populære blandt institutionelle investorer, en tendens som forstærkes yderligere ved at investorerne bliver mere kortsigtet. Ibbotson undersøgelse viser blandt andet, at upopulære virksomheder har været bedre investeringer end populære virksomheder. Læs mere på www.som.yale.edu/roger-g-ibbotson



– Jens Elkjær
Adm. direktør i Danmark

Foto: Bloomberg



15

SKAGEN Kon-Tiki tror på udsigterne for Petrobras – det skandale-ombruste brasilianske olieselskab, som nu får comeback i porteføljen.

Foto: Bloomberg



12

Den fællesnordiske bank Nordea øgede det direkte udbytte mere end forventet, sendte aktien 22 procent i vejret og gjorde den til en af SKAGEN Globals bedste bidragydere i første kvartal. På billedet: administrerende direktør Christian Clausen.

LEDER

Tænk langsigtet
Jens Elkjær

› 2

PORTEFØLJE- FORVALTERNES BERETNING

INDLEDNING

Vi følger fortsat den udstrunke kurs
Gode selskaber er som skibe, der sejler støt uanset vejret.

› 5

AKTIEFONDE

SKAGEN Kon-Tiki
Fremgang forude

› 9

SKAGEN Global
På vej mod opsvinget

› 12

SKAGEN Vekst
Modvind fra olieindustrien

› 15

SKAGEN m²
Ejendomme ser fortsat stærke ud

› 18

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

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

OBLIGATIONSFONDE

Rentekommentar
Lave renter kan blive endnu lavere

› 21

SKAGEN Credit
Hurtigt comeback

› 22

SKAGEN Tellus
Fristende græske obligationer

› 24

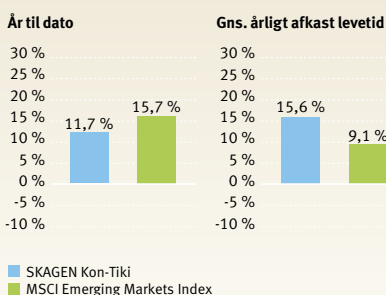
Udvikling

Tallene på denne side er henholdsvis opgjort den 31. marts 2015 og siden fondenes start. Alle afkasttal er vedrørende andelsklasse A og opgjort i DKK.

■ Aktiefond ■ Obligationsfond

SKAGEN KON-TIKI

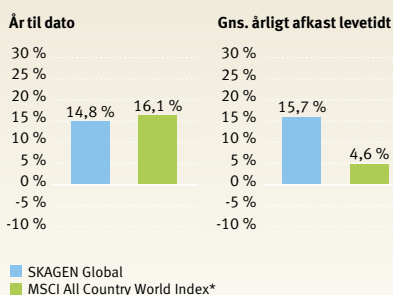
Forvalter: Kristoffer Stensrud og Knut Harald Nilsson
Start: 5. april 2002



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

SKAGEN GLOBAL

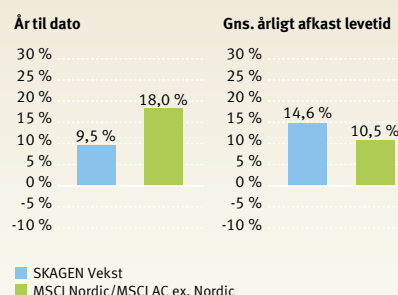
Forvalter: Knut Gezelius
Start: 7. august 1997



* Før 1.1.2010 var indeks MSCI World (NOK)

SKAGEN VEKST

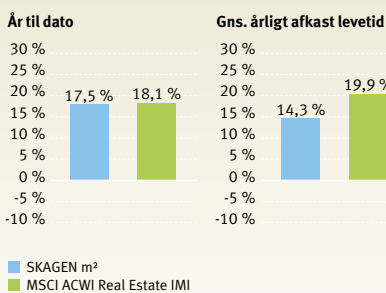
Forvaltere: Ole Sæberg og Geir Tjetland
Start: 1. december 1993



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

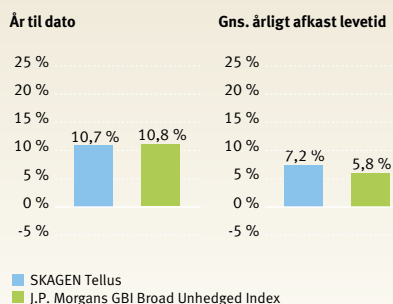
SKAGEN m²

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



SKAGEN TELLUS

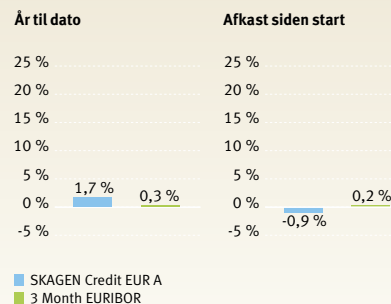
Forvalter: Torgeir Høyen
Start: 29. september 2006



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

SKAGEN CREDIT EUR

Forvalter: Ola Sjöstrand
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 25 finder du en udførlig oversigt over samtlige SKAGEN Fondenes nøgletal og begrebsforklaringer.

Ovenfor er vist udvalgte fonde, som SKAGEN har tilladelse til at markedsføre i Danmark. Obligationsfonden SKAGEN Avkastning, der overvejende har et norsk fokus, er ikke medtaget i denne rapport, men kan findes på hjemmesiden skagenfondene.dk. Al information om fondene i markedsrapporten er opgjort i danske kroner bortset fra værdipapirer i porteføljerne (side 26-33).

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



Foto: Bloomberg

Efter nogle få hårde kvartaler tror vi, at der er adskillige triggere til en overraskende fordel for Samsung - deriblandt lanceringen af Galaxy S6.

Porteføljeforvalternes beretning

Introduktion

- › Alle vores fonde leverede gode absolutte afkast, selvom aktive, valuebaserede forvaltere stadig havde det svært i første kvartal
- › Betydelige valutasvingninger har ført til uforudsigelige statusrapporter for selskaberne – SKAGEN er godt positioneret til at drage fordel deraf
- › Drivkræfterne på makroniveau stimulerede fortsat væksten i første kvartal 2015, idet energipriserne forblev lave, og renterne faldt yderligere
- › Volumenvækst og produktivetsfremgang vil fortsætte i 2015. De vigtigste drivkræfter bag et vedvarende positivt aktiemarked er derfor fortsat på plads.



Foto: Bloomberg

Energipriserne er uændrede, men råvarepriserne er generelt faldet 6 procent – godt for den økonomiske aktivitet.



Foto: Bloomberg

Thomas Jordan fra den schweiziske nationalbank SNB bekendtgjorde overraskende, at den ophævede valutaloftet for schweizerfrancen mod euroen. Det fik francen til at stige 13 procent i forhold til euroen.

Vi følger fortsat den udstukne kurs

Gode selskaber er som skibe, der sejler støt uanset vejret

Alle vores fonde har indtil nu i 2015 leveret gode absolutte afkast. Aktiefondene er dog blevet overgået af deres respektive referenceindeks, ligesom vi oplevede det i anden halvdel af 2014. De fleste aktive, valuebaserede investorer har måttet konstatere at det er svært at følge med, når passive fonde har jagtet de forholdvis dyre mega-cap selskaber. Vi har dog ingen intentioner om at ændre vores investeringsfilosofi, som har vist sit værd de sidste 22 år.

Nærmere detaljer om fondenes præstationer findes i de enkelte fondes beretninger.

Valutasvingninger reducerer selskabernes synlighed på kort sigt

Verden kan anskues fra mange synsvinkler. I forhold til, hvor du står, bør du nøje overveje, hvordan du vil gribe tingene an.

2015 begyndte, som 2014 sluttede, nemlig med betydelige valutabevægelser, en stærk US dollar og svagheder på forskellige niveauer i andre valutaer. Af de store valutaer blev euroen svækket 11 procent mod den amerikanske dollar og 12 procent mod den japanske yen. Valutabevægelser i denne størrelsesorden indvirker betydeligt på selskabernes statusrapportering. Amerikanske selskaber har således meldt ud, at værdien af deres indtjening uden for USA vil blive lavere.

Med betydelige kortsigtede valutabevægelser bør man ikke træffe endegyldige langsigtede beslutninger. I årets første

kvartal har vi været vidne til, at adskillige selskaber har justeret deres udsigter for 2015 alene baseret på valutabevægelser og ændrede forudsætninger. Aktierne har næsten reageret mekanisk på nyhederne. Men risikoen vil øges, hvis ledelserne forsøger at skifte kurs ud fra diverse valutabevægelser på kort sigt. Endnu har vi ikke set sådanne beslutninger konkret ført ud i livet. Selskaber er generelt ikke de bedste til at forudsige valuta på kort og mellem-lang sigt. De mest pragmatiske selskaber positionerer derfor sig selv, der hvor de sandsynligvis vil skabe størst værdi over tid, dvs. med produktion og distribution i nærheden af deres profitable kunder.

Et godt eksempel er det schweiziske medicinalselskab Roche. Selskabet er vokset betydeligt og har i årtier skabt værdi til aktionærerne, selv om den urolige schweizerfranc er i konstant opdrift. Tilfældet Roche demonstrerer, hvordan en ledelse kan være i stand til at navigere i forhold til valuta på længere sigt ved hjælp af selvstændig tænkning og en klog, forsigtig anvendelse af selskabets ressourcer. Havde Roches ledelse ikke udvidet forretningen fornuftigt med lokal tilstedeværelse og globalt udsyn, ville selskabet formentlig ikke være mere end et lokalt, schweizisk apotek. Roche er i øjeblikket blandt de ti største beholdnin-

ger i SKAGEN Global og udgør to procent af SKAGEN Vekst.

Vores vigtigste opgave er at finde fornuftigt prisfastsatte selskaber, hvis kultur har god forståelse af markedet. De skal kunne navigere optimalt og samtidig levere betydeligt afkast til aktionærerne over tid. Vores koreanske eksportsucceser Samsung Electronics og Hyundai Motor Group har demonstreret denne evne. Takket være den store globale vision hos ledelsen i disse selskaber, er Samsung i dag andet og mere end en producent af elektroniske komponenter, og Hyundai ikke kun et byggeselskab.

Selskaber planlægger budgetter et år

“Selskaber ledes ved hjælp af budgetter og planer. Så når de store valutaændringer opstår, har selskabets navigationsudstyr tendens til at være upræcist.”

eller løbende syv kvartaler frem for at optimere anvendelsen af deres ressourcer. Dette system fungerer erfaringsmæssigt godt, men når man kommer ind i en periode med betydelige valutasvingninger eller ekstern finansiell uro, bliver kursen for budgetterne og planerne pludselig upræcise. Hvad gør man så? Historien har vist, at hvis man er forberedt og forvalter sine aktiver godt, har valutabevægelser kun begrænset langsigtet effekt. Hoveddrivkraften bag gode resultater er god forvaltning af ressourcerne.



Aktiemarkedet er generelt glad for høj synlighed, og når den registreres, er resultatet ofte højere værdifastsættelse af selskaber eller aktier. I ekstreme tilfælde viser synligheden sig dog at være en luftspejling, som fx IT-boblen i 1999-2000.

Når synligheden er lav, bliver værdifastsættelserne gerne lavere, idet investorerne bliver nervøse og usikre på størrelsen og

retningen af den fremtidige pengestrøm.

De betydelige valutasvingninger for nylig vil gøre selskabernes statusrapportering for 2015 en smule mere svingende og uforudsigelig. Dette kan senere give en periode med større udsving for aktiepriserne. For aktive og valueorienterede aktieforvaltere som SKAGEN er det en chance, vi er klar til at få det bedste ud af. I SKAGEN

anskuer vi selskaberne tre-fire år frem i tiden for at identificere værdiskabelse, som markedet endnu ikke har fået øje på. I perioder med større usikkerhed ser markedet kun to-tre kvartaler frem, hvilket giver os en god pulje af investeringskandidater. Derfor er vi ikke kede af de lejlighedsvis korrektioner i aktiemarkedet.



De vigtigste drivkræfter på makroniveau har været:

- Uændrede energipriser, men råvarepriserne er generelt faldet med 6 procent, hvilket er positivt for den økonomiske aktivitet
- De lange renter er faldet 20-30 basispoint i Europa og Nordamerika. Samtidigt har de været flade i Japan og er steget i Brasilien, hvilket er positivt for husholdninger og forbrug
- Europa har vundet økonomisk momentum, men er startet langsomt i Nordamerika, Kina og Latinamerika. Den globale vækstrate er 3,5 procent i 2015.

PITSTOP I FØRSTE KVARTAL

Udviklingen på makroniveau stimulerede fortsat væksten i første kvartal 2015, idet energipriserne forblev lave, og renterne faldt yderligere.

Investorerne samlede klogskab – det globale aktiemarked – har belønnet udviklingen i første kvartal med en fremgang på to procent målt i US dollar. Den underliggende regionale performance er dog meget mere forskelligartet, eftersom Europa er steget 17 procent i lokal valuta (7 procent i USD), USA er uforandret, og Latinamerika ligger bagerst i feltet med et fald på 11 procent i US dollar. Markedets budskab er ganske klart. Den svage euro vil sætte gang i den europæiske konkurrenceevne og økonomiske aktivitet, mens den stærke dollar vil få den modsatte virkning på den anden side af Atlanterhavet. Alt det latinamerikanske korruptionskævl burde ikke komme som en overraskelse, men investorerne virker trætte af det. Tiden kan være inde for kontrære investorer til at undersøge regionen.

Værdifastsættelserne af det globale aktiemarked er på et neutralt niveau til 16,6x indtjeningen for 2015. Det svarer til en earnings yield på 6,0 procent, hvilket kan konkurrere med en 10-årig obligationsrente på 0-2 procent i de udviklede markeder. Vækstmarkederne er værdifastsat til kun 12,2x indtjeningen eller en earnings yield på 8,2 procent og de 10-årige obligationsrenter i vækstmarkederne ligger mellem 2-13 procent.

HVAD KAN FÅ BÅDEN TIL AT GYNGE I 2015?

Antallet af smartphones i omløb er siden Det Arabiske Forår i 2011 steget med over 500 millioner enheder om året. Det betyder, at over to milliarder mennesker nu kan udtrykke deres opfattelse over for et meget stort publikum. Smartphone-demokratiets udbredelse kan blive en fare for traditionelle repressive politiske systemer. Indtil nu har der kun været mindre oprør og uroligheder. Men man bør generelt være opmærksom på fænomenet, eftersom alvorlige opstande kan påvirke værdien af finansielle aktiver.

Faldet i olieprisen på 50 procent har haft mange følgevirkninger. Forbrugere får frigjort købekraft, men for olieselskaberne og deres serviceleverandører er det en kæberasler. Faldet kan tilmed forplante sig til banksystemet, i tilfælde af at store energiprojekter eller olieserviceleverandører kuldsejler. For forbrugere i vækstmarkederne, som bruger en stor del af deres disponible indkomst på energi, vil den lavere oliepris sætte betydeligt gang i det øvrige forbrug.

Energiaktier har indtil nu været den værst præsterende sektor den seneste periode på 1-4 år. Så hvis energipriserne forbedres på en bæredygtig måde, vil værdien af denne lomme i aktiemarkedet fremstå som meget positiv. Det er dog ikke tilfældet i øjeblikket.



HVAD ER DER I VENDE FOR RESTEN AF 2015?

Selskaberne er i øjeblikket ved at udarbejde deres kvartalsrapporter for første kvartal 2015, og økonomidirektørerne har travlt med at opgøre indtægtsstrømme, omkostninger og finansiell risiko inden offentliggørelsen.

Investorerne vil formentlig få overraskelser fra uforudsete valutavirkninger. Men ellers lader det til, at volumenvækst og produktivtetsfremgang vil fortsætte i 2015. Hoveddrivkræfterne bag et vedvarende positivt aktiemarked vil derfor fortsat være på plads.

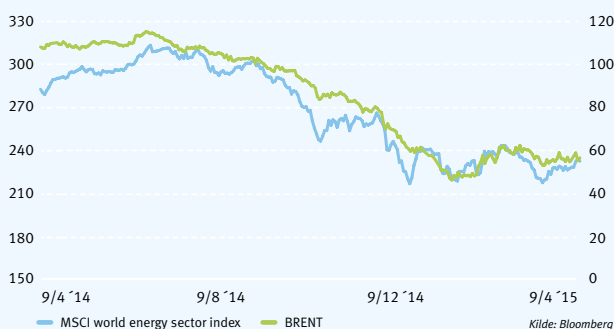
For tiden er der ingen fatamorganaer i værdifastsættelsen. De få lommer med aktiver til overpris, som fx nye forretningsmodeller til smartphone apps, bør ikke få båden til at gynde.

Altså er vi stadig optimister. Vi ser tegn på, at den gode gamle 'sælg i maj og løb din vej'-adfærd snarere bør betragtes som et mulighedsrum end en forlænget negativ periode i de finansielle markeder. De negative ingredienser er simpelt hen ikke til stede i tilstrækkeligt omfang.



Smartphone-demokratiet – det nye paradigme?

FALD I OLIEPRISEN – FORSKELLIGE EFTERVIRKNINGER



SKAGEN Kon-Tiki

- › Fonden ligger en smule efter referenceindekset på grund af en undervægt mod Kina og finans
- › Vi er stadig skeptiske over for bank- og finanssektoren i Kina
- › Efter fire år med svage udvikling i de globale vækstmarkeder end de udviklede markeder begynder mulighederne nu at vise sig – selektivt, men ikke på bred basis.

AFKAST	KV 1/-15*	12 M.*
SKAGEN Kon-Tiki	11,7%	16,0%
MSCI Emerging Markets	15,7%	29,4%

* Pr. 31. marts 2015.



Porteføljeforvaltere

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



Foto: Bloomberg

Kinesiske Great Wall Motor var den bedste bidragyder i kvartalet. Der er store forventninger omkring virksomhedens high end SUV, Haval H8, som skal lanceres i slutningen af april 2015. På billedet ses en mand under en reklame uden for en Great Wall Motor forhandler i Beijing, Kina.

Fremgang forude

Det faldende kapitalafkast i vækstmarkederne sidste år har øget rabatten mod de industrialiserede markeder. 2015 kan blive året, hvor denne tendens ophører i 2015, og måske gå den modsatte vej.

Vi oplevede i første kvartal, at de globale vækstmarkeder lå på linje med de udviklede markeder med henholdsvis 15,7 og 15,8 procent målt i DKK. Men kursudviklingen var som sædvanlig særdeles forskellig landene imellem. Valutakurserne svingede usædvanlig meget. Aktiers lokale kursudvikling afveg altså betydeligt fra det afkast, "udenlandske" investorer opnåede.

Forskellene fra branche til branche var mindre end normalt. Kun energi og tjenesteydelser var en smule negative. På kort sigt sætter investorerne stadig størst pris på selskaber med forudsigelig indtjening.

Det er interessant at bemærke, at det amerikanske marked – sidste års vindermarked – havde en flad kursudvikling i årets tre første måneder, målt i en stadig stærkere dollar. Europæiske aktier steg derimod hele 19 procent, målt i en mere og mere svag euro.

Globale amerikanske selskaber er derfor også udsat for hårdere konkurrence uden for landets grænser. Ikke kun fra Europa, men også fra de vækstmarkedslande, hvis valuta er svækket.

Indtjeningen forventes generelt at blive svagere for amerikanske og kinesiske selskaber.

Kinesisk halleluja

SKAGEN Kon-Tiki ligger efter vækstmarkedsindekset efter årets første tre måneder. En del af forklaringen er fondens undervægt mod Kina og finans. Også i Kina er valutakursen styrket mod de fleste valutaer.

Det indenlandske kinesiske aktiemarked repræsenteret af Shanghai- og Shenzhen-børserne er steget med henholdsvis 17 og 39 procent i lokal valuta. Det er det højeste for disse børser i syv år.

Kina har åbnet dørene mere for udenlandske investorer, men det er stadig de kortsigtede gamblere, der præger de indenlandske kinesiske børser. Den likvide Hongkongbørs, hvor udlændinge har adgang, er kun steget fire procent i lokal valuta indtil nu i år. Det samme selskab er i øjeblikket prisfastsat 30 procent højere på Shanghai-børsen end i Hongkong.

Det kinesiske erhvervsliv er fortsat præget af pessimisme, i takt med at væksten i den kinesiske økonomi nedjusteres. Både renter og kapitaldækningskrav sænkes for at stimulere væksten. Det er dog vanskeligt at forestille sig, at overgangen fra en investeringsstyret økonomi til et nyt og kvalitativt forbedret konsumbaseret system vil blive gnidningsløs.

Som sagt er der efterhånden stor forskel på vurderingen af det samme selskab, når det er noteret lokalt i Kina (A-aktier), og når det er tilgængeligt for internationale investorer (H-aktier). Men alligevel er vi forsigtige. Vi er også stadig skeptiske over for den højt vægtede bank- og finanssektor i Kina.

Finans udgør 30 procent af vækstmarkedsindekset og er klart den største sektor. I SKAGEN Kon-Tiki udgør denne sektor omkring ti procentpoint mindre.

Brasiliansk bank

De største negative bidrag fra selskaberne kom fra koreanske Hyundai Motor og den brasilianske sparekasse Banrisul.

Brasiliansk økonomi svage udvikling har ikke just fået investorerne til at trykke på købsknappen til Banrisul. Indtil nu i år er det dog først og fremmest den svækkede valuta, som har sendt Banrisul blandt de største tabere.

Banrisul er en meget solid bank, som har en bred og omfattende kundeportefølje. Størstedelen af udlånsmassen er bundet til kundernes løbende lønindtægter. En central trigger for øget værdifastsættelse af banken er bedre afkast fra egenkapitalen via både omkostningsbeskæring og øget udlån.

Bump på vejen

Salgsvæksten for fondens næststørste investering Hyundai Motor er gået i stå. Men med nye bilmodeller på samlebåndet regner vi med, at både salg og indtjening øges i løbet af 2015. Hyundai Motor har været inde i en periode, hvor forhandlerens lagre har været væsentligt nedbragt.

Vores præferenceaktier i Hyundai Motor er kun prisfastsat en smule højere end tre gange årets forventede indtjening. Hyundai har meldt ud, at aktionærerne vil blive behandlet bedre med tilbagekøb af egne aktier og øget udbytte. Det bør blive en god drivkraft for en bedre kursudvikling i den kommende tid.

Den bedste bidragyder i kvartalet var den anden bilproducent, nemlig det kinesiske Great Wall Motor. Selskabet har ligesom Hyundai Motor leveret glimrende afkast til vores investorer, siden selskabet kom ind i porteføljen lige efter finanskrisen.

Der er nu store forventninger knyttet til Great Wall Motors "high end SUV", Haval H8. Den vil efter adskillige udsættelser blive lanceret på Shanghai Auto Show i slutningen af april. Prismæssigt vil Haval være særdeles konkurrencedygtig over for de store SUV'er fra konkurrerende tyske producenter.

Klartonen forsvinder ikke

Fondens største investering Samsung Electronics gav – trods hårde odds fra mange sider – et godt bidrag i kvartalet. Mange analytikere havde den opfattelse, at selskabets mobildivision fortsat vil miste markedsandele.

Både salg, markedsandele og marginer har ganske vist i flere kvartaler vist negativ tendens. Men vi tror, at Samsung Electronics er i stand til at komme igen. Lanceringen af det nye flagskib Samsung Galaxy S6 er blevet modtaget med jubel både af presse og analytikere.

Regnskabs bundlinje kan overraske positivt, hvis mobilporteføljen fokuseres og lønsomheden kommer i højsædet samtidig med bedre resultater inden for hukommelse. De foreløbige tal fra Samsung for årets første kvartal underbygger vores analyse.

Vores præferenceaktier er selv efter den senere tids gode kursudvikling attraktivt prisfastsat til syv gange årets forventede indtjening.

Mere frasalg – tæt på og i kursmålet

Vi sætter et kursmål for alle vores selskaber – baseret på tilgængelig information og egne analyser. Fremkommer ny information, som påvirker vores opfattelse af selskabet, op- eller nedjusterer vi kursmålet. Flere af selskaberne i porteføljen nærmede sig kursmålet i første kvartal. Vi reducerede således beholdningen af Great Wall Motor, Bharti Airtel (kvartalets tredjestørste bidragyder), A.P. Møller-Mærsk samt den spanske supermarkeds kæde DIA.

Heineken, OCI NV, Rocket Internet og UIE nåede alle kursmålene og blev solgt helt ud af porteføljen.

Vi solgte også alle aktierne i det skandaleramte olieselskab Afren ud (se statusrapport) og med tab. Posten i den franske multinationale dagligvaregigant Casino blev halveret – til fordel for selskabets datterselskab i Brasilien, Pao de Acucar. Det generelt svage brasilianske aktiemarked havde sendt Pao de Acucar-aktien ned på et attraktivt niveau.

SKAGEN Kon-Tikis branchebalance, relative værdifastsættelse og geografiske fordeling er nogenlunde uændret siden starten af året. Rabatten i forhold til vækstmarkedsindekset er stadig tilfredsstillende stor, og kapitalafkastet er mere end tilfredsstillende i det nuværende lavrenteklima.

NØGLETAL FOR DE STØRSTE POSITIONER I SKAGEN KON-TIKI (PR. 31.03.2015)

Selskab	Postens størrelse %	Kurs	P/E 2014e	P/E 2015e	P/B seneste	Kursmål
Samsung Electronics	8,4	1 104 000	7,1	6,7	1	1 500 000
Hyundai Motor	7,3	111 000	3,9	3,6	0,5	250 000
Great Wall Motor	4,9	54,8	16,5	11,2	4,3	60
State Bank of India	3,7	267	10,7	8,1	1,2	450
Mahindra & Mahindra	3,4	1 188	14	11,9	3	1 500
Bharti Airtel	2,9	393	24,6	19,7	2,6	450
ABB	2,9	183	22	15,3	3,4	205
Sabancı Holding	2,7	9,18	9	7,7	1	14
AP Møller-Mærsk	2,5	14 540	11,2	10	1,2	15 500
Naspers	2,4	1 859	53,1	37,2	9,8	2 100
Lenovo	2,2	11,3	17,4	12,6	3,9	14
Richter Gedeon	1,9	3 840	29	14	1,3	5 000
Vægtet top 12	45,3		9,2	7,8	1,2	
Vægtet top 35	72,4		10,5	8,2	1,1	
Referenceindeks			13,1	12	1,6	

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



Selskabsledelsen i lande som Sydkorea og Japan tager også et skridt i den rigtige retning. På billedet er lastbiler som kører forbi stablede containere på Uiwang Inland Container Depot (ICD) i Uiwang, Sydkorea.

SELEKTIVE MULIGHEDER

Efter fire år med svagere udvikling i de globale vækstmarkeder end de udviklede markeder begynder mulighederne nu at vise sig – selektivt, men ikke på bred basis.

Den gode økonomiske udvikling i årtiet efter Asien-krisen betød, at fokus på nødvendige nationale reformer i flere vækstmarked-

slande kom alt for sent. Samtidig blev et brændende behov for bedre selskabsledelse ”afsløret”.

Kapitalflugten oven på finanskrisen førte til overvurderede valutakurser i en række lande. De er først blevet revideret de seneste par år. Den meget stærkere amerikanske dollar har også øget konkurrenceevnen, men ikke ført til større generel kapitalflugt eller inflation.



BILLIG BRASILIANSK OLIE

Et selskab af dimensioner, som kom ind i fonden i årets første kvartal, er det skandaleombruste brasilianske olieselskab Petrobras. Selskabet var i SKAGEN Kon-Tikis første leveår mellem fondens allerbedste bidragydere.

Prisfaldet på olie kombineret med lokal korruptionsskandale og det forhold, at Petrobras ikke har leveret et revideret regnskab siden andet kvartal i fjor, har gjort selskabet særdeles upopulært. Det risikerer at misligholde lånebetingelserne, hvilket er alvorligt, når man er en af verdens største låntagere.

Men det er ikke så galt, at det ikke er godt for noget. Det dramatiske fald i oliepriserne er faktisk (på kort sigt) positivt for Petrobras. Selskabet behøver ikke længere sælge olieprodukter lokalt i Brasilien til priser langt under, hvad de kan få på verdensmarkedet.

Petrobras' pengestrøm er tyngt af store investeringer. Men en mere nøgtern og effektiv investeringsproces i tiden frem, et betydeligt fald i priserne på olieserviceydelser og stop for dyre miskrediterede lokale leverandører bør påvirke pengestrømmen betydeligt i positiv retning.

Vi regner med, at pengestrømmen i 2015 og 2016 kan blive neutral – baseret på de nuværende oliepriser, varslet salg af ejendele og større nøgternhed omkring investeringerne. I årene 2017-2020 vil den store vækst i olieproduktionen indfinde sig med en stigning fra 2,5 til 4,0 millionertønder om dagen. Det er værd at bemærke, at spotprisen på olie er faldet med 50 dollar de seneste ni måneder, hvorimod olie med levering i 2019 ”kun” er faldet fra 92 til 74 dollar.

Vi har indtil nu haft en lille gevinst på aktierne i Petrobras, målt i lokal valuta. Posten udgjorde ved kvartalsskiftet 1 procent af porteføljen.

SKAGEN KON-TIKI 1. KV. 2015 (MIO. NOK)

5 største positive bidragydere

Great Wall Motor Co Ltd	752
Samsung Electronics Co Ltd Pref	498
Bharti Airtel Ltd	360
AP Moeller - Maersk A/S	311
Naspers Ltd	255

5 største negative bidragydere

Hyundai Motor Co Pref	-346
Banco Do Estado Rio Grande Do Sul SA Pref	-269
Marfrig Global Foods SA	-238
Vale SA-Pref A	-233
Haci Omer Sabanci Holding AS	-172

5 største køb

Petroleo Brasileiro Pref ADR	507
Cia Brasileira de Distribuicao - Pref	274
Hitachi Ltd	201
Haci Omer Sabanci Holding AS	84
Banco Do Estado Rio Grande Do Sul SA Pref	83

5 største salg

Heineken NV	-1 239
Great Wall Motor Co Ltd	-806
OCI NV	-579
Bharti Airtel Ltd	-555
Distribuidora Internacional de Alimentacion	-490

SKAGEN Global

- › Fonden gav godt positivt afkast i kvartalet, men ligger stadig lidt efter benchmark
- › En mere koncentreret portefølje kombineret med vores investeringsfilosofi vil levere betydelig værdi til investorerne over tid
- › Porteføljen er prisfastsat med stor rabat mod indekset



Foto: Roche

Den schweiziske medicinalgigant Roche kom hurtigt tilbage efter styrkelsen af den schweiziske franc.

På vej mod opsvinget

SKAGEN Global leverede et afkast på 14,4 procent i kvartalet, mens referenceindekset MSCI WORLD AC lå 1,4 procentpoint foran med en gevinst på 15,8 procent.

Europa dominerede nyhederne på makroniveauet i første kvartal. For det første søsatte Den Europæiske Centralbank et kvantitativt hjælpeprogram på en billion euro. Det skabte et rally på europæiske aktier, som gav et afkast på 17 procent i kvartalet. For det andet besluttede den schweiziske nationalbank SNB uventet at ophæve kursloftet på den schweiziske franc mod euroen. Schweizerfrancen er siden da steget med 13 procent mod euroen – en valutabevægelse, som er klart ufordelagtig for selskaber med en stor omkostningsbase i schweiziske franc. SKAGEN Global ejer en position i det schweiziske medicinalfirma Roche, som faldt tilbage umiddelbart efter nyheden. Roche har kun omkring 15 procent af sin omkostningsbase i Schweiz, og vi mente derfor ikke, at SNB's tiltag ville svække selskabet betydeligt. Aktien er siden kommet igen efter det umiddelbare fald og er fortsat en af vores ti største beholdninger.

I USA blev Feds længe ventede renteforhøjelse ikke til noget, selvom ordlyden i vejledningen var ændret for at forberede markedet på en mulig opjustering af renten. De seneste økonomiske data har ikke desto mindre været svagere end forventet, hvilket bremser konsensusforventningerne til, hvornår den første renteforhøjelse vil blive annonceret. Obligationsrenten for den amerikanske tiårige statsobligation faldt 24 basispoint og lukkede på 1,92 procent. I mellemtiden noterede S&P 500 et totalafkast på 1,0 procent i kvartalet og nåede en ny all time high på 2,110 i februar. Styrkelsen af den amerikanske dollar fortsatte og påvirkede fonden negativt på grund af vores undervægt i det amerikanske marked.

AFKAST	KV 1/-15*	12 M.*
SKAGEN Global	14,8%	22,3%
MSCI ACWI	16,1%	36,0%

* Pr. 31. marts 2015.



Porteføljeformidlere

Knut Gezelius, Søren Milo Christensen, og Chris-Tommy Simonsen

SKAGEN GLOBAL 1. KV. 2015 (MIO. NOK)

5 største positive bidragydere

Samsung Electronics Co Ltd Pref	316
Renault SA	289
Nordea Bank AB	214
CK Hutchison Holdings Ltd	190
China Unicom Hong Kong Ltd	167

5 største negative bidragydere

Afren Plc	-140
Banco Do Estado Rio Grande Do Sul SA Pref	-93
State Bank of India	-68
Hyundai Motor Co Pref	-53
Lundin Mining Corp	-45

5 største køb

General Electric Co	1 540
Lundin Petroleum AB	274
Columbia Property Trust Inc	255
American International Group Inc	211
Lundin Mining Corp	130

5 største salg

Renault SA	-1 389
Baker Hughes Inc	-746
Gazprom Oao ADR	-674
Akzo Nobel NV	-670
Samsung Electronics Co Ltd Pref	-439

NYE I FONDEN

SKAGEN Global introducerede fire nye positioner i løbet af kvartalet: Columbia Property Trust, General Electric, Lundin Petroleum og Carlsberg.

OVERBEVISENDE ASYMMETRISK VÆRDIFASTSÆTTELSE

Columbia Property Trust (0,7 procent af fonden) er det syvende største ejendomsinvesteringsselskab (REIT) for kontorejendomme i USA med en markedsværdi på tre milliarder US dollars. Selskabet blev noteret på børsen i New York så sent som i 2013 og er ny i kapitalmarkederne. Private investorer udgør stadig hovedparten af investorgrundlaget. Markedet har derfor ikke helt købt Columbias strategi med at strømline aktivporteføljen ved at fokusere på centrale forretningskvarterer i stedet for forstadsområder. Vi kan se et betydeligt spillerum for, at Columbia overgår de lave forventninger og vinder troværdighed med fornuftig geninvestering og minimal forringelse af likviditeten. Columbia handles til en betragtelig rabat mod aktivernes nettoværdi trods den solide balance og høje andel af blue-chip multilejemålskontrakter. Den asymmetriske værdifastsættelse er derfor overbevisende for langsigtede investorer.

Foto: Bloomberg



MULIGHED FOR AT GENVINDE TIDLIGERE TIDERS STORHED

General Electric (GE) (4,0 procent af fonden) har underperformet i forhold til amerikanske konkurrenter, S&P 500 og MSCI World Index stort set hvert år det seneste årti. I de første fem år underperformede de fleste amerikanske aktier relativt set. I anden halvdel af årtiet blev GE ramt, da finanskrisen bragede ind i selskabets (overdrevent risikofyldte) investeringsdel GE Capital. GE har de senere år opnået hen ved 50 procent af indtjeningen fra sin finansielle del, som har flyttet fokus fra styrkepositionen (GE Industrials) og reduceret kvaliteten af indtjeningen. For at genskabe investortilliden har GE planer om at genopbygge gruppen ved at reducere GE Capital, og fra 2017 er planen, at 75 procent af gruppens indtjening skal komme fra GE Industrial. Stemningen hos investorerne er ringe, og markedet er fortsat skeptisk alene over for GE's størrelse og ledelsens manglende evne til at skabe værdi til aktionærerne i det flerårige amerikanske opgangsmarked.

Vores opfattelse er differentieret og har fokus på GE's mulighed for at genskabe tidligere storhed og succesfuldt omlægge strukturen. Flere parametre peger på, at marginerne i det industrielle segment langsomt bliver bedre (omkostningsreduktion, udskillelse af lavrentable forretningsområder). GE bør være i stand til at udnytte sit brand (nr. 6 i verden) og erfaring, efterhånden som væksten tager fart i industri og infrastruktur verden over. Dertil kommer, at et nyt incitamentsprogram er blevet iværksat for at styrke den interne selvudvikling og 'overtale' ledere i hele gruppen til at opfylde mål, som understøtter aktiekursen. Desuden er amerikansk finans på vej tilbage, så GE formår måske at forhøje priserne mere end forventet på alle udskilte finansielle aktiver. GE virker attraktivt værdifastsat til en 13,9x 2016 P/E og et direkte afkast på 3,7 procent, med en let defensiv drejning på grund af den solide balance.

ATTRAKTIV BAGGRUND FOR UDSKILTE AKTIVER

Det voldsomme fald i oliepriserne betyder, at vi ser muligheder for Lundin Petroleum (0,7 procent af fonden). Lundin-familien har beskæftiget sig med efterforskning og udvinding af olie i mere end 30 år. Det familiekontrollerede selskab ejer efterforsknings- og udvindingsaktiver koncentreret i to geografiske områder, Norge og Sydøstasien, og kan efterfølgende udvide efterforskningen til produktionsfasen. Selskabet kontrollerer godt 20 procent af Johan Sverdrup- og 50 procent af Edvard Grieg-felterne i Nordsøen. Vores estimater peger på samlede oliefund til en nettoværdi af 175-200 SEK pr. aktie. I tilfælde af at olieprisen forbliver lav i en længere periode, kan selskabet frasælge aktiver, hvilket giver forholdsvis lav downside risiko.



Foto: Carlsberg

EVNE TIL AT SKABE PENGE-STRØM

Det danske bryggeri Carlsberg (0,3 procent af fonden) har de seneste syv år kun leveret et årligt totalafkast til aktionærerne på 3 procent, mod 20 procent for de to største konkurrenter. Situationen i Ukraine har rystet markedstilliden yderligere på grund af Carlsbergs betydelige eksponering mod Rusland. Vi mener imidlertid, at markedet har overset, at Rusland efter den reducerede indtjening vil udgøre 20 procent og ikke 40 procent af indtjeningen. Vi køber aktien med et attraktivt free cash flow yield på 7-8 procent. Vi tror, at pengestrømmen vil stige på grund af mere effektiv omkostningsstruktur i Vesteuropa og en solid vækst i Asien. Markedet har mistet følingen med disse to faktorer i kølvandet på de geopolitiske uroligheder. En anden katalysator er en ny administrerende direktør med solide resultater bag sig og nylige positive ændringer i bestyrelsens sammensætning. Carlsberg handles betydeligt lavere end konkurrenterne til 15x 2016 P/E.



Foto: Bloomberg



Foto: Bloomberg

VINDERE OG TABERE

Renault, Samsung Electronics og Nordea præsterede bedst i kvartalet målt i absolut afkast. Renaults resultater overgik forventningerne betydeligt. Bekymringerne omkring en opbremsning i vækstmarkederne forekom overdrevne og aktien gav et afkast på 40 procent i kvartalet. Den fællesnordiske bank Nordea øgede det direkte udbytte mere end forventet og sendte aktien 22 procent i vejret. Vores position i Samsung (6,5 procent) gavnede fonden, idet selskabets præferenceaktie noteredes for en fremgang på 9 procent i kvartalet.

Afren, Banrisul og State Bank of India var de tre selskaber, som trak fondens absolutte afkast mest ned. Kombinationen af høj finansiell gearing, lavere estimerede oliereserver og faldende oliepris straffede Afrens aktiekurs. I Brasilien påvirkede den svage investortillid banken Banrisul, om end kvartalets resultater var fornuftige. State Bank of India var en del svækket, muligvis fordi investorerne efter Indiens solide fremgang sidste år flytter kapital ind i nye markeder.

NØGLETAL FOR DE STØRSTE POSITIONER I SKAGEN GLOBAL (PR. 31.03.2015)

Selskab	Postens størrelse %	Kurs	P/E 2015e	P/E 2016e	P/B seneste	Kursmål
CITIGROUP	7,1	51,5	9,6	8,8	0,8	75
SAMSUNG ELECTRONICS	6,8	1 104 000	7,2	7,0	1,0	1 300 000
AIG	4,9	54,8	11,1	9,9	0,7	80
GENERAL ELECTRIC	4,0	24,8	14,4	13,7	1,9	34
NORDEA	3,2	105,3	12,5	11,8	1,5	150
ROCHE	3,0	268,1	19,1	17,6	11,6	380
LG CORP	2,7	61 300	9,4	8,6	0,9	84 000
GENERAL MOTORS	2,7	37,5	8,1	7,3	1,7	50
DSM	2,5	52,0	19,7	17,1	1,6	65
STATE BANK OF INDIA	2,4	267,1	11,8	9,4	1,4	380
Vægtet top 10	39,2		10,4	9,6	1,1	
Vægtet top 35	79,3		11,6	10,6	1,2	
Referenceindeks			17,3	14,8	2,1	

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

UD AF ENERGI- OG RÅVARE-NAVNE

Vi sagde farvel til to positioner i olie-servicesektoren (Weatherford og Baker Hughes), som har udfordringer i det nuværende markeds klima. Energi- og råvarenavnene Afren, Gazprom, Mosaic og Petrobras har også forladt fonden, idet vi så bedre muligheder andre steder. Vi solgte også Renault og Yamaha Motor, som nåede vores kursmål efter stærk kursstigning. Derudover solgte vi vores mindre poster i UIE and REC Silicon (konvertible).

Fonden øgede beholdningen i AIG til omkring 5 procent af porteføljen og eksponeringen mod NN Group i forbindelse med at hovedaktionæren ING solgte en større andel. Vi reducerede Technip og Unilever efter en solid performance for aktiekursen.

YDERLIGERE KONCENTRATION AF PORTEFØLJEN

SKAGEN Global har koncentreret porteføljen yderligere i løbet af kvartalet. Koncentrationen for de ti største beholdninger steg fra 37 til 39 procent, og for de 35 største beholdninger steg koncentrationen fra 78 til 79 procent. Vi sluttede kvartalet med 60 beholdninger i porteføljen i forhold til 66 ved nytår.

Vores portefølje er fortsat attraktivt værdifastsat. Den vægtede gennemsnitlige værdifastsættelse for de øverste 35 positioner er 11,6x 2015 P/E og 1,2x 2014 P/B. Rabatten mod referenceindekset er således 33 procent på P/E (indeks 17,3x 2015 P/E) og 43 procent på P/B (indeks 2,1x 2014 P/B). Vi kan se en gennemsnitlig upside på 30 procent på vores 35 største positioner.

Kvartalets relative præstation var negativ på 1,3 procentpoint, hvorimod fonden underperformede betydeligt mindre end i de to foregående kvartaler. Vi er fuldstændig overbevist om, at vi ved at kombinere en koncentreret, klart defineret portefølje med SKAGENS gennemprøvede investeringsfilosofi kan levere betydelig værdi til vores investorer over tid. Vi vil fortsat følge vores investeringsfilosofi disciplineret med en langsigtet investeringshorisont.

SKAGEN Vekst

- › Dårlige tider i oliebranchen har påvirket resultatet
- › Nye investeringer bidrog positivt
- › Continental tilbage i toppen

AFKAST	KV 1/-15*	12 M.*
SKAGEN Vekst	9,5%	9,2%
MSCI Nordic/MSCI AC ex. Nordic	18,0%	29,6%

* Pr. 31. marts 2015.



Porteføljeforvaltere

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

* Junior porteføljeforvalter

Fondens investeringsmandat er ændret med virkning pr. 01.01.2014 fra, at fonden investerer mindst 50 % af sine midler i Norge til, at fonden investerer mindst 50 % af sine midler i Norden. Dette betyder, at afkast før ændringen blev opnået under andre forudsætninger end i dag.

Fondens referenceindeks før 01.01.2014 var det sammensatte referenceindeks af Oslo Børs Hovedindeks (OSEBX) og MSCI All Country World. Referenceindeks før 01.01.2010 var Oslo Børs Hovedindeks (OSEBX).



Foto: Bloomberg

Norske olieserviceselskaber har længe udgjort en stor del af porteføljen. Men selv efter betydeligt frasalg sidste år påvirker de dårlige resultater i denne sektor fortsat resultatet negativt.

Modvind fra olieindustrien

Dårlige tider i olieindustrien påvirkede afkastet i SKAGEN Vekst i første kvartal.

Det er nu fem kvartaler siden, at SKAGEN Vekst ændrede mandat fra norsk/globalt til nordisk/globalt. Norske olieserviceselskaber har i mange år fyldt en stor del af porteføljen, og trods en stor nedjustering i løbet af sidste år blev sektoren et dyrt bekendtskab i årets første kvartal. Derudover har to andre faktorer påvirket perioden. Styrkelsen af den amerikanske dollar, og at selskaber, som vi vurderede var for højt værdiansatte, fortsatte med at stige i kvartalet. Alt i alt betød det, at fondens referenceindeks gjorde det bedre.

Kan vi dermed konkludere, at selskabsudvælgelsen har været forkert? Kortsigtet vil svaret være ja, men i det længere perspektiv vil vi fortsat hævde, at vores selskaber vil give langsigtet merafkast. Det skyldes, at vores selskaber har en lavere værdiansættelse end markedet, på trods af at vækst- og lønsomhedsprofil er på niveau med markedet. SKAGENS investeringsfilosofi (undervurderede, upopulære og underanalyserede selskaber) ligger fast, selvom vi ved, at det i perioder er på bekostning af relativt afkast.

NØGLETAL FOR DE STØRSTE POSITIONER I SKAGEN VEKST (PR. 31.03.2015)

Selskab	Postens størrelse %	Kurs	P/E 2015e	P/E 2016e	P/B seneste	Kursmål
Samsung Electronics	7,8	1 104 000	7,9	7,4	1,0	1 500 000
Norsk Hydro	6,9	42	12,1	10,6	1,2	58
Continental AG	5,8	219	15,0	13,2	4,1	240
TeliaSonera AB	5,1	55	13,7	13,4	2,1	70
Citigroup	4,6	52	8,9	7,5	0,8	75
Norwegian Air Shuttle	4,3	240	7,7	6,3	4,0	340
Danske Bank A/S	4,1	184	11,7	11,0	1,2	205
Philips	4,0	26	17,6	15,5	2,2	33
ABB	4,0	183	15,1	13,1	3,3	250
SAP	3,7	68	21,4	19,5	4,2	75
Vægtet top 10	50,2		11,4	10,2	1,58	
Vægtet top 35	87,3		11,0	9,4	1,34	
Referenceindeks			15,2	13,7	2,15	

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

Foto: Bloomberg



Foto: Bloomberg



Foto: Bloomberg



GODE NYE INVESTERINGER

Tre af porteføljens relativt nye nordiske investeringer, Volvo, Carlsberg og Telia-Sonera, bidrog også godt i første kvartal. Carlsberg er med en post på 3,5 procent blevet fondens 11. største investering. Aktiemarkedene har længe været negative i forhold til Carlsberg. Det skyldes primært selskabets eksponering mod Rusland. Vi vælger at se Carlsberg som verdens fjerdestørste bryggeri med en stærk position i Europa, gode strategiske positioner i Asien og med godt og vel en femtedel af indtjeningen fra Rusland. Vi er uforstående overfor, at selskabet handles med en rabat på 30 procent i forhold til andre store bryggerier.

TeliaSenora er fondens fjerdestørste investering og vægter lige over fem procent. Selskabet fungerer godt operationelt, men der har været stor usikkerhed knyttet til ejerandelene i Megafon og Turkcell, som udgør omkring 13 procent af markedsværdien. For nylig kom nyheden om, at ejerne i Turkcell endelig var blevet enige om at udbetale udbytte for perioden 2010-2014. TeliaSenora ejer direkte og indirekte 38 procent af Turkcell og vil dermed få 4,5 mia. svenske kroner i udbytte. Vi mener, at dette vil skabe mere tryk i forhold til, at TeliaSenora vil opretholde deres generøse udbyttebetaling på 5,5 procent i årene fremover.

DET FUNGEREDE I FØRSTE KVARTAL

Som så mange gange før var Continental vores bedste bidragyder. Da vi tilbage i 2011 foretog den første investering i selskabet, var omsætningen på 30 mia. euro med en margin på 8,6 procent, mens nettogælden var 7 mia. euro. Udviklingen i lønsomheden har været meget god, og selskabet ser ud til at være gældfrit i løbet af to år. Det er tysk kapitaldisciplin, når det er bedst. Bilindustrien er selvsagt cyklisk, men takket være selskabets vækst og lave finansielle risiko, ser vi fortsat en betydelig upside. Vi forventer tydeligere signaler om udbytte, og tilbagekøb af selskabets aktier vil bidrage til en kursstigning.

Samsung Electronics bidrog også positivt i kvartalet. Værdiforøgelsen i selskabet kommer mere og mere fra Semiconductor-divisionen og viser med al tydelighed, at selskabet ikke er afhængig af indtjening fra mobil/tablet divisionen, som hidtil har været den gængse opfattelse.

DET VIRKEDE IKKE I FØRSTE KVARTAL

Nok engang finder vi de norske supply og subsea selskaber Solstad Offshore og DOF øverst på listen over negative bidragydere. På trods af at begge selskaber har gode kontrakter for indværende år samt indtjening er på niveau med sidste år er aktierne i år faldet med ca. 40 procent. Årsagen skal findes i aktiemarkedets fokus på risikoen for lav aktivitet i 2016-2017, og at dette, i kombination med høj gældsætning, kan gå frygtelig galt. Samlet udgør selskaberne i denne sektor nu under to procent af porteføljen, og vi ser også risikoen for, at efterspillet efter kontraheringerne kan blive smertefuld. Men samtidig er der kun brug for en lille forbedring i det forventede aktivitetsniveau de næste par år, før vi vil se en anden prisfastsættelse af sektoren. Vi tror på den mulighed.

Norwegian var en stor negativ bidragyder i kvartalet. Det skyldes først og fremmest rapporten om et svagt fjerde kvartal 2014, men derudover havde den langvarige strejke i marts også betydning. Hvor meget strejken har kostet selskabet, er fortsat ukendt. Vi tror dog ikke, at strejken vil give Norwegian langvarige mén. Vi ser en betydelig upside i investeringen og fastholder, at selskabets satsning på langdistance er den største usikkerhed knyttet til selskabet.



Finske Kemira er ny i porteføljen. Selskabet har specialiseret sig i kemikalier til brug i vandforbrugende industrier som papir og olieudvinding.

KØB I KVARTALET

Vi har investeret i tre nye selskaber i fonden. Italienske Danieli, finske Kemira og Fredriksens shippingselskab Frontline 2012. Vi øgede også positionerne i japanske Toshiba og SBI Holding.

Ved udgangen af marts udgør fondens 35 største positioner 87 procent af fonden. Fondens værdifastsættes til 11x 2015 indtjeningen sammenlignet med referenceindekset til 15x indtjeningen. Porteføljen handles nu til en P/B på 1,35x mod det generelle markeds P/B på 2,15x. Det viser, at porteføljen er godt positioneret til at levere godt risikojusteret afkast fremover.

SKAGEN VEKST 1. KV. 2015 (MIO. NOK)

5 største positive bidragydere

Continental AG	90
Samsung Electronics Co Ltd Pref	83
Volvo AB	42
SAP SE	33
Novo Nordisk A/S-B	32

5 største negative bidragydere

Solstad Offshore ASA	-62
Norwegian Air Shuttle ASA	-56
DOF ASA	-38
Kia Motors Corporation	-23
Siem Offshore Inc	-17

5 største køb

Roche Holding AG-Genusschein	167
Carlsberg AS-B	111
SBI Holdings Inc	51
Kemira OYJ	47
FLSmidth & Co A/S	46

5 største salg

Teva Pharmaceutical-Sp ADR	-328
Kongsberg Gruppen ASA	-135
Samsung Electronics Co Ltd Pref	-75
Royal Unibrew A/S	-70
Continental AG	-59

SALG I KVARTALET

Fonden solgte sig helt ud af det israelsk-amerikanske medicinselskab Teva og norske Kongsberg Gruppen i første kvartal. Teva ramte sit kursmål på 60 USD, og vi valgte derfor at realisere en betydelig gevinst i selskabet, som fortsat er afhængig af produktet Copaxone. Selskabet er meget tydeligt i sit ønske om at købe sig til vækst indenfor andre områder, og dermed gøre sig mindre afhængig af Copaxone. Det kan meget vel lykkes og betyde kursstigninger, men samtidig vil dette medføre øget risiko, da man bevæger sig ind i mere ukendt område. Da selskabet blev prisfastsat til 12x 2016 indtjeningen er rabatten imod medicinalindustrien generelt blevet reduceret. Vi valgte at bruge en stor del af salgsprovenuet til at investere i farmagiganten Roche. Roche er godt positioneret til at udnytte sin unikke kvalitet inden for forskellige former for cancer medicin. Kampen mod kræft ser desværre ud til at fortsat at vækste globalt. Prisfastsættelse af Roche er næsten 17x 2016 indtjening og er dermed noget udfordrende. Men vi mener at Roche med sin position indenfor kræftområdet mere end retfærdiggøre denne prisfastsættelse.

Kongsberg Gruppen har været en væsentlig investering i SKAGEN Vekst i mere end ti år. Vi har over en længere periode reduceret beholdningen og solgte helt ud af Kongsberg i årets første kvartal. Selskabet har gennemgået en særdeles positiv udvikling de sidste ti år og er efter vores mening et ledende norsk industriselskab, men efter den seneste tids værdistigning ser vi begrænset potentiale for yderligere stigning.

To mindre investeringer forlod porteføljen i kvartalet, kemikalie-rederiet Odfjell og IT-selskabet Qfree. Derudover reducere vi vores beholdninger i Royal Unibrew, Novo Nordisk, Bank Norwegian, Sparebanken Øst, Continental og Samsung.

SKAGEN m²

- › Lave renter var gunstige for ejendomssektoren også i årets første kvartal
- › Større købekraft, den rette demografi og begrænset udbud er drivkraft for ejendomspriserne blandt andet i Tokyo
- › Ejendomme som aktivklasse værdifastsættes stadig højere, men SKAGEN m²'s portefølje har fortsat stort potentiale.



Foto: Bloomberg

Selvom økonomien udvikler sig bedre i USA, mener SKAGEN m²'s forvaltere, at renteforhøjelsen vil komme senere, end markedet regner med. Det vigtigste, når man investerer i ejendomme, er en stabil renteudvikling – altså at undgå rentechok, som i øjeblikket virker udelukket. Ovenfor shoppere i bydelen Soho i New York.

Ejendomme ser fortsat stærke ud – og der er mere at komme efter

Ejendomsaktier præsterede særdeles godt også i første kvartal, og SKAGEN m² var ingen undtagelse. Kvartalets afkast på 17,5 procent lå på niveau med markedet.

AFKAST	KV 1/-15*	12 M.*
SKAGEN m ²	17,5%	41,7%
MSCI ACWI Real Estate IMI	18,1%	47,9%

* Pr. 31. marts 2015.



Porteføljeforvaltere

Michael Gobitschek og Harald Haukås

Ejendomssektoren nød godt af både de udviklede landes lave renteniveau og af rentenedsættelser i mange vækstmarkedslande. I første kvartal afventede aktiemarkedet nervøst meldingen om renteforhøjelser i USA. Nervøsiteten blev reflekteret i det amerikanske aktiemarked, som havde et middelmådigt afkast i lokal valuta i løbet af kvartalet. Selvom den amerikanske økonomi udvikler sig bedre, har vores holdning længe været, at renteforhøjelserne vil ramme senere, end markedet vurderer, baseret på USA's lave inflationstryk. I øjeblikket ser det dog ud til, at forhøjelsen vil ske gradvis fra begyndelsen af andet halvår 2015. Markedet har en anden opfattelse, men vi mener, at tidsrammen muligvis vil blive yderligere forskudt.

Det vigtigste for os ejendomsinvestorer er en stabil renteudvikling – altså at vi undgår rentechok, som i øjeblikket virker udelukket. Renteforhøjelser bundner generelt i god underliggende økonomisk udvikling, som er inflationsfrembringende.

Sådanne gode tider betyder normalt også positive justeringer af vores ejendomsselskabers huslejeniveauer samt forbedret udlejningsgrad.

Dollaren blev ligesom sidste år fortsat styrket mod den norske krone, men korrigerede en del i slutningen af kvartalet. Vi har i mange eurolande set, hvordan markederne som pavlovske hunde presser aktivernes prisfastsættelse op, når stimulanstiltag bliver kendt, længe inden disse reelt sættes i værk. Det var således tilfældet i kvartalet, hvor Den Europæiske Centralbank annoncerede de længe ventede stimulanter – et glædens budskab for børserne i almindelighed og for ejendomsselskaberne i særdeleshed, eftersom renteniveauet formentlig holdes nede.

Bedst og værst

Den franske indkøbscenteroperatør Mercialis og den spanske hotelkæde Melia Hotels steg begge med cirka 30 procent i euro i løbet af kvartalet og var dermed de selskaber, som præsterede procentuelt

bedst. Den kinesiske regering præsenterede i kvartalets sidste dage nye stimulanter, som skal sætte gang i boligkøbet og økonomiens stagnerende vækst. Det forventes at sætte skub i boligmarkedet, og lys anes i horisonten. Kvartalets værste selskab målt i lokal valuta var China South City, hvis salg i tredje kvartal ikke var så højt som forventet. Bedste marked i kvartalet var Filippinerne med en stigning på 30 procent i euro, fulgt af Frankrig og Japan. Værst gik det for brasilianske ejendomme, som kun steg med to procent målt i euro.

Flere transaktioner

Antallet af selskabstransaktioner steg i årets første tre måneder. Det tror vi, vil fortsætte i løbet af året. Udviklingen er logisk, eftersom finansieringen er billig, og selskabernes substansværdi høj, hvilket tillader emission af nye aktier på gode niveauer. Mange selskaber er samtidig refinansierede og konsoliderede oven på finanskrisen og har nu fokus på vækst. Den hurtigste måde er via opkøb. SKAGEN m² har i kvartalets løb været involveret i en række budsituationer på begge sider. I Tyskland bød lejeboligselskabet Deutsche Wohnen på det østrigske selskab Conwert. Hvis handlen går igennem, komplementeres selskabets boligbestand, blandt andet med lejeboliger i Berlin. Men det betyder også, at Deutsche Wohnen er tvunget til at afhænde både boliger og kommercielle ejendomme, som ikke er del af kernevirkksomheden.

I Tyskland befinder vi os også på målselskabssiden, idet Adler Real Estate har budt på porteføljeselskabet Westgrund. Buddet er forankret blandt storaktionærerne og når der officielt er givet håndslag, er Tysklands femtestørste lejeboligaktør en realitet. Vi havde dog foretrukket, at Westgrund var fortsat på egen hånd; selskabet er veldrevet og har foretaget en række positive opkøb. Også vores brasilianske selskab BR Properties kom i kvartalets løb i sigtekornet til at blive købt ud af børsen. Udfaldet er stadig uklart, men prisen svarer ikke til vores forventninger. Desuden vil vi gerne beholde vores eksponering, idet BR Properties er det eneste selskab med højkvalitets aktiver i Sao Paulo. Vores Singaporebaserede selskab Keppel Land sagde også farvel til børsen, da hovedaktionæren Keppel Corp bød på hele selskabet; både bud og præmie var gode.



TOKYO FORTSAT STÆRK

Prisen på kommercielle ejendomsgrunde stiger for første gang i mange år i Japan, om end boliggrunde fortsat er deflationsramt. Storbyerne har dog en overgang udviklet sig positivt og står for den største prisstigning. Den gunstige huslejeudvikling på kommercielle ejendomme kombineret med øget udlejningsgrad, først og fremmest i Tokyo, er baggrunden for prisstigningerne. Ginza er fortsat dyrestil 33,8 mio. yen pr. kvadratmeter, svarende til små 2 mio. DKK. Også priserne på boliggrunde stiger i storbyerne – drevet af en stor efterspørgsel på lejligheder i Tokyo med kraftige prisstigninger på boliger til følge. Baggrunden er, at antal opførte lejligheder til salg ligger på cirka halvdelen af udbuddet under finanskrisen.

Øget købekraft er en anden stærkt medvirkende årsag. En fast udlånsrente i Japan på cirka 1,6 procent på et 35-årigt lån er ikke usædvanligt. Det giver husholdningerne større spillerum til forbrug. Tokyo forventes endvidere at vokse med 75.000 husholdninger om året de næste fem år – hvilket historisk har betydet et behov for 30.000 lejligheder om året.

Situationen er fordelagtig, ikke mindst for SKAGEN m²'s porteføljeselskab Mitsui Fudosan, som agerer både inden for kommercielle ejendomme og boliger. Selskabet har været den største absolutte bidrager i porteføljen siden årsskiftet. Modsat mange andre investorer har vi valgt at øge vores eksponering mod Japan, idet de underliggende faktorer bliver stadig mere positive, samtidig med at vores selskaber handles på meget rimelige niveauer. Vi tror på fortsat stigende husleje og højere udlejningsgrad på kontormarkedet. Desuden fortsat stigende boligpriser og -størrelser.

Tokyo er en voksende og attraktiv by for ejendomsinvestorer. Det blev bekræftet i marts, idet Norske Pensionsfonden for første gang har planer om at gå ind i Asien med ejendomsinvesteringer. Ejendomme som aktivklasse bliver mere og mere populær, og vi tager Norske Pensionsfondens beslutning om at investere i ejendomme primært i verdensbyerne Singapore og Tokyo som et godt tegn for SKAGEN m²'s langvarige positionering her.

SKAGEN m² 1. KV. 2015 (MIO. NOK)

5 største positive bidragsydere

Mitsui Fudosan Co Ltd	8
Olav Thon Eiendomsselskap ASA	7
Columbia Property Trust Inc	7
Melia Hotels International	6
Mercialys SA	5

5 største negative bidragsydere

Bekasi Fajar Industrial Estate Tbk PT	-4
China South City Holdings Ltd	-3
Ticon Industrial Connection Pcl-Nvdr	-2
BR Malls Participacoes SA	-1
General Shopping Brasil SA	-1

5 største køb

HCP Inc	30
Ashford Hospitality Trust	27
Soho China Ltd	22
Mitsui Fudosan Co Ltd	21
Shangri-La Asia Ltd	21

5 største salg

Keppel Land Ltd	-10
Lexington Realty Trust	-10
Unibail-Rodamco SE	-7
Citycon Oyj	-5
CSI Properties Ltd	-1



Foto: © The View from The Shard

Londons højest beliggende hotel: Shangri-La Hotel ligger fra 34. til 52. etage i arkitekten Renzo Planos ikoniske The Shard - Shangri-Las første ejendom i Storbritannien.

HOTEL I ASIEN

Nyt selskab i porteføljen er Shangri-La, som først og fremmest ejer og driver hoteller. Selskabet opererer primært i Asien, baseret på aktiverne, men også i Europa, først og fremmest i Paris. Shangri-La handles i øjeblikket med stor rabat, og kursen ligger cirka på de samme niveauer som i 2009. Selskabet har således haft modvind i sit største marked, Kina, hvor regeringens antikorrupsionstiltag har ført til lavere efterspørgsel på luksushoteller, samtidig med at udbuddet har været højt. Selskabet har også haft høj gældsætning, som nu er på vej ned og mere håndterbar efter en refinansiering i 2014. Vi tror, at Shangri-La er i slutfasen på en finansiel ompositionering, og at det kinesiske hotelmarked har nået bunden.

DYRE EJENDOMSAKTIER?

Udviklingen har været meget god i 2014 og årets første kvartal, og mange spørger nu, om ejendomsaktier er ved at blive for dyre. Ejendommens værdi afhænger af lokale forhold, som globalt er meget forskelligartede, og spørgsmålet er derfor svært at besvare generelt. Men aktierne bliver dyrere og dyrere. Sektoren er fortsat attraktiv i et pengestrømsperspektiv; gabet mellem driftsmarginalen (yield) og lave lange markedsrenter vokser fortsat og er rekordstort i mange lande. Aktiekurserne stiger i takt med stærkere og mere stabilt overskud i kombination med forbedrede balancer på langt sigt.

Mange ejendomsaktier, særligt i Europa og USA, handles samtidig med en høj præmie på substansværdi, hvilket i visse tilfælde er foruroligende. En forklaring er, at historiske ejendomstransaktioner vejer tungt i værdifastsættelsen af aktiverne. Der findes altså et element af tidsforskydning. Det nuværende fald i det direkte afkast er samtidig bestemt af de parametre, som gælder netop nu, og som konstant forandres – såsom renteniveau, udlejningsgrad og stigning i husleje, der alle påvirker selskabernes pengestrøm.

Spørgsmålet er, om markederne vurderer den nuværende situation korrekt, dvs. ud fra de transaktioner, som faktisk foregår i øjeblikket, baseret på nuværende indtægtsstrømme og renteniveau i forhold til de historiske værdifastsættelser. Investorerne fokuserer imidlertid fortsat på stabil pengestrøm og udbytte, snarere end den beregnede substansværdi – særligt i høj kvalitetsselskaber. Ejendomme er meget mere end renter; indtægts siden er som bekendt ikke helt uden betydning. I mange dele af verden er væksten og det økonomiske klima godt, hvilket er drivkraft for huslejestigninger og udlejningsgrad kombineret med lavere finansieringsomkostninger.

SKAGEN m²'s portefølje har fortsat stort potentiale, idet vi investerer i ejendomme globalt inden for alle relaterede segmenter. Uventet store renteforhøjelser eller kraftigt nedjusteret vækst kan dog lægge en dæmper på stigningen. Øget interesse for aktivklassen er også drivkraft for ejendomspriserne globalt. Noterede ejendomme betragtes i stigende grad som en aktivklasse, der supplerer de allerede etablerede – renter og aktier. Fra og med næste år vil ejendomsaktier bryde ud af verdensindekset som sin egen sektor, frem for som nu at indgå i finanssektoren. Det vil bestemt øge fokus på ejendomssektoren og betyde mindre volatilitet, idet brede indeksinvestorer ikke behøver lægge vejen forbi finansselskaber for at investere i ejendomme.

NØGLETAL FOR DE STØRSTE POSITIONER I SKAGEN M² (PR. 31.03.2015)

Selskab	Postens størrelse %	Kurs	P/NAV sidste	Dividend Yield 2015E	EBITDA 2015E/EV
HCP Inc	4,0	43,21	133%	5,3%	5,9%
General Growth Properties	3,7	29,92	100%	2,3%	4,9%
Brandywine Realty Trust	3,7	16,15	100%	3,9%	7,1%
Global Logistic Properties	3,7	2,65	106%	2,3%	5,7%
Columbia Property Trust	3,6	26,87	85%	4,5%	6,3%
Ashford Hospitality Trust	3,5	9,69	85%	4,9%	4,9%
PS Business Parks	3,2	83,51	100%	2,4%	6,0%
Mitsui Fudosan Co	3,2	3529,5	111%	0,7%	5,0%
Apartment Investment & Man	3,2	39,84	105%	2,9%	5,3%
Olav Thon	3,2	159,5	100%	1,1%	5,9%
Vægtet top 10	34,6		104%	3,0%	5,9%
Vægtet top 35	81,6			3,1%	6,1%
Referenceindeks				3,2%	

Lave renter kan blive endnu lavere

Der er ingen tvivl om, at første kvartal var Den Europæiske Centralbanks (ECB) kvartal.

I januar offentliggjorde ECB, at de kvantitative lettelse ville blive udvidet med et stortilet opkøb af statsobligationer for at stimulere økonomien og få inflationen op. Mindre end to måneder senere var de i gang og skal efter planen købe hele EUR 60 milliarder i obligationer pr. måned, frem til inflationen igen er på vej mod målet på 2 procent. I februar var inflationen i Eurozonen -0,3 %.

Vellykket så langt

Politikken må siges at have været vellykket. Renterne er faldet i alle eurolande bortset fra Grækenland. Den tyske 10-årige statsrente er alene i år faldet fra 0,5 til 0,2 procent. Til sammenligning er den 10-årige statsrente i Portugal faldet med 100 basispunkter til 1,7 procent.

Faldet i Portugal beviser det, vi hele tiden har ment – at kvantitative lettelse vil lede til rentefald i hele Eurozonen. Ikke mindst i kreditpræmierne, som er forskellen mellem renterne i de forskellige Eurolande og Tyskland, som anses som den risikofrie rente i Euroområdet.

At Euroområdet består af flere forskellige lande med varierende kreditpræmier, gør blot lettelse endnu mere effektive end tilsvarende tiltag i USA, Japan og Storbritannien. Derudover medfører det begrænsede udbud af statsobligationer i Eurozonen, at effekten som følge af renterne kan blive endnu større.

Knaphed gør programmet mere effektivt

Ifølge avisen The Wall Street Journal vil Tyskland udstede 147 milliarder euro i statsobligationer med en løbetid til og med 30 år i 2015, samtidigt med at der forfalder 132 milliarder euro i samme periode. Det betyder, at det kun er netto 15 milliarder euro i tyske statsobligationer tilgængeligt i markedet i 2015. ECB planlægger at købe omkring 12 milliarder euro pr. måned.

Resultatet er, at hovedparten af statsobligationerne bliver købt af markedsaktører og ikke i emissioner. Mange af disse aktører kan ikke sælge på grund af regule-

ringer og/eller mandater. De resterende må få en pris, der er værd at sælge til. Altså må renterne falde.

Dette er også grunden til, at mange mener, at Portugal vil få den største gevinst af obligationsopkøbene. Landet har en høj gældsgrad, men samtidig en forholdsvis lille andel som er omsættelig. Dette skyldes, at meget af den portugisiske gæld afholdes af den internationale pengefond og EU, efter at landet blev reddet i 2012.

Renten under nul

Rentefaldet i første kvartal har ført til, at renterne i nogle lande i Eurozonen er faldet til under nul i den korte ende af rentekurven.

Alle Eurolandene i nord har negative renter til og med de toårige og også for nogle med længere løbetider. I Tyskland er rentekurven negativ til og med syv år. Negative renter har også smittet af på de sikreste af virksomhedsobligationerne.

Med et allerede stort rentefald, og en stor del af statsgælden med negativ rente, er det naturligt at spørge, om vi er nær bunden.

Det er en ny tid, hvor nul ikke længere er bunden. Samtidig skal renten ikke blive for negativ, før det bliver mere attraktivt med penge i «madrassen» frem for i markedet.

Hvor er bundniveauet på de lange renter?

ECB har sagt, at de vil opkøbe statsobligationer, så længe den effektive rente er højere end indskudsrenten – finansieringsomkostningerne for obligationsopkøbene – som p.t. er -0,2 procent. Det vil sige, at de vil købe, så længe de har en positiv nettorente.

Hvad vil dette så betyde for de længere renter?

Vi tror på, at bunden på de lange renter vil være i nærheden af niveauet på indskudsrenten i ECB. Tiden vil vise, om de lange renter falder så meget. Det afhænger til syvende og sidst af langt flere ting end bare kvantitative lettelse.

Skulle det vise sig, at lettelse ikke har den ønskede effekt, er det ikke utænkeligt, at centralbanken sætter indskudsrenten yderligere ned. Dermed vil bunden flytte sig tilsvarende.

Selv om lange renter er særdeles lave i Tyskland og de andre lande i de nordlige dele af Euroområdet, så er der mange lande sydpå, der fortsat har renter, som er langt højere end nul. Det er i disse lande, vi tror der er størst potentiale for fortsat effekt af de europæiske kvantitative lettelse.

Og som vi skrev i årsrapporten, tror vi, det bliver et år med «exflation» – vækst uden inflation. Det betyder, at de lange renter vil holde sig lave globalt. Selv om vi tror, at der fortsat er rum for videre rentefald, så kommer rentebunden nærmere.

Kan vende i tide

Hvad gør vi, den dag de lange renter vender?

Det er vigtigt at huske, at SKAGEN Fondene har fleksible mandater. SKAGEN Tellus kan tage en renterisiko på henholdsvis 0-10 år. Det betyder, at vi kan tage høj renterisiko, når vi forventer fald i de lange renter. Det betyder også, at vi kan have en lavere renterisiko, når vi forventer, at de lange renter er på vej op. Det så vi tilbage i maj 2013.

SKAGEN Tellus solgte sig ud af obligationer med lange renter og slap dermed for store tab som følge af et globalt løft i de lange renter. SKAGEN Tellus kan ændre porteføljerne hurtigt og er beredt på at vende i tide.

«Exflation» og kvantitative lettelse er det, vi mener gør 2015 til et spændende obligationsår. Lave renter kan blive lavere. Det er første kvartal et bevis på.



– Jane Tvedt
Porteføljeformidler SKAGEN Tellus

SKAGEN Credit EUR

- › God udvikling i kvartalet
- › Flere nye obligationer i porteføljen og flere interessante i pipeline
- › Øget prisvariation på obligationsmarkederne skaber muligheder for at finde obligationer som er forkert prisfastsat og med potentiale for opgradering



Foto: Bloomberg

Mexicos største byggeselskab Empresas er en af de nye porteføljeselskaber i kvartalet. På billedet bygningsarbejdere ved opførelsen af en udlejningsejendom i Mexico City.

Hurtigt comeback

Med flere nye interessante obligationer i porteføljen siden årsskiftet, har SKAGEN Credit givet et godt afkast i årets første kvartal.

Den fortsatte uro på markederne påvirkede flere af fondens investeringer negativt i januar. Derefter vendte udviklingen, og årets mindre gode start blev hurtigt indhentet. Tidligt i kvartalet annoncerede Den Europæiske Centralbank (ECB) også sit opkøbsprogram, hvilket betød, at kreditspændene på europæiske obligationer generelt blev kraftigt reduceret*. Reduktionen har til en vis grad påvirket fonden positivt, men investeringerne i fonden er langsigtede, og derfor diskvalificeres mange obligationer udstedt i euro. Det begrundes vi med, at niveauet generelt er for lavt i forhold til risikoen. I mange tilfælde er de også helt afhængige af fortsat støtteopkøb fra ECB.

Sammenlignet med fondens start for ti måneder siden, er prisudsvingene på obligationsmarkedet endnu større på nuværende tidspunkt. Det giver mulighed for at finde obligationer, der er forkert prisfastsat og med potentiale til at blive opgraderet. Siden årsskiftet har vi investeret i flere nye interessante obligationer. Bl.a. det mexicanske infrastrukturselskab Empresa ICA, den indiske IT-virksomhed ROLTA, flyselskabet Norwegian Air og det estiske krydstogtrederi Tallink Group. Og vi holder øje med flere interessante obligationer.

*Kreditspænd: Prisforskellen mellem statsobligationer og virksomhedsobligationer.

AFKAST	KV 1/-15*	SIDEN START**
SKAGEN Credit EUR A	1,7%	-0,9%
3 Month EURIBOR	0,3%	0,2%

* Pr. 31. marts 2015

** Afkast siden fondens start 30. maj 2014.



Porteføljeformidlere

Ola Sjöstrand og Tomas Nordbø Middelthon



Den canadiske fly- og togproducent Bombardier er en af SKAGEN Credits største investeringer.

STORE BEVÆGELSER

En af fondens store investeringer, den canadiske fly- og togproducent Bombardier udsendte en nedjustering i januar og besluttede at lukke et af sine flyprojekter. Som en konsekvens blev Bombardier nedgraderet fra BB til B, og i første omgang faldt virksomhedens obligationer kraftigt i værdi. Efterfølgende har selskabet været ude og hente ny kapital, og obligationerne er kommet godt tilbage. Der skete en overreaktion i kursen i starten, som der ofte sker i forbindelse med negative begivenheder. Når alt er tilbage til normalen, og forretningen går godt, stiger obligationskursen gradvis efterfølgende. Her er der tale om en gradvis forøgelse, og det skaber færre overskrifter.

En anden af fondens investeringer, som faldt kraftigt, for efterfølgende at indhente det tabte, er den brasilianske kemivirksomhed Braskem. Anklager om indblanding i en igangværende korruptionsundersøgelse betød, at obligationen faldt ca. 15 procent for efterfølgende at stige med ca. otte procent. Der er her tale om uhørt store udsving for en virksomhedsobligation med en investment grade rating. Det viser kun, hvor irrationelt prisfastsættelsen af obligationer kan udvikle sig, når investorer ikke ved, hvad der kommer til at ske i virksomheden.



PORTUGISISK STRØM

Fondens portugisiske elektricitetsleverandør, EDP, blev opgraderet af ratingbureauet Moody's til investment grade. Alene opgraderingen fra high yield til investment grade har været en stor medvirkende faktor til, at vi har investeret i virksomhedens obligationer. Nu mangler vi kun, at ratingbureauet S&P også vil opgradere dem et nøk, og lykken vil være gjort.

Heldigvis er store udsving som disse ikke almindelige. Det viser blot, hvorfor vi anbefaler fondens investorer at have en investeringshorisont på mindst to år. Fonden investerer i globale virksomhedsobligationer på tværs af både lande og sektorer. Det betyder, at eksterne faktorer, som virksomhederne ikke selv har kontrol over, ikke påvirker alle fondens investeringer på en og samme tid eller nødvendigvis i samme retning. Fonden har en sund diversificering, og hver enkelt investering er baseret på den enkelte virksomhed, og fra obligation til obligation.

Fristende græske obligationer

Tellus havde et særdeles godt første kvartal, og jeg har høje forventninger til fonden for resten af 2015.

AFKAST	KV 1/-15*	12 M.*
SKAGEN Tellus	10,7%	21,5%
J.P. Morgan GBI Broad Index Unhedged	10,8%	23,4%

* Pr. 31. marts 2015.



Porteføljeformidlere
Torgeir Høien og Jane Tvedt

De fleste af vores obligationer steg solidt i det forløbne kvartal. Fonden blev især begunstiget af sine langfristede investeringer i eurozonens periferi. Renterne faldt betydeligt i Italien, Portugal, Slovenien og Spanien. Men SKAGEN Tellus havde også positivt afkast på de fleste af sine investeringer uden for det fælles valutaområde. Nederst på listen ligger Brasilien og Tyrkiet, hvor valutaen blev svækket hurtigere, end obligationerne steg. Der var ingen udskiftninger af betydning i fondens portefølje i årets første tre måneder.

Ikke en del af den græske tragedie

SKAGEN Tellus har ikke haft investeringer i Grækenland på det seneste. Men vi følger situationen i landet nøje, da statsobligationer kan købes til 50 procent under pari. Renten på den tiårige obligation er i øjeblikket over 11 procent. Det er fristende, men der er også en risiko. Og den risikopræmie, vi får med, tilsiger, at SKAGEN Tellus bør holde sig på sidelinjen.

Situationen i Grækenland er ved at være uholdbar. Den Europæiske Centralbanks kvantitative lempelser, som blev annonceret i februar og implementeret i marts, har effektivt mindsket rentespændet mod Tyskland i alle andre lande i det fælles valutaområde end Grækenland.

Frygten for følgevirkningerne af, at Grækenland vil misligholde statsgælden og forlade Eurozonen, er mindre. Det har givet Europa-Kommissionen, Den Europæiske Centralbank og Den Internationale Valutafond yderligere vægt i de igangværende forhandlinger med Athen.

Grækernes primære budgetoverskud – dvs. at driftsbudgettet ville være i overskud, hvis de ikke skulle betale renter af statsgælden – har øget risikoen for, at forhandlingerne bryder sammen.

Det kan i skrivende stund ikke udelukkes, at Grækenland forlader Eurozonen. Den pengeforlegne regering ledet af Alexis Tsipras vil muligvis være ude af stand til at vedligeholde sin gæld. En misligholdelse

kan udløse et run på bankerne, restriktioner på kapitaloverførsel, omveksling af den græske nationalbanks passiver fra euro til en ny valutaenhed og åbne for misligholdelse af al EU-gæld hos debitorer uden for eurozonen.

Athen sender blandede signaler, angående hvor mange penge Bank of Greece har i reserve. Det er tænkeligt, at grexit kan udsættes til midten af maj, hvis forhandlingerne bryder sammen.

Hvem giver sig først?

Grækenlands Eurozone-partnere og de højere magter, som finansierer Den Internationale Valutafond, vil muligvis give sig til sidst og underskrive en aftale, som er acceptabel for premierminister Tsipras. Hovedårsagen er, at det ikke kun handler om offentlige finanser og de økonomiske konsekvenser af en grexit, som vil være katastrofal for Grækenland og nedkøle eurozonen.

En grexit vil blotlægge, at en fælles valuta uden en fælles finanspolitik reelt kun er et multilateralt system af faste vekselkurser.

De politiske efterdønninger af en græsk bersærk – for at bruge den græske finansministers udtryk – kan blive vurderet som for risikabel. Grækenland er sidste skanse mod den muslimske verden og har forværet i konflikt med sin nabo, NATO-medlemmet Tyrkiet, omkring delingen af Cypern. Den venstreorienterede regering kan få mudret de politiske vande med hensyn til det allerede belastede forhold mellem Europa og Rusland. Alexis Tsipras er i skrivende stund på besøg i Moskva.

Berlin, Paris og Washington D.C. ønsker ikke, at EU- og NATO-medlemmet Grækenland bliver en løbsk kanon på det sydøstlige dæk.

Når støvet har lagt sig, kan det derfor godt tænkes, at SKAGEN Tellus har investeret i græske statsobligationer. Indtil videre sidder fonden dog bekvemt på sidelinjen og betragter, hvordan de græske statsobligationer falder yderligere. Risikojusteret er det stadig for dyre.

Afkast- og risikomåling

Afkast*

Pr. 31.03.2015	NAV Seneste år	NAV Seneste 2 år	NAV Seneste 5 år	NAV Seneste 7 år	NAV Seneste 10 år	NAV Levetid
SKAGEN Vekst A	9,2%	11,8%	5,7%	4,3%	8,9%	14,6%
MSCI Nordic/MSCI AC ex. Nordic	29,6%	18,8%	13,4%	8,5%	11,2%	10,5%
SKAGEN Global A	22,3%	14,8%	11,8%	9,0%	10,9%	15,7%
MSCI World AC	36,0%	21,6%	14,3%	10,3%	8,0%	4,6%
SKAGEN Kon-Tiki A	16,0%	7,8%	6,4%	8,6%	13,2%	15,6%
MSCI Emerging Markets	29,4%	9,0%	6,7%	6,4%	10,6%	9,1%
SKAGEN m2 A	41,7%	10,6%				14,3%
MSCI All Country World Index Real Estate IMI	47,9%	16,6%				19,9%
SKAGEN Avkastning	-0,5%	-3,2%	2,7%	3,4%	3,5%	5,4%
Statsobligasjonsind. 3.00	-0,7%	-4,7%	1,8%	3,2%	3,3%	5,3%
SKAGEN Tellus A	21,5%	8,9%	8,0%	9,0%		7,2%
J.P. Morgan GBI Broad Index Unhedged in EUR	23,4%	7,9%	6,0%	7,2%		5,8%
SKAGEN Credit EUR A						-0,9%
3 Month EURIBOR						0,2%

Risiko og præstationsmåling

Pr. 31.03.2015	SKAGEN Vekst	SKAGEN Global	SKAGEN Kon-Tiki	SKAGEN Tellus
RISIKO- OG PRÆSTATIONSMÅL SENESTE 5 ÅR				
Standard afvigelse, fond	14,1%	11,7%	13,6%	6,3%
Standard afvigelse, reference indeks	13,0%	9,3%	13,3%	8,6%
Sharpe-ratio, fond	0,36	0,92	0,43	1,16
Sharpe-ratio, reference indeks	0,94	1,40	0,46	0,64
Relativ volatilitet / Tracking error	5,6%	4,9%	4,8%	5,6%
IR	-1,28	-0,45	-0,06	0,33
korrelation	0,92	0,92	0,94	0,75
alfa	-7,0%	-4,3%	0,0%	4,5%
beta	1,00	1,16	0,96	0,55
R2	84%	84%	88%	56%
VALUE AT RISK 5 ÅR				
Value at risk: observed, NAV	91%	104%	100%	95%
Value at risk: observed, Benchmark	134%	129%	101%	65%
Relativ Value at Risk, observed	0,67	0,81	0,99	1,46

GEVINST -OG TABSANALYSE SENESTE 5 ÅR				
Relativ gevinst	4,8	5,9	6,4	8,6
Relativ tab	11,7	7,9	6,6	6,5
Relativ gevinst/tab-ratio	0,41	0,75	0,97	1,33
Positive indeksafvigelser	29%	43%	49%	57%
Negative indeksafvigelser	31%	50%	38%	29%
Indeks afvigelse-ratio	23%	31%	60%	89%
Antal positive afvigelser	37%	45%	48%	57%
Antal positive afvigelser, opgang	33%	49%	39%	36%
Antal positive afvigelser, nedgang	43%	37%	59%	81%
Konsistens	-7,2%	-5,7%	-7,6%	-1,9%
Konsistens,opgang	-6,2%	-3,1%	-6,8%	-3,1%
Konsistens,nedgang	-2,9%	-3,3%	-2,6%	-3,3%

GEVINST -OG TABSANALYSE SIDEN START				
Relativ gevinst				
Relativ tab				
Relativ gevinst/tab-ratio				
Positive indeksafvigelser				
Negative indeksafvigelser				
Indeks afvigelse-ratio				

*Alle afkaststal over 12 måneder er annualiseret.

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

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

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

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

BEGREBSFORKLARING

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

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

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

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

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

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

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

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



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 554 %

Gennemsnitligt årligt afkast 15,60 %

Forvaltningskapital 44 245 mio DKK

Antal kendte investorer 70 676

Tegningsprovision 0%

Indløsningsprovision 0%

Forvaltningshonorar 2 % pr. år +/- variabelt honorar

Mindste handelsstr. 1 styk

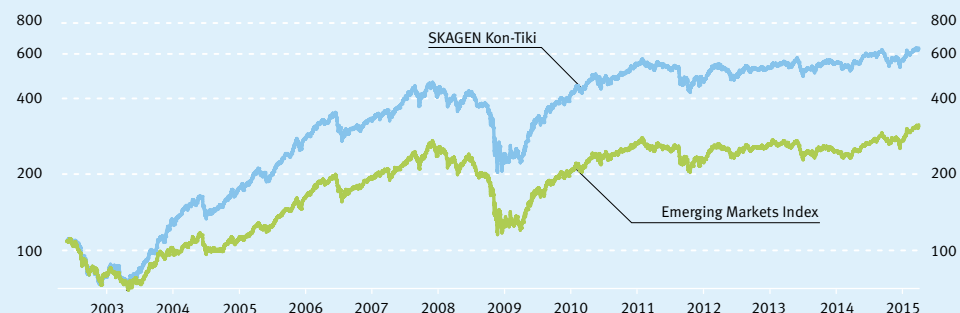
Godkendt til markedsføring Norge, Sverige, Danmark, Finland, Holland, Luxembourg, Island, Storbritannien, Schweiz, Belgien, Irland og Tyskland

Referenceindeks MSCI vækstmarkedsindeks (NOK)

UCITS-fond Ja

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

KURSHISTORIK SKAGEN KON-TIKI



Værdipapir	Antal	Købsværdi NOK*	Markedsværdi NOK*	Urealiseret gevinst/tab (i tusinder)	Prosentvis fordeling	Børs
ENERGI						
Petroleo Brasileiro Pref ADR	9.864.888	506.969	480.516	-26.453	0,94%	New York
GCL-Poly Energy Holdings Ltd	224.088.000	368.096	477.710	109.613	0,93%	Hong Kong
Tullow Oil Plc	8.461.624	793.317	285.564	-507.752	0,56%	London
Rec Silicon ASA	83.201.594	133.426	195.524	62.097	0,38%	Oslo Børs
Småposter		670.843	143.336	-527.507	0,28%	
Sum Energi		2.472.651	1.582.649	-890.002	3,09%	

MATERIALER						
UPL Ltd	10.294.488	191.091	587.007	395.916	1,15%	National India
Vale Sa Spons pref ADR	14.322.805	1.356.658	561.939	-794.719	1,10%	New York
Hindalco Industries Ltd	30.031.830	504.565	499.620	-4.945	0,97%	National India
OCI Co Ltd	600.000	455.623	451.945	-3.678	0,88%	Seoul
LG Chem Ltd Pref	259.179	178.915	286.707	107.792	0,56%	Seoul
Asia Cement China Holdings	48.551.500	178.471	211.043	32.571	0,41%	Hong Kong
Småposter		493.174	136.899	-356.275	0,27%	
Sum Materialer		3.358.498	2.735.160	-623.338	5,34%	

KAPITALGODER, SERVICE OG TRANSPORT						
ABB Ltd	8.530.512	808.037	1.460.912	652.874	2,85%	Stockholm
AP Moeller - Maersk A/S	74.718	601.715	1.258.051	656.336	2,45%	København
Hitachi Ltd	16.195.000	791.993	895.759	103.766	1,75%	Tokyo
CNH Industrial NV	9.338.348	567.834	613.770	45.936	1,20%	New York
Bidvest Group Ltd	2.800.000	326.110	612.168	286.058	1,19%	Johannesburg
AirAsia Bhd	108.497.800	414.918	561.742	146.824	1,10%	Kuala Lumpur
Frontline 2012 Ltd	12.706.335	327.355	545.102	217.746	1,06%	Unotert
Golar LNG Ltd	1.298.301	471.325	347.505	-123.820	0,68%	NASDAQ
Enka Insaat Ve Sanayi AS	20.782.815	217.528	335.581	118.054	0,65%	Istanbul
Harbin Electric Company Ltd	60.656.000	548.015	304.027	-243.988	0,59%	Hong Kong
Norwegian Air Shuttle ASA	1.048.248	98.311	251.580	153.269	0,49%	Oslo Børs
Empresas ICA S.A.B	32.729.853	448.729	215.360	-233.369	0,42%	Mexico
LG Corp Pref	808.430	118.266	206.217	87.951	0,40%	Seoul
Kerry Logistics Network Ltd	16.905.000	170.210	200.758	30.548	0,39%	Hong Kong
Aveng Ltd	21.017.094	617.358	157.281	-460.077	0,31%	Johannesburg
Småposter		437.815	429.510	-8.305	0,84%	
Sum Kapitalgoder, service og transport		6.965.520	8.395.322	1.429.802	16,38%	

CYKLISKE FORBRUGSGODER						
Great Wall Motor Co Ltd	43.877.936	79.592	2.500.451	2.420.858	4,88%	Hong Kong
Hyundai Motor Co Pref (2pb)	2.351.443	375.434	1.950.893	1.575.459	3,81%	Seoul
Hyundai Motor Co Pref (1p)	2.234.715	358.958	1.805.258	1.446.300	3,52%	Seoul
Mahindra & Mahindra Ltd GDR	8.161.588	190.149	1.260.439	1.070.289	2,46%	London International
Naspers Ltd	1.000.919	292.956	1.237.737	944.780	2,41%	Johannesburg
LG Electronics Inc Pref	3.050.000	823.954	617.076	-206.878	1,20%	Seoul
Mahindra & Mahindra Ltd	3.103.503	250.706	475.405	224.700	0,93%	National India
DRB-Hicom Bhd	88.408.800	365.449	378.879	13.430	0,74%	Kuala Lumpur
Apollo Tyres Ltd	12.357.560	96.010	268.137	172.127	0,52%	National India
Hengdeli Holdings Ltd	162.184.800	256.019	242.865	-13.155	0,47%	Hong Kong
MRV Engenharia	8.095.400	172.461	166.467	-5.993	0,32%	Sao Paulo
Sum Cykliske forbrugsgoder		3.261.688	10.903.607	7.641.918	21,27%	

Værdipapir	Antal	Købsværdi NOK*	Markedsværdi NOK*	Urealiseret gevinst/tab (i tusinder)	Prosentvis fordeling	Børs
STABILE FORBRUGSGODER						
Cosan Ltd	13.091.033	791.870	676.722	-115.148	1,32%	New York
X 5 Retail Group NV GDR	4.990.306	506.266	617.752	111.486	1,21%	London International
Shiseido Co Ltd	4.166.700	448.244	597.156	148.912	1,16%	Tokyo
Yazicilar Holding AS	8.837.139	222.040	592.728	370.689	1,16%	Istanbul
Distribuidora Internacional de Alimentacion SA	8.706.469	324.648	546.375	221.728	1,07%	Madrid
Casino Guichard Perrachon SA	681.741	539.422	487.277	-52.145	0,95%	Paris
Familymart Co Ltd	1.407.900	389.252	476.768	87.516	0,93%	Tokyo
Massmart Holdings Ltd	3.739.366	285.120	371.547	86.427	0,72%	Johannesburg
Marfrig Global Foods SA	33.457.200	525.979	338.092	-187.887	0,66%	Sao Paulo
PZ Cussons Plc	7.625.746	127.931	311.727	183.796	0,61%	London
Kulim Malaysia BHD	50.827.600	160.451	302.963	142.512	0,59%	Kuala Lumpur
Cia Brasileira de Distribuicao - Pref	1.128.000	274.289	272.999	-1.289	0,53%	Sao Paulo
Cia Cervecerias Unidas SA ADR	1.538.270	280.090	254.601	-25.489	0,50%	New York
East African Breweries Ltd	5.774.866	88.566	156.106	67.540	0,30%	Nairobi
Podravka Prehrambena Ind DD	406.584	111.935	133.412	21.477	0,26%	Zagreb
Småposter		138.712	98.508	-40.204	0,19%	
Sum Stabile forbrugsgoder		5.214.813	6.234.733	1.019.919	12,16%	

MEDICIN						
Richter Gedeon Nyrt	8.936.510	970.296	991.361	21.064	1,93%	Budapest
China Shineway Pharmaceutical	36.934.000	280.298	452.442	172.145	0,88%	Hong Kong
Eis Eczacibasi Ilac Ve Sanayi	19.410.554	133.038	148.876	15.838	0,29%	Istanbul
Supermax Corp BHD	30.573.600	117.548	139.671	22.123	0,27%	Kuala Lumpur
Småposter		39.931	86.668	46.737	0,17%	
Sum Medicin		1.541.111	1.819.018	277.907	3,55%	

BANK OG FINANS						
State Bank of India	55.690.910	1.265.479	1.917.986	652.507	3,74%	National India
Haci Omer Sabanci Holding AS	48.791.436	1.011.304	1.390.838	379.533	2,71%	Istanbul
SBI Holdings Inc	7.759.600	603.587	759.111	155.524	1,48%	Tokyo
Banco Do Estado Rio Grande Do Sul SA Pref	22.815.700	565.560	638.201	72.641	1,24%	Sao Paulo
Moscow Exchange MICEX-RTS OAO	54.263.060	578.348	510.312	-68.037	1,00%	Moscow
JSE Ltd	5.864.519	226.705	482.836	256.131	0,94%	Johannesburg
Raiffeisen Bank International AG	4.062.472	797.113	455.653	-341.460	0,89%	Wien
Kiatnakin Bank Pcl	37.429.463	334.353	361.434	27.081	0,71%	Bangkok
Korean Reinsurance Co	4.860.366	182.225	360.797	178.572	0,70%	Seoul
EFG-Hermes Holding SAE	17.939.257	353.507	299.455	-54.052	0,58%	Cairo
Value Partners Group Ltd	28.597.000	109.613	217.385	107.772	0,42%	Hong Kong
Ghana Commercial Bank Ltd	18.001.604	88.821	206.252	117.431	0,40%	Ghana
Dragon Capital - Vietnam Enterprise Investments Ltd	9.000.000	111.229	200.323	89.094	0,39%	Dublin
Nordnet AB	5.007.907	69.539	153.468	83.929	0,30%	Stockholm
Kiwoom Securities Co Ltd	263.000	48.064	135.322	87.259	0,26%	Seoul
Småposter		328.629	296.575	-32.054	0,58%	
Sum Bank og finans		6.674.075	8.385.947	1.711.872	16,36%	

INFORMATIONSTEKNOLOGI						
Samsung Electronics Co Ltd Pref	344.632	851.440	2.768.974	1.917.533	5,40%	Seoul
Samsung Electronics Co Ltd Pref GDR	388.277	382.056	1.548.724	1.166.668	3,02%	London International
Lenovo Group Ltd	97.150.000	557.355	1.143.618	586.263	2,23%	Hong Kong
Tech Mahindra Ltd	8.784.608	354.450	713.386	358.936	1,39%	National India
Skyworth Digital Holdings Ltd	32.870.181	95.990	208.508	112.519	0,41%	Hong Kong
Sum Informationsteknologi		2.241.291	6.383.210	4.141.919	12,45%	

TELEKOMMUNIKATION						
Bharti Airtel Ltd	29.648.206	1.130.346	1.503.803	373.457	2,93%	National India
Kinnevik Investment AB-B	2.624.324	458.112	706.149	248.037	1,38%	Stockholm
Indosat Tbk PT	206.683.750	557.401	543.889	-13.511	1,06%	Indonesia
Sistema Jsfc	71.610.460	487.565	175.197	-312.368	0,34%	Moscow
Småposter		79.436	59.381	-20.055	0,12%	
Sum Telekommunikation		2.712.860	2.988.419	275.559	5,83%	

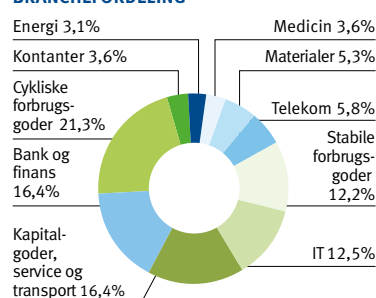
Sum Værdipapirportefølje	34.442.507	49.428.064	14.985.557	96,42%		
Disponibel likviditet		1.834.871		3,58%		
Sum andelskapital		51.262.936		100,00%		
Basiskurs pr. 31.03.2015	745,2006					

* Tal i 1000 NOK

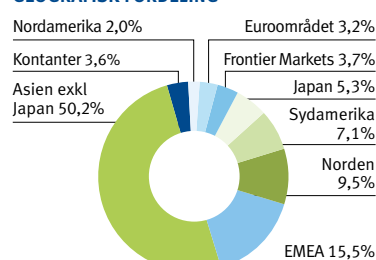


* Skagen Rev Fyrskib, 1892 (Udsnit).
Af Carl Locher.
Billederne tilhører Skagens Museum.

BRANCHEFORDELING



GEOGRAFISK FORDELING



DE 10 STØRSTE INVESTERINGER

Samsung Electronics Co Ltd	8,42
Hyundai Motor Co	7,33
Great Wall Motor Co Ltd	4,88
State Bank of India	3,74
Mahindra & Mahindra Ltd	3,39
Bharti Airtel Ltd	2,93
ABB Ltd	2,85
Haci Omer Sabanci Holding AS	2,71
AP Moeller - Maersk A/S	2,50
Naspers Ltd	2,41
TOTAL (%)	41,16



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.



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 1 216 %

Gennemsnitligt årligt afkast 15,70 %

Forvaltningskapital 33 854 mio DKK

Antal kendte investorer 86 780

Tegningsprovision 0%

Indløsningsprovision 0%

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

Mindste handelsstr. 1 styk

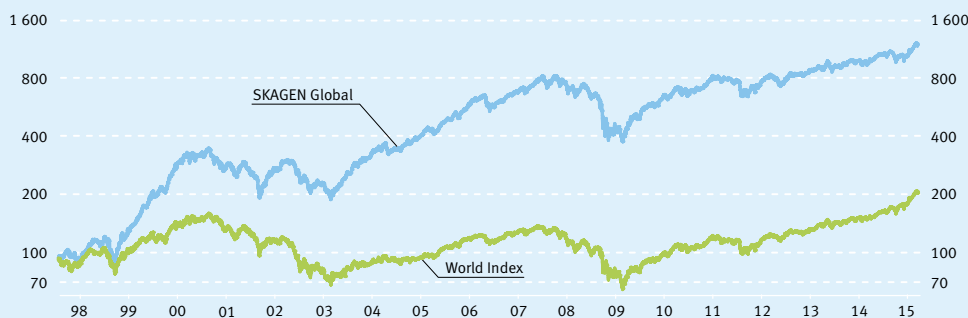
Godkendt til markedsføring Norge, Sverige, Danmark, Finland, Holland, Luxembourg, Island, England, Belgien, Schweiz, Irland og Tyskland

Referenceindeks MSCI ACWI (NOK)

UCITS-fond Ja

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

KURSHISTORIK SKAGEN GLOBAL



Værdipapir	Antal	Købsværdi NOK	Markedsværdi NOK	Urealiseret gevinst/tab (i tusinder)	Procentvis fordeling	Børs
ENERGI						
Kazmunaigas Exploration GDR	3.038.139	372.416	302.589	-69.827	0,77%	London International
Lundin Petroleum AB	2.535.490	274.446	281.129	6.683	0,72%	Stockholm
Technip SA	482.540	266.436	235.162	-31.275	0,60%	Paris
BP Plc	4.331.863	216.164	227.227	11.063	0,58%	London
BP Plc ADR	606.673	177.095	191.738	14.643	0,49%	New York
Sum Energi		1.306.556	1.237.845	-68.712	3,16%	

MATERIALER						
Koninklijke DSM NV	2.160.701	894.313	968.893	74.580	2,47%	Amsterdam
Heidelbergcement AG	1.210.994	400.738	775.053	374.315	1,98%	Frankfurt
Norsk Hydro ASA	15.180.710	410.319	643.510	233.191	1,64%	Oslo Børs
Akzo Nobel NV	989.421	320.688	602.946	282.258	1,54%	Amsterdam
Lundin Mining Corp	13.568.535	387.661	447.139	59.479	1,14%	Toronto
OCI Co Ltd	513.288	455.208	386.704	-68.504	0,99%	Seoul
Ternium SA ADR	2.503.889	374.217	361.448	-12.769	0,92%	New York
UPM-Kymmene Oyj	2.133.683	156.328	333.506	177.178	0,85%	Helsinki
Mayr-Melnhof Karton AG	325.987	151.000	270.700	119.700	0,69%	Wien
Lundin Mining Corp SDR	7.179.429	194.019	236.330	42.311	0,60%	Stockholm
Sum Materialer		3.744.491	5.026.230	1.281.739	12,82%	

KAPITALGODER, SERVICE OG TRANSPORT						
General Electric Co	7.806.240	1.539.786	1.565.655	25.869	3,99%	New York
LG Corp	2.391.893	669.940	1.067.284	397.344	2,72%	Seoul
Tyco International Plc	2.435.862	262.451	848.623	586.172	2,16%	New York
Koninklijke Philips NV	2.812.437	521.941	642.491	120.551	1,64%	Amsterdam
Valmet Corp	3.202.627	219.542	308.054	88.512	0,79%	Helsinki
Prosegur Cia de Seguridad Sa	6.360.714	206.436	289.956	83.520	0,74%	Madrid
China Communications Services Corp Ltd	74.754.294	269.564	267.261	-2.303	0,68%	Hong Kong
Autoliv Inc	276.314	94.600	264.214	169.614	0,67%	New York
Autoliv Inc SDR	141.095	48.972	134.696	85.725	0,34%	Stockholm
Sum Kapitalgoder, service og transport		3.833.232	5.388.235	1.555.003	13,74%	

CYKLISKE FORBRUGSGODER						
General Motors Co	3.410.380	486.975	1.039.891	552.916	2,65%	New York
Volvo AB	7.530.159	583.952	733.638	149.686	1,87%	Stockholm
Comcast Corp	1.578.793	215.654	716.314	500.659	1,83%	NASDAQ
Gap Inc/The	1.826.497	448.102	643.546	195.444	1,64%	New York
Kingfisher Plc	12.076.432	397.075	549.842	152.767	1,40%	London
Toyota Industries Corp	1.038.702	185.388	480.008	294.619	1,22%	Tokyo
Hyundai Motor Co Pref (2pb)	518.537	146.240	430.291	284.051	1,10%	Seoul
Tata Motors Ltd-A- DVR	8.181.421	114.603	350.002	235.399	0,89%	Bombay
Global Mediacom Tbk PT	233.957.000	218.554	252.615	34.061	0,64%	Jakarta
Småposter		34.943	81.149	46.206	0,21%	
Sum Cykliske forbrugsgoder		2.831.488	5.277.296	2.445.808	13,46%	

Værdipapir	Antal	Købsværdi NOK	Markedsværdi NOK	Urealiseret gevinst/tab (i tusinder)	Procentvis fordeling	Børs
STABILE FORBRUGSGODER						
Unilever NV-Cva	932.574	195.357	315.169	119.811	0,80%	Amsterdam
Yazıcılar Holding AS	3.849.265	93.229	258.236	165.006	0,66%	Istanbul
Carlsberg AS-B	172.838	115.605	114.959	-645	0,29%	København
Sum Stabile forbrugsgoder		404.191	688.363	284.172	1,76%	
MEDICIN						
Roche Holding AG-Genusschein	525.108	633.837	1.172.154	538.317	2,99%	Zürich
Sanofi	992.732	618.471	791.218	172.747	2,02%	Paris
Varian Medical Systems Inc	649.382	332.011	496.411	164.399	1,27%	New York
Teva Pharmaceutical-Sp ADR	853.631	188.205	434.870	246.665	1,11%	NASDAQ
Sum Medicin		1.772.525	2.894.653	1.122.127	7,38%	
BANK OG FINANS						
Citigroup Inc	6.663.367	1.525.830	2.766.372	1.240.542	7,06%	New York
American International Group Inc	4.478.321	1.189.560	1.975.879	786.318	5,04%	New York
Nordea Bank AB	12.756.133	896.126	1.254.703	358.576	3,20%	Stockholm
Goldman Sachs Group Inc	522.136	464.857	799.121	334.264	2,04%	New York
CK Hutchison Holdings Ltd	4.476.098	358.396	738.739	380.343	1,88%	Hong Kong
State Bank of India	21.001.330	523.353	723.656	200.303	1,85%	National India
NN Group NV	3.140.161	565.781	715.729	149.948	1,83%	Amsterdam
Storebrand ASA	14.209.744	488.470	416.914	-71.556	1,06%	Oslo Børs
Irsa Sa ADR	1.819.371	151.248	287.725	136.477	0,73%	New York
Columbia Property Trust Inc	1.297.237	254.746	281.103	26.357	0,72%	New York
EFG-Hermes Holding SAE	16.691.224	206.618	278.648	72.030	0,71%	Cairo
Banco Do Estado Rio Grande Do Sul SA Pref	7.443.113	174.662	208.679	34.016	0,53%	Sao Paulo
State Bank Of India GDR	593.476	108.798	202.452	93.654	0,52%	National India
Småposter		71.422	93.079	21.657	0,24%	
Sum Bank og finans		6.979.869	10.742.797	3.762.928	27,40%	
INFORMATIONSTEKNOLOGI						
Samsung Electronics Co Ltd Pref	316.852	767.445	2.546.263	1.778.817	6,49%	Seoul
Microsoft Corp	2.628.646	451.906	864.252	412.346	2,20%	NASDAQ
Lenovo Group Ltd	49.790.000	374.239	585.773	211.534	1,49%	Hong Kong
Google Inc CLASS C	50.875	88.965	226.615	137.650	0,58%	NASDAQ
Google Inc CLASS A	45.315	79.242	204.795	125.552	0,52%	NASDAQ
Samsung Electronics Co Ltd Pref GDR	27.312	27.601	108.940	81.338	0,28%	London International
Sum Informationsteknologi		1.789.399	4.536.638	2.747.239	11,57%	
TELEKOMMUNIKATION						
China Unicom Hong Kong Ltd	46.395.472	405.552	568.982	163.430	1,45%	Hong Kong
First Pacific Co Ltd	44.528.923	281.364	358.199	76.835	0,91%	Hong Kong
Vimpelcom Ltd-Spon ADR	7.888.234	578.095	338.113	-239.983	0,86%	New York
China Unicom Hong Kong Ltd ADR	1.998.875	184.319	246.474	62.155	0,63%	New York
Indosat Tbk PT	65.422.055	226.138	172.158	-53.979	0,44%	Indonesia
Global Telecom Holding	38.328.039	100.420	133.641	33.221	0,34%	Cairo
Småposter		48.958	62.090	13.132	0,16%	
Sum Telekommunikation		1.824.846	1.879.657	54.811	4,79%	
Sum Værdipapirportefølje		24.486.597	37.671.713	13.185.116	96,08%	
Disponibel likviditet			1.535.821		3,92%	
Sum andelskapital			39.207.534		100,00%	
Basiskurs pr 31.03.2015		1.405.5074				
* tal i 1000 NOK						

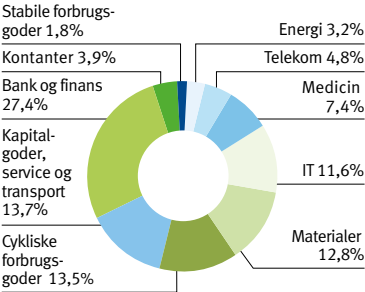


SKAGEN GLOBAL

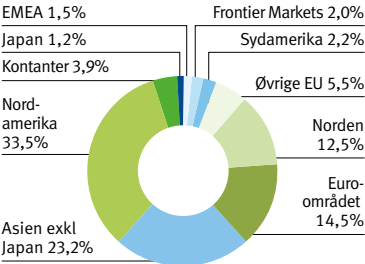
En verden af muligheder*

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

BRANCHEFORDELING



GEOGRAFISK FORDELING



DE 10 STØRSTE INVESTERINGER	
Citigroup Inc	7,06
Samsung Electronics Co Ltd	6,77
American International Group I	4,95
General Electric Co	3,99
Nordea Bank AB	3,20
Roche Holding AG	2,99
LG Corp	2,72
General Motors Co	2,65
Koninklijke DSM NV	2,47
State Bank of India	2,36
TOTAL (%)	39,17



SKAGEN VEKST

Udforsker den smalle sti til velstand*

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

Risiko

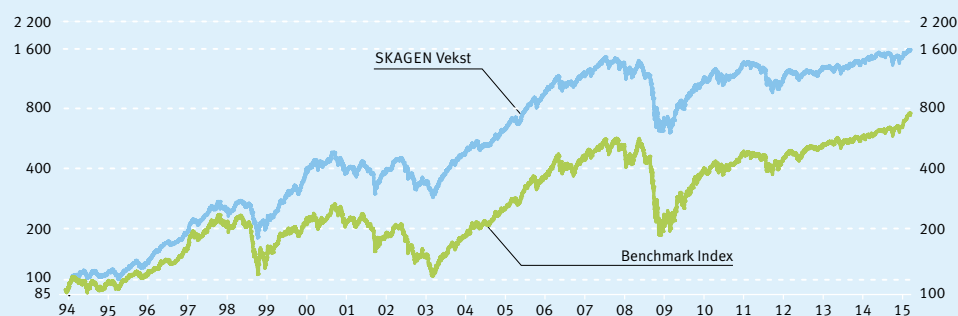


Morningstar kvantitativ:

★★★

Fondens startdato	1. december 1993
Afkast siden lancering	1 930 %
Gennemsnitligt årligt afkast	14,60%
Forvaltningskapital	7 436 mio DK
Antal kendte investorer	72 417
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 Sjøberg, Geir Tjetland, Erik Bergöö, Alexander Stensrud (juniorforvalter, 1 årig kontrakt)

KURSHISTORIK SKAGEN VEKST



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

Værdipapir	Antal	Købsværdi NOK	Markedsværdi NOK	Urealiseret gevinst/tab (i tusinder)	Procentvis fordeling	Børs
ENERGI						
Lundin Petroleum AB	1.820.000	177.567	202.335	24.768	2,34%	Stockholm
Solstad Offshore ASA	1.982.746	99.498	94.974	-4.524	1,10%	Oslo Børs
Ganger Rolf ASA	1.213.817	124.262	71.615	-52.647	0,83%	Oslo Børs
Bonheur ASA	1.192.594	88.117	70.959	-17.158	0,82%	Oslo Børs
Rec Silicon ASA	29.162.486	42.190	68.532	26.342	0,79%	Oslo Børs
GCL-Poly Energy Holdings Ltd	30.000.000	59.320	64.095	4.775	0,74%	Hong Kong
DOF ASA	5.762.213	110.022	47.826	-62.195	0,55%	Oslo Børs
Småposter		256.220	54.045	-202.175	0,63%	
Sum Energi		957.196	674.381	-282.815	7,80%	

MATERIALER						
Norsk Hydro ASA	14.042.679	355.936	595.269	239.334	6,89%	Oslo Børs
Kemira OYJ	462.500	46.621	46.132	-489	0,53%	Helsinki
OCI Co Ltd	39.000	33.003	29.435	-3.568	0,34%	Seoul
Småposter		44.274	19.204	-25.070	0,22%	
Sum Materialer		479.834	690.040	210.206	7,98%	

KAPITALGODER, SERVICE OG TRANSPORT						
Norwegian Air Shuttle ASA	1.551.707	110.583	372.410	261.827	4,31%	Oslo Børs
Koninklijke Philips NV	1.518.075	304.812	347.321	42.509	4,02%	Amsterdam
ABB Ltd	2.000.000	286.086	343.626	57.540	3,98%	Stockholm
Wilh. Wilhelmsen Holding ASA	875.275	62.508	138.293	75.785	1,60%	Oslo Børs
AirAsia Bhd	24.244.100	125.235	125.805	570	1,46%	Kuala Lumpur
FLSmidth & Co A/S	301.000	100.575	109.529	8.955	1,27%	København
Golar LNG Ltd	190.000	58.722	50.733	-7.989	0,59%	NASDAQ
Frontline 2012 Ltd	1.000.000	41.502	42.900	1.398	0,50%	Unotert
Stolt-Nielsen Ltd	323.341	40.097	40.094	-2	0,46%	Oslo Børs
Danieli & Officine Meccaniche SpA	197.000	26.382	26.200	-182	0,30%	Brsaltaliana
Småposter		125.435	56.870	-68.565	0,66%	
Sum Kapitalvarer, service og transport		1.281.937	1.653.782	371.845	19,13%	

CYKLISKE FORBRUGSGODER						
Continental AG	260.000	132.209	497.462	365.253	5,75%	Frankfurt
Kia Motors Corporation	800.000	240.727	263.682	22.955	3,05%	Seoul
Volvo AB	2.500.000	209.578	244.478	34.899	2,83%	Stockholm
Toshiba Corp	6.500.000	177.812	220.890	43.078	2,56%	Tokyo
Nokian Renkaat OYJ	315.898	70.959	76.402	5.443	0,88%	Helsinki
Toto Ltd	550.000	43.403	66.170	22.767	0,77%	Tokyo
Nippon Seiki Co Ltd	273.000	28.148	43.572	15.424	0,50%	Tokyo
Småposter		33.138	9.057	-24.080	0,10%	
Sum Cykliske forbrugsgoder		935.973	1.421.713	485.739	16,45%	

Værdipapir	Antal	Købsværdi NOK	Markedsværdi NOK	Urealiseret gevinst/tab (i tusinder)	Procentvis fordeling	Børs
STABILE FORBRUGSGODER						
Carlsberg AS-B	446.000	273.495	297.269	23.773	3,44%	København
Casino Guichard Perrachon SA	330.000	225.751	235.312	9.561	2,72%	Paris
Oriflame Cosmetics SA-SDR	800.912	103.916	85.967	-17.949	0,99%	Stockholm
Royal Unibrew A/S	45.000	13.935	61.190	47.255	0,71%	København
Sodastream International Ltd	365.000	82.946	58.689	-24.257	0,68%	NASDAQ
Yazicilar Holding AS	689.169	23.544	46.282	22.738	0,54%	Istanbul
Småposter		11.591	140	-11.451	0,00%	
Sum Stabile forbrugsgoder		735.179	784.849	49.670	9,08%	

MEDICIN						
Roche Holding AG-Genusschein	77.438	167.300	173.612	6.312	2,01%	Zürich
Novo Nordisk A/S-B	150.000	32.719	65.356	32.637	0,76%	København
Medi-Stim ASA	1.465.625	18.313	58.625	40.312	0,68%	Oslo Børs
Småposter		25.235	19.107	-6.128	0,22%	
Sum Medicin		243.567	316.701	73.134	3,66%	

BANK OG FINANS						
Citigroup Inc	950.000	337.847	395.206	57.359	4,57%	New York
Danske Bank A/S	1.650.000	184.737	352.077	167.340	4,07%	København
SBI Holdings Inc	1.100.000	92.245	107.948	15.703	1,25%	Tokyo
Tribona AB	2.803.335	92.589	99.950	7.361	1,16%	Stockholm
Sberbank of Russia Pref	11.120.000	160.944	69.926	-91.018	0,81%	Moscow
Korean Reinsurance Co	900.000	30.701	66.941	36.240	0,77%	Seoul
Hitevision AS	793.668	7.193	51.588	44.395	0,60%	Unotert
Norwegian Finans Holding ASA	1.600.000	3.137	44.800	41.663	0,52%	Unotert
Raiffeisen Bank International AG	306.524	69.052	34.992	-34.061	0,40%	Wien
Småposter		6.801	8.894	2.093	0,10%	
Sum Bank og finans		985.246	1.232.322	247.076	14,26%	

INFORMATIONSTEKNOLOGI						
Samsung Electronics Co Ltd Pref	84.000	497.221	676.240	179.019	7,82%	Seoul
SAP SE	545.000	230.275	320.491	90.216	3,71%	Frankfurt
PSI Group ASA	3.796.612	43.431	32.651	-10.780	0,38%	Oslo Børs
Bang & Olufsen A/S	291.332	22.046	21.670	-377	0,25%	København
Småposter		6.980	26	-6.954	0,00%	
Informationsteknologi		799.953	1.051.078	251.125	12,16%	

TELEKOM						
Teliasonera AB	8.600.000	394.451	441.829	47.377	5,11%	Stockholm
Kinnevik Investment AB-B	463.583	103.529	125.027	21.498	1,45%	Stockholm
Sum Telekom		497.981	566.856	68.875	6,56%	

Sum Værdipapirportefølje		6.916.867	8.391.721	1.474.854	97,08%	
Disponibel likviditet			252.315		2,92%	
Sum andelskapital			8.644.036		100,00%	

Basiskurs pr. 31.03.2015
* Tal i 1000 NOK

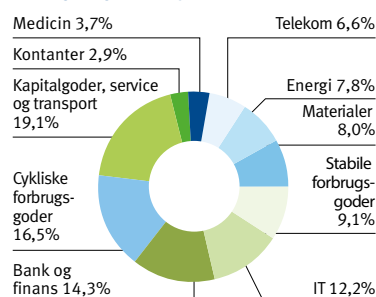


SKAGEN VEKST

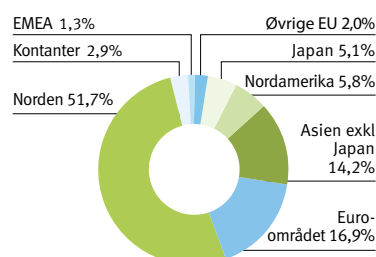
Udforsker den smalle sti til velstand*

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

BRANCHEFORDELING



GEOGRAFISK FORDELING



DE 10 STØRSTE INVESTERINGER

Samsung Electronics Co Ltd	7,82
Norsk Hydro ASA	6,89
Continental AG	5,75
Teliasonera AB	5,11
Citigroup Inc	4,57
Norwegian Air Shuttle AS	4,31
Danske Bank A/S	4,07
Koninklijke Philips NV	4,02
ABB Ltd	3,98
SAP SE	3,71
TOTAL (%)	50,23



SKAGEN m²

En andel i det globale ejendomsmarked.*

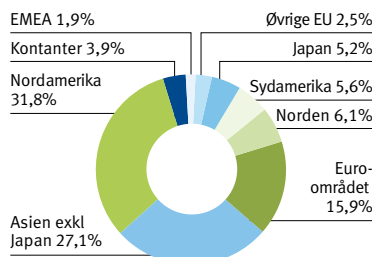
*Arkitekten Ulrik Plesners første tilbygning til Brøndums hotel, 1892. (Udsnit). Af Johan Peter von Wildenradt. Billedet tilhører Skagens Museum.

Risiko

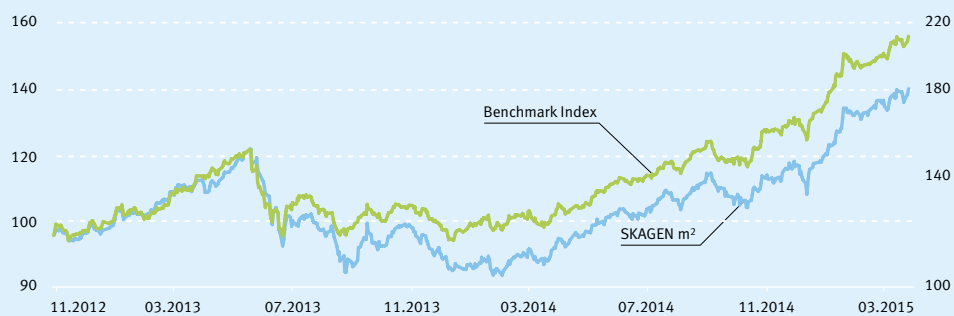


Fondens startdato	31. oktober 2012
Afkast siden lancering	38,00%
Gennemsnitligt årligt afkast	14,30%
Forvaltningskapital	1 257 mio DKK
Antal kendte investorer	8 286
Tegningsprovision	0%
Indløsningsprovision	0%
Forvaltningshonorar	1.5 % pr. år plus/minus variabelt forvaltningshonorar
Mindste handelsstr.	1 stk
Godkendt til markedsføring	Norge, Sverige, Danmark, Finland, Holland, Luxemborg, Island, England, Belgien, Irland og Schweiz
Referenceindeks	MSCI ACWI Real Estate IMI (NOK)
UCITS-fond	Ja
Porteføljeforvalter	Michael Gobitschek og Harald Haukås

GEOGRAFISK FORDELING



KURSHISTORIK SKAGEN m²



Værdipapir	Antal	Købsværdi NOK	Markedsværdi NOK	Urealiseret gevinst/tab (i tusinder)	Procentvis fordeling	Børs
EJENDOMSSKABER INKL REITS						
HCP Inc	162.100	47.508	57.486	9.978	3,97%	New York
General Growth Properties Inc	220.000	36.690	53.037	16.346	3,66%	New York
Brandywine Realty Trust	407.000	41.408	52.966	11.558	3,66%	New York
Global Logistic Properties Ltd	3.347.000	45.748	52.127	6.379	3,60%	Singapore
Columbia Property Trust Inc	240.000	42.150	51.965	9.815	3,59%	New York
Ashford Hospitality Trust	641.000	41.106	50.051	8.945	3,46%	New York
PS Business Parks Inc	69.000	36.927	46.432	9.505	3,21%	New York
Mitsui Fudosan Co Ltd	194.000	38.281	46.009	7.728	3,18%	Tokyo
Apartment Investmet & Management Co	143.000	33.202	45.907	12.705	3,17%	New York
Olav Thon Eiendomsselskap ASA	286.156	34.782	45.642	10.860	3,15%	Oslo Børs
Soho China Ltd	8.258.500	42.370	45.345	2.975	3,13%	Hong Kong
SL Green Realty Corp	40.500	30.040	42.282	12.242	2,92%	New York
CBL & Associates Properties Inc	234.000	31.567	37.485	5.919	2,59%	New York
Melia Hotels International	372.462	30.189	36.902	6.712	2,55%	Madrid
British Land Co Plc	365.000	25.741	36.510	10.769	2,52%	London
Deutsche Wohnen AG	155.000	19.427	32.068	12.641	2,21%	Frankfurt
Mercialys SA	148.471	20.839	30.454	9.615	2,10%	Paris
CA Immobilien Anlagen AG	193.000	25.326	29.250	3.924	2,02%	Wien
Nomura Real Estate Office Fund Inc	735	24.198	28.793	4.595	1,99%	Tokyo
Mapletree Logistics Trust	3.895.242	24.331	28.501	4.170	1,97%	Singapore
Dic Asset AG	353.000	23.701	28.446	4.745	1,96%	Xetra
SM Prime Holdings Inc	7.850.000	21.196	28.279	7.082	1,95%	Philippines
BR Malls Participacoes SA	548.200	27.269	23.702	-3.567	1,64%	Sao Paulo
Ticon Industrial Connection Pcl-Nvdr	6.048.920	22.865	22.606	-259	1,56%	Bangkok
Shangri-La Asia Ltd	2.010.000	20.953	22.282	1.329	1,54%	Hong Kong
First Real Estate Investment Trust	2.692.706	17.566	22.155	4.589	1,53%	Singapore
Westgrund AG	502.106	16.278	22.079	5.801	1,52%	Xetra
Phoenix Mills Ltd	478.945	16.935	22.042	5.107	1,52%	National India
BR Properties SA	661.700	25.341	21.969	-3.371	1,52%	Sao Paulo
Affine SA	129.051	15.331	20.826	5.495	1,44%	Paris
Emlak Konut Gayrimenkul Yatirim Ortakligi AS	2.260.000	18.718	20.688	1.970	1,43%	Istanbul
Bekasi Fajar Industrial Estate Tbk PT	57.806.900	19.828	20.653	826	1,43%	Indonesia
Irsa Sa ADR	125.319	11.432	19.737	8.305	1,36%	New York
Gecina SA	18.000	15.809	19.586	3.777	1,35%	Paris
Entra ASA	216.410	14.974	18.124	3.151	1,25%	Oslo Børs
Vista Land & Lifescapes Inc	11.163.400	10.435	17.290	6.854	1,19%	Philippines
Ashford Inc	15.957	10.639	15.751	5.112	1,09%	New York
Obero Realty Ltd	398.152	10.967	14.597	3.630	1,01%	National India
Shimao Property Holdings Ltd	844.500	12.312	14.315	2.003	0,99%	Hong Kong
Ananda Development PCL-Nvdr	14.915.800	8.824	13.881	5.056	0,96%	Bangkok
CapitaLand Ltd	650.000	10.803	13.676	2.873	0,94%	Singapore
Atrium Ljungberg AB	105.280	10.366	12.984	2.618	0,90%	Stockholm
Ascendas India Trust	2.324.000	9.588	12.293	2.704	0,85%	Singapore
Bumi Serpong Damai PT	9.186.500	8.925	12.082	3.156	0,83%	Indonesia
Citycon Oyj	451.000	10.310	11.746	1.437	0,81%	Helsinki
Unibail-Rodamco SE	4.975	7.980	10.861	2.881	0,75%	Amsterdam
China South City Holdings Ltd	3.870.000	11.834	10.222	-1.612	0,71%	Hong Kong
Summarecon Agung Tbk PT	9.019.400	6.494	9.556	3.062	0,66%	Indonesia
Småposter		3.306	3.432	126	2,32%	
Sum Ejendomsselskaber inkl REITS		1.129.451	1.385.707	256.256	95,66%	

RENTEINSTRUMENTER						
General Shopping Finance	1.000.000	5.429	6.653	1.224	0,46%	Euroclear
Sum Renteinstrumenter		5.429	6.653	1.224	0,46%	
Sum værdipapirportefølje		1.134.880	1.392.360	257.480	96,12%	
Disponibel likviditet			56.157		3,88%	
Sum andelskapital			1.448.517		100,00%	
Basiskurs pr. 31.03.2015			163,7462			

* Tal i 1000 NOK

VÆRDIPAPIRPORTEFØLJE SKAGEN CREDIT PR. 31.03.2015

SKAGEN CREDIT EUR		Antal af andele	EUR	%
SKAGEN Credit	EUR	312.663	4.116.954	99,16
Likviditet			35.004	0,84
Sum andelskapital			4.151.958	100,00

Valutasikringsgrad 96,21 %, ejerandel af SKAGEN Credit 21,19 %.

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						
Værdipapir	Valuta	Forfaldsdato	Pålydende	Kupon	Markedsværdi	Andel af fonden
Talisman Energy Inc	GBP	05.12.2017	500.000	6,63	6.845.191	4,06
Gazprom OAO Via Gaz Capital SA	USD	11.04.2018	700.000	8,15	6.132.476	3,63
Noble Group Ltd	USD	29.01.2020	650.000	6,75	5.549.073	3,29
Petrobras International Finance Co	USD	01.03.2018	700.000	5,88	5.468.712	3,24
Seadrill Ltd	USD	15.09.2017	700.000	6,13	4.821.531	2,86
Sum Energi					28.816.983	17,07
SSAB AB	EUR	10.04.2019	700.000	3,88	6.448.885	3,82
Braskem Finance Ltd	USD	15.04.2021	775.000	5,75	6.117.078	3,62
Lafarge SA	EUR	13.04.2018	400.000	6,25	4.152.188	2,46
Glencore Funding LLC	USD	29.04.2019	475.000	3,13	3.984.761	2,36
Glencore Canada Financial Corp	GBP	27.05.2020	200.000	7,38	3.073.734	1,82
Sum Materialer					23.776.646	14,09
Color Group AS	NOK	18.09.2019	6.000.000	6,54	5.959.180	3,53
Stena AB	EUR	01.02.2019	620.000	5,88	5.868.510	3,48
Norwegian Air Shuttle AS	NOK	03.07.2017	5.000.000	5,23	4.894.915	2,90
Bombardier Inc	EUR	17.05.2021	500.000	6,13	4.735.651	2,81
PostNL NV	GBP	14.08.2018	250.000	7,50	3.682.555	2,18
Heathrow Funding Ltd	GBP	10.09.2018	250.000	6,25	3.523.429	2,09
Frigoglass Finance BV	EUR	15.05.2018	375.000	8,25	2.994.146	1,77
Tallink Group AS	NOK	18.10.2018	2.000.000	6,41	2.048.764	1,21
Bombardier Inc	USD	16.03.2020	200.000	7,75	1.700.839	1,01
Empresas ICA SAB de CV	USD	04.02.2021	100.000	8,90	714.735	0,42
Sum Kapitalgoder, service og transport					36.122.724	21,40
Fiat Finance & Trade SA	EUR	15.03.2018	500.000	6,63	4.910.141	2,91
Levi Strauss & Co	USD	15.05.2020	250.000	7,63	2.169.111	1,29
Sum Cykliske forbrugsgoder					7.079.251	4,19
Safeway Ltd	GBP	10.01.2017	400.000	6,00	5.198.770	3,08
Avon Products Inc	USD	01.03.2019	400.000	6,50	3.244.125	1,92
Cosan Luxembourg SA	USD	14.03.2023	300.000	5,00	2.153.460	1,28
Sum Stabile forbrugsgoder					10.596.355	6,28
Bank of Baroda - London	USD	23.07.2019	750.000	4,88	6.602.958	3,91
Amlin Plc	GBP	18.12.2026	450.000	6,50	5.736.332	3,40
Danske Bank AS	GBP	29.09.2021	400.000	5,38	5.259.385	3,12
Tyrkiye Halk Bankasi AS	USD	19.07.2017	550.000	4,88	4.616.313	2,74
Akbank TAS	USD	24.10.2017	400.000	3,88	3.317.235	1,97
Diamond Bank Plc	USD	21.05.2019	400.000	8,75	2.735.355	1,62
Akbank TAS	USD	09.03.2018	300.000	6,50	2.613.240	1,55
American Tower Corp	USD	15.02.2019	200.000	3,40	1.684.248	1,00
Sum Bank og finans					32.565.066	19,30
Nokia OYJ	EUR	04.02.2019	300.000	6,75	3.157.694	1,87
Rolta Americas LLC	USD	24.07.2019	200.000	8,88	1.582.887	0,94
Sum Informationsteknologi					4.740.581	2,81
VimpelCom Holdings BV	USD	01.03.2022	550.000	7,50	4.291.193	2,54
Bharti Airtel International Netherlands BV	EUR	10.12.2018	400.000	4,00	3.827.983	2,27
Sum Telekom					8.119.176	4,81
EP Energy AS	EUR	01.11.2019	575.000	5,88	5.843.747	3,46
EDP Finance BV	USD	01.10.2019	550.000	4,90	4.860.481	2,88
EDP Finance BV	EUR	21.09.2017	175.000	5,75	1.746.395	1,03
Sum Nyttetjenester					12.450.622	7,38
SUM VÆRDIPAPIRPORTEFØLJE						97,33
Derivativer*						
IRS USD 20190820	USD	20.08.2019	2.000.000		-233.290	-0,13
IRS USD 20180620	USD	20.06.2018	3.500.000		-372.525	-0,22
IRS GBP 20180129	GBP	29.01.2018	1.200.000		-375.850	-0,22
IRS EUR 20180620	EUR	20.06.2018	3.000.000		-419.955	-0,24
Sum Derivater					-1.401.620	-0,83
Likviditet					5.907.103	3,50
SUM ANDELSKAPITAL						100

Basiskurs pr. 31.03.2015 9,8981 EUR



SKAGEN CREDIT EUR

*Plukker de bedste virksomhedsobligationer fra den globale frugthave**

SKAGEN Credit 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	4 millioner EUR
Antal kendte investorer	26
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 Middelthun

Bemærk at alle data er i EUR.



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 investere i globale obligationer og som har mindst 12 måneders investeringshorisont. Investorer bør have tolerance for valuta-
svingninger. Fondens basisvaluta er EURO.**

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



Morningstar

★★★★★

Fondens startdato	29. september 2006
Afkast siden lancering	80,61%
Gennemsnitligt årligt afkast	7,20%
Forvaltningskapital	1 mio DKK
Antal kendte investorer	2 859
Tegningsprovision	0 %
Indløsningsprovision	0 %
Forvaltningshonorar	0,8 % per år
Mindste handelsstr.	1 styk
Godkendt til markedsføring	Norge, Sverige, Danmark, Finland, Luxemborg, Island, England, Belgien og Schweiz
Referenceindeks	J.P. Morgans GBI Broad Unhedged Index
UCITS-fond	Ja
Porteføljeforvalter	Torgeir Høyen, Jane Tvedt

Værdipapir	Forfalds- dato	Kupon	Nomineit (i tusinder)	Kostpris (i tusinder)	Markeds- kurs	Vedhæn- ningsrente (i tusinder)	Markeds- værdi (i tusinder)	Markeds- værdi med vedhæn- ningsrente (i tusinder)	Urealiseret gevinst/tab (i tusinder)	Andel af fonden
STATSOBLIGATIONER										
Brazilian Government	10.01.2028	10,25	20.400	58.683	269,53	1.184	54.985	56.168	-3.699	3,88%
Chilean Government	05.08.2020	5,50	4.410.000	54.659	1,37	487	60.536	61.022	5.876	4,21%
European Bank Recon & Dev	17.06.2015	0,50	43.000	41.462	130,94	221	56.303	56.524	14.841	3,90%
Colombian Government	14.04.2021	7,75	13.400.000	48.232	0,35	3.106	46.481	49.587	-1.751	3,42%
Italian Government	02.02.2037	4,00	10.065	89.559	1.174,18	560	118.182	118.742	28.623	8,20%
Croatia Government International Bond	30.05.2022	3,87	6.700	60.280	914,97	1.890	61.303	63.193	1.023	4,36%
Portugese Government	15.10.2025	2,87	14.000	130.953	965,97	670	135.236	135.906	4.283	9,39%
Slovenia Government	30.03.2026	5,12	7.200	59.705	1.214,99	9	87.479	87.488	27.774	6,04%
Spanish Government	30.04.2025	1,60	6.000	53.355	898,49	144	53.909	54.053	555	3,73%
European Bank Recon & Dev	03.03.2016	6,00	270.000	31.395	12,93	160	34.904	35.064	3.508	2,42%
European Bank Recon & Dev	28.05.2015	5,00	445.000	46.285	12,91	2.423	57.469	59.892	11.184	4,14%
Mexican Government	20.11.2036	10,00	40.000	24.368	74,59	593	29.837	30.430	5.469	2,10%
New Zealand Government	17.04.2023	5,50	8.000	54.358	700,73	1.219	56.058	57.278	1.701	3,96%
Peruvian Government	12.08.2037	6,90	18.000	41.063	267,94	421	48.229	48.650	7.166	3,36%
Turkish Government	08.03.2023	7,10	26.250	71.311	288,81	204	75.813	76.017	4.501	5,25%
Lithuanian Government	01.02.2022	6,62	5.500	42.570	1.009,47	491	55.521	56.012	12.951	3,87%
US Government	01.06.2015	0,25	21.800	140.994	809,31	147	176.431	176.577	35.437	12,20%
US Government	31.08.2016	0,50	22.650	146.169	810,04	81	183.474	183.555	37.306	12,68%
Sum Værdipapirportefølje				1.195.403		14.009	1.392.150	1.406.159	196.747	97,12%
Disponibel likviditet				40.374			41.700	41.700	1.325	2,88%
TOTAL				1.235.777		14.009	1.433.849	1.447.858	198.072	100,00%

Nøgletal portefølje

Effektiv underliggende afkast	3,36%
Effektiv afkast til kunder*	2,56%
Rentefølsomhed**	5,35

* 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. 31.03.2015

Hvor der ikke eksisterer "market-maker" kurser, er obligationer og eventuelle certifikater prisen fastsat mod den gældende rentekurve på tidspunktet for opgørelsen.

Andelskurs pr. 31.03.2015 138,6816

SKAGENS porteføljeforvaltere



Erik
Bergöö

Beate
Bredeesen

Søren Milo
Christensen



Jonas
Edholm

Cathrine
Gether

Elisabeth
Gausel



Knut Gezelius

Michael
Gobitschek

Harald Haukås



Torgeir Høyen

Hilde Jenssen

Erik Landgraff



Knut Harald
Nilsson

Tomas N.
Middelthun

Ola Sjöstrand



Chris-Tommy
Simonsen

Alexander
Stensrud
(junior forvalter)

Kristoffer
Stensrud



Ole Sjøberg

Geir Tjetland

Jane Tvedt



Filip
Weintraub

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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



De ansatte på kontoret
i København

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

SKAGEN i Danmark

Kundeservice er åben mandag til fredag klokken 9-17.

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

Hovedkontor

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

Redaktion:

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

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

Forsidefoto: *To danske orlogsskibe ud for Hornbæk*, 1889. AF Carl Locher, en af Skagenmalerne. Billedet tilhører Skagens Museum.

■ Hjemmemarked
■ Internationalt marked
■ Markedsføringstilladelse