

PORTFÖLJFÖRVALTARNAS BERÄTTELSE SIDAN 27:

Uppgång med tillväxtmarknader

Pessimisterna tog fel. Med tillväxtmarknaderna i förarsätet blev den globala tillväxten solida fem procent under 2010. Aktiefondspararna kunde glädja sig över ännu ett bra år, även de som investerade i ett skuldyngt land som USA.

14

Idémakaren

Portföljerna är fulla av mer eller mindre kända företag. Kristoffer Stensrud berättar hur han hittar dem.

16

Tankens makt

När alla följer flocken kan de som går egna vägar lyckas på egen hand.

20

Bubblor i tillväxt?

Strömmen av investerare som söker sig till tillväxtmarknaderna kan på sikt leda till bubbeltendenser.

22

Inflationsfaran ökar

Konsekvenserna för världsekonomin och våra fonder vid stigande inflation.

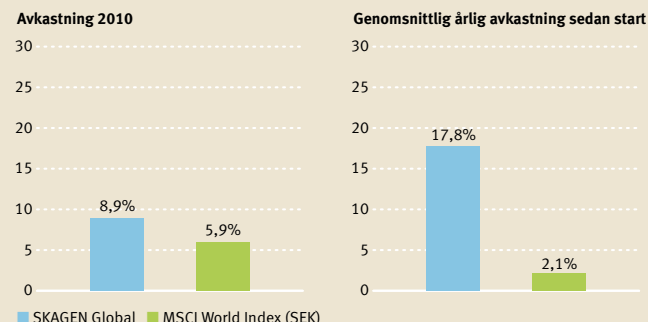


Bra till slut

Trots oroliga marknader under första halvåret har de flesta av SKAGENs fonder givit bättre avkastning än sina respektive jämförelseindex. SKAGEN Global och SKAGEN Kon-Tiki slog sina jämförelseindex och SKAGEN Vekst hamnade något bakom sitt jämförelseindex. Obligationsfonden SKAGEN Tellus steg med 17,2 procent mätt i sin denomineringsvaluta, euro. Mätt i svenska kronor blev avkastningen 2,53 procent.

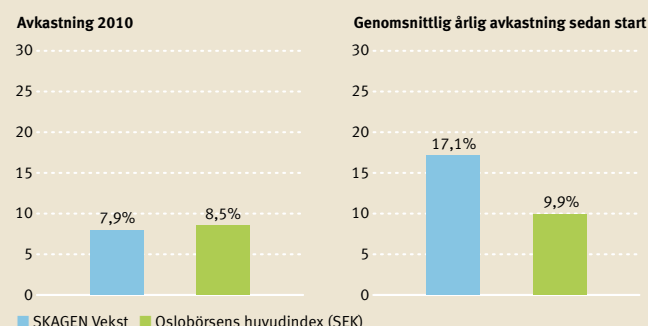
SKAGEN GLOBAL

Förvaltare: Kristian Falnes Start: 7 augusti 1997



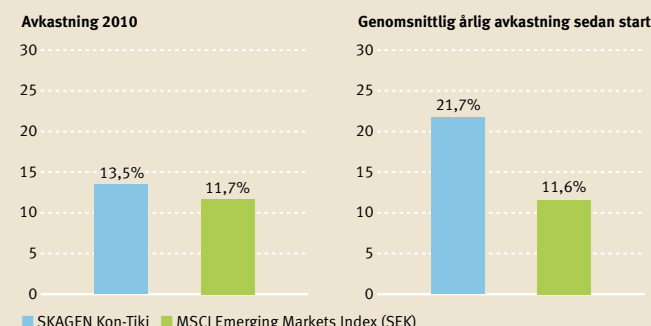
SKAGEN VEKST

Förvaltare: Beate Bredesen Start: 1 december 1993



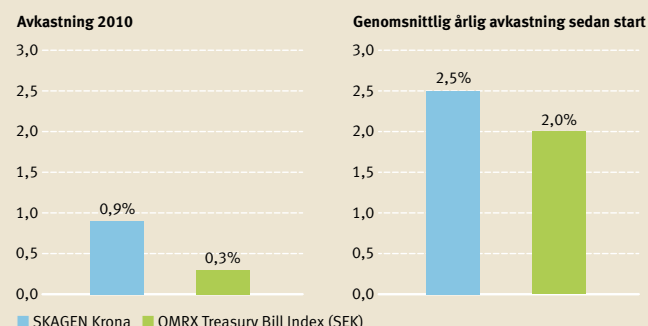
SKAGEN KON-TIKI

Förvaltare: Kristoffer C. Stensrud Start: 5 april 2002



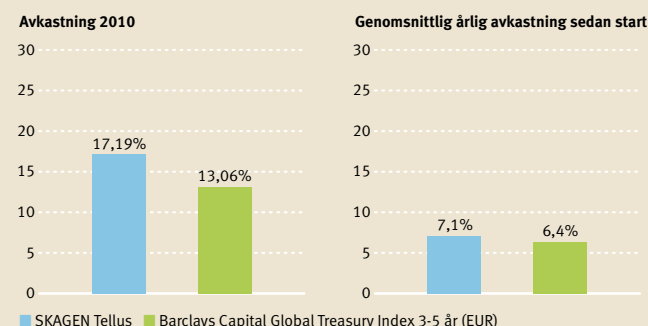
SKAGEN KRONA

Förvaltare: Ola Sjöstrand Start: 29 juni 2007



SKAGEN TELLUS

Förvaltare: Torgeir Høyen Start: 29 september 2006



Avkastningstalen i den ursprungliga norska årsrapporten är mätta i norska kronor. I denna översatta version är avkastningstal i svenska kronor förutom i årbokslutet, de generella noterna, styrelsens berättelse eller där det anges att avkastningstalen är i norska kronor eller i annan valuta. Information om fonderna SKAGEN Avkastning, SKAGEN Høyrente och SKAGEN Høyrente Institusjon tas ej med fullständigt i den svenska versionen av årsrapporten eftersom dessa fonder ej marknadsförs på den

svenska marknaden. Årsrapporten är ursprungligen gjord på norska. Detta är en översatt och bearbetad version som publiceras med reservation för eventuella fel och brister. I fall det råder konflikt mellan de svenska och norska versionerna är det den norska årsrapporten som gäller, denna finns tillgänglig på www.skagenfondene.no

SKAGEN FONDER
ÅRSRAPPORT 2010

SKAGEN Fonder är en ledande nordisk fondförvaltare. Företaget grundades 1993 i Stavanger och är sedan 2005 Norges största aktiefondförvaltare. SKAGEN Fonder etablerade en filial i Sverige 2004 och har kontor i Stockholm och Göteborg. SKAGEN Fonder utsågs till Årets Fondbolag av Privata Affärer i januari 2010.

Besöksadresser

Drottninggatan 86, 111 36 Stockholm
Drottninggatan 31, 411 14 Göteborg
Tel: 0200-11 22 60
Fax: 08-555 979 48
kundservice@skagenfonder.se
www.skagenfonder.se
www.facebook.com/skagenfonder

Postadress

Box 11, 101 20 Stockholm

Redaktion

Margrethe Vika, ansvarig redaktör
Michael Metzler, projektledare, redaktör
Tore Bang, fackredaktör
Ole-Christian Tronstad, redaktör
Trygve Meyer, journalist
Christian Jessen, journalist
Parisa Kate Lemaire, journalist

SKAGEN söker efter bästa förmåga att säkerställa att all information i rapporten är korrekt, men vill reservera sig för eventuella fel och utelämnanden. Uttalanden som reflekterar portföljförvaltarens syn är gjorda vid en bestämd tidpunkt – och kan förändras utan varsel.

Rapporten är inte menad att uppfattas som en uppmaning till investeringsbeslut som köp eller försäljning av finansiella instrument. SKAGEN tar inte ansvar för direkta eller indirekta förluster eller utgifter som skylls på användandet av Årsrapporten.

SKAGEN Fonder rekommenderar personer som vill investera i fonderna att ta kontakt med en kvalificerad kundrådgivare.

Foton inlägga: Bloomberg News och SKAGEN Fonders bildarkiv om inget annat är angivet.

Välkommen till årsstämma

Vi önskar fondandelsägare i SKAGEN Fonder välkomna till Stavangers Konserthus onsdagen den 2 mars klockan 18.00 - 21.00. Stämman kommer att sändas på vår norska webbplats, www.skagenfondene.no

Dagordning

1. Val av mötesordförande och två andelsägare för att justera protokollen.
2. Styrelsens årsberättelse
3. Revisionsberättelse
4. Val av styrelseledamot för SKAGEN AS styrelse. Valberedningen föreslår att nuvarande andelsägarvalda styrelseledamot Jan-Henrik Hatlem återväljs med mandat fram till 2013.
5. Val till valberedningen. Styrelsen föreslår att Mette Lundh Håkestad väljs med mandat fram till 2014.
6. Insända frågor från andelsägarna

På valmötet ger var andel en röst. Andelsägare kan röst genom fullmaktshavare. Inga mötesdeltagare kan rösta för mer än 1/3 av samtliga röstar representerade på mötet. Godkänd fullmaktblankett är tillgänglig på www.skagenfondene.no eller genom att kontakta kundservice på telefon 0200-112260. Kom ihåg att ta med legitimation och eventuell registreringsbevis.

En andelsägare har rätt att få dryftat fråga som anmäls skriftligen till styrelsen i förvaltningsbolaget senast en vecka före valmötet hållas. Med undantag av valen kan valmötena inte fatta beslut för fonderna eller förvaltningsbolaget.

Fondsamtal med Einar Lunde

Efter att den formella delen av valmötet berättar investeringsdirektör Kristian Falnes om framtidsutsikterna. Därefter blir det fondsamtal med portföljförvaltare och verkställande direktör Harald Espedal. Andelsägarna får då möjlighet att ställa frågor. Fondsamtalen leds av Einar Lunde som har varit utrikeskorrespondent och nyhetsankare i NRK Dagsrevyn i 40 år.

Närmare information och anmälningsblankett finner du på www.skagenfondene.no eller genom att kontakta Kundservice på 0200-112260. Anmälan ska göras senast 28 februari. Det blir servering av mat och dryck. Mötet är öppet för alla. Ta gärna med vänner och familj som vill höra mer om SKAGEN.

Med vänlig hälsning
Styrelsen i SKAGEN AS



Martin Gjelsvik, Styrelseordförande

INNEHÅLL



Omslag: Børn ved stranden. Skagen. 1910. Av Einar Hein, en av Skagenmålarna. Bilden tillhör Skagens Museum (beskuren).

- | | |
|--|---|
| <ul style="list-style-type: none"> 2 Avkastningshistorik 4 Ledare – Per Wennberg 5 SKAGEN Fonder, Sverige 6 Ledare – Harald Espedal 8 Priser 10 Står på egna ben 11 Sponsring med mening 12 Varför det är möjligt att slå marknaden 14 Varifrån får vi det? 16 De sista ska bli de första 18 Balanskonst 20 Aktiebubblor på tillväxtmarknaderna 22 Inflation som stötdämpare 24 Aktieinvesteringar i inflationens skugga | <ul style="list-style-type: none"> 26 Portföljförvaltarens berättelse: <ul style="list-style-type: none"> • SKAGEN Vekst • SKAGEN Global • SKAGEN Kon-Tiki • SKAGEN Tellus • SKAGEN Krona 41 Avkastnings- och ris kredovisning 42 Ägarstruktur 43 Styrelsens rapport – Spännande år för andelsägarna 46 Årsbokslut 48 Generella noter 62 Revisionsberättelse |
|--|---|

Bäste andelsägare,

Hälsotillståndet för den svenska ekonomin förbättrades rejält under 2010. Speciellt sett i skenet av de orosmoln som tornade upp sig på många håll i Europa. Vad gäller världsekonomin visade det sig att den svaga tillväxten i mogna ekonomier, som en följd av finanskrisen, balanserades upp av en stark ekonomisk utveckling i tillväxtländer.

Starkare krona och låga räntor

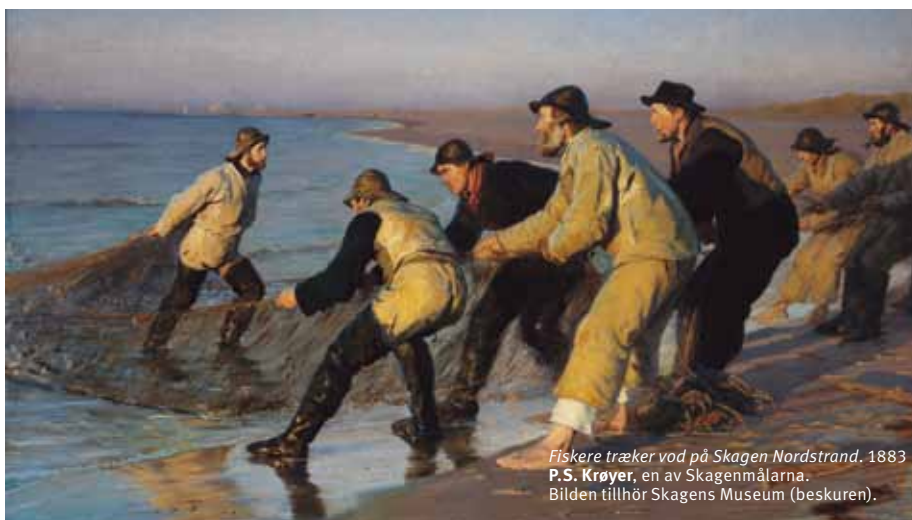
Som en följd av stabiliteten i Sveriges statsfinanser, relativt många andra länder, samt under året påbörjade räntehöjningar, stärktes den svenska kronan kraftigt mot till exempel euron och den amerikanska dollarn. Den lågräntemiljö vi vant oss leva med under de senaste två åren har inneburit minskade lånekostnader men också låga intäkter på säkra svenska ränteplaceringar.

I takt med att ekonomin växer kommer Riksbanken troligen att fortsätta höja räntan under 2011 vilket kommer ge en positiv påverkan för den effektiva ränteavkastningen i vår penningmarknadsfond SKAGEN Krona. Under 2010 var avkastningen i SKAGEN Krona 0,85 procent. Det kan tyckas lågt i absoluta tal, men var klart bättre än jämförelseindex 0,32 procent. Förklaringen till den låga avkastningen beror på det låga ränteläget vid starten av 2010. En fördel med att placera i en penningmarknadsfond med låg avgift istället för att ha det på bankkonto är att en ränteförändring får en direkt påverkan på fondens effektiva ränta. Långt ifrån alla sparkonton som finns justerar räntan på kontot i samma takt som Riksbanken genomför förändringar.

Framgångar för SKAGEN Kon-Tiki

Det är med glädje som vi noterar att SKAGEN Kon-Tiki även nominerades till årets tillväxtmarknadsfond av tidningen Privata Affärer för 2010. Det var sjätte året i rad som fonden nominerades. SKAGEN Kon-Tiki röstades även fram som en av de mest populära av alla fonder på den svenska marknaden av Privata Affärers läsare. Det är ett förtroende som sporrar oss att fortsätta leverera hög riskjusterad avkastning, ge våra kunder god service och bra kommunikation.

Även SKAGEN Global uppmärksammades än en gång då fondens tidigare förvaltare, Filip Weintraub, belönades med en guldstjärna av Dagens industri och Morningstar för förvaltningen av SKAGEN Global. Tidningen konstaterar att SKAGEN Globals värdestegring under förra året var mer än dubbelt så hög som genom-



Fiskere trækker vod på Skagen Nordstrand, 1883
P.S. Krøyer, en av Skagenmålarna.
Bilden tillhör Skagens Museum (beskuren).

snittet i kategorin globalfonder. Detta servi också som en bekräftelse på att SKAGENS placeringsfilosofi och förvaltarteamet bakom fonden har axlat manteln efter Filip Weintraub på ett mycket bra och kompetent sätt.

Beslut i premiepensionsfrågan 2011

Vi på SKAGEN har under flera år arbetat med att hitta en lösning på hur våra kunder skall kunna skyddas mot massflyttar inom premiepensionssystemet. I oktober 2010 skickade vi en skrivelse till Pensionsmyndigheten med förslag till förändringar i premiepensionssystemet. Om förändringar inte genomförs kommer vi att tvingas avnotera samtliga våra fonder hos Pensionsmyndigheten.

Finansdepartementet gav strax innan jul Pensionsmyndigheten i uppdrag att utreda och lämna förslag på hur man skall komma till rätta med de negativa effekterna av massflyttar. Vår förhoppning är att hållbara lösningsförslag kommer att redovisas under våren så att vi kan fortsätta att finnas med i premiepensionssystemet. Vi ber att få återkomma i våra marknadsrapporter,

på vår webb och i vår skriftliga kommunikation med information om SKAGENS framtid i premiepensionssystemet.

Informationsmöten i hela landet

Runtom i landet har en mängd informationsträffar, investerarmässor och andra former av möten genomförts precis som tidigare år. Vår förhoppning är att dessa möten uppskattats av de närmare 7 000 åhörare som vi haft möjlighet att träffa under 2010. Informationsträffar är något vi kommer fortsätta med och vår förhoppning är att det ska bli bra uppslutning på mötena även i år från befintliga kunder men även från andra intresserade. En förteckning över vårens möten finns på nästa sida. Anmäl dig redan idag!

Vi på SKAGEN Fonder önskar alla våra kunder ett innehållsrikt och givande 2011.

Per Wennberg

VD SKAGEN FONDER SVERIGE





INFORMATIONSTRÄFFAR



Ved frokosten. 1883
P.S. Krøyer, en av Skagenmålerne.
Bildet tilhører Skagens Museum (beskuren).

SKAGEN Fonder ordnar informationsträffar ungefär varannan vecka på våra kontor i Stockholm och Göteborg.

Vi håller även möten runt om i landet med jämna mellanrum. Under våra möten berättar vi om vårt utbud av fonder, fondmarknaden och diskuterar frågor som gäller placeringar.

Mer information och anmälan till våra träffar hittar du på www.skagenfonder.se/infotraffar.

Mars		
10	Karlstad	Clarion Hotel Plaza, Västra Torggatan 2
14	Umeå	Umeå Folkets Hus, Vasaplan
15	Umeå	Umeå Folkets Hus, Vasaplan
15	Skellefteå	Scandic Expolaris Center, Kanalgatan 75
16	Piteå	Nolia City Konferens, Olof Palmes gata
16	Lerum	Villa Säfvehöjd, Södra Långvägen/Hammars Backe
22	Västerås	Elite Stadshotellet Västerås, Stora torget 7
22	Eskilstuna	Clarion Collection Hotel Bollinder Munktel, Munktelstorget
23	Uppsala	Clarion Hotel Gillet, Dragarbrunnsgatan 23
24	Linköping	Sky Hotell, Tornbyvägen 1
28	Malmö	Hilton Malmö City, Triangeln 2
29	Kalmar	Calmar Stadshotell, Stortorget 14
29	Karlskrona	First Hotel Statt, Ronnebygatan 37-39
30	Sundsvall	Plats meddelas senare på hemsidan
31	Kungsbacka	Elof Lindälv's Gymnasium, Södra Entrén
April		
5	Helsingborg	Elite Hotel Marina Plaza, Kungstorget 6

STOCKHOLM

Gunnar Ekengren Institutionell försäljning gek@skagenfonder.se	Jonas A Eriksson Kommunikationschef jae@skagenfonder.se	Erik Gebro Kapitalförvaltare ege@skagenfonder.se	Michael Gobitschek Institutionell försäljning meg@skagenfonder.se	Viggo Hanzon Kapitalförvaltare vha@skagenfonder.se	Sofia Hedberg Kapitalförvaltare sh@skagenfonder.se	Gunilla Hessel Administratör gh@skagenfonder.se

STOCKHOLM

Michael Metzler mm@skagenfonder.se	Johan Meyer Account manager för distributörer jm@skagenfonder.se	Johan Oskarsson Kapitalförvaltare jeo@skagenfonder.se	Robert Tylestedt Kapitalförvaltare rt@skagenfonder.se	Fredrik Schkuj IT-support fs@skagenfonder.se	Sara Stjärne Kapitalförvaltare ss@skagenfonder.se	Anna Svensson Kapitalförvaltare as@skagenfonder.se

STOCKHOLM

Joakim Uvegård Affärstöd och compliance ju@skagenfonder.se	Per Wennberg VD pw@skagenfonder.se

GÖTEBORG

Marie Lindebäck Kapitalförvaltare mli@skagenfonder.se	Tommy Taponen Kapitalförvaltare tta@skagenfonder.se	David Persson Kapitalförvaltare dpe@skagenfonder.se

Kontakta oss gärna

Kundservice är bemannat måndag till fredag kl 9 – 17.

Kom gärna in till våra kontor för kundrådgivning med en av våra kapitalförvaltare. Vår besöksadress i Stockholm är Drottninggatan 86 och i Göteborg är det Drottninggatan 31.

Ring oss på 0200-11 22 60 eller skicka e-post till kundservice@skagenfonder.se.

Hopp och tvivel

2010 har varit ett år av tro och tvivel i en tudelad värld, så även för andelsägarna i SKAGENS fonder. Trots skuldkriser och moderat tillväxt i västvärlden har den globala ekonomin vuxit totalt fem procent. När historieböckerna ska skrivas kommer 2010 att ttttgå till historien som ännu ett bra fondår.

I SKAGEN brukar vi råda kunderna att sprida sitt sparande. För 2010 har det varit ett extra bra råd. Det här året har verkligen bevisat vår hypotes om att världen är tudelad sedan några år tillbaka. För när västvärlden har upplevt skuldkriser och moderat tillväxt har tillväxtmarknaderna stått för en betydande del av avkastningen för våra andelsägare. Totalt har våra fonder levererat över 15 miljarder norska kronor i avkastning till andelsägarna, ett resultat som vi är mycket nöjda med.

Svag start

Första halvåret inledde svagt men blev därefter starkare under andra halvåret. Facit för året visar att både SKAGEN Global och SKAGEN Kon-Tiki överträffade sina respektive jämförelseindex med god marginal, medan SKAGEN Vekst hamnade strax under sitt. SKAGEN Global levererade 8,9 procent avkastning till andelsägarna jämfört med jämförelseindex 5,9 procent. Tillväxtmarknadsfonden SKAGEN Kon-Tiki uppnådde 13,5 procent jämfört med tillväxtmarknadsindexets 11,7 procent. SKAGEN Vekst nådde inte ända fram, med en avkastning på 7,9 procent jämfört med jämförelseindex 8,5 procent.

På räntesidan hade obligationsfonden SKAGEN Tellus ett strålände år. Mätt i fondens basvaluta euro uppnådde fonden 17,2 procent jämfört med jämförelseindex 13,1 procent. Avkastningen i SKAGEN Avkastning var inte mycket högre än penningmarknadsräntan, 2,8 procent mot jämförelseindexets 4,4 procent, mätt i NOK. Penningmarknadsfonderna SKAGEN Høyrente och SKAGEN Høyrente Institusjon nådde en mycket bra avkastning med tanke på det låga ränteläget, med 2,7 respektive 2,8 procent avkastning, mätt i NOK. Bägge fonderna överträffade penningmarknadsräntan och sina jämförelseindex som båda låg på 2,3 procent i slutet av året, mätt i NOK.

I mars valde portföljförvaltare Filip Weintraub att lämna SKAGEN och starta ett eget fondbolag i Stockholm. I samband med detta drog analys-

företaget Standard & Poor's, i enlighet med föreskrifterna, tillbaka toppbetygen för både SKAGEN Global och SKAGEN Vekst efter förvaltarbytena. Under året har SKAGEN Global fått en respektabel AA-rating medan betyget för SKAGEN Vekst väntas komma i mars 2011.

Det brittiska analysföretaget Citywire har under året korat SKAGEN Global till nummer 8 av 432 fonder i sin klass, och SKAGEN Kon-Tiki till nummer 3 av 75. Dessutom placerar Citywire SKAGEN Kon-Tiki på andraplats bland europeiska tillväxtmarknadsfonder i sin Euro Star-ranking.

Tudelat år

2010 blev ett svagare år än 2009 på grund av något sämre avkastningssiffror. Förvaltningskapitalet ökade från 94,7 miljarder till 110,3 miljarder norska kronor. Det är en ökning på 17 procent, och fördelar sig med 102,6 miljarder kronor i våra tre aktiefonder och med 7,6 miljarder i våra räntefonder.

Även i detta fall har vi upplevt en tudelning. Första halvåret nettoinlöste kunderna två miljarder norska kronor från fonderna, detta av två orsaker. För det första på grund av osäkerheten som norska institutionella kunder och PPM-rådgivare upplevde efter att Filip Weintraub slutat. Den andra orsaken var marknadsoron i maj och juni.

Det är glädjande att konstatera att SKAGEN Global slagit världsindex med dryga sex procentenheter sedan Kristian Falnes tog över som huvudförvaltare under mars.

Under andra halvåret vände det och 2010 avslutades med en nettoteckning på 200 miljoner norska kronor. Detta är mindre än tidigare år. Aktiefonderna hade nettoköp på 343 miljoner kronor medan räntefonderna hade en nettoförsäljning på 151 miljoner kronor. Om vi granskar siffrorna närmare hittar vi flera ljuspunkter. De största bidragen förra året kom från den nederländska marknaden, 1 850 miljoner norska kronor, och hemmamarknaden Danmark bidrog med 1 100 miljoner norska kronor.

Ändring efterlyses

För första gången var det nettoförsäljningar från den svenska marknaden. Detta berodde enbart på den svenska premiepensionsmyndigheten (PPM). Utöver detta var det god tillväxt på den svenska marknaden. I fjol efterlyste vi ändringar i det svenska pensionssystemet för att förhindra stora in- och utflöden i fonderna med kort tidsperspektiv, så kallade massflyttar. Vi har under en längre tid märkt en ökad handel inom PPM förknippad med svenska rådgivningsbolag. Dessa massflyttar har nått volymer på upp emot miljardbelopp. SKAGENS fonder är konstruerade för långsiktigt sparande och stora, kortsiktiga flyttströmmar ger konsekvenser oavsett om det rör sig om köp- eller försäljning. Konsekvenser i form av administrativt arbete som minskar förvaltarnas tid för analysarbete samt ökade transaktionskostnader. Vi har därför sagt att SKAGEN kommer att avnotera alla sina fonder i premiepensionssystemet om inga åtgärder som kan hindra massflytt har vidtagits före den 1 juni 2011 så att kunder med långsiktigt tidsperspektiv kan få den produkt de förväntar sig.

Amsterdam nästa

Som ett led i vår internationella expansion öppnade vi under året SKAGENS första kontor utanför Skandinavien. I maj var det högtidlig öppning av vårt London-kontor som ligger i West End i närheten av St. James's Palace. Inledningsvis har de tre medarbetarna vid kontoret haft huvudfokus på befintliga kunder i Storbritannien som har över åtta miljarder kronor placerade hos oss.

Expansionen fortsätter även under 2011. Under året kommer vi att öppna ett kontor i Amsterdam för att erbjuda service till nuvarande och nya nederländska kunder.

Tala med oss

En av våra viktigaste målsättningar är att ge kunderna så bra service och uppföljning som möjligt. Under 2010 lanserade vi en rad nya tjänster som vi hoppas ska göra fondsparandet enklare



Fangsten deles. 1885
Viggo Johansen, en av Skagenmålarna.
Bilden tillhör Skagens Museum (beskuren).

År 2010 blev ett bra år för SKAGENS fondandelsägare. Trots att det finns de som hävdar att det är oväder på gång så växte den globala ekonomin med 5 procent i ledning av tillväxtmarknaderna.

och informationen kring detta mer tillgänglig. Ett av de största projekten har varit att lansera nya webbsidor på flera språk för SKAGENS marknadsområden. Avsikten är att öka tillgängligheten så att kunderna får fler kanaler för att söka svar på sina frågor och enkla tjänster för att handla fondandelar. För människor som ständigt är i farten har vi utvecklat webbtjänster för flera mobilplattformar.

Bland annat har vi gjort det enklare att ingå sparavtal och ge bort fondandelar i present med E-legitimation. Nu kan du använda samma inloggning som du använder till diverse nättjänster för att enkelt teckna sparavtal och gåvobrev med bara ett par klick. Du kan naturligtvis också använda E-legitimation för att logga in dig på nättjänsten «Mitt konto». SKAGEN var bland de första

fondförvaltarna att börja använda E-legitimation och kommer att fortsätta att utveckla tjänster som gör det enklare för kunderna att få överblick över sina fondandelar.

Många föredrar att tala med oss direkt, ansikte mot ansikte eller på telefon. Det tycker vi är väldigt trevligt och alla kunder är välkomna att ringa oss på telefon 0200-11 2260 eller besöka ett av våra kontor. Du hittar adresser och kartor på våra nya webbsidor.

Väljer optimism

Det saknas inte orosmoln i utsikterna för 2011. Faror som skuldkrisen i Sydeuropa och inflationsrisken på tillväxtmarknaderna kvarstår. Ändå väljer vi att vara optimistiska så här i starten på 2011 med utsikter på god global tillväxt och fortsatt

förhållandevis låga räntor. Värderingen på aktie marknaden totalt sett är måttlig och i våra fonder har vi lyckats finna aktier som är betydligt lägre värderade än marknaderna generellt.

Det fina med en tudelad värld är att det finns utrymme för flera tankar samtidigt. Dysta utsikter i en sektor kan uppvägas av ljusare i en annan. Världen är sällan så svartvit som pessimisterna vill ha det till.

Harald Espedal

VERKSTÄLLANDE DIREKTÖR





Priser

Våra fonder och förvaltare har mottagit en rad priser och utmärkelser för genomgående goda resultat under 2010.

Värdesatt av Lipper

Totalt vann SKAGENs tre aktiefonder 13 Lipper-priser i olika kategorier och ceremonier i olika delar av Europa i början av året.

Lipper delar ut priser till fondförvaltare i en rad regioner i världen. SKAGEN mottog Lipper Awards för prestationerna i Norden, Nederländerna, Europa och för andra gången i Storbritannien. SKAGEN Global fick priset för bästa globalfond vid samtliga ceremonier på nämnda platser för prestationerna de senaste fem och tio åren. SKAGEN Kon-Tiki fick priset som bästa tillväxtmarknadsfond för den senaste femårsperioden vid samtliga ceremonier.

Tog den gyllene oxen vid hornen

I november blev SKAGEN Kon-Tiki vald till bästa fond vid en omröstning under den nederländska prisutdelningen av *De Gouden Stier*, den gyllene oxen. Detta är tredje året i följd som SKAGEN har vunnit priser vid denna prestigefyllda prisutdelning.

SKAGEN har varit aktiva i den holländska marknaden sedan 2006 och har både privata- och institutionella kunder.

På topp i ny rangordning

Den oberoende brittiska analysbyrån Citywire har börjat att ranka fondförvaltare vars fonder finns tillgängliga på fler än en europeisk marknad.

Citywire rangordnar SKAGEN Global som nummer 8 av 453 globala aktiefonder och SKAGEN Kon-Tiki som nummer 3 av 80 tillväxtmarknadsfonder, baserat på förvaltarnas resultat de senaste fem åren. För mer information tabellen brevid.

Hög ranking i Danmark

SKAGEN rangordnades som nummer två i den danska marknaden i det årliga korandet utfört av analysföretaget Dansk Aktieanalyse och tidningen Jyllands-Posten. SKAGEN blev rangordnat som nummer ett under 2007 och 2009 och nummer två under 2008 och 2010, inga danska för-

valtare har uppnått så stabila resultat. Rangordningen sker efter en grundlig analys av resultaten för alla aktiefonder i Danmark, på kort och lång sikt.

Ny S&P-rating för SKAGEN Global

Efter förvaltarbytena i mars blev både SKAGEN Global och SKAGEN Vekst satta under utvärdering av analysföretaget Standard & Poor's, S&P. Efter det har S&P gått igenom förvaltningen av bägge fonderna grundligt och givit teamet bakom SKAGEN Global en AA-rating.

För SKAGEN Vekst valde S&P att upprätthålla TR-ratingen, Tenure Review, till dess att förvaltarna har 12 månaders relevant erfarenhet. SKAGEN Vekst får därför sin utvärdering gjord under mars 2011. Vår tredje aktiefond, SKAGEN Kon-Tiki stod fast vid sin AAA-rating i år.

SKAGEN Kon-Tiki blev rankat som nummer 22 av 563 tillväxtmarknadsfonder i slutet av 2010 för resultaten de senaste fem åren. SKAGEN Global och SKAGEN Vekst, som klassificeras som globala fonder enligt S&P-standarden, rangerades som 59 respektive 38 av 2925 globala aktiefonder vid slutet av 2010.

Toppbetyg från Morningstar

SKAGENs aktiefonder har fått kvalitativa bedömningar från den internationella fondanalysföretaget Morningstar. De rangordnar de tre fonderna på följande vis: *Superior* till SKAGEN Kon-Tiki, *Elit* till SKAGEN Global och *Standard* till SKAGEN Vekst.

I Morningstars kvantitativa bedömning har den globala obligationsfonden SKAGEN Tellus fått fem stjärnor, det placerar fonden bland de tio bästa i sin kategori.

Rangordningen är primärt baserad på fondens avkastning i förhållande till risken senaste tre åren. Morningstars betygsskala är en till fem stjärnor, där fem är bäst.

Aktiefonderna SKAGEN Global och SKAGEN Kon-Tiki har dessutom fått fem stjärnor av Morningstar, medan SKAGEN Vekst tilldelats fyra stjärnor.

Svenska priser

SKAGEN Kon-Tiki nominerades till bästa tillväxtmarknadsfond av affärstidningen Privata Affärer. Fonden blev även framröstad av Privata Affärers läsare som den näst mest populära fonden på svenska marknaden.

Fondranking	SKAGEN Vekst	SKAGEN Global	SKAGEN Kon-Tiki	SKAGEN Tellus
Standard & Poor's (AAA = Bästa kvalitativa rating)	TR (Tenure Review)	AA	AAA	
Morningstar Rating* (5 = Bästa kvantitativa rating)	★★★★	★★★★★	★★★★★	★★★★★
Morningstar Kvalitativ Rating	Standard	Superior	Elite	
Wassum (5 = Bästa kvantitativa rating)				
Citywire (5 års period) Portföljförvaltar-rating (dec-2010)		Nr. 8 av 453	Nr. 3 av 80	
Lipper Funds Awards	Nordics 2009: Bästa fond 10 år Aktiefond Norge	Europe 2010: Bästa fond 10 år Aktiefond globalt	Europe 2010: Bästa fond 5 år Aktiefond tillväxtmarknader	



Et høveselskab, 1904
Michael Acher, en av Skagenmålarna.
Bilden tillhör Skagens Museum (beskuren).

Alltid
kostnadsfri
rådgivning hos
SKAGEN Fonder

ERBJUDANDE TILL SKAGENS DIREKTKUNDER:

Rekrytera en kund och bli belönad

Du och din vän får boken "Investera som mästarna" och en fondandel i räntefonden SKAGEN Krona.

Alla direktkunder som får en vän att öppna ett konto och starta upp ett månadssparande i någon av våra aktiefonder på minst 500 kr i månaden får boken 'Investera som mästarna' och en fondandel i räntefonden SKAGEN Krona, värde cirka 289 kronor.*

Erbjudandet gäller fram till den 1 april 2011 och blanketten ska märkas med texten "Erbjudande direktkund" samt namn och telefonnummer på den som rekryterat kunden. Startar din vän månadssparande via e-legitimation skickar han/hon ett meddelande till kundservice@skagenfonder.se eller ringer kundservice på 0200-11 22 60 med information om vem som värvat.

* Erbjudandet omfattar, vid start av månadssparande på minst 500 kr i någon av våra aktiefonder direkt hos SKAGEN Fonder, boken "Investera som mästarna" (värde ca 289 kr) och en fondandel i korträntefonden SKAGEN Krona (Värde cirka 100 kr). Både den som värvat och den som startar månadssparandet omfattas av erbjudandet. Eventuell skatt betalas av andelsägaren.

Lär dig placera som proffsen



» **Investera som mästarna** guidar dig bland sjutton utvalda, starka personligheter och deras placeringsmodeller. Boken försöker finna svar på om det finns gemensamma drag bland några av de största placerarna genom tiderna: Warren Buffett, George Soros, Peter Lynch och SKAGENS egen förvaltare Kristoffer Stensrud för att nämna några.

Ett alternativ till bankkonto



» **SKAGEN Krona** är en penningmarknadsfond som placerar i svenska räntebärande omsättningsbara värdepapper och/eller penningmarknadsinstrument utställda eller garanterade av svenska staten, kommuner, finansinstitut eller andra företag. Huvudförvaltare för fonden är Ola Sjöstrand.

Om du har några frågor kring detta erbjudande eller om du vill diskutera fondsparande kan du kontakta våra rådgivare på telefon **0200-11 22 60** eller e-post kundservice@skagenfonder.se.

Konsten att använda sunt förnuft



Står på egna ben

Etiska riktlinjer försöker ge svar på frågor som: vad är bra? Vad är rätt? Hur bör man bete sig? I förvaltningen av SKAGENS fonder anser vi att de bästa etiska bedömningarna görs grundade på en oberoende analysprocess för att ta de rätta besluten å kundernas vägnar.

SKAGEN är en aktiv förvaltare och har en tydlig målsättning att uppnå bästa möjliga riskjusterade avkastning. Fonderna har breda investeringsmandat och är, i motsats till indexfonder, inte bundna av att göra investeringar knutna till bestämda länder eller regioner, till en förhållningsdefinierad branschfördelning eller en viss viktning. Förvaltarna gör egna analyser och värderingar i linje med SKAGENS investeringsfilosofi och handplockar ett fåtal företag från fondens globala placeringssfär.

SKAGENS etiska riktlinjer är en aktiv del av fondförvaltningen och är därför praktisk och verksamhetsinriktad. De etiska bedömningarna är integrerade i riskanalysen för var och en av fondernas investeringar. Vi ställer krav på att investeringsbeslutet inkluderar etiska bedömningar, men marknadsför inga etiska fonder.

Oberoende analys

Under de senaste åren har kunder och andra undrat varför vi inte ansluter oss till globala etiska normer som UNPRI och FNs *Global Compact*, eller följer de etiska värderingar som görs i *Statens Pensionsfond, Utland* (oljefonden). Även om det kan vara besvärligt att inte följa samma etiska normer anser vi att våra egna riktlinjer är minst lika strikta som andras.

SKAGEN har ingen önskan att använda en stämpel med UNPRI eller liknande för sina etiska bedömningar utan menar att analyserna står på egna ben. De etiska riktlinjerna är kortfattade och enkla eftersom SKAGEN har ambitionen att vara oberoende och neutral i analysprocessen.

Våra etiska riktlinjer innehåller några absoluta principer:

”Vi investerar inte i företag som medvetet bryter mot grundläggande mänskliga rättigheter eller skadar lokalbefolkningen, miljön eller det valda styrelseskicket i de länder där företaget är verksamt.”

Brott mot denna princip accepteras inte i något fall. De flesta etiska dilemman vi tar ställning till har en eller annan form av ekonomisk prislapp.

Den situationsbaserade principen slår fast att:

”Vi tar ingen onödigt ekonomisk risk att investera i företag som genom sin verksamhet kan ådra sig betydande åtaganden eller förlust genom att skada människors hälsa, medvetet bryta mot lagar och regler och/eller begå miljöbrott.”

I våra företagsanalyser försöker vi identifiera vad som kan reducera andelsägarnas riskjusterade avkastning. SKAGEN måste ha kunskap om bolagets kärnverksamhet och känna till viktiga förhållanden som kan påverka företagets ekonomiska ställning eller anseende. Det är inte önskvärt att investera i företag som tar på sig väsentliga eller oönskade förpliktelser knutna till hälsa, miljö eller samhälle.

SKAGEN anser att företag med tobak, pornografi eller *gambling* som huvudverksamhet är riskfyllda. Företag i sådana branscher har vanligen god lönsamhet, men är exponerade för verksamhetsrisker och ibland också ersättningskrav. Dessutom tror vi att samhället i allt högre grad kommer att skydda sig mot sådan verksamhet, genom stadigt strängare lagstiftning.

Toleransnivå

Toleransen för väsentlig risk kan variera. Vi kan inte garantera att SKAGEN känner till allt som rör ett företags etiska uppförande. Varje sak måste värderas utifrån sin specifika karaktär och tidpunkten för bedömningen.

Om det uppstår problem, värderar vi de faktiska förhållandena och försöker att belysa alla relevanta sidor av saken. En annan viktig princip för SKAGEN är att vid ”bedömning av företag i etiska sammanhang låta deras intentioner och planer väga tyngre än företagets historia”.

« Vi tar ingen onödigt ekonomisk risk att investera i företag som genom sin verksamhet kan ådra sig betydande åtaganden eller förlust genom att skada människors hälsa, medvetet bryta mot lagar och regler och/eller begå miljöbrott. »



Portföljförvaltarna håller ett vaket öga för etiska problemställningar och är medvetna om rollen som andelsägarnas förtroendemän.

Vi använder alla tillgängliga källor (rådgivare, organisationer och media) för att samla in information, men drar slutsatser grundade på egna bedömningar. Ny information undersöks, diskuteras och utvärderas grundligt. Det finns ingen definitiv tidsfrist för eventuell utförsäljning eftersom varje situation är unik.

Om vi upptäcker att fonderna investerar i företag som trots intentionerna bryter mot etiska riktlinjer skall fondernas aktieinnehav säljas, förutsatt att det går att genomföra på ett sätt som inte förverkar värden för andelsägarna.

Målet är att undvika att investera i företag som agerar oetiskt. Sedan 1993 har vi haft ett exempel då vi sålt ut ett aktieinnehav till följd av en etisk frågeställning. SKAGEN Vekst sålde posten i det svenska oljebolaget Lundin Oil år 2001 efter att det blivit känt att företaget varit inblandat i finansiering av inbördeskriget i Sudan.

Portföljförvaltarna har ett vakande öga på etiska problem när de investerar och är medvetna om det ansvar som kundernas förtroende medför. Vi lägger därför ned tid på att värdera all information och göra välgrundade analyser för att göra ett urval av företag som ger god riskjusterad avkastning och inte riskerar att förverka värden för andelsägarna.

Sponsring med mening

SKAGEN är en kulturdriven organisation där värde skapas genom medarbetarnas kunskaper, erfarenheter och inställning. För oss är det viktigt att ta samhällsansvar och att göra det på ett sätt som skapar ett genuint engagemang bland medarbetarna.

– Vårt jobb är att leva upp till förtroendet vi fått att förvalta kundernas kapital. SKAGEN har under flera år uppnått resultat som kan mäta sig med de bästa i världen. Att förvalta andras pengar förpliktar och vi kan inte behålla kundernas förtroende utan att ha en bra inställning och goda värderingar i botten, säger Harald Espedal, SKAGEN Fonders vd.

Fondbolaget har sedan starten upplevt framgångar och tillväxt med en lojal och växande kundbas i Skandinavien, Storbritannien och andra länder i Europa. Sedan 2006 har vi sponsrat SOS Barnbyar, Läkare utan gränser och Kolibri – Children at Risk Foundation. Alla gör en stor insats och representerar olika sidor av humanitärt arbete. Medlen är öronmärkta för olika geogra-

fiska områden: SOS Barnbyar i Östeuropa, Läkare utan gränser i Afrika och Kolibri i Brasilien. Under 2010 sponsrade vi organisationerna med sammanlagt åtta miljoner kronor.

Utöver detta stöder SKAGEN en rad små och stora projekt, bland annat massidrott och kunskapslyft för barn och unga. Vi uppmanar organisationer och idrottslag att följa med på våra webbsidor och ansöka om sponsorbidrag. Vi samarbetar med Skagens Museum i Danmark och tycker att det är spännande att hitta bra sätt att förmedla de berömda Skagenmålnas konst i vår tid. Nedan följer ett urval av aktiviteter från året som gått. Läs mer på www.skagenfonder.se/Om-oss/Samhallsansvar/



Upplevelser i Preikestolsområdet

Runt 200 glada barn och ungdomar i åldersgruppen 9–18 år deltog i SKAGENS arrangemang vid Preikestolsområdet ifjol. Vi bjöd in till en heldagstur, men föräldrarna fick stanna hemma. Aktivitetsledare från SKAGEN och turistföreningen tog med grupperna runt till olika basläger – fjäll-, träd- och vattenläger – där de fick prova på klättring, hinderlöpning, paddling och mycket mer. SKAGEN är huvudsponsor av fjällstugan i Preikestolen som drivs av Stavangers turistförening.



Cyklar för Läkare utan gränser

Förutom direkt sponsring av Läkare utan gränserns arbete kommer SKAGEN, i juni 2011, att cykla det 94 km långa loppet Nordsjørittet (Egersund-Sandnes) för att skapa uppmärksamhet kring organisationens arbete och samla in extra bidrag till organisationens enastående arbete. För var och en av de cirka hundra kunder och medarbetare som fullföljer loppet sponsrar vi organisationen med 1 500 kronor – samma belopp som de deltagande själva lägger i potten. Christian Jessen och Arild Risanger Sunde, SKAGEN Fonder bredvid Eli Orre, vd för Nordsjørittet 2011.



Den nya SOS-barnbyn i Pskov

– Alldeles före jul stod de första barnen i SOS-barnbyn i Pskov, Ryssland, på tröskeln till det som bokstavligen talat ska bli deras nya framtid. Barn som har levt med våld, alkohol och drogmissbruk ska här få ett tryggt hem, utbildning och möjligheter till att bidra i samhället som vuxna. Sponsorstödet från SKAGEN bidrar därför inte bara till ett tryggt hem för dessa barn och kommande generationer av barn, utan också till samhällsutvecklingen i vårt grannland, säger generalsekreteraren i norska SOS Barnbyar, Svein Grønnern. SOS-barnbyn öppnas officiellt i juni 2011.



Sätter färg på lokalsamhälle

– I Brasilien har de nya Kolibri-äggan skapat mycket hopp, glädje och äkta brasiliansk energi för tusentals barn, unga och deras föräldrar. Vi förändrar ett helt lokalsamhälle.

För vår del är signalvärdet av samarbetet stort när en seriös aktör som SKAGEN stöder vårt arbete. Vi finansieras helt och hållet av privata medel och frivilligt engagemang från näringsliv, skolor, daghem, stiftelser och privatpersoner. Samarbetet har varit en stor inspirationskälla för båda parter, säger Sigve Fjeldtvedt, vd för Kolibri – Children at Risk Foundation.



Nyskapande i Ungt Entreprenørskap Rogaland

Ungt Entreprenørskap (UE) stimulerar barn och ungdomars upptäckariver och kreativitet. Elever uppmanas att utmana det gamla och att söka nya, och gärna annorlunda, lösningar. SKAGENS medarbetare är entusiastiska över att få bidra till kunskapslyftet tillsammans med UE Rogaland. Vår önskan är att detta ska resultera i ökad kunskapsförmåga, nyfikenhet och upptäckarlust. Ungdomsföretaget *Dressed To Chill* vid Hetland gymnasieskola i Rogaland har varit en fantastisk succé.

Varför det är möjligt att slå marknaden

Desto färre som tänker, desto större fördel för de som gör det.

Det har länge påståtts att det är omöjligt för aktiva förvaltare att slå aktiemarknaden över tid. Några kan klara det i ett, två eller tre år, men att göra det över längre tidsperioder än så är inte möjligt, anser kritikerna av aktiv förvaltning. Avgifterna är det som gör det omöjligt att slå index, eller den genomsnittliga utvecklingen på marknaderna.

Att så skulle vara fallet är korrekt för flertalet av de aktivt förvaltade aktiefonderna. Men enskilda förvaltare klarar faktiskt att leverera överavkastning över längre tidsperioder. SKAGEN tillhör denna kategori, givet att kritikerna accepterar att 17 år som aktiv förvaltare är en tillräckligt lång tidsperiod för att konstatera att de uppnådda resultaten inte beror på tur. Med andra ord, sannolikheten att vinna i Lotto lika många år är ganska liten och överavkastningen SKAGEN har uppnått hänger faktiskt ihop med att vi har blivit bra på att använda vår investeringsfilosofi.

Tjänar på kriser och bubblor

Vår erfarenhet är att möjligheterna att uppnå överavkastning varierar betydligt i olika perioder och cykler på aktiemarknaderna. De bästa resultaten har vi uppnått under perioder efter starka fall på aktiemarknaderna, som efter Asien-krisen i slutet av 1990-talet, terrorangreppet i New York 11 september 2001 och finanskrisen 2008.

Perioder där enskilda länder eller branscher är skyhögt prissatta, på så sätt som vi såg vid början av 2000-talet är dessutom attraktiva för oss som satsar på undervärderade, underanalyserade och impopulära aktier.

Passiva fonder, som indexfonder, måste investera efter ett givet index oavsett om aktierna är dyra eller billiga. Därmed är passiva fonder förpliktade att jaga aktiekurserna hela vägen till toppen och ned igen. Underliggande värdeskapande i en bransch saknar därmed betydelse. Aktiva förvaltare kan däremot välja att undervikta en sektor, eller undvika helt om de har en negativ syn på sektorn eller företagen.

Har råd att vara långsiktiga

En studie från 2008 med titeln *Best Ideas* av Randolph Cohen vid Harvard Business School, Christopher Polk vid London School of Economics, och Bernhard Silli från Goldman Sachs konstaterar att aktieportföljer med ett mindre antal investeringar ger högre avkastning än de med en större mängd innehav. Författarna studerade portföljförvaltarens favoritaktier och dessa aktier hade bättre avkastning än fondernas jämförelseindex. Studien visade också att amerikanska aktier inte var effektivt prissatta och att många förvaltare lyckas identifiera aktier som ger bättre portföljresultat än index. Dessutom visade studien att förvaltare förhindras från att lägga vikt vid sina bästa idéer – och därmed öka möjligheten att prestera bättre än index.

För förvaltningsföretag och deras kunder kan underavkastning accepteras för en kortare period ifall jämförbara fonder dessutom klarar sig sämre. Men signifikant negativ avvikelse från index är inte acceptabelt för dessa förvaltningsföretag och därmed tvingas förvaltaren att investera ungefär såsom index är uppbyggt. Slutsatsen i studien var att arbetstrygghet och press från investeringskonsulter och rådgivare ofta gör aktiva förvaltare till medelmåttor.

En viktig framgångsfaktor för SKAGEN, som aktiv förvaltare, är att förvaltningsbolaget ägs av partners, som dessutom har egna medel i fonderna. Portföljförvaltare mäts efter långsiktiga lönsamhetskrav, inte kortsiktiga, som ofta är fallet för avdelningar i större koncerner.

Duktiga förvaltare och nyckelmedarbetare blir belönade med aktier i ägarbolaget SKAGEN AS och de kan därför tänka långsiktig både vad gäller investeringar och anställningsförhållande. För att vara ett självständigt förvaltningsbolag, och inte en filial i ett storbolag, är SKAGEN heller inte beroende av beslut utanför förvaltningsorganisationen. Det är viktigt att ägarna både har tro på förvaltningsfilosofin och kan följa den utan inblandning utifrån.

Med grundliga analyser, en långsiktig investeringshorisont och identifiering av möjliga bubblor på marknaden, anser vi att det är möjligt att uppnå högre avkastning med aktiv förvaltning som ökar investerarnas avkastning och väger upp för avgifterna.

Måste tåla press

Då resultaten för fonder kontinuerligt blir mätta och kommunicerade är det krävande att vara en aktiv långsiktig aktieförvaltare. Det kan vara bra när det går bra, men desto mer stressande under perioder med motgång. Då ställs det ofta krav på förändringar, speciellt från de som inte tror på aktiv förvaltning. I sådana perioder är det viktigt inte att låta sig stressas och lita på att de utvalda företagen och investeringsfilosofin fortsatt ska skapa goda långsiktiga resultat.

Under 2008 slog inte SKAGEN Global världsindex, vilket inte inträffat sedan starten 1997. Men så länge det fanns fruktan på aktiemarknaderna som låg till grund för de svagare resultaten, och inte valen av företagsinvesteringar, höll förvaltare i Global-teamet huvudet kallt. Det fick de bra betalt för under 2009, då oron lugnade sig och värdeskapandet i företagen åter låg till grund för kursutvecklingen på de globala aktiemarknaderna.

HAR KLARAT DET SEDAN 1993

SKAGEN Vekst startades i december 1993, och har under 11 av 16 år slagit sitt jämförelseindex. Den årliga genomsnittliga avkastningen för fonden är 17,1 procent, jämfört med Oslobörsen som under samma period givit en årsavkastning på 9,9 procent. Fonden bytte index under förra året till en blandning av Oslobörsens Huvudindex och MSCI All Country Världsindex (50/50).

SKAGEN Global startades i augusti 1997, och har slagit sin jämförelseindex under 13 av 14 år. Fondens årliga genomsnittliga avkastning under perioden är 17,8 procent mot jämförelseindexets 2,1 procent.

SKAGEN Kon-Tiki startades i april under 2002 och har i alla år slagit sitt jämförelseindex. Fondens årliga genomsnittliga avkastning är 21,7 procent, mot jämförelseindexets 11,6 procent.



Enligt teoretiker som den svenska finansprofessorn Harry Flam ska det inte vara möjligt att slå index mer än sex år i rad. Slår någon index fler år än så är det något annat än tur som förklarar prestationen. Kristoffer Stensrud och SKAGEN Kon-Tiki slog index för nionde året i följd under året som gick. Fonden har givet en avkastning sedan starten 2002 på 458 procent jämfört med index 162 procent

De "höga" kostnaderna

Det kanske viktigaste argumentet mot aktiv förvaltning, framför passiv, är kostnaderna. Och det är ett bra argument. Vi har baserat vår kostnadsmodell på en fast och en rörlig del. Om SKAGEN inte levererar överavkastning, ska kunden bara betala ett lågt fast förvaltningsarvode. Den rörliga

kostnaden är prestationsbaserad. Vi har länge varken haft köp- eller försäljningsavgifter.

Att de historiska totalkostnaderna för SKAGENS aktiefonder under enskilda år kan tyckas höga hänger ihop med att våra andelsägare dessutom har fått avkastning högt över index. Förhoppningsvis blir de framtida avgifterna lika höga som

de varit historiskt – det är både vi och andelsägarna betjänta av.

Åge K. Westbø

VICE VERKSTÄLLANDE DIREKTÖR



Varifrån får vi det?

Portföljerna innehåller idag företag från de flesta branscher och med olika affärsmodeller. Varifrån får vi idéerna när vi köper företag runt om i världens alla hörn? Svaret är att vi får dem på många olika sätt. I huvudsak går det ut på att ha ett öppet sinne, även på ökenvandring.

Etablerade sanningar kan alltid omvärderas, och enligt den matematiska tyngdlagen konvergerar marknadens företagsvärderingar över tid. Det ger handlingsutrymme för oss generalister som har breda mandat och en stor vilja att närmare undersöka det som är lite dolt för många andra på marknaden.

Många vägar leder till Rom

Ett enkelt sätt att hitta idéer på är att sätta upp kvantitativa filter för alla företag i investeringsuniversum baserat på hur mycket SKAGEN måste betala för vinst, kassaflöde och tillgångar. Det räcker ändå inte att enbart se på torra siffror. Dessutom måste vi göra en grundligare analys av företaget, där följande två kriterier är centrala:

1. Undersöka om siffrorna som kommer fram i datorn är riktiga.
2. Vad ska till för att aktiemarknaden ska pris-sätta dessa skenbart undervärderade företag i linje med motsvarande företag? Det måste finnas möjligheter för en omvärdering av aktien inom en viss given tidsperiod. Detta är ofta betingat av företags- eller ägarstrukturen.

Hur får man ut konglomeratrabatten?

Det finns många börsnoterade företag som är konglomerat bestående av en rad enskilda företag i olika branscher. Detta gäller i synnerhet på tillväxtmarknaderna. Många analytiker och fondförvaltare med smala mandat anser att sådana konglomerat är svåra att värdera. Vi är generalister med breda mandat och vi kan hitta många godbitar i konglomeratens många irrgångar genom att fråga vilka ändringar som kan ske inom koncernen? Kan de utlösa en eller flera kurstriggers? Många företag är familjedominerade. Det innebär att ägar- eller generationsskifte ofta är en naturlig värdeutlösande faktor.

Går in under radarn

De flesta globala förvaltare väljer företag från index bestående av de största och mest likvida

företagen. Rakt under deras radarskärmar finns det alltid några företag som kan vara särskilt intressanta för oss. De är ofta uppseendeväckande lågt värderade. Det ska därför lite till innan även andra upptäcker dessa dolda värden, och när de väl gör det sker ofta en kraftig omvärdering. För företag som växer kan detta helt enkelt handla om när de blir inkluderade i ett index.

Ett bra exempel på senare tid från SKAGEN Konkis portfölj är det malaysiska plantageföretaget Kulim Industries. Utöver företagets primärverksamhet hade Kulim investerat i andra företag där vi menade att det fanns stora mervärden. Efter att vi gick in i företaget kom ett bud på en av de större investeringarna och placerarnas hållning till aktien ändrade sig radikalt. Aktiekursen fick ett rejält lyft.

En sak är att hitta företag med stora rabatter; något annat är att veta om och när andra upptäcker samma rabatter som vi. Vi måste emellanåt hålla ut under långa tider då vi känner oss som ökenvandrare. För att denna vandring ska bli så kort som möjligt är det viktigt att vi inte bara ser på kursutlösande möjligheter, utan har en åsikt om när de troligen utlöses.

Ögon för det som är populärt

Ett annat trick i jakten på goda idéer är att vi som generalister ser när hela branscher håller på att omvärderas. Specialister med fokus på renodlade företag och branscher får inte alltid klart för sig vad som rör sig i de multiindustriella koncernerna. Vi håller utkik efter vad som håller på att bli populärt på de globala aktiemarknaderna, och försöker hitta sådana företag utanför andras radarskärmar till ett lägre pris.

Genom att krypa under huden på de multinationella företagen kan vi hitta undervärderade företag som rätt och slätt kan vara helt glömda av investerarna.

Olika pris över landsgränserna

Branscher och industrier kan vara olika värderade i olika länder och regioner. Detta besläktade

tema var ett av de säkraste korten för SKAGEN att uppnå god avkastning på den gamla goda tiden. Dessvärre finns nu en större specialisering på analysnivån inom olika branscher medan färre aktörer har vissa givna geografiska områden som sitt specialfack. Detta inskränker möjligheterna något jämfört med tidigare, men vi hittar fortfarande idéer som kan odlas och ge god avkastning.

Alla fondförvaltares dröm är företag där ingångsvärdet är lågt till följd av antingen gamla synder, felaktigt geografiskt fokus, fel uppfattning av kapitalstrukturen eller att investerarna inte förstår vad företaget egentligen håller på med. Ett annat bra exempel är företag i en omställningsfas där aktiemarknaden inte har fått reda på att omställningen pågår. Vår största investering under många år, Samsung Electronics, är ett av de bästa exemplen på detta.

Från kopia till värdefullt varumärke

Ursprungligen tillverkade Samsung kopior baserade på global design. Efterhand blev de experter på elektronikkomponenter och ledande i världen på minneskort, mobiltelefoner och platta skärmar. Nu hör de också till marknadsledarna inom design av nya produkter.

Både investerare och analytiker är fortfarande mest upptagna av att fokusera på prylarnas utveckling och mindre intresserade av de värden som faktiskt grundade företagets globala märkesvärder. Detta är orsaken till att Samsung Electronics ännu utgör en betydande post i alla tre aktiefonderna. Samsung har gett god avkastning sedan vi köpte de första aktierna under finanskrisen i Asien i december 1997.

Media är undervärderat

Ett av de bästa ställena att leta efter bra idéer är faktiskt i media, och då i publikationer som normalt inte räknas som fackpress i de aktuella företagen. I den engelska ekonomitidsskriften The Economist, som i huvudsak ägnar sig åt att klaga på varför inte resten av världen rättar sig

Investeringsidéer kommer från olika platser. Att sätta upp diverse kvantitativa filter och sedan utgå från ett torrt sifferunderlag räcker inte – det måste också finnas möjligheter för en omvärdering av aktien.



FOTO: ISTOCKPHOTO

efter den angloamerikanska affärsmodellen kan vi emellanåt hitta mycket intressant information.

Mycket riktigt har tidningen gått på några redaktionella minor. Mest känd är spådomen från 1999 om att oljepriset skulle gå ned till fem dollar fatet. Men vid andra tillfällen skriver The Economist artiklar om unika företag inom speciella marknadsområden som kastar ljus på företag vi normalt skulle ignorera i en värdering baserat på rena nyckeltal.

Det kan handla om företag som senare har blivit gigantiska, som klädkedjan H&M. Eller företag vi har i portföljen, som sydafrikanska Shoprite och Naspers. De har unika affärsmodeller och tekniska lösningar på marknader med liten kon-

kurrens. Det ger dem ett gott skydd mot ökad lokal eller global konkurrens.

Ser andra vägar

Vi har under många årtjänat mycket pengar åt våra andelsägare genom att fokusera på förhållanden som andra har negligerat. Under Asienkrisen blickade vi österut, medan andra investerare vände sig mot väst med en särskild förkärlek till Silicon Valley. Vi kan nu konstatera att Silicon Valley, både direkt och i överförd betydelse, nu har flyttat över till andra sidan Stilla havet.

Åter är det viktigaste att behålla överblicken, använda sin erfarenhet och kunskap från tidigare fall och ha en blick för den kreativa process det

är att knyta samman fakta från många håll till en hypotes för en investeringsidé.

Den naturliga frågan att ställa sig är därför följande: Vad gör vi nu då? Det får tiden utvisa. Vi är lyckligtvis generalister med breda mandat och kan därför hitta nya idéer oberoende av både bransch och land. Det bästa rättesnöret är fortfarande de värden som framgår av vår investeringsfilosofi – undervärderad, underanalyserad och impopulär.

Kristoffer Stensrud

PORTFÖLJFÖRVALTARE



De sista ska bli de första

Vi intresserar oss mer för de företag som kan bli populära i framtiden än för de som är populära idag. Därför hör Roche, Microsoft och Citigroup till årets nykomlingar i SKAGEN Global.

För ett år sedan gjorde vi en analys av utvecklingen på den amerikanska aktiemarknaden de senaste 20 åren, baserat på sektorens avkastning. Det mönster som framträder är välbekant. Sektorer som var populära och gav bäst avkastning mellan 1990 och 2000 hörde till de sista nästkommande decennium. Och vice versa.

Den bibliska förutsägelsen om att *de sista ska bli de första och de första ska bli de sista* beskriver sammanhanget väl mellan popularitet och avkastning på sektornivå sett över ett decennium. Även om analysen var enkel var resultatet så pass fascinerande att det gav grogrund till urvalet av en rad nya företagsinvesteringar i SKAGEN Global 2010.

God utgångspunkt för skattjakt

I sökandet efter aktieinvesteringar är vi i utgångspunkten "sektoragnostiker". För oss är det värderingen av de enskilda företagen som räknas. Inte om sektorerna är populära eller ej. Vi anser ändå att det finns tre skäl för att impopulära sektorer är en bra utgångspunkt för en skattjakt:

1. Aktiemarknaden behandlar alla företag i en impopulär sektor lika. Sektorbaserade analytiker prissätter som regel företag i relation till andra inom samma sektor. Det kan medföra att bra eller annorlunda företag i en impopulär sektor dras över samma kam som sektorn som helhet.
2. På samma sätt som aktiemarknaden har en tendens att övervärdera populära sektors förmåga till tillväxt och värdeskapande gäller det motsatta ofta för impopulära sektorer. Att vara impopulär innebär en rad självförstärkande element som ofta leder till en överreaktion. Skepsis gentemot en viss sektor kan snabbt leda till irrationell pessimism som återspeglas i prissättningen av företagen.
3. Avslutningsvis är det värt att notera att företag i impopulära sektorer tenderar att vara sämre analyserade än företag i populära sek-

torer. Analytisk kapacitet är ofta en fråga om tillgång och efterfrågan. Populära sektorer genererar mer intäkter för mäklarhusen som då åter anställer fler och "bättre" analytiker för att täcka dem.

För impopulära sektorer gäller det motsatta, de tappas bort av analytikerna. I samband med en analys av Citigroup tidigare i år förundrades vi över att det under det senaste halvåret skrivits väsentligt fler analyser om seismikföretaget PGS än Citigroup. Detta till trots att det sistnämnda företaget är i runda tal 60 gånger större mätt i marknadsvärde!

Från Ecstasy till Prozac

Fram till början av 2000-talet betraktades läkemedelsindustrin som den perfekta industrin. Utifrån avkastning på investerat kapital, tillväxt och stabilitet har läkemedelsindustrin varit i en klass för sig de senaste 30 åren. En åldrande befolkning och ett stadigt ökande antal livsstilssjuk-

Läkemedelsbolaget Roche fokuserar på cancermedicin och vaccin. Herceptin är ett läkemedel för patienter med bröstcancer.

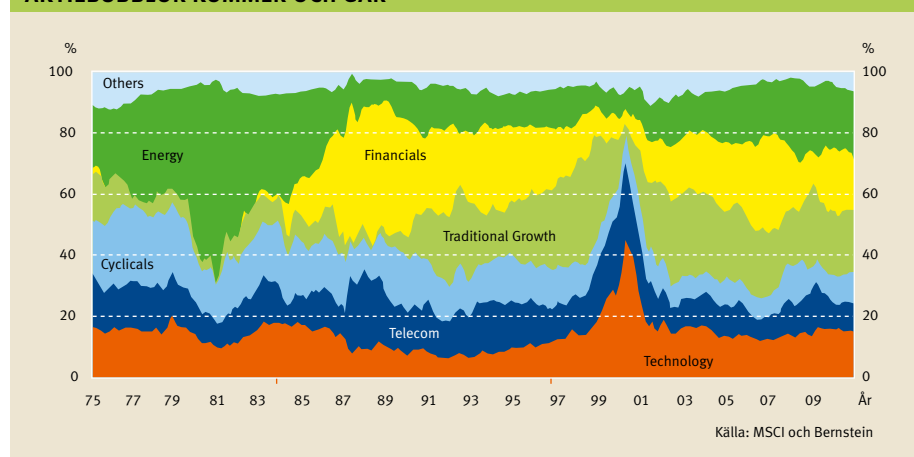


domar gav en i det närmaste perfekt grogrund för att denna utveckling skulle fortsätta även de kommande 30 åren. Men så skedde två saker som skakade industrin i grundvalarna.

För det första började innovationstakten inom traditionell läkemedelsindustri att sjunka. Utan tillskott av nya revolutionerande produkter som kunde säkra fortsatt höga marginaler och dito intäkter var affärsmodellen hotad. De gamla goda mjölkossorna skulle efterhand förlora sina patent och kopior stod beredda att stiga in på banan.

För det andra blev tillverkarna av generiska läkemedel allt mer aggressiva. Även om regelverket för generisk produktion av läkemedel då patentskyddet gått ut författats så långt tillbaka som 1984 var det först på 2000-talet som kopior fick en dominerande roll inom industrin. Nu blev plötsligt alla läkemedel vars patent upphört kopierade omedelbart. Det ledde till dramatiska prisfall på "originalläkemedlet", i de flesta fall en bra bit över 90 procent.

AKTIEBUBBLOR KOMMER OCH GÅR



Vi har de senaste 35 åren upplevt flera perioder där enskilda branscher har blivit alltför populära och prissatta långt högre än vad som kan försvaras utifrån sektorernas totala värdeskapande. I sådana perioder är det andra branscher, och företag, som är undervärderade, impopulära och underanalyserade. Det ger goda möjligheter för aktiva värdeförvaltare som oss. Vid början av 2011 ser branschbalansen bland de största företagen i världsindex ut att vara förnuftigt, men de stora företagen är generellt undervärderade och impopulära.



Steve Ballmer, Microsofts vd, presenterar det nya operativsystemet Windows 7 på *Consumer Electronics Show*-mässan i Januari 2010. Microsoft har mycket bra intjäning men är i vår mening lågt värderat.

Aktiemarknaden insåg vartefter allvaret i situationen. Att en rad läkemedelsföretag tappade nyckelpatent över en femårsperiod gjorde inte situationen bättre. Läkemedelsaktier gick från P/E-nivåer långt över 20 ned till en bra bit under tio. Med sådana depressiva tillväxtutsikter gick sektorn under några få år från att vara populär till att bli impopulär.

Hittade Roche mitt under depressionen

Mitt under krisen fattade vi intresse för schweiziska Roche. Trots att Roche är ett stort läkemedelsföretag som också drabbats av den nyss beskrivna branschproblematiken finns det några saker som skiljer detta företag från de andra storbolagen. Den största skillnaden är Roches satsning på bioteknik. Det är ett område där innovationstakten är hög och ramvillkoren vad gäller konkurrens från de generiska aktörerna är mer attraktiv. Ett fokus på cancerläkemedel och vaccin är också områden som kommer att vara viktiga för företagets tillväxt.

Patentskyddet för Roche är också väsentligt bättre än för många av konkurrenterna. Det beror på att företaget är mindre beroende av en stor produkt och på att de först 2014 mister viktiga patent. Då Roche är verksamt i en impopulär sektor har prissättningen av bolagsaktierna kommit ned på en behaglig nivå, nio gånger nästa års vinst. Vi förväntar oss en organisk intäktsstillväxt på tio procent och en direktavkastning på fyra procent framöver. Därför kan vi inte annat se än att detta företag har mycket att ge framöver.

Microsoft fortsatte att växa

Säkert överraskande för många är att IT-bubblan vid millennieskiftet var den andra i sitt slag. Den första ägde rum på 1970-talet, då företag som Xerox och Polaroid handlades till över 90 gånger förväntad vinst. Den gången var det kopieringsmaskiner och polaroidkameror som skulle revolutionera världen. Då bubblan sprack började IT-sektorn en vandring i de impopulära land som varade fram till 1990-talet då pc:n och internet

skapade ny optimism och popularitet. Också då IT-bubblan sprack 2000 upplevde branschen ett kraftigt bakrus och en ny ökenvandring i de impopulära land. Tron på IT-aktier har därefter varit svag. Detta till trots att stora solida IT-företag fortsatt att växa, tjäna bra med pengar, har bättre ledning och marknadsposition än de hade på 1990-talet.

Ett av företagen som tjäna bra med pengar är programvaruföretaget Microsoft. Företaget tjänar dubbelt så mycket pengar idag som för tio år sedan. Ändå har värderingen halverats, från ett P/E på 40 till 12.

Medan investerarna tänker på "androider" och "äpplen" får man inte glömma att Microsoft, genom sina Office- och Windows-produkter, fortfarande innehar en vägtull på den globala IT-vägen. Att företaget också är unikt positionerat och världsledande inom ERP, *Enterprise Resource Planning*, förefaller många ha glömt. Med 20 procent av eget marknadsvärde i kontanter och en affärsmodell som gör att mycket av vinsten framöver är förutsägbart, rättfärdigar detta enligt vår mening en prissättning högre än ett medelstort stålverk i Ruhr dalen.

Finanshistorien upprepar sig

2002 sade en välrenommerad bankanalytiker: "Banker går i stort sett i konkurs vart trettionde år. Du ska köpa bankaktier när myndigheterna säljer dem, och sälja dem när grannen köper ny båt på kredit."

En rundfrågning bland förvaltare i New York i november bekräftade vår känsla: amerikanska banker är just nu extremt impopulära investeringsobjekt. Att äga bankaktier sågs helt enkelt som en risksport, något som satte ens framtida karriär på spel. Den värsta av dem alla var Citigroup, där amerikanska myndigheter framöver kom in på ägarsidan. Det fångade vårt intresse.

Citigroup är tvehövdat

Det första man måste vara klar över vid ett

eventuellt köp av aktier i Citigroup är att företaget är tvehövdat. Det ena huvudet är Citi Holdings och är en "dålig bank". Här ligger allt gammalt skräp som företaget arbetar med att göra sig av med. Denna del krymper gradvis, i takt med att lånen säljs eller betalas tillbaka.

Det andra huvudet är Citicorp, en av världens mest globala banker. Omkring 60 procent av verksamheten bedrivs utanför USA:s gränser. Av detta utgör utlåning och annan verksamhet inom tillväxtmarknaderna merparten. Företaget har därmed en tillväxtgrund som mer påminner om Standard Chartered och HSBC än sina amerikanska likar.

Överkapitaliserad

Medan de flesta fortfarande tänker på banker i väst som underkapitaliserade är situationen för Citicorp nu den motsatta – banken är överkapitaliserad. I takt med att Citi Holding krymper har Citigroup hamnat i en unik position som gör att de kan köpa tillbaka 50 procent av sina egna aktier, samtidigt som de ger utdelning. Inte dåligt för en bank som handlas till 10 procent under bokfört eget kapital och som under 2007 prissattes till 2–3 gånger (det uppblåsta) egna kapitalet.

Hockeylegenden Wayne Gretzky förklarade en gång varför han var så framgångsrik: "Jag åker dit pucken är på väg, snarare än dit där den har varit."

Att röra sig mot de sektorer som kan bli populära i framtiden, snarare än de som är populära idag, är sannolikt en bra utgångspunkt även för att lyckas på aktiemarknaden. Eller sagt med en liten tillskrivning på Warren Buffetts citat: "priset är vad du betalar för ett företag, värdena är det du får oavhängigt popularitet och sektor"

Torkell Eide

PORTFÖLJFÖRVALTARE



Hög kvalitet och mycket uppsida

Balanskonst

Två år efter finanskrisen är företagens balansräkningar i mycket gott skick. Skuldsättningen är låg, kassorna ligger på rekordnivåer och utdelningarna är generösa, inte bara i absoluta tal utan även i förhållande till räntenivån. 2011 kan bli ett år då konsolidering och ökad förvärvsaktivitet kan ge aktieägarna god avkastning

Kassakistorna bågner

En effekt av finanskrisen, eller kanske snarare en reaktion av typen "av skadan blir man vis", ledde till att företagen byggde upp stora kassor och därigenom stärkte sin finansiella ställning. Företagen lyckades anpassa sig till en lägre försäljning genom kostnadsnedsänkningar och lagerjusteringar i en takt som aldrig tidigare skådats. Samtidigt har investeringarna i ny kapacitet i stort sett varit noll. Många av de företag som redan från början inte hade något existensberättigande har gått i konkurs, och de som behövde nytt kapital har utnyttjat en efter hand välfungerande kapitalmarknad för att successivt skaffa pengar. Resultatet är mycket starka balansräkningar, inte helt olik efterdyningarna av andra finanskriser.

Kvalitet är inte på modet

För en värdeorienterad aktieinvestor är det ingen nyhet att hälsotillståndet i företagens balansräkningar är centralt för vår analys. Företag med den högsta transparensen och stabiliteten borde ha den högsta skuldsättningen och att skulden borde öka under goda tider och minska

under dåliga. Det paradoxala är att vi ofta kan se det motsatta. Denna inkonsekvens är något vi inom SKAGEN kan dra nytta av. Vi kan köpa kvalitetsbolag när kvalitet inte är på modet och vänta tålmodigt på att prissättningen ändras.

Balanskonst

"It is better to have money than not to have money – cash is king" var det banala budskapet som Herbjørn Hansson, kapten på rederiet Nordic American Tanker förde fram under SKAGENS nyårskonferens i januari 2010 i Oslo. Under 2009, när konkurrenterna satt skuldyngda och handlingsförlamade i ett hörn, köpte Hansson fyra fartyg.

En stark balansräkning ger företagsledningen stor strategisk flexibilitet. Å andra sidan, har företaget för mycket kapital, kommer aktieägarnas avkastning att bli lägre. Det kan vara disciplinerande för en företagsledning att inte ha för stor finansiell buffert.

John Fredriksen och kretsen runt honom har skapat ett enormt värde för aktieägarna genom en god drift av företagen och mycket goda resultat

vad gäller genomförandet av finansiella transaktioner. Dessutom har god omsorg av aktieägarna, i form av utdelningar, hjälpt till att bygga upp ett förtroende på kapitalmarknaden. Detta förtroende utnyttjar Fredriksen väl i form av ökad finansiell flexibilitet att anskaffa kapital när företaget står inför investeringsmöjligheter. Ett sådant bolag kan därför drivas med mindre kapital och en motsvarande högre avkastning på kapitalet.

Man uppskattar att amerikanska företag för närvarande har mer än 1 000 miljarder dollar i kontanter i sina balansräkningar. Detta kommer att skapa ett ökat tryck att sätta kapitalet i arbete eller möjligen att ge aktieägarna högre utdelning. Dessutom är fonder med transaktionsmotiv, av typen Private Equity-fonder, åter fyllda till brädden av kontanter och redo att göra opportunistiska uppköp av lågt värderade bolag och tillgångar.

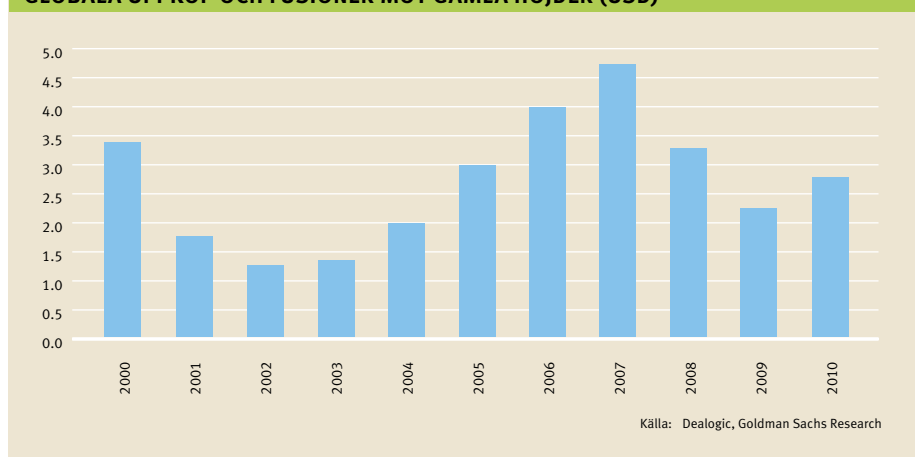
Uppköp och konsolideringar

En viktig drivkraft för förvärvsaktiviteterna är kapitalkostnaden och värderingen av företag. Idag kan ett företag med *investment grade rating*, (*single A rating* eller bättre) få ett 10-årigt lån till cirka 5 procents ränta medan aktiemarknaden prissätts med ett vinstresultat (omvänt P/E) på cirka 8 procent. Detta skapar incitament för företagen att lånefinansiera sina förvärv. I själva verket är det mer lönsamt än vad som varit fallet det senaste kvartsseklet. Samma argument kan också användas för återköp av egna aktier.

För många företag med brist på tillväxtutsikter blir svaret konsolidering med kostnadsbesparingar som motiv. Företagens starka balansräkningar i kombination med god tillgång till kapital till ett rimligt pris, och inte minst en måttlig företagsvärdering, skapar ytterligare motiv för förvärv.

Det vanligaste förvärvet sker genom att företag med hög värdering köper företag med en lägre värdering inom branschen. Detta passar väl in

GLOBALA UPPKÖP OCH FUSIONER MOT GAMLA HÖJDER (USD)



Grafen visar volymutveckling för globala uppköp och fusioner mätt i miljarder dollar. Med starkt förbättrad intjänings- och stora kassor har företagen på global nivå ökat utdelningar och tillbakaköp av egna aktier samt ökat aktiviteten inom uppköp och fusioner.



Fotgängare går förbi en France Telecom SA / Orange affär i Paris. France Telecom är en ny investering i SKAGEN Vekst som enligt vår mening är lågt prissatt på felaktiga grunder.

i SKAGENS placeringsstrategi där vi inte sällan hittar till branschens billigare bolag. Förvärvsutförande faktorer är aldrig det enda motivet för våra investeringar, men eftersom vi försöker hitta företag med hög kvalitet, väl positionerade inom respektive bransch till ett lågt pris, blir förvärvsmöjligheten ofta det lilla extra vi får på köpet.

En stigande aktiemarknad, låg volatilitet och ökad optimism kopplat till att ekonomin åtminstone stabiliseras och i bästa fall förbättras, har resulterat i en ökad aktivitet vad gäller uppköp och förvärv (se diagrammet). I synnerhet transaktionsvolymerna ökade i slutet av förra året och i början av 2011. Faktum är att de första veckorna på det nya året var transaktionsnivån den högsta vi sett på tio år.

Hög kvalitet och god utdelning

Utdelningen är, och har alltid varit, en viktig del av en aktieägares totala avkastning. Företagets hälsotillstånd och viljan att tjäna aktieinveste- rarna i form av utdelning kan avläsas direkt på

aktuell utdelningsnivå, särskilt bland börsernas stora företag.

Tidigare populära, mer säkra företag med högt marknadsvärde och höga utdelningar, har blivit billigare. Vi noterar också att de branscher som brukar representeras av hög utdelning, som nytjänster, läkemedel och telekommunikation, fortfarande hör till de mest impopulära sektorerna. France Telecom kom som ett nytt portfölj- bolag i SKAGEN Vekst i slutet av förra året. För- utom att vara lågt värderat har bolaget en hållbar utdelning på över 8 procent.

Utdelningar ger ett gott skydd i ett lågränte- klimat, faktiskt bättre än någon annan period under de senaste 50 åren. Å andra sidan är det en öppen fråga om den extraordinära penning- politiken i stora delar av världen är det bästa för en god börsutveckling.

Selektivt val

2010 rörde sig aktiekurserna mer i takt än vi är vana vid, främst styrt av makronyheter. På en

sådan marknad kan det vara svårt att vara *stock picker*. Med tiden tror vi att skillnaden i kvalitet företagen emellan kommer att leda till större pris- skillnader på enskilda aktier. Detta har SKAGEN positionerat sig för i form av investeringar i bolag vi anser har hög kvalitet utan att vi har behövt betala extra för det. Med andra ord säger vi ja tack till hög kvalitet och lågt pris.

Vi har en bred global placeringsfär där låg värdering gör oss nyfikna. Vi kan konstatera att företagen har rekordmängder av likvida medel, något som ger muskler till såväl förvärv som gene- rösa återköpsprogram och utdelningar. Aktier är allmänt sett måttligt prissatta i förhållande till historiska siffror. De är billiga i förhållande till räntenivå och utdelning. I kombination med goda vinstutsikter ger detta sammantaget en bra gro- grund för oss som aktieblock- are.

Beate Bredesen

PORTFÖLJFÖRVALTARE



Aktiebubblor på tillväxtmarknaderna

En expansiv penningpolitik i USA och Europa har fått allt fler investerare att söka avkastningslyckan på världens tillväxtmarknader. Detta kan leda till bubbeltendenser. I början av 2011 finns det dock ingen anledning till oro.

Sedan börserna på tillväxtmarknaderna planade ut i november 2008 har tillväxtmarknadsindex stigit hela 113 procent. Under samma period har 177 miljarder dollar hittat vägen till samma marknader. Dessutom har betydande belopp investerats i börsnoterade indexfonder.

Om vi går tillbaka till år 2000, då IT-bubblan sprack, har tillväxtmarknadsindex 11 år senare stigit 125 procent. Under samma period har världsinde fallit 12 procent.

Efter en sådan avkastning är det allt fler som börjar prata om bubblor. Det är emellertid viktigt att känna till att det inte är hur mycket en aktie eller en aktiemarknad har stigit under loppet av en viss given period som betyder något, utan prissättningen av företagen.

Med andra ord är det vad du betalar för de löpande intäkterna, kassaflödet och företagens bokförda egna kapital samt deras framtidsutsikter som räknas. Baserat på dessa prislappar finns det ingen anledning framöver att börja oroas över bubbeltendenser.

Prisrekordet är från 1994

Ett företags aktiepris i förhållande till bokfört eget kapital, P/B, är ett ganska objektiva mål

för att beräkna det verkliga värdet. Då tillväxtmarknaderna nådde sin förra popularitetstopp 1994 var företagen prissatta till 3,5 gånger det bokförda värdet för eget kapital. Då speglade prissättningen mer det faktum att det bodde miljarder människor på de här marknaderna snarare än de underliggande värdena och värdeökningen.

Från toppen 1994 upplevde tillväxtmarknaderna en lång period med svag kursutveckling och fallande värderingar. Under Asien-krisen i slutet av 1990-talet föll P/B värde till 0,9. Under samma period steg detta jämförelsetal på de utvecklade marknaderna från 2,2 till 4,2. IT-aktierna låg på topp våren 2000 och var då prissatta till 7,5 gånger bokfört värde för eget kapital.

Långt kvar till de gamla nivåerna

Under åren före finanskrisen blåste det upp några lokala bubblor på tillväxtmarknaderna. 2006 var den kinesiska aktiemarknaden prissatt till drygt fem gånger bokfört eget kapital, medan Indien året efter kunde notera sju gånger bokfört eget kapital. Båda marknaderna har därefter fallit till lägre nivåer, se diagram.

Tillväxtmarknaderna, som illustreras genom

tillväxtmarknadsindex, var vid ingången till 2011 prissatta till två gånger bokfört eget kapital. Det är fem procent över genomsnittet sedan 1992.

En sak är värdering av kapital, något annat är den avkastning som eget kapital skapar. Avkastningen på eget kapital på tillväxtmarknaderna är på väg uppåt i full fart. För den senaste 12-månadersperioden ligger den på 15 procent. Det är fyra procentenheter högre än för de utvecklade marknaderna, och inte mycket lägre än de 17 procent som gällde före finanskrisen.

Andelen eget kapital är också rekordhög på tillväxtmarknaderna. Sett isolerat kan därför en mer optimal kapitalstruktur snabbt öka avkastningen på eget kapital ytterligare framöver.

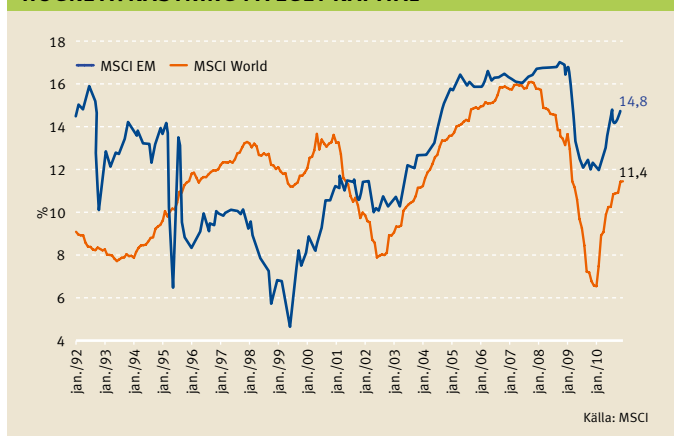
Hur går det då med risken?

Även om det kan finnas lokala bubbeltendenser på tillväxtmarknaderna är dem inte högt prissatta totalt sett. Hur går det då med risken?

Historiskt sett har tillväxtmarknaderna ansetts riskabla på grund av politisk risk och få aktieägarvänliga företag. Mycket har emellertid förändrats de senaste årtiondena.

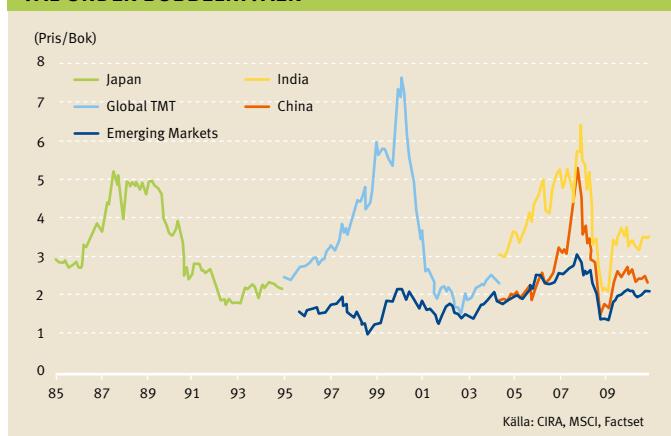
Både statsfinanserna och företagens balansräkningar har blivit mycket solida jämfört med mot-

HÖGRE AVKASTNING PÅ EGET KAPITAL



Företag på tillväxtmarknaderna har generellt lägre skuldsättning och högre avkastning än företag i de utvecklade marknaderna.

VÄL UNDER BUBBELNIVÅER



Prissättningen i förhållande till bokfört eget kapital ligger väl under vad som skulle kunna karakteriseras som en bubbelnivå för både tillväxtmarknaderna generellt och aktiemarknaderna i Kina och Indien, även om dessa är något styvt prissatta. Grafen illustrerar även hur hisnande tekniksektorn var under dotcom-eran (den ljusblå grafen).



Fastighetsutbyggnad i Mumbai, Indien. Allt fler kommer stadigt att framhålla Indiens framtida betydelse snarare än Kinas.

nas andel av aktieexponering på tillväxtmarknaderna på 6,5 procent, att jämföra med tillväxtmarknadernas vikt på 14 procent i världsindex.

Universum utvidgas

Allt fler börsintroduktioner och utökat kapital i befintliga företag ökar också investeringsuniversum på tillväxtmarknaderna. Både absolut och relativt mot de utvecklade marknaderna. Ett bra exempel är världens största kapitalutvidgning i ett börsnoterat företag – det brasilianska oljebolaget Petrobras.

Våra fonder har breda investeringsmandat som ger möjlighet att välja ut företag oavsett var någonstans de är börsnoterade. SKAGEN Kontiki kan placera upp till 50 procent av fondens medel i globala företag som är noterade utanför tillväxtmarknaderna, men som samtidigt har en stor del av sin verksamhet på dessa marknader. Därmed ökar möjligheten medan risken minskas jämfört med rena tillväxtmarknadsfonder.

Det är inte platsen där företagen är börsnoterade som avgör investeringens framgång utan där bolagen har sin verksamhet och försäljning.

Tyngdpunkten flyttas

Företagen på utvecklade marknader har under en längre tid satsat på tillväxtländer. För allt fler utgör nu försäljningen till dessa länder den största andelen av omsättningen. Samtidigt ökar företagen på tillväxtmarknaderna sina förvärv i de utvecklade länderna för att på så sätt få tillgång till resurser, teknik, vidga sin ”hemmamarknad” samt minska den geografiska risken.

Divergensen i kursutvecklingen mellan aktier på utvecklade marknader och tillväxtmarknader gör att vi i den förstnämnda kategorin hittar tillväxtmarknadsexponering till ett lågt pris.

Kan sälja bubbler

Flexibiliteten i SKAGEN Kontikis mandat ger en möjlighet att sälja en betydande del aktier på tillväxtmarknaderna om värderingen får bubbeltendenser. Men låt oss ta det problemet när det eventuellt uppstår. Det finns ingen anledning att bekymra sig om det i förväg.

En otoglad penningpolitik i västländerna och pengar som söker avkastningslyckan på tillväxtmarknaderna kan på sikt leda till en bubbla på tillväxtmarknaderna. Men innan det sker måste värderingen öka betydligt, till glädje för SKAGEN Kontikis andelsägare. Det finns fortsatt mycket avkastning att hämta hem, och inga svårigheter att hitta undervärderade företag.

Knut Harald Nilsson

PORTFÖLJFÖRVALTARE



svarande i utvecklade länder. I synnerhet gäller detta banksektorn. På samma sätt blir företagen hela tiden mer aktieägarvänliga med både utdelningspolitik och bättre (mer begripliga) redovisning och resultatrapportering.

Levnadsstandarden för konsumenterna på tillväxtmarknaderna ökar snabbt. Hushållens genomsnittsinkomst i Shanghai ligger till exempel i nivå med Italien. En låg privat skuldsättning har, tillsammans med ett solitt banksystem, också gett utrymme för en ökad upplåning.

Ryssland och Sydkorea

Framledes är det delvis även en betydande politisk risk på flera platser. Nyligen kom det skrämskott från Nordkorea, vilket illustrerade den geopolitiska risken med aktier i Sydkorea. I stort sett går utvecklingen i rätt riktning, och den politiska risken är medräknad mer än väl, på de mest utsatta aktiemarknaderna.

Till följd av alltför hög politisk riskpremie under den värsta finanskrisen hörde Ryssland till de mest attraktiva aktiemarknaderna under 2009-2010. SKAGEN Kontiki har under de här åren tjänat bra på sina ryska investeringar.

Fulla spargrisar och stor arbetskraft

Efter några decennier som producenter av billiga konsumtionsvaror för utvecklade länder är det nu dags för tillväxtmarknaderna att börja använda en del av den upparbetade förmögenheten. Och det har de råd med. Flera länder har en gynnsam demografi och den yrkesaktiva delen av befolkningen fortsätter att öka.

Särskilt gynnsam är situationen i Indien. Med sin enbarnspolitik ligger Kina i den andra änden av skalan och håller på att utveckla sig till ett nytt Japan. Medan många talar om Kinas betydelse för världsekonomin idag, kommer ännu fler att tala om Indiens roll imorgon.

Underviktade tillväxtmarknader

Tillväxtmarknaderna utgör nu 14 procent enligt MSCI:s globala aktieindex. Detta index är justerat för aktier som inte är tillgängliga på marknaden. Om dessa inkluderas fördubblas tillväxtmarknadsandelen till nästan 30 procent.

Även om strömmen av pengar till tillväxtmarknaderna har varit stor i år är de globala aktiefonderna underviktade framöver. Genom att inkludera världens pensionsfonder blir slutsatsen ännu tydligare. I Europa ligger pensionsfonder-

Inflation som stötdämpare

De offentliga underskotten har i många västländer inte varit större sedan andra världskriget, och statsskulden har skjutit i höjden. Det ökar risken för inflation.

Alla recessioner gör djupa hål i statsbudgetarna. Det speciella den här gången är att myndigheterna har använt en stor dos så kallad keynesiansk motkonjunkturpolitik. Man har ökat utgifterna betydligt för att försöka att dämpa nedgången. Men inte alla länder hade råd med detta, och slutade därför med ödelagda statsfinanser. Det kan få obehagliga konsekvenser för inflationen framöver.

När skuld är skuld

Det är viktigt att skilja mellan länder med egen centralbank och länder som har "outsourcat" sin penningpolitik. När statsskulden exploderar i länder som Grekland och Irland får det inte någon direkt konsekvens för inflationen i eurozonen. Deras statsskuld är att betrakta som skuld i främmande valuta. Valet de då står inför är antingen att snabbt vända på skutan med statsfinanserna eller inte klara av att betala statsskulden. De har ju inte någon egen centralbank och kan därmed inte inflatera sig bort från skuldproblemen.

Det är som ett företag som till största delen är finansierat med lån i den lokala banken. Går företaget med förlust finns det inte mycket eget kapital som kan ta stöten. Istället får man problem med att klara av banklånet.

När skuld är som aktier

Länder med egen centralbank har en annan utväg om statsskulden löper amok. Man kan låta penningvärdet fungera som stötdämpare.

Tänk dig ett börsnoterat företag. Underskott och oro för framtiden slår först och främst på aktiekursen. Värdet på eget kapital sjunker. Skuldförhandlingar blir inte aktuella förrän hela det egna kapitalet håller på att gå förlorat.

Värdet på ett lands pengar har i princip samma funktion som aktiekursen i ett börsnoterat företag. Om statsfinanserna kommer i olag kan penningvärdet ta stöten. Eftersom den allra största delen av statsskulden vanligen är nominell skuld innebär ett fall av pengarnas värde nämligen att det reella värdet på statsskulden sjunker. Därmed

kommer man åter i balans mellan statsskulden och framtida överskott på statsbudgeten.

Men att pengarna tappar i värde betyder självklart att man har en period med hög inflation. Och det speciella med denna form av inflation är att den inte beror på att centralbanken missar på räntesättningen. Inflationen beror heller inte på för mycket pengar, utan för hög statsskuld. Ekonomerna kallar detta för fiskal inflation.

Tillväxtmarknadskriser

Vi har upplevt denna typ av kris på några tillväxtmarknader tidigare. De underliggande orsakerna har varierat, men vanligen har krisen materialiserats genom att tilliten till de lokala statsfinanserna har sviktat. Ofta har detta hängt samman med kriser och bankskulder som plötsligt blev statsskuld.

Detta har medfört en generell flykt från landets statsskuld och valuta som i nästa omgång har dragit upp prisnivån. Kombinationen av lägre valutakurs och högre prisnivå (fallande penningvärde) har därmed lagt grunden för sundare statsfinanser och en bättre utveckling för ekonomin.

Liknande kriser har ibland kommit riktigt överraskande för många. Poängen är att investerare är framåtblickande. Det som betyder mest är därför inte underskott och statsskuld här och nu, utan



Foto: Bloomberg

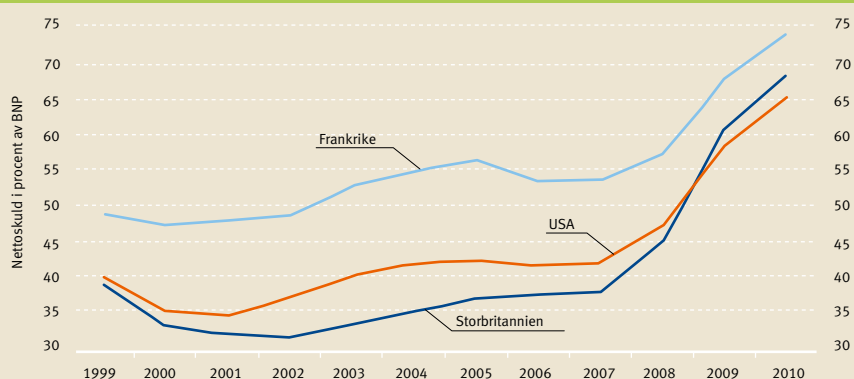
Statsskulden har växt våldsamt i Storbritannien under det senaste årtiondet. Trots att inflationen tilltar ser det ut som om den brittiska centralbanken i ledning av Mervyn King, lagt sig på en permanent låg räntelinje.

vad marknaderna tror om underskott och statskulder i framtiden. På samma sätt som investerarna värderar kursen på ett företags aktier.

Maktlösa centralbanker

Vi tar det ofta för givet att centralbankerna kan styra inflationen. Men en lyckosam statsbank har uppbackning från sunda statsfinanser. Det är ofta väldigt lite centralbankerna kan göra om myndigheterna utfärdar mycket större skulder än vad investerarna tror de mäktar med att betala tillbaka.

NETTOSKULD I PROCENT AV BNP



Källa: Reuters EcoWin

Ska penningpolitiken kunna stoppa inflationen måste centralbanken i så fall vara ute i mycket god tid och höja styrräntan kraftigt. Men lägg märke till att en kraftig åtstramning av penningpolitiken kan göra ont värre för statsfinanserna. För statens ränteutgifter ökar ju när räntorna höjs. Så om marknaden är först med att tro att statsfinanserna är helt ute och cyklar hjälper det inte alltid med en tuff centralbank.

Det är därför centralbankerna är så intresserade av statsfinansernas hälsosituation. De vet att utan finanspolitisk rörelsefrihet kan penningpolitiken inte göra jobbet.

Faran är kanske störst i USA

Den senaste recessionen var världsomspännande, men drabbade den utvecklade delen av världen klart hårdast. Det var också här myndigheterna både hade minst att gå på, och använde mest pengar på att försöka att blåsa liv i ekonomierna.

I de flesta tillväxtländer har man fört en ganska sansad finanspolitik. Efter Asien-krisen i slutet av 1990-talet har många länder byggt upp finansiella reserver. Vi uppskattar därför faran för så kallad fiskal inflation som generellt sett större i de utvecklade länderna än i de framväxande ekonomierna.

Särskilt stor förefaller den potentiella inflationsrisken vara i USA. Här har penningpolitiken i praktiken intagit en passiv roll och det enda politikerna tycks vara eniga om är att öka statsutgifterna. Samtidigt vet vi att utgifterna för statliga välfärdsprogram kommer att öka kraftigt under åren framöver.

Nu har visserligen de senaste nyckeltalen från den amerikanska ekonomin överraskat på upp-sidan. Och med en högre tillväxt stiger även statsintäkterna. Därmed blir kanske underskotten kommande år inte fullt så stora som man befartat fram till nu. Det är självklart ett gott tecken. Vid sidan av kontroll över statsutgifterna är ju en kontinuerlig tillväxt i skatteunderlaget a och o för tilltron till statsfinanserna.

Hur går det då med Europa?

I EU-landet Storbritannien, som har sin egen valuta, har statsskulden vuxit våldsamt de senaste två åren. Även om inflationen här redan är tilltagande förefaller det som om Bank of England har lagt sig på en permanent lågräntelinje. Men den nya regeringen har lanserat en statsfinansiell hästkur, så de kanske kan klara



Gary Boone gör i ordning en packe hundradollarark för att de ska skäras till separata sedlar. Tryckpressarna har gått varma i USA och inflationsfaran ser stor ut.

att stabilisera statsskulden innan penningvärdet får ta stöten.

I euroområdet har fokus legat på de enskilda ländernas problem, men samtidigt har den samlade statsskulden i euro galopperat. Även kärnländerna i euroområdet har haft ett massivt budgetunderskott. Det betyder att även om ett enskilt land inte kan inflatera sig ut ur problemen så kan ett fall i penningvärdet pressa sig fram om den samlade skulden i euroländerna inte stabiliserar sig på en nivå som står i proportion till förväntade framtida överskott.

Även mäktiga ECB kan alltså bli satt på avbytärbenken om marknaden börjar bli orolig för euroländernas totala skuldbelastning.

Mycket att göra framöver?

Erfarenheterna från Japan visar att även de mest utvecklade länderna kan ha mycket att göra innan tilliten till statsfinanserna kan återupprättas via ett fall i penningvärdet.

I Japan har nettostatsskulden stigit till cirka 115 procent av BNP, en bra bit över nivåerna i USA, Storbritannien och euroområdet, se illustration. Efter det att landet gick in i djup stagnation

på 1990-talet förde man en febril underskotts-politik. Men än så länge finns det inga tecken på att yenen är under press. Eftersom landet har haft deflation har faktiskt det inhemska värdet av valutan ökat. Men det finns en viktig skillnad mellan Japan och några av de skuldtungda länderna. Japan har en mycket rik privat sektor, så det finns mycket att göra vad gäller skattehöjningar. Kan-ske det är detta som lugnar marknaderna.

Det är hopplöst att försöka tidsbestämma när en eventuell fiskal inflation ska inträffa. Det är som att försöka förutspå exakt när ett företags aktier ska falla i kurs. Allt är avhängigt av nyheter som får investerarna att ändra sin syn på framtida skatteintäkter och statsutgifter.

Det som emellertid står klart är att ju högre statsskulden är till att börja med, desto lägre tolerans har marknaden för dåliga statsfinansiella nyheter.



Torgeir Høien

PORTFÖLJFÖRVALTARE

Aktieinvesteringar i inflationens skugga

Den deflationsoro som nyligen rådde har bytts ut mot oro för vad stigande priser och en hög inflationsnivå kan komma att betyda för aktiemarknaden. Inflation ger både möjligheter och utmaningar på företagsnivå, vilket i sin tur gör att ett aktiva val av aktier blir viktigare än någonsin.

År 2010 präglades av stark global likviditet och ett omfattande kapitalinflöde på tillväxtmarknaderna. Detta är en effekt av bland annat låga globala räntor, kvantitativa lättnader i USA samt en större riskaptit. Utvecklingen beror också på stora skillnader i tillväxttakt mellan tillväxtmarknader och utvecklade länder. Vi ser därför ökade investeringar i just tillväxtmarknaderna – en trend vi tror kommer fortsätta.

Utvecklingen kan skapa spänningar; både valutakrig och kapitalkontroll är redan högt upp på oroslistan. Vidare kan den dessutom leda till bubblor och inflationspress i tillväxtmarknaderna på medellång sikt.

Investeringarnas riskvilja pendlade under 2010. För bara ett halvår sedan var deflation ett stort orosmoln. Statistik har därefter minskat denna deflationsoro på grund av förbättrad ekonomisk utveckling och stigande råvarupriser. Nu råder snarare rädsla för ökning i den generella prisnivån, och då speciellt i tillväxtmarknaderna.

Viktig del av analysen

Inflationsnivån är för närvarande under kontroll, starkt påverkad av matpriser som skjutit i höjden, i sin tur på grund av extrema tillfälliga väderförhållanden. Det ekonomiska klimatet ger däremot en perfekt grogrund för inflation. Det är just därför som frågan om hur inflation påverkar aktier ligger högt upp på dagordningen för det kommande året.

Att förstå hur en potentiell inflationsnivå kommer att påverka ett bolag är en fundamental del av den analys vi gör innan vi investerar i nya företag samt i våra befintliga innehav. Denna kommer självklart utöver en analys av andra faktorer som exempelvis valutarisk, företagets finansiella situation och tillväxtutsikter.

Det är vanligtvis när saker ser osäkra ut som det uppstår möjligheter och ett aktivt bolagsval – eller stock picking – blir extra viktigt.

Vad händer på bolagsnivå?

I inflationstider kan dynamiken i branscher förändras och välskötta företag kan skapa nya konkurrensfördelar. Exempelvis kan det ske genom ett mer effektivt prissättningssystem, bättre sourcingstrategi och vertikal integration. Bolag som kan tänkas uppnå fördelar är de med långsiktiga råvaruavtal utan klausuler för prisökningar, de som har lägre lönekostnader än konkurrenterna och integration nedåt i värdekedjan, vilket ger mindre exponering mot prisökningar.

Högre marginaler och en starkare finansiell position i förhållande till konkurrenterna kan göra det möjligt för vissa företag att vänta med prisökningar. Därmed kan de ta marknadsandelar på bekostnad av andra företag.

Prissättningsmakt är av stor betydelse. En del företag kan med enkelhet öka priserna när kostnaderna ökar. Högre priser kan åter leda till högre marginaler.

Ett bolag som dragit nytta av sin prissättningsmakt är SKAGEN Kon-Tikis portföljbolag Vale, världens största producent av järnmalm. Historiskt har järnmalmpriserna förhandlats en gång om året mellan Vale och deras kunder. Under första kvartalet 2010 gjorde Vale om detta system och gick över till kvartalsvisa prisjusteringar. Detta gav snabbare prisökningar på grund av begränsat utbud och stark efterfrågan. Vales intjäningsförväntningar för året ökade med 100 procent.

På andra sidan av ekvationen hittar man stålproducenterna, som antingen måste försöka att föra vidare prisökningarna till sina kunder – som bilindustrin eller maskinproducenter – eller acceptera lägre marginaler.

När vi ändå är inne på biltillverkare så äger SKAGEN Kon-Tiki aktier i Hyundai Motor. Bolaget skulle kunna ha påverkats negativt av ökade stålpriser. De har istället visat en förmåga att sända notan vidare till kunderna på grund av stark efterfrågan av nya och dyrare bilmodeller.

Många företag är sårbara under perioder med hög inflation. Det gäller speciellt de med begrän-



Ett skepp kommer lastat. Hyundai-bilar står redo för export från fabriken i Ulsan, Sydkorea. Företaget har visat en förmåga att ta marknadsandelar trots högre stålpriser.

sad prismakt som inte klarar att fakturera vidare i samma tempo som priserna stiger. Man kan dessutom se problem för bolag som har långa avtal där priset inte kan omförhandlas. Dessa två faktorer i kombination med en löpande exponering mot stigande råvarukostnader kan ge negativ påverkan för ett bolag.

Andra faktorer som kan göra ett bolag inflationskänsligt är högt kapitalbehov på grund av hög kapitalintensitet, höga nivåer på netto arbetskaptal eller gamla tillgångar med kort kvarvarande livslängd vilket leder till reinvesteringbehov till högre priser.

Aktier klarar sig bra?

I en förenklad värld konkurrerar aktier och obligationer med varandra om platsen i en investeringsportfölj. De två tillgångsklasserna kommer dessutom enligt teorin utveckla sig olika i inflationstider. För obligationer kommer värdet falla som resultat av inflation. En diversifierad portfölj med aktier är däremot en bättre försäkring mot inflation.

Historien visar att aktier brukar klara sig väl i den första fasen av en inflationscykel. Trots allt är de första tecknen på inflation ofta en konsekvens av att ekonomin generellt förbättras sig, med ökad sysselsättning, inkomster och efterfrågan. Det tar normalt sett dessutom en viss

tid innan centralbankerna börjar med räntehöjningar.

Under denna period är aktier ett bra tillgångslag att vara investerad i samtidigt som obligatiornas realränta vanligtvis är låga, tidvis negativa, och därmed inte utgör något bra alternativ till aktier.

Aktier är en fordran på framtida intjäning för ett bolag, och bör därmed inte vara direkt sårbara för inflation. Men, med tiden är ofta stigande inflation korrelerat med ett fall i pris/intjäningsförhållandet (och motsatt) för en aktie.

I andra fasen av en inflationscykel kan avkastningen på aktiemarknaden avta om centralbankerna ökar styrräntan. Räntehöjningar kommer normalt dämpa farten i realekonomin och därmed företagets intjäningstillväxt.

Inflation kan dessutom få investerare att bli mer obenägna att ta risker vilket gör att riskpremien går upp – vilket också kan göra det svårt för aktier som en försäkring mot inflation under vissa perioder.

Olika cykler varje gång

Det är svårt att definiera regler för hur inflation kommer att påverka aktieavkastningen på generell basis. Ekonomiska cykler uppför sig olika varje gång beroende av vad som lett till upp- eller nedgången och vilka verktyg som använts för att tämja utvecklingen. Det är dessutom värt att nämna att det inte nödvändigtvis är en

hög inflationsnivå i sig själv som är ett problem utan snarare volatila svängningar i inflationsnivån, vilket gör framtiden svår att spå.

Ett lands valutaregim spelar dessutom en viktig roll. Fastkursregimer utan en oberoende penningpolitik kommer utveckla sig annorlunda än ett land med flytande valutakurs och oberoende penningpolitik, med målet att hålla inflationen



Järnmalm levereras i Shanghai. I tider av inflation blir förmågan att höja priser en konkurrensfördel. Vale, världens största järnmalmproducent, gick över till kvartalsvisa omförhandlingar av priser vilket gynnade bolagets intjäning kraftigt.

låg och stabil. Om ett land har högre inflation än övriga världen kommer företagen förlora konkurrenskraft på den internationella marknaden, om man antar en given valutakurs. Om så valutan försvagas kommer detta hjälpa till med att vinna tillbaka något av den förlorade konkurrenskraften.

Inflationspåverkan på konsumenternas beteende är dessutom vitt skilda baserade på den ekonomiska utvecklingsnivån till ett land eller region. Sydostasien är speciellt känsligt för till förändringar i drivmedels- och matpriser, eftersom dessa varugrupper utgör en stor del av kon-

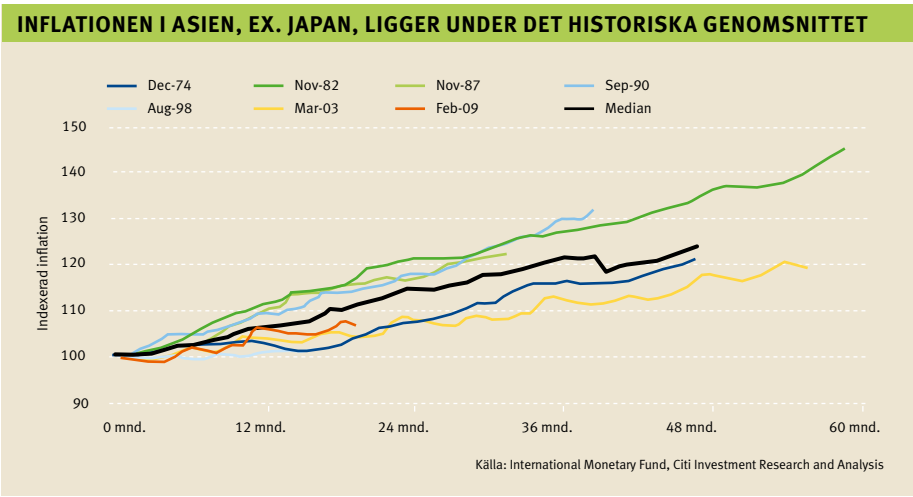
sumenternas budget. Den del av inkomsten som kan användas för annat än nödvändiga varor blir därmed snabbt mindre om priserna på mat ökar snabbare än lönenivån.

Alla företag påverkas olika av inflation och ovan nämnda exempel är bara några av de faktorer som spelar in. Detta ger möjligheter för en aktiv förvaltare som SKAGEN.

Ett bra skydd

Trots att det är många faktorer som påverkar utvecklingen visar historien att aktier kan ge bra inflationsskydd så länge det inte uppstår en inflationschock och så länge portföljen hålls diversifierad.

Företag kommer att utveckla sig mycket olika. Det är detta vår investeringsprocess har som mål att identifiera. Förståelse för hur inflation påverkar enskilda företag är en del av risk- och avkastningsanalysen vi gör före och under ett ägande. Med andra ord: I ett inflationsklimat är det viktigare än någonsin att plocka de rätta företagen.



Cathrine Gether

PORTFÖLJFÖRVALTARE

Ett bra resultat

Med en avkastning på 7,9 procent gav SKAGEN Vekst ett bra resultat under 2010. Avkastningen för vårt referensindex, 50/50 Oslobörsen/ världsindex var 8,5 procent.

SKAGEN Vekst har ett globalt mandat för sina aktieinvesteringar, men är förankrad på hemmamarknaden Norge. I slutet av 2010 hade 58 procent av fonden investerats i norska aktier. Det viktigaste för oss är att vi är övertygade om att vi använder vår investeringsfilosofi på rätt sätt och hittar de företag som har störst potential för ny prissättning, till minsta möjliga risk. Var företaget är noterat är därför mindre intressant för oss.

SKAGEN Vekst har som mål att uppnå en så hög och stabil avkastning som möjligt över tid. Genom grundlig företagsanalys och portföljuppbbyggnad ska fonden ge en stabilitet som innebär att värdefluktuationerna är mindre än på aktiemarknaden i stort. Fokus ligger till följd av detta inte enbart på högsta möjliga avkastningspotential utan också på riskstyrning.

Under året har vi viktat oss upp i sektorer som defensiv konsumtion, industri och läkemedel, och nedåt i råvaror, energi och telekom. Energi är fortfarande fondens största sektor med en portföljviktning på 24 procent. Fondens kontantinnehav var vid årets slut 1,2 procent.

Mager energi

Mot bakgrund av stigande oljepriser på över 20 procent 2010 var fondens bidrag från energiaktier magert, bara sju procent, mätt i NOK. Olyckan i Mexikanska golfen satte sin prägel på prissättningen inom sektorn, se kommentarerna under SKAGEN Global. Två av aktierna som drog ned fondens resultat mest kom också från energisektorn, Transocean och Sevan Marine.

Emellertid kan Sevan Marine inte lägga skulden på olyckan i Mexikanska golfen för aktiens tråkiga utveckling. Företagets borrhningar har återigen tagit längre tid och kostat mer än väntat. Dessutom har man inte haft finansieringen av riggarna på plats. Mot slutet av året verkar det som om produktionen äntligen är stabil, och finansieringen ska vara säkrad under 2011. Risken är dock fortfarande hög, och Sevan-posten utgör därför endast 0,6 procent av fonden.

Ut från Statoil och in i Petrobras

En önskan att koncentrera portföljen ledde till att vi sålde ut hela vårt innehav i Statoil och ökade positionen i bland annat Petrobras. Vi köpte aktier i det brasilianska oljebolaget sedan det hade genomfört världens största emission, något som pressade ned aktiekursen till en tilltalande nivå. Vår erfarenhet är att det största värdeskapandet vad gäller oljebolag sker i uppbyggnads- och utvecklingsfasen och inte i skördefasen. Således skulle detta kunna vara en grogrund för en god utdelning.

Offshorerederierna DOF och Farstad Shipping kunde båda visa upp en stark kursutveckling i en pressad bransch. Bägge har en stor andel av sina flottor på långa kontrakt och är väl positionerade för ökad aktivitet i Brasilien.

Genom att sälja vårt innehav i PGS och köpa fler aktier i TGS koncentrerade vi vårt ägande i seismik. Det har hittills gett en god utdelning.

Stark kursutveckling för Prosafe SE ledde till att vi nådde vårt kursmål bara några månader efter att vi hade köpt en post i företaget. Det blev en kort resa som ändå gav ett riktigt bra bidrag till resultatet.

Guld och gröna skogar

Med en värdestegring på 17 procent var råvaror fondens näst bästa sektor, mätt i norska kronor. Den tidigare förloraraktien Crew Gold blev vinnaraktie. Efter en kursfördubbling på kort tid på de aktier vi tilldelades efter omstruktureringen av Crew Gold sålde vi hela vårt innehav i företaget.

Det är särskilt roligt att kunna lyfta fram Norske Skog som en av sektorns vinnare, men också som en god bidragsgivare till fondens avkastning. Papperspriset stiger, kostnaderna trimmas alltjämt, strukturella förändringar i branschen är på gång i kombination med fortsatt prissättning av aktien till nära nog konkurspris, bara 0,3 gånger bokfört värde.

Northland Resources tjänade vi också bra med pengar på under året. Efter ett hyggligt kurslyft i slutet av året valde vi att säkra vår vinst på det belopp vi satsat i den emission företaget genomfört under hösten. I samband med Norsk Hydros förvärv av Vales aluminiumverksamhet pressades Hydro-kursen och vi passade på att köpa in oss i företaget. Vi finner transaktionen med Vale industriellt korrekt, och priset verkar rimligt.

Sektorns förlorare, och en av de sämsta bidragsgivarna till fonden, var Yara International. Under våren och försommaren var vi oroliga för att sänkta priser på jordbruksprodukter skulle ge överkapacitet på marknaden för gödningsmedel, och vi sålde därför hela posten i Yara. Extrema väderförhållanden vid flera tillfällen bidrog dock till det motsatta, och vi får i efterhand konstatera att försäljningen inte var så lyckad.

SKAGEN VEKST 2010 (MILJ. NOK)

5 största positiva bidragsgivarna

RCCL	173
Kongsberg Gruppen	153
Stolt-Nielsen	120
Samsung Electronics	81
Wilh. Wilhelmsen A	72

5 största negativa bidragsgivarna

Norwegian Property	-46
Dixons Retail	-39
Sevan Marine	-33
Yara	-30
Transocean	-28

5 största köp

Carnival Corp	206
Gjensidige	193
Teva	162
Morpol	135
Norsk Hydro	113

5 största försäljningar

RCCL	326
Telenor	274
Statoil	237
Yara	162
Crew Gold	150



Industrisektorn var fondens största bidragsgivare med en avkastning på cirka 24 procent mätt i NOK. Tre av industribolagen var tillhörde fondens fem bästa bidragsgivare under 2010 – Kongsberg Gruppen, Wilh. Wilhelmsen och Stolt-Nielsen.

Industriella framgångar

Med en avkastning på 24 procent, mätt i NOK, var industrisektorn den sektor som gav fondkassan mest i form av klingande mynt. Kongsberg Gruppen, Wilh. Wilhelmsen och Stolt-Nielsen hamnade alla i fondens fem-i-topp.

Fondens största investering, Kongsberg Gruppen har under året fortsatt att se stark orderinång i alla divisioner, samtidigt som den levererar rekordhöga marginaler. Efter en period av vikande försäljning är det särskilt glädjande att sjöfartsdivisionen nu visar en markant förbättring. Bolaget är extremt väl positionerat att ta hem kontrakt i alla sina högteknologiska nischer.

Våra gamla travhästar Stolt-Nielsen och Wilh. Wilhelmsen, nu Wilh. Wilhelmsen Holding, klarade sig också bra under 2010.

Stolt-Nielsens terminaler och tankcontainrar visade vinsttillväxt, medan bättre framtidsutsikter för kemikalietankermarknaden och bolagets investeringar i stora gastankfartyg sannolikt bär frukt i slutet av 2011. Företaget har en stark balansräkning och tjänar sina aktieägare väl i form av både utdelning och återköp av aktier. Samtidigt värderas Stolt-Nielsen med en bra rabatt till bokfört eget kapital.

Trots omorganisationen av Wilh. Wilhelmsen Group, som enligt vår uppfattning komplicerar strukturen, gav bolaget ett mycket bra tillskott till fondens avkastning. Marknaden för maritima biltransporter har verkligen accelererat under året, och aktien är fortfarande prisvärd.

Kryssningar åter i topp

Intäktsberoende konsumtionsvaror ökade inte mindre än 37 procent mätt i NOK. En stor del av äran tillfaller Royal Caribbean Cruises Ltd, RCCL. Efter att ha bidragit till portföljens näst bästa resultat under 2009 blev det en topplacering 2010.

Amerikanska Carnival Corp, som tillsammans med RCCL kontrollerar 80 procent av världens kryssningsflotta, har efter finanskrisen inte upplevt tillnärmelsevis samma omprissättning som RCCL. Som ett resultat av en högre avkastning på kapitalet har Carnival historiskt sett varit prissatt med en välförtjänt premie. När denna premie vid slutet av året nästan utraderats bytte vi två tredjedelar av RCCL-posten mot aktier i Carnival.

Vi tror fortfarande på en bra kryssningsmarknad under de kommande åren. Nykontrakteringen är låg och efterfrågan ökar. Detta bör borge för att kryssningsaktörerna kan höja sina biljettpriser ytterligare. Ytterligare ett kryssningsrederi bidrog positivt, nämligen Hurtigruten.

Rezidor var i början av 2010 mycket impopulärt och lågt prissatt. Vi valde att lyssna till ledningen, som i början av året antydde en gryende optimism vad gäller både hotellbeläggning och företagets expensionsplaner. Det har gett riklig utdelning. Aktien steg med 68 procent mätt i NOK. I slutet av året valde vi att ta ut vinst på mer än hälften av vårt innehav.

God fisk och läckra skaldjur

Våra defensiva konsumtionsaktier steg med 19 procent mätt i NOK. En mycket stor del av äran tillkommer vårt största laxföretag Cermaq samt den thailändska kyckling- och räkproducenten Charoen Pokphand. Efter nästan en tredubbling av kursen på 12 månader sålde vi posten i Charoen Pokphand.

Nya namn i portföljen är Morpol, Winn-Dixie Stores och Austevoll. Efter mindre än fem månader i portföljen blev det sistnämnda företaget sektorns tredje bästa bidragsgivare.

Morpol är ett polskt företag som huvudsakligen sysslar med förädling av lax med försäljning på den europeiska kontinenten. Bolaget noterades på Oslobörsen under sommaren. Oron för höga priser på lax, bolagets insatsfaktor nummer ett, gör i kombination med kort börhistorik att företaget inte drar till sig många intresse och värderingen är enligt vår mening synnerligen låg. Vi ser en stor potential för ytterligare tillväxt och förbättrade marginaler och förväntar oss med tiden ett ökat intresse bland både analytiker och investerare.

Fondens näst sämsta investering under 2010 var Dixons som bland annat äger Elgiganten/Elkjøp. Oron för de brittiska konsumenternas köpkraft har överskuggat bolagets positiva utveckling i Skandinavien. Enligt vår uppfattning återspeglar den aktuella värderingen knappt värdet på den skandinaviska verksamheten. Med andra ord får vi företagets ledarställning inom detaljhandeln



FOTO: RCC

Royal Caribbean Cruises har bidragit väl till portföljen under 2009–2010. Två tredjedelar av posten har nu bytts mot ett innehav i Carnival

med elektronik i Storbritannien, Irland och Syd-europa gratis.

Väntar på att medicinen ska verka

Med en negativ avkastning på fyra procent var läkemedel fondens näst sämsta sektor. Läkemedelsaktier är säkerligen de mest impopulära aktierna i världen.

Våra investeringar i Axis-Shield och ClavisPharma återfanns bland både sektorns och fondens förloraraktier. Utvecklingen av dessa har enligt vår mening har inte alls varit så katastrofal som kursutvecklingen antyder. Vår investeringssid är intakt, och vi har därför valt att behålla aktierna.

Under senare delen av 2010 köpte vi aktier i Teva Pharmaceutical, världens största tillverkare av generiska läkemedel. Företaget har också en stor andel egna läkemedel som över tiden visat imponerande resultat. Hög försäljningstillväxt, goda marginaler, stark balansräkning i kombination med låg värdering i en impopulär sektor, är en mix vi gillar.

Bankraket och fastighetssmäll

Bank och finans ökade med 15 procent mätt i NOK. Vår största bankexponering, tyska Aareal Banks kurs steg 72 procent mätt i NOK. I andra änden av skalan hittar vi Norwegian Property. Under 2009 var det fondens tredje största bidragsgivare – under 2010 fondens största förlorare. Besvikelse över försäljningspriset på hotellverksamheten i kombination med ett stort

investeringsbehov innebar att vi inte ville vara med på företagets vidare resa.

Nya investeringar är ett GjensidigeForsikring. Vi ersatte Sparebanken 1 SR-Bank med en ”bil-ligare” sparbanks, SparebankenVest.

Fann varandra

IT steg med 18 procent mätt i NOK. Dominerande här, både i storlek och avkastning, var Samsung Electronics.

EDB ASA och Ergo Group hittade varandra under sommaren 2010. I samband med den efterföljande emissionen av det sammanslagna bolaget ökade vi vårt innehav. Bolagets möjligheter att utnyttja synergier, för att inte tala om förbättrad rörelsemarginal, verkar inte vara inräknade i den aktuella värderingen.

Nio procents väntpremie

Telekommunikation steg också med 18 procent mätt i NOK. Efter två år av fantastisk avkastning för våra Telenor-aktier cirka 150 procent, valde vi att sälja vårt innehav när aktiekursen var nära vårt kursmål. I samband med att Vimpelcom gick samman med Kyivstar sålde vi våra aktier i det förstnämnda bolaget och kunde notera en mycket god vinst.

Nykomling i portföljen var France Telecom, som, enligt vår uppfattning, är lågt prissatt av fel grunder. En ytterst attraktiv avkastning från en utdelning på nio procent är en trevlig väntpremie, tills även resten av marknaden ser hur undervärderat företaget är.

Fondens minsta sektor, nyttotjänster, gav ett bidrag på minus fem procent. Eletrobras-aktien fick en trist kursutveckling. Vårens efterlängtnade utdelning blev således bara ett litet plåster på såret.

Satsar på de mindre

I motsats till vad som varit fallet på de globala aktiemarknaderna har medelstora och små företag på Oslobörsen utvecklats betydligt sämre än de stora, och framstår som de mest attraktiva och undervärderade. I slutet av året hade därför inte SKAGEN Vekst aktier i något av de sju största bolagen på Oslobörsen. I den globala delen av fonden har vi däremot ökat vårt innehav i stora företag.

Under året har vi koncentrerat portföljen till färre investeringar i respektive sektor. Fokus har också ökat på företag med stabil vinst utan att det har skett på bekostnad av vad vi anser vara fördelspotentialen.

Fondens tolv största företag var vid årsskiftet prissatta till 11,8 gånger vinsten och 1,1 gånger bokfört eget kapital. Motsvarande siffror för Oslobörsen var 15,9 och 1,7, medan världsindex kunde skryta med ett P/E på 15,7 och P/B på 1,9.

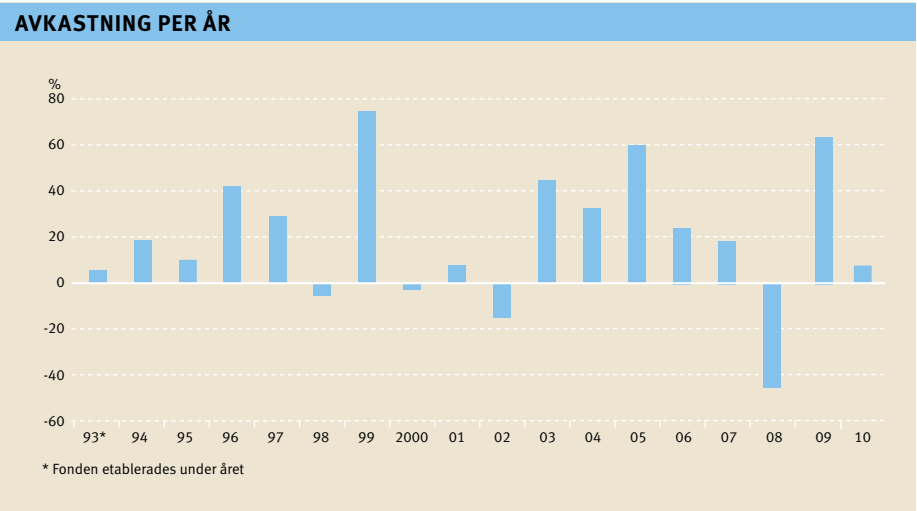
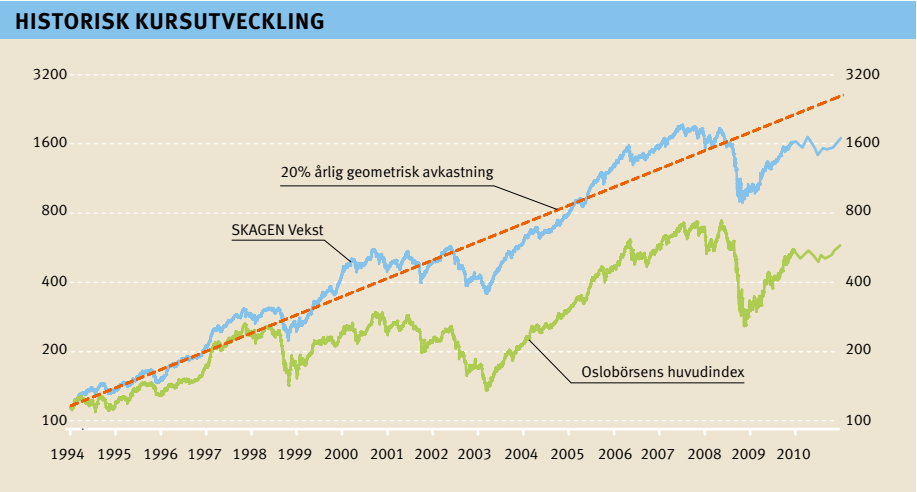
Världens börser är nu måttligt prissatta i ett historiskt perspektiv. Våra portföljbolag handlas med stora rabatter. Vi är optimistiska att 2011 blir ett bra börsår, särskilt för SKAGEN Vekst andelsägare.

SKAGEN Vekst är en aktiefond som investerar i norska och utländska företag. Minst 50 procent av fondens medel ska vara investerat i Norge, resten ska vara placerat på den globala aktiemarknaden. Denna kombination gör att fonden kan ta del i värdeskapandet i sektorer som inte är tillgängliga på den norska marknaden. Målet för fonden är att uppnå bästa möjliga riskjusterad avkastning genom en aktivt förvaltat portfölj av norska och internationella aktier.

SKAGEN Vekst passar för investerare som önskar en aktiefond med bra balans mellan norska och globala företag. Fonden har ett brett mandat som ger stor frihet att investera i en rad företag, branscher och regioner. Genom att investera i både norska och internationella företag, får du bättre spridning än i en rent norsk aktiefond.

År	Avkastning %	Jämförelseindex %	Förvaltningskapital*	Antal andelsägare	Kostnad totalt, %
2010	7,92 %	8,51 %	11 798	92 978	1,87 %
2009	64,03 %	82,55 %	12 813	93 807	4,50 %
2008	-46,93 %	-56,73 %	6 861	88 349	1,00 %
2007	18,40 %	20,10 %	13 662	87 559	1,26 %
2006	23,63 %	23,58 %	12 852	74 547	3,36 %
2005	59,32 %	51,06 %	9 720	61 792	4,50 %
2004	33,71 %	40,50 %	6 253	51 781	3,45 %
2003	43,14 %	27,77 %	4 570	47 334	5,82 %
2002	-16,34 %	-26,17 %	3 030	46 153	0,86 %
2001	7,87 %	-8,79 %	2 834	46 283	1,27 %
2000	-1,59 %	-1,01 %	2 690	44 619	2,18 %
1999	75,24 %	44,11 %	2 503	38 167	7,31 %
1998	-6,50 %	-26,68 %	1 058	19 568	2,46 %
1997	29,59 %	32,23 %	954	13 036	3,74 %
1996	41,61 %	34,42 %	505	6 873	4,01 %
1995	9,65 %	6,67 %	210	4 149	2,95 %
1994	18,5 %	6,25 %	137	1 760	1,58 %

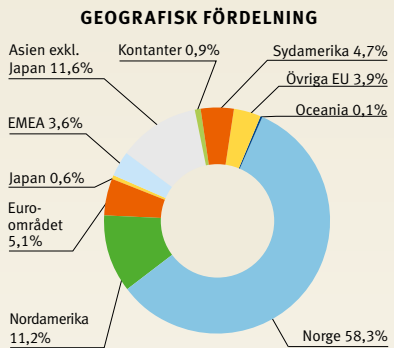
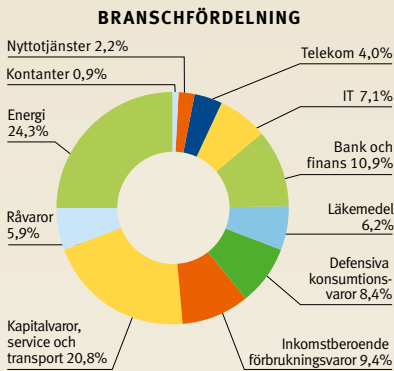
* I miljoner kronor



SKAGEN Vekst

En handplockad bukett

Barn og unge plukker blomster på en mark nord for Skagen. 1887. Beskuren. Av Michael Ancher, en av Skagenmalerne. Bilden tillhör Skagens Museum.



Fondens startdatum	1 december 1993
Avkastning sedan start	1 387,8 %
Genomsnittlig avkastning per år	17,1 %
Förvaltningskapital	11 798 miljoner SEK
Antal fondsparare	92 978
Förvaltningsavgifter	1,0 % per år +10 % av avkastningen över 6 %
Minsta köpbelopp	Engångsteckning kr 1 500, sparavtal kr 500
Godkänd för marknadsföring i	Norge, Sverige, Danmark, Finland, Island, Nederländerna, Storbritannien och Luxemburg
Jämförelseindex	OSEBX/MSCI ACWI (50/50)
UCITS-fond	Ja
Portföljförvaltare	Beate Bredeesen, Ross Porter

Mot normalläget

I och med att den globala aktiemarknaden gav en avkastning nära vad som kan förväntas vara normalt, var 2010 ett onormalt aktieår. Att SKAGEN Global slog världsindex var emellertid inte onormalt.

Med råvaror som bästa drivkraft och nyttotjänster som värsta, slutade avkastningen för SKAGEN Global 2010 på 8,9 procent, tre procentenheter högre än världsindex, MSCI All Country World Index.

Sedan fondstarten i augusti 1997 har fonden slagit sitt jämförelseindex 13 av 14 år. Den årliga genomsnittliga avkastningen som fondens andelsägare har fått under denna period har legat på 17,8 procent, medan världsindex har gett en avkastning på 2,1 procent.

Stora valutaskillnader

Avkastningen på den globala aktiemarknaden varierade stort i fjol, beroende på vilken valuta den mättes i. Medan euroinvesterarna kunde glädja sig åt en avkastning på 20,8 procent upplevde japanska investerare ett kursfall på 1,8 pro-

cent. Dollarinvesterare och kinesiska investerare hamnade mitt emellan, med plus 12,7 respektive 8,8 procent.

Sett i förhållande till en tänkt världsvaluta låg emellertid den globala aktieavkastningen inte långt under den teoretiskt förväntade avkastning aktier ”normalt” ska ge över tid, på 8–10 procent per år.

Problemet med denna normalisering är att vi de senaste 15 åren knappast ens har varit i närheten av en sådan årsavkastning. Huvudregeln har varit antingen extremt dåliga år på aktiemarknaden, som 2001–2002 och 2008 eller exceptionellt goda år som 1998–1999, 2003 och 2005.

Det mesta kom under andra halvåret

Även 2010 innehöll turbulenta perioder på den globala aktiemarknaderna. Särskilt dåligt blev investerarnas humör under andra kvartalet. Dåliga makroekonomiska nyckeltal ökade oron för att världsekonomin skulle gå in i en ny recession efter det att stimulanspaketen gradvis mist sin effekt.

I takt med flera positiva signaler från realekonomin under hösten släppte recessionsoron gradvis greppet. Tillsammans med överraskande bra siffror från företagen, kvartal efter kvartal, ökade också optimismen bland aktörerna på aktiemarknaden.

Merparten av fjolårets uppgång kom därför under andra halvåret, både för den globala aktiemarknaden och SKAGEN Global. Detsamma gäller de tre procentenheterna som SKAGEN Global slog världsindex med förra året.

Bytet av förvaltare

I samband med att Filip Weintraub i mars valde att avgå från sin befattning som portföljförvaltare av SKAGEN Global ersattes han av Kristian Falnes, som gick från att ha huvudansvaret för SKAGEN Vekst till motsvarande roll i SKAGEN Global. Samtidigt utsågs Søren Milo Christensen till ny portföljförvaltare. Tillsammans med Torkell Tveitevoll Eide och Chris Tommy Simonsen tror vi att det nuvarande förvaltningsteamet har de kvalifikatio-

ner som krävs för att ge god riskjusterad avkastning till andelsägarna även framöver.

Olyckan i Mexikanska golfen

En av årets dramatiska händelser inträffade i slutet av april, när Transoceans oljerigg Deepwater Horizon exploderade och sjönk i Mexikanska golfen. Denna tragiska olycka krävde elva människoliv. Aktiekurserna för både operatören BP och Transocean har sjunkit avsevärt. Den negativa smittoeffekten var också stor för andra rigg- och oljeserviceföretag, i synnerhet de med hög aktivitet i Mexikanska golfen.

Det rådde stor osäkerhet om vilka ekonomiska konsekvenser olyckan skulle ge, både för de företag som direkt var inblandade i olyckan och för branschen i allmänhet.

Även om vi i efterhand kan konstatera att vi underskattade följderna av olyckan, var vår bedömning riktig: aktiemarknaden överreagerade vad gäller de ekonomiska konsekvenserna. Vi valde att behålla våra poster i både BP och Transocean. Även om aktiekurserna för båda företagen steg över 50 procent under andra halvåret slutade året totalt sett med ett kursfall på 23 respektive 16 procent.

Uppköpt precis innan det sprack

Årets näst bästa bidragsgivare, Mariner Energy, har också en betydande verksamhet i Mexikanska golfen. Bara några veckor före olyckan lade Texas-baserade Apache Corporation ett bud på företaget. I takt med att budrabatten på aktiemarknaden minskade valde vi att gradvis sälja ut Mariner Energy och investera pengarna i andra attraktiva företag inom energisektorn. Inom nykomlingar kom det amerikanska oljeserviceföretaget Baker Hughes och riggoperatören Noble Corp.

Efter att ha varit borta från Petrobras under ett år ledde en dålig kursutveckling före företagets rekordstora kapitalexpansion till att vi åter fann värderingen attraktiv. En minskad osäkerhet kring det ambitiösa investeringsprogrammet, en låg värdering i förhållande till intäkterna och ett

SKAGEN GLOBAL 2010 (MILJ. NOK)	
5 största positiva bidragsgivarna	
Samsung Electronics	612
Mariner Energy	315
LG Corp	236
Tyco International	226
Cliffs Natural Resources	212
5 största negativa bidragsgivarna	
Supervalu	-119
Elektrobras	-109
Bank of America	-97
BP	-95
Transocean	-60
5 största köp	
Accenture	782
Citigroup	768
Gjensidige	491
Bank of America	490
Petrobras	489
5 största försäljningar	
Nestlé	953
Amdocs	776
Mariner Energy	604
Cheung Kong	528
LG Corp	518

Norsk Hydros aktie föll i somras i samband med att företaget finansierade sitt uppköp av råvarutillgångar från brasilianska Vale. Aktiekursen föll långt under den nivå vi menar motsvarar bolagets värden och aktien togs in i fonden.



stadigt växande resursunderlag bör ge en bra grund för en god framtida värdeutveckling.

Liksom SKAGEN Kon-Tiki tog vi in ryska Gazprom i portföljvärmen. Även här har kursutvecklingen varit svag under de senaste åren. Bolaget är lågt värderat i förhållande till såväl löpande intäkter som de betydande resurserna bolaget förfogar över inom gas och infrastruktur.

Energivikten i portföljen ökade under året från cirka åtta till 12 procent.

Sålde Vale och Grupo Mexico

Inom råvaror sålde vi Vale och Grupo Mexico med mycket goda vinster. Efter att vi fick svårt att motivera att Harmony Gold fortfarande var undervärderad sålde vi innehavet från portföljen.

Nya företag i portföljen blev Heidelberg Cement, Akzo Nobel och Norsk Hydro. De två förstnämnda har attraktiva positioner på tillväxtmarknaderna och är enligt vårt synsätt undervärderade av aktiemarknaden. Norsk Hydro köptes in i samband med kapitaltillskottet som bolaget gjorde i somras för att finansiera ett strategiskt och förnuftigt förvärv av råmaterialtillgångar från brasilianska Vale. Aktiekursen sjönk då långt under vad vi uppskattar dess underliggande värde till.

Fondens råvaruaktier gav en avkastning på 33 procent under 2010 och tillhörde vinnarbranschen.

Ned i kapitalvaror

Ledda av Siemens, LG Corp och Tyco International blev också kapitalvarusektorn med sin avkastning på 20 procent en stor bidragsgivare till fondens resultat. Efter att vi sålt posterna i Agco och Kone, samt nästan halverade posterna i LG Corp och BayWa, sjönk sektorns portföljandel från 20 till 17 procent. Försäljningen skedde till följd av att den grundläggande rabatten minskade avsevärt.

Industrikonglomeratet Tyco International försvarar ännu sin position som en av fondens största investeringar. Företaget är måttligt värderat i förhållande till vinsten. Dessutom finns det fortfarande en god potential genom ytterligare renodling av verksamheten kring företags huvudområden inom säkerhetsprodukter och tjänster.

Växlar upp

Inom cykliska konsumtionsvaror växlade vi upp vår exponering i bilindustrin. Posten i Renault ökades betydligt och Hyundai Motor kom in i portföljen. Våra poster i Michelin, Reed Elsevier och Metro såldes av. Vi är särskilt nöjda med det försäljningen av Metro. Bolaget nådde vårt kursmål på grund av att marknaden satt ett högre pris på företagets exponering mot tillväxtmarknaderna. Också kabelnätföretagen Comcast och Time Warner Cable hade en god utveckling och

var viktiga bidragsgivare till att konsumtionssektorn som helhet gav en avkastning på 18 procent. En av förra årets stora besvikelser var LG Electronics. Låga marginaler inom tv och mobiltelefoni samt uppskjutna nya produktlanseringar ledde till usla resultat och ett nödvändigt ledarskifte. Eftersom det förväntas att lanseringen av nya smartphones och surfplattor kommer att vända denna trend fick aktien endast ett måttligt kursfall.

Nykomlingen Supervalu blev förra årets sämsta bidragsgivare. Utvecklingen i företagets omstruktureringsprocess har inte varit övertygande. Därför valde vi att ta en förlust och sålde ut hela innehavet.

Tredubbling på kyckling, fläsk och räkor

Inom konsumtionsvaror blev den thailändska matvaruproducenten av kyckling, gris, räkor och fisk, Charoen Pokphand Foods, förra årets klart bästa bidragsgivare. På grund av stigande produktpriser har företagets aktiekurs mer än tredubblats under vår ägartid. Marknadens värdering av Charoen Pokphand Foods produktionskapacitet har nått höjder vi hade svårt att försvara. Vi sålde därför ut hela innehavet.

Även Nestlé och Kraft Foods såldes som en följd av den höga värderingen. Vi köpte mer i det italienska mejeriföretaget Parmalat. Trots att företaget haft motvind på grund av stigande



SKAGEN Global har i ökande utsträckning hittat undervärderade företag i USA. Under året har andelen amerikanska innehav ökat med fyra procentenheter av portföljens totala värde till 29 procent.

mjölkpriser tycker vi fortfarande att värderingen är attraktiv. Särskilt med tanke på att nettobanktillgodohavandena motsvarar 40 procent av bolagets börsvärde.

Fortsatt sjuk medicin

Läkemedel har länge varit en impopulär sektor med allmänt dålig kursutveckling under flera år. Med en avkastning på knappa tre procent för våra läkemedelsaktier blev förra året inget undantag.

Schweiziska Roche togs in som nytt portföljbolag på bekostnad av Gedeon Richter, Fresenius, Eisai och Kalbe Pharma. Med en prislapp på tio gånger förväntad vinst 2011 och en direktavkastning från utdelningen på fem procent förefaller Roche mycket prisvärt. Inte minst med tanke på att Roche hör till de få stora läkemedelsföretagen som föga påverkas av patent som löper ut de närmaste åren. En extra fördel får vi om det negativa nyhetsflödet kring bolagets forskningsportfölj upphör 2011.

Bank i Amerika

Avkastningen inom bank och finans var i linje med fondens avkastning. Vi ökade vår exponering mot amerikanska banker. Bank of America och Citigroup kom in som nya företag, medan aktier i Bank of New York såldes. De amerikanska storbankerna har betydligt större avsättningar för förluster än motsvarande banker i Europa. Soliditeten är också betydligt starkare i finans-krisens kölvatten.

Justerat för immateriella tillgångar ligger aktiekurserna i våra amerikanska banker fortfarande under bokfört eget kapital. Investeringarna är fortsatt negativa till utvecklingen av den amerikanska ekonomin och fastighetsmarknaden. I ett sådant klimat finner vi att våra två storbanker utgör en attraktiv balans mellan risk och vinstmöjligheter.

I samband med Gjensidiges börsnotering i slutet av året kom den norska marknadsledaren inom skadeförsäkring in som nytt företag.

En värdering på endast tio gånger vinsten och en utdelning på sex procent är låga siffror för ett solitt och välskött företag med starka marknadspositioner. Efter en god kursutveckling och minskad konglomeratrabatt i Cheung Kong fann vi det lämpligt att halvera posten i företaget. Det Hongkong-baserade företaget är därmed inte längre bland fondens tio största placeringar.

Halv miljard från Samsung

Inom it-sektorn var Samsung Electronics den största bidragsgivaren. I lokal valuta steg kursen på våra preferensaktier med 24 procent och bidrog med över en halv miljard kronor till fondens resultat. Trots att vi minskat posten något är företaget fortfarande fondens största investering med en andel på 7,7 procent av portföljen.

Även om det kan förväntas lägre resultat från minneskretsar under 2011 jämfört med rekordåret 2010 bör Samsung Electronics produktportfölj inom mobiltelefoni och surfplattor borge för att resultatet inte faller 2011. Preferensaktierna är prissatta till enbart 6,5 gånger vinsten. Det tycker vi fortfarande är billigt för ett företag med en enormt stark balansräkning och med världsledande marknadspositioner inom flera produktområden.

Billig amerikansk teknologi

Accenture och Microsoft togs in som nya portföljföretag. Värderingen av amerikanska teknikföretags resultat har minskat under många år och har nu kommit ned till attraktiva nivåer. Våra två nykomlingar genererar ett imponerande kassaflöde, vilket leder till ökade utdelningar och återköp av egna aktier. Marknadens förväntningar på företagets tillväxt är förvånansvärt låga, och vi förväntar oss att dessa justeras upp under 2011.

För att ge plats åt våra två amerikanska nykomlingar såldes Amdocs efter en period med bra kursutveckling. Vår exponering inom IT ökade med cirka tre procentenheter till 15 procent av portföljen.

Ökning i impopulära teleaktörer

Vi köpte också mer i en fortsatt impopulär telekomsektor. Vimpelcom, China Mobile och Telecom Italia kom in som nya aktörer i portföljen medan Magyar Telekom såldes. Nykomlingarna är lågt prissatta i förhållande till löpande intäkter, men inte minst med tanke på att de alla har attraktiva positioner på tillväxtmarknaderna.

2010 hade vi poster i det sydafrikanska mobilföretaget MTN Group, men då kursmålet nåddes under hösten sålde vi företaget med god vinst.

Nyttotjänster blev med en negativ avkastning på tre procent förra årets svagaste sektor. Orsaken var ett kursfall för den brasilianska energijätten Eletrobras. Den förestående emissionen i företaget har troligen varit en hämsko för kursutvecklingen. När emissionen är klar första kvartalet 2011 finns det goda möjligheter att marknaden åter fokuserar på den låga värderingen av bolagets vattenkraftskapacitet, förhoppningsvis med en positiv kursutveckling som följd.

Ökade i USA

Geografiskt har vi i år ökat exponeringen mot amerikanska företag med fem procentenheter till totalt 29 procent av fonden. Vårt innehav i företag som är noterade på tillväxtmarknaderna minskas i motsvarande grad. Genom investeringar i företag som är noterade i väst med betydande verksamhet på tillväxtmarknaderna har vi emellertid bibehållit en exponering mot framväxande ekonomier.

Vårt fokus i fråga om riskspridning och portföljuppbbyggnad är att fortsätta att betona företagens verksamhet snarare än var de är börsnoterade eller har sitt huvudkontor.

Bättre än normalt

Om man betraktar värderingen av SKAGEN Globals portfölj i början av 2011 finns det goda skäl att vara optimistisk. Genomsnittet av fondens största investeringar är prissatta till drygt tio gånger förväntad vinst. Och om några av våra identifierade triggerfaktorer utlöses kan flera företag ge extraordinärt god avkastning.

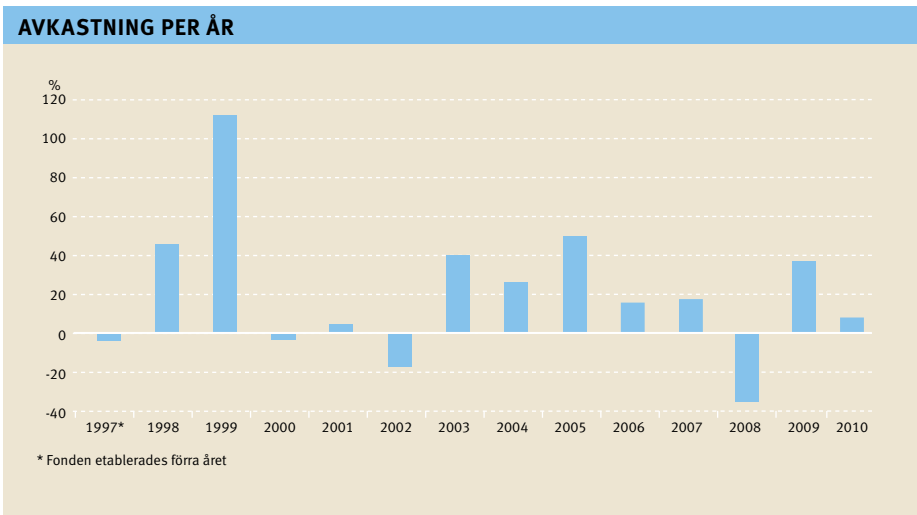
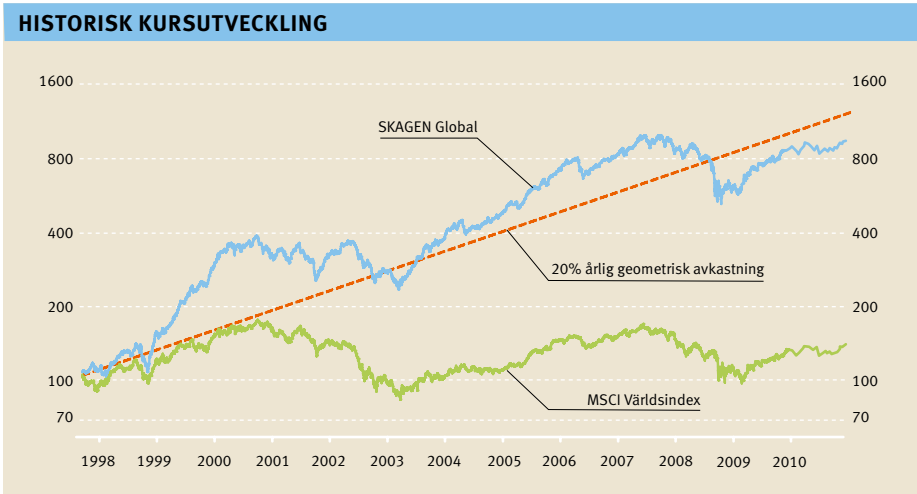
Fundamentalt sett är fondens värdering betydligt lägre än den globala aktiemarknadsuniversumet gjort. Vi kommer säkerligen 2011 också uppleva betydande humörsvängningar bland världens aktieinvestorer med dito kursvängningar. Men både utvecklingen av världsekonomin och värderingen av företagen talar för att vi kan uppleva ett år då avkastningen på den globala aktiemarknaden hamnar i nivå med eller bättre än det som teoretiskt sett beskrivs som den förväntade aktieavkastningen under ett "normalår".

SKAGEN Global är en aktiefond som investerar över hela världen. Därmed ger fonden både en god riskspridning geografiskt och mellan branscher. Målsättningen är att uppnå bäst möjlig riskjusterad avkastning genom en aktivt förvaltnad portfölj av internationella aktier.

SKAGEN Global lämpar sig för sparare som vill ha en aktiefond som placerar över hela världen och som därför ger en god spridning, både geografiskt och mellan branscher. Fonden lämpar sig också för dem som redan placerat på enskilda aktiemarknader, men som vill stärka portföljen och minska sin risk med hjälp av en ren global fond.

År	Avkastning %	Jämförelseindex %	Förvaltningskapital*	Antal andelsägare	Kostnad totalt, %
2010	8,87 %	5,88 %	37 163	94 966	1,29 %
2009	39,01 %	17,96 %	38 291	96 976	2,75 %
2008	-35,52 %	-27,67 %	22 757	92 046	0,96 %
2007	17,22 %	2,82 %	33 995	93 097	2,41 %
2006	15,76 %	3,37 %	24 295	77 148	2,20 %
2005	49,69 %	31,11 %	16 285	52 715	2,42 %
2004	26,12 %	5,78 %	7 617	35 971	2,88 %
2003	39,94 %	10,04 %	4 730	28 772	3,49 %
2002	-17,35 %	-33,24 %	3 107	26 465	3,06 %
2001	4,53 %	-8,39 %	3 061	24 767	2,25 %
2000	-3,78 %	-4,25 %	2 727	22 093	1,74 %
1999	111,88 %	29,96 %	2 218	9 983	5,68 %
1998	46,00 %	25,52 %	254	1 017	2,24 %
1997**			34	24	3,28 %

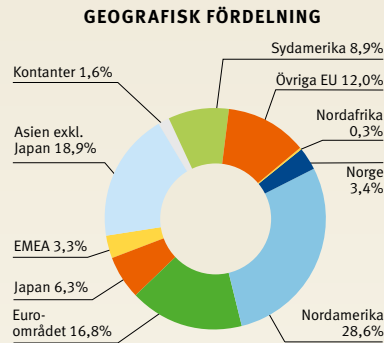
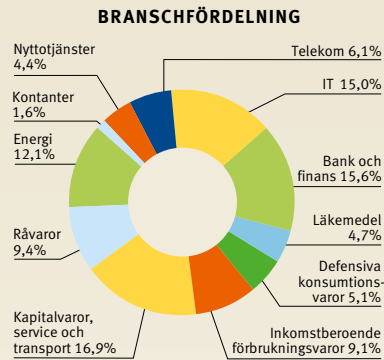
* I miljoner kronor
** Fonden upprättades under året



SKAGEN Global

En värld full av möjligheter

Fra heden nord for Skagen. 1885. Beskuren.
Av P.S. Krøyer, en av Skagenmålarna.
Bilden tillhör Skagens Museum.



Fondens startdatum	7 augusti 1997
Avkastning sedan start	798,1 %
Genomsnittlig avkastning per år	17,8 %
Förvaltningskapital	37 163 miljoner SEK
Antal fondsparare	94 966
Förvaltningsavgifter	1,0 % per år + 10 % av avkastningen utöver jämförelseindex
Minsta köpbelopp	Engångsteckning kr 1 500, sparavtal kr 500
Godkänd för marknadsföring i	Norge, Sverige, Danmark, Nederländerna, Luxemburg, Finland, Island och Storbritannien
Jämförelseindex	MSCI ACWI Country World Index (NOK), från 1 januari 2010
UCIT:s-fond	Ja
Portföljförvaltare	Kristian Falnes, Torkell Eide, Søren Milo Christensen, Chris-Tommy Simonsen

Slog tillväxtmarknadsindex för nionde året i rad

Med en avkastning på 13,5 procent slog SKAGEN Kon-Tiki tillväxtmarknadsindex för nionde året i rad. De som har varit med sedan fondens start april 2002 kan glädja sig åt en årlig genomsnittlig avkastning på 21,7 procent, mot 11,6 procent för tillväxtmarknadsindex.

Omfattande kapital strömmade in i tillväxtmarknaderna och SKAGEN Kon-Tiki under 2010, som vid årets slut hade 47 miljarder norska kronor under förvaltning. Vi kan konstatera att fondens meravkastning utöver index, som slutade på 1,9 procentenheter, uppnåddes under andra halvåret, då fonden var som allra störst.

I början av 2011 servi ingen dramatik vad gäller fondens storlek, men däremot goda möjligheter att skapa meravkastning för våra andelsägare även framöver. Centrala element för att lyckas med det är att:

- Stora likvida företag är impopulära och undervärderade.
- Börsuniversum på tillväxtmarknaderna växer parallellt med fonden.

SKAGEN KON-TIKI 2010 (MILJ. NOK)	
5 största positiva bidragsgivarna	
Hyundai Motor	766
Samsung Electronics	655
Great Wall Motor	482
Banrisul	388
Seadrill	369
5 största negativa bidragsgivarna	
Hanmi (Holding & Pharma)	-179
Elektrobras	-149
Asya Bank	-84
China Mobile	-67
LG Electronics	-67
5 största köp	
Baker Hughes	1717
Hon Hai Precision Industry	1189
China Mobile	1156
Gazprom	982
Petrobras	822
5 största försäljningar	
OGX Petroleo	648
First Quantum Minerals	458
Sistema	456
Banrisul	417
Efes Breweries International	350

- SKAGEN Kon-Tiki kan minska risken genom att investera i undervärderade företag i utvecklade marknader.

Konsumenterna i blickpunkten

2010 låg investerarnas huvudfokus på konsumenterna på tillväxtmarknaderna. Konsumentsektorn blev då också vinnarsektor. Makrobilden präglades av utvecklingen i Kina och övriga BRIC-länder: Medan den ryska och indiska aktiemarknaden låg på den övre halvan av resultatlistan förra året slutade Kina och Brasilien i motsatta änden – som följd av oro för växtvärk och stigande inflation.

Stora företag hade generellt sett ett svagt börsår och tungviktare som Petrobras, China Mobile och Gazprom kom in på vår radarskärm för impopulära och undervärderade företag.

I likhet med de utvecklade marknaderna överraskade företagen på tillväxtmarknaderna med bättre resultat än förväntat. Men trots en god kursutveckling 2010 framstår inte prissättningen av företagen vid ingången av 2011 som hög. Nivån i förhållande till konjunktneutralea nyckeltal, som företagens försäljning och bokförda egna kapital, ligger i linje med genomsnittet för de senaste tio åren.

Med en fortsatt god vinsttillväxt och hög avkastning på eget kapital är det mycket kvar innan vi kan tala om eventuella bubblor i generell mening på tillväxtmarknaderna.. Även om prisnivåerna kan förefalla saftigt inom ovan nämnda konsumentsektor och i enskilda länder – som Indien. En effekt av kapitalströmmen in itillväxtmarknaderna är att flera valutor har stärkts, särskilt de asiatiska och latinamerikanska. På lång sikt ser vi den här utvecklingen som gynnsam och ett bidrag till en bättre balans i världsekonomin. Starkare valutor minskar också något av inflationsrisken från stigande råvarupriser.

Slapp penningpolitik och dålig ledning

De konstgjort låga räntorna i västländerna har i många framväxande ekonomier lett till en mer

löst hållen penningpolitik än önskvärt. Problemställningen 2011 blir för flera av länderna att klara att balansera den ekonomiska tillväxten med en tilltagande inflation. Särskilt utsatta är tidigare nämnda Kina, Indien och Brasilien.

Ett riskmoment tillväxtmarknaderna länge har slagits med är dålig företagsledning och bris-tande aktieägarvänlighet. Detta är ett fenomen som drabbat flera av våra sämre presterande aktier under förra året. Vi noterar emellertid att tillväxtmarknaderna går framåt även på detta område. I takt med att fonden blivit större har vi höjt insatsen på företagsledningsfronten. Vi försöker därmed, efter bästa förmåga, att påverka företagen att bli mer aktieägarvänliga.

Goda bidrag från energi

Trots att olyckan i Mexikanska golfen satte sin prägel på hela energisektorn blev sektorn en god bidragsgivare till fonden. Vi hade en förhållandevis beskedlig exponering mot oljeproducenterna som trots stigande oljepriser upplevde en svag kursutveckling. De största plustecknen i kanten gav oljeservicebolagen Baker Hughes och Seadrill. Även oljeletningsföretaget OGX Petroleo levererade ett bra bidrag. Här sålde vi allt, till höga kurser.

Efter att Petrobras hade genomfört världens största, men kursmässigt inte särskilt lyckade emission, köpte vi in oss i det brasilianska oljeföretaget.

Signaler om en väsentligt bättre företagsledning och en något bättre balans på den europeiska gasmarknaden ledde till att vi gick in relativt tungt i ryska Gazprom. En mycket god kursutveckling för den indonesiska kolproducenten Indo Tambangraya ledde till att vi minskade vårt innehav betydligt.

Afrikansk koppar och asiatiskt flyg

Våra råvaruproducenter hade ett bra år. Kursutvecklingen var särskilt god för de afrikanska kopparföretagen First Quantum Minerals och Equinox Minerals. Vi sålde posten i First Quan-



Bilar från Great Wall visas upp vid den åttionde internationella bilmässan i Guangzhou under december 2010. Utifrån centrala nyckeltal har Kon-Tikis innehav Hyundai Motor och Great Wall Motor mycket att gå på framöver.

tum men köpte väsentligt mer i Equinox – där vi menar att det finns mycket att hämta framöver.

Stigande sydafrikansk valuta ledde till starkt minskade marginaler och det blev ett svagt år för ädelmetallproducenterna DRD Gold och Aquarius Platinum. Företagen sitter emellertid inne med värdefulla resurser och är vår försäkring mot galopperande priser på ädelmetaller. Mot slutet av året ökade vi vårt innehav avsevärt i brasilianska Vale.

Industri och transport hade ett bra år. Goda bidragsgivare hos oss var nyförvärvet AP Møller-Maersk och den kinesiska kraftverksbyggaren Harbin Power. Vår största investering i sektorn, ABB, upplevde en betydande förbättring i orderläget. Oron att offentliga sparåtgärder skulle begränsa tillväxten i offentliga investeringar ledde till motvind för våra entreprenörer Empresas ICA och Strabag.

Vi sålde våra innehav i konglomeraten Alarko Holding och Alfa SAB samt flygbolaget Thai Air. Investeringarna inom luftfart har vi nu i lågprisbolagen AirAsia och Norwegian. Bägge är förhål-

landevis realistiskt värderade samtidigt som den organiska tillväxten är mycket stark.

Full fart med Hyundai

Inkomstberoende konsumtionsvaror utvecklades även i år spektakulärt. Våra huvudföretag Hyundai Motor Company och kinesiska Great Wall Motor blev fondens bästa bidragsgivare. Kombinationen av en något ambitiös värdering av aktörerna på aktiemarknaden vid början av året, och en bilmärnad som utvecklats sig väsentligt bättre än förväntat, ska ha en del av äran för detta. Den största äran för framgångarna på börsen ska dock företagen själva ha. Båda har kunnat stoltsera med lyckade lanseringar av nya modeller och har en mycket konkurrenskraftig kostnadsposition. Vi ser fram emot fler goda bokföringssiffror under 2011. Baserat på centrala nyckeltal har både Hyundai Motor och Great Wall Motor mycket att arbeta med framöver.

Den indiska fordonsproducenten Mahindra & Mahindra fortsatte sin goda utveckling för sjunde året i rad, och har enligt vårt förmenande ännu inte nått full värdering.

LG Electronics var en stor besvikelse 2010. En låg värdering och ett förnyat produktutbud pekar mot att 2011 kan bli ett bättre år. Efter en mycket stark kursutveckling sålde vi vårt innehav i butikskedjan Convenience Retail Asia och varuhusoperatören Mitra Adiperkasa. In kom det malaysiska transportkonglomeratet DRB-Hicom.

Satsade på rätt häst

Våra mindre konsumtionsrelaterade företag har utvecklat sig mycket starkt. Vi satsade på rätt häst med tanke på den kraftiga prisstegring som skedde på råvarumarknaden. En god tillväxt och större marginaler är en framgångsrik kombination. Vi sålde den ryska butikskedjan Magnit samt det turkiska bryggeriet Efes Breweries International och kunde skörda betydande vinster. Royal Unibrew uppvisade en fantastisk vändning som gav utdelning på aktiemarknaden.

Då det uppdagades att kroatiska Pivovarna Lasko hade "slarvat bort sina pengar" sålde vi av allt och tog en relativt stor förlust. Vi lämnade också Chaoda Modern Agriculture med en mindre förlust.



Det tyska läkemedelsföretaget Stada Arzneimittel har ett ökande internationellt fokus och producerar både generiska och egenutvecklade läkemedel.

Generellt sett har konsumentsektorn blivit alltför populär och högt värderad. Det är därför svårt att hitta bra företag till attraktiva priser.

Dålig medicin

Betydande förluster i samband med omorganisationen av koreanska Hanmi Pharma ledde till att läkemedelssektorn jämfört med normalt gav ett negativt bidrag till fondens resultat.

Trots en kraftig ökning i investeringarna och en redan attraktiv portfölj med kommande produkter utvecklade sig vår största investering i sektorn, Gedeon Richter, förhållandevis svagt. De turkiska Eczacibasi-företagen visade goda takt och efter ett rejält kurslyft sålde vi aktierna i kinesiska China Shineway Pharmaceutical Group.

Utsikterna för 2011 ser bättre ut, både för våra aktier och för läkemedelsbranschen. Trots att läkemedelsföretagen på tillväxtmarknaderna inte kommer att drabbas hårt av patent som löper ut under åren framöver, som ju fallet är för många företag på de utvecklade marknaderna, handlas de ändå fortsatt med rabatt.

Konsumtionslån och sparprodukter

Även om finanssektorn är den avgjort största sektorn på de globala tillväxtmarknaderna är som tur

är exponeringen mot sydeuropeiska statsskulder och amerikanska bolån låg. Däremot har de betydande tillväxt i lönsam konsumtionsfinansiering och sparprodukter.

Våra vinnare i sektorn blev den brasilianska sparbanken Banrisul och det chilenska pensionsbolaget Provida. Vi fick några vinster i Banrisul, thailändska Tisco Financial Group och Provida. De realiserade pengarna användes till att köpa aktier i thailändska Bangkok Bank och Kiatnakin Bank.

Generellt sett är vi försiktiga med att exponera oss för mycket mot statsdominerade banker, i synnerhet i Kina. Vår erfarenhet är att de ofta kan utnyttja sina resurser till andra ändamål än aktieägarnas bästa. Vi håller oss därför i stort sett till den privatägda sektorn.

Tror på läsplattor

Inom it-sektorn hade Samsung Electronics ett bra år. Med Galaxy Tab och en ny produktserie mobiltelefoner visade de åter att de har ett bra grepp om konsumenterna. Efter ett starkt första halvår ser vi nu en ökad press på marginalerna inom digitala medier. De viktiga minnesprodukterna visar en delad bild. Förväntningarna på 2011 är därför inte så höga, vilket innebär att positiva överraskningar snabbt kan ge goda kursutslag

för Samsung-aktien. Årets nya produkter inom läsplattor gjorde att vi köpte taiwanesiska Hon Hai Precision Industry, som är Apples huvudleverantör för både iPhone och iPad. Vi investerade i företaget under en period då det var mycket dålig press kring de kritiserade arbetsvillkoren för de anställda. Trots att marknaden för Hon Hais produkter är glödhet handlas företaget med rekordrabatt, både i absoluta tal och i förhållande till sektorn. Oron för höga kostnader i samband med bättre arbetsförhållanden för personalen, genom bland annat delvis betydande löneökningar, är enligt vår åsikt överdriven.

Fallande kinesisk ängel

Telekommunikation var en förhållandevis bra sektor 2010. Utsikterna förefaller ännu bättre för 2011, då vi räknar med att se de första resultaten från indiska Bharti Airtels satsning på Afrika, samt vändoperationen till Indosat. En stark kursutveckling ledde till att vi sålde ut kenyanska Safaricom och minskade posten i ryska Sistema.

Den fallande ängeln China Mobile kom in som nykomling i portföljen. Värderingen av företaget är enligt oss låg. Datatrafiken ökar, konkurrensen är måttlig och företaget har en gynnsam valutaexponering med alla intäkter i kinesisk valuta. Både resultat och utdelning är därför på väg uppåt.

Inom nyttotjänster äger vi numera bara Eletrobras, som hade ett förhållandevis svagt år. Aktien präglades av osäkerhet kring den politiska situationen i Brasilien samt de efterlängtda utdelningarna som förföll till betalning i början av året. Centralt för en mer positiv kursutveckling 2011 är emissionen som nu är på tapeten samt förnyelsen av energikoncessionen som förfaller 2015.

Välbalanserat in i 2011

SKAGEN Kon-Tiki har även framöver en moderat omsättningshastighet. Vid början av 2011 var likviditeten något högre än vanligt. Vi har ett ökat fokus på större företag som är impopulära och som förefaller undervärderade. Men vi är försiktiga framöver med företag där den "låga" prislappen i stor utsträckning kan förklaras med företagsspecifika riskfaktorer och avsaknad av verkliga kursändrande faktorer.

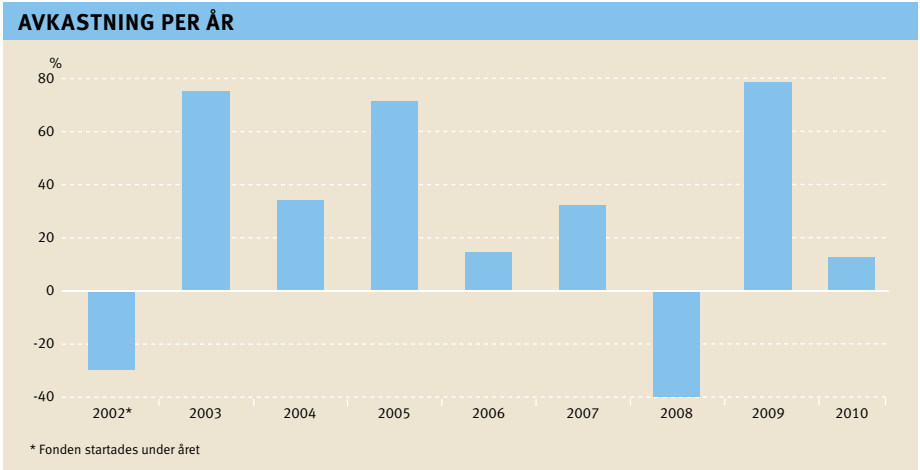
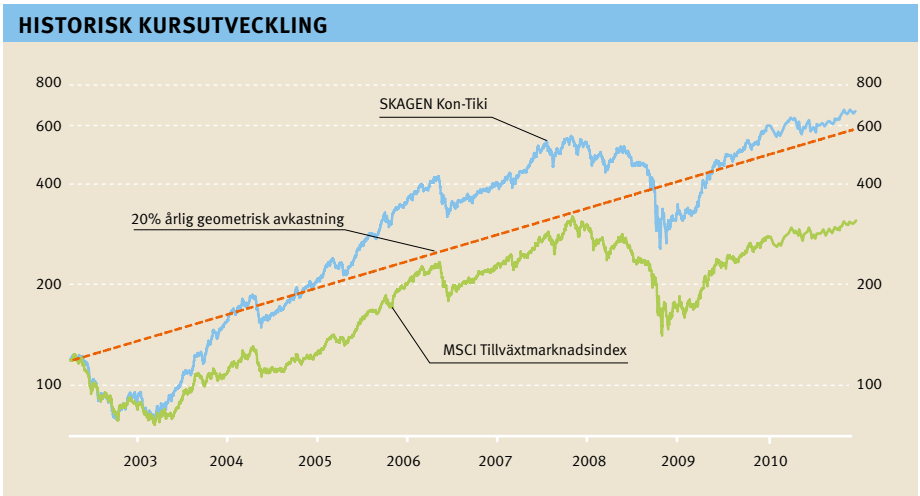
Vi har fortsatt en välbalanserad portfölj baserat på företagens värdeskapande. Vi följer självklart med de globala trenderna och håller framöver ett vakande öga på konsumenterna på tillväxtmarknaderna. Trots en kursökning på drygt 21 procent (mätt i NOK) under 2010 har inte nyckeltalen för portföljen ändrats nämnvärt under året som gått. Det beror på en kombination av god utveckling för företagen och de portföljförändringar vi har genomfört.

SKAGEN Kon-Tiki är en aktiefond som ska ha minst 50 procent av medlen placerade direkt i världens tillväxtmarknader. Minst 50 procent av medlen kan vara placerade i marknader som ingår i MSCI världsindex. Målet för fonden är att uppnå bästa möjliga riskjusterade avkastning genom en aktivt förvaltat portfölj av internationella aktier.

SKAGEN Kon-Tiki passar för investerare som vill ta del i värdeskapande i världens tillväxtmarknader. Fonden ger möjligheter för extraordinär avkastning genom att investera i områden med stor tillväxtpotential. Risken är emellertid något högre än för en global fond som i huvudsak investerar i utvecklade marknader.

År	Avkastning %	Jämförelseindex %	Förvaltningskapital*	Antal andelsägare	Kostnad totalt, %
2010	13,51 %	11,71 %	54 476	82 198	2,14 %
2009	79,08 %	61,99 %	40 828	74 443	3,26 %
2008	-39,54 %	-43,06 %	13 654	64 799	3,01 %
2007	32,70 %	31,44 %	23 627	59 770	2,56 %
2006	14,53 %	13,79 %	15 291	44 692	2,52 %
2005	71,24 %	60,47 %	10 303	29 553	3,16 %
2004	34,01 %	15,77 %	3 532	16 259	3,95 %
2003	74,82 %	29,12 %	1 845	9 835	3,85 %
2002**			313	4 190	3,89 %

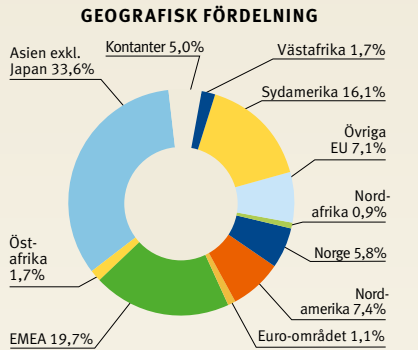
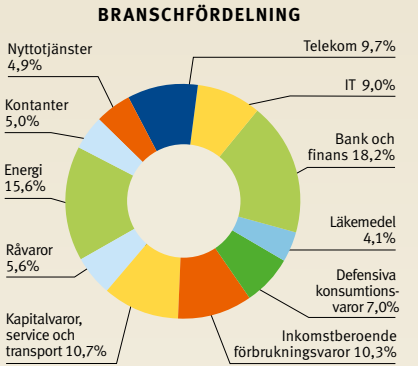
* I miljoner kronor



SKAGEN Kon-Tiki

Visar kursen mot nya vatten

Skagen Rev fyrskeib. 1892. Beskuren.
Av Carl Locher, en av Skagenmalerne.
Bilden tillhör Skagens Museum.



Fondens startdatum	5 april 2002
Avkastning sedan start	458,4 %
Genomsnittlig avkastning per år	21,7 %
Förvaltningskapital	54 476 miljoner SEK
Antal fondsparare	82 198
Förvaltningsavgifter	2 % per år plus/minus rörlig förvaltningsavgift
Minsta köpbelopp	Engångsteckning kr 1 500, sparavtal kr 500 kronor
Godkänd för marknadsföring i	Norge, Sverige, Danmark, Finland, Nederländerna, Luxemburg, Island och Storbritannien
Jämförelseindex	MSCI Emerging Markets Index (NOK)
UCIT:s-fond	Ja
Portföljförvaltare	J. Kristoffer Stensrud, Knut Harald Nilsson, Cathrine Gether

Ett mycket bra år

Den globala obligationsfonden SKAGEN Tellus levererade en avkastning på 17,1 procent under 2010 och slog index med 4,1 procentenheter (mätt i euro).

Mätt i svenska kronor var avkastningen 2,5 procent jämfört med jämförelseindex på -1,1 procent. Den relativt stora skillnaden i avkastning mellan de båda valutorna beror på att den svenska kronan stärkts mot euron under året.

Sedan fonden startades i september 2006 utgör den årliga genomsnittliga avkastningen 6,25 procent, cirka 0,75 procentenhet högre än index. Under fyra av de fem kalenderåren har fonden slagit jämförelseindex. Samtidigt har risken, mätt i kurssvängningar, varit lägre för fonden än index. Standardavvikelsen har varit 7,9 procent, mot 8,8 procent för indexet

En global obligationsfond får avkastning på tre sätt: kupongavkastning, vinster till följd av räntefall samt valutavinster. Under 2010 har valutavinsterna bidragit med 63 procent av totalavkastningen, medan räntekuponger och kursvinster på obligationer har stått för 9 respektive 28 procent av avkastningen. De två senaste åren har valutavinster utgjort en allt större andel av fondens avkastning.

Ska tjäna på svängningar

Vad förväntar vi oss då av 2011? Filosofin ligger fast: Vi använder vår makroekonomiska insikt för att försöka tjäna pengar på förväntade ränte- och valutarörelser. Ibland betyder det långsiktighet i investeringarna. Andra gånger måste vi vara beredda på att snabbt förändra fondens innehav om ny information eller nya analyser visar på ändrade utsikter för räntor och valutor.

Vi är hela tiden medvetna om att ha en god riskstyrning. Det innebär i klartext att vi försöker ha en god spridning på våra investeringar, och begränsa storleken på de enskilda posterna.

Stigande långräntor i väst

Generellt sett förväntar vi oss att långräntorna ska stiga 2011 i många av de utvecklade ekonomierna. Som vi nu tolkar de makroekonomiska siffrorna finns det tecken på en snabb tillväxt i USA, och en fortsatt god tillväxt i de tunga länderna i euroområdet. Tillsammans med en fortsatt hög tillväxt i tongsivande tillväxtmarknader som Kina och Indien

drar detta troligen upp de underliggande realräntorna. Dessa är för närvarande mycket låga.

Om inflationsförväntningarna drar iväg är mer osäkert. Förväntningarna ligger redan på en ganska hög nivå i alla utvecklade ekonomier, bortsett från Japan. Totalt sett innebär detta att vi kommer att vara försiktiga med att gå in i långa räntor i de här länderna. Detta skrivs självklart med förbehåll för att vår bedömning kan ändras.

Det finns emellertid fortfarande några länder där vi menar att det finns pengar att tjäna i den bortre änden av räntekurvan. Enskilda tillväxtmarknader kan visa på fin inflationshistorik utan att detta speglas fullt ut i de långa räntorna. Och man får heller inte tillräckligt betalt för att hålla ordning på statsfinanserna. Den här typen av länder – som Indonesien, Turkiet och Sydafrika – har vi med oss i portföljen in i 2011, med tron på att marknaden ska värdesätta dessa obligationer högre i framtiden.

Kan tjäna bra på kort sikt

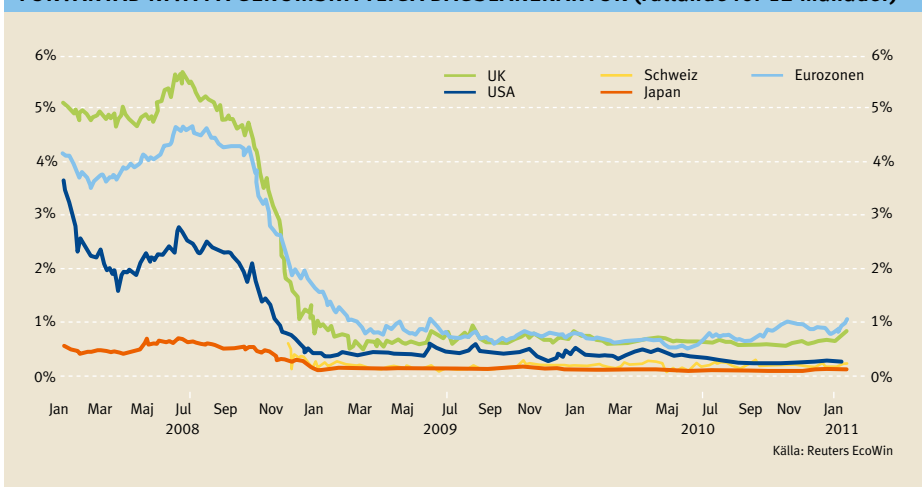
Vi tror också att det är möjligt att tjäna bra med pengar i den långa delen av räntekurvan. Strax före nyår investerade vi i en grekisk statsobligation med förfallodatum i mars 2012. Den ger för närvarande en ränta på 5 procent. Det råder inget tvivel om att de grekiska statsfinanserna ligger i ruiner och mycket kan ske efter juni 2013 när landet inte längre finansieras av euroländerna och IMF. Men vi tror inte på misskötsel under de närmaste 14 månaderna.

Vi utesluter inte heller att andra papper i eurozonen kan komma att värderas felaktigt under 2011.

Vi menar också att det ska vara möjligt att få goda bidrag vid valutakursförändringar. Det är viktigt att vara tidigt ute när det finns förväntningar på att centralbankerna ska höja sina styrrentor, med påföljande förstärkning av valutan. Dessutom har vi haft mycket god nytta av vårt egenutvecklade verktyg för att värdera huruvida valutorna i grunden är under- eller övervärderade.

Med detta sagt är vi mycket ödmjuka vad gäller de utmaningar marknaden ställer oss inför. Vi

FÖRVÄNTAD NIVÅ PÅ GENOMSNITTLIGA DAGSLÅNERÄNTOR (rullande för 12 månader)



kommer med all säkerhet att ha fel i vissa delar av vår analys 2011, på samma sätt som under 2010 och åren dessförinnan. Men väl genomarbetade analyser och god uppmärksamhet bör sörja för att andelsägarna även 2011 får god riskjuste-

rad avkastning på de pengar man investerat i SKAGEN Tellus.

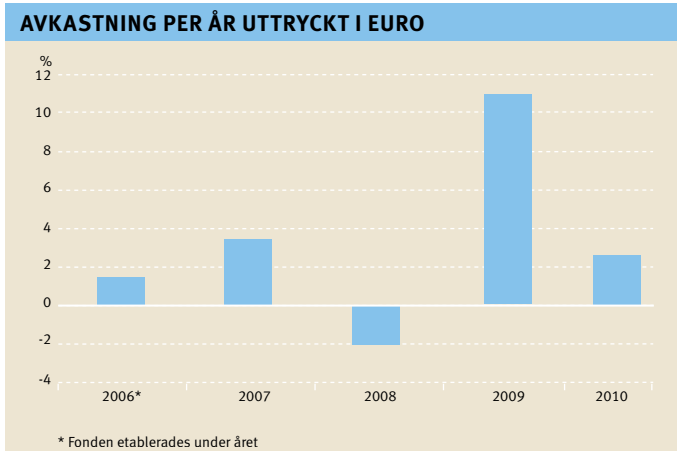
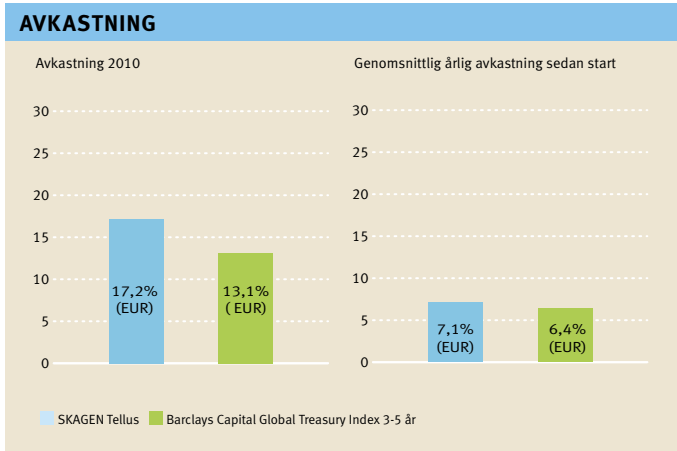
SKAGEN Tellus är en global obligationsfond som kan ge investerare överavkastning genom att de sparar i räntemarknader över hela världen. Fonden investerar i obligationer och certifikat utställda av eller garanterade av stater, regionala myndigheter och finansinstitut. Fondens målsättning är att ge andelsägarna bra riskjusterad avkastning på investeringar i kreditsäkra globala obligationer genom en aktivt förvaltad portfölj. Fonden har en avkastnings- och riskprofil som ligger mellan nationella obligationsfonder och globala aktiefonder.

SKAGEN Tellus är ett bra alternativ för investerare som vill spara i globala obligationer och som har minst 12 månaders investeringshorisont. Investerare bör ha tolerans för valutasvängningar. Fonden passar bra som en del av en långsiktig investeringsportfölj, för privatpersoner, företag och institutioner.

År	Avkastning% i SEK	Jämförelseindex % i SEK	Förvaltningskapital*	Antal andelsägare
2010	2,53%	-1,08%	901 651	2383
2009	4,14%	-5,52%	501	1 558
2008	13,54%	34,64%	611	1 644
2007	8,17%	4,87%	1 022	2 353
2006 **	-1,33%	-4,79%	631	2 557

* I miljoner kronor

** Fonden upprättades under året



SKAGEN Tellus

Dörröppnaren till globala räntemarknader

Hjemvendende fiskere, 1879. Beskuren.
Av Frits Thaulow, en av Skagenmålarna.
Bilden tillhör Skagens Museum.

Fondens startdatum	29 september 2006
Avkastning sedan start	29,38%
Genomsnittlig avkastning per år	6,25%
Förvaltningskapital	902 miljoner SEK
Antal fondsparare	2 383
Förvaltningsavgifter	0,8% per år
Minsta köpbelopp	Engångsteckning kr 1 500, sparavtal kr 1 500
Godkänd för marknadsföring i	Norge, Sverige, Danmark, Nederländerna, Luxemburg, Finland, Island och Storbritannien
Jämförelseindex	Barclays Capital Global Treasury Index, 3 – 5 år
UCIT:s-fond	Ja
Portföljförvaltare	Torgeir Høyen, Jane Tvedt



SKAGEN Krona

Tillsammans för bättre räntor

Fiskere trækker vod på Skagen Nordstrand.
Sildig eftermiddag. 1883. Beskuren.
Av P. S. Krøyer, en av Skagenmålarna.
Bilden tillhör Skagens Museum.

Fondens startdatum	29 juni 2007
Avkastning sedan start	9,19 %
Genomsnittlig avkastning per år	2,54 %
Förvaltningskapital	214 miljoner
Antal fondsparare	190
Förvaltningsavgifter	0,2 % per år
Minsta köpbelopp	Engångsteckning och sparavtal 1 000 SEK
Godkänd för marknadsföring i	Sverige
Jämförelseindex	OMRX-TBILL
UCIT:s-fond	Ja
Portföljförvaltare	Ola Sjöstrand, Elisabeth Gausel

Ett lugnt år

2010 blev ett relativt lugnt år jämfört med tidigare turbulenta år.

Riksbanken började i juli höja reporäntan från rekordlåga 0,25 procent och efter den sista höjningen i december låg reporäntan på 1,25 procent. Interbankräntorna steg något mer än detta 2010 eftersom Riksbanken indikeradefortsatta höjningar framöver.

I SKAGEN Krona har vi hållit en kort genomsnittlig löptid under hela året, ungefär 0,2 år. Investeringarna har i huvudsak bestått av korta företagscertifikat med förfall en till tre månader. Resterande del har varit bankcertifikat och likviditet på konto. I 2010 började vi investera en mindre del i papper med en högre rörlig ränta med slutförfall något längre fram tid. Vi har på så sätt uppnått något högre avkastning utan att ränterisken i fonden ökat.

Bättre än index

Avkastningen i 2010 blev 0,85 procent att jämföra med fondens jämförelseindex som uppnådde 0,32 procent under samma period. Den absoluta nivån är kanske inte så attraktiv men väl värt att märka är att vi i 2010 gått från extrem-

låga räntenivåer till något mer normala nivåer. Tre månaders interbankränta låg runt 0,5 procent hela första halvan av året och steg sedan upp till strax under 2 procent vid årsskiftet.

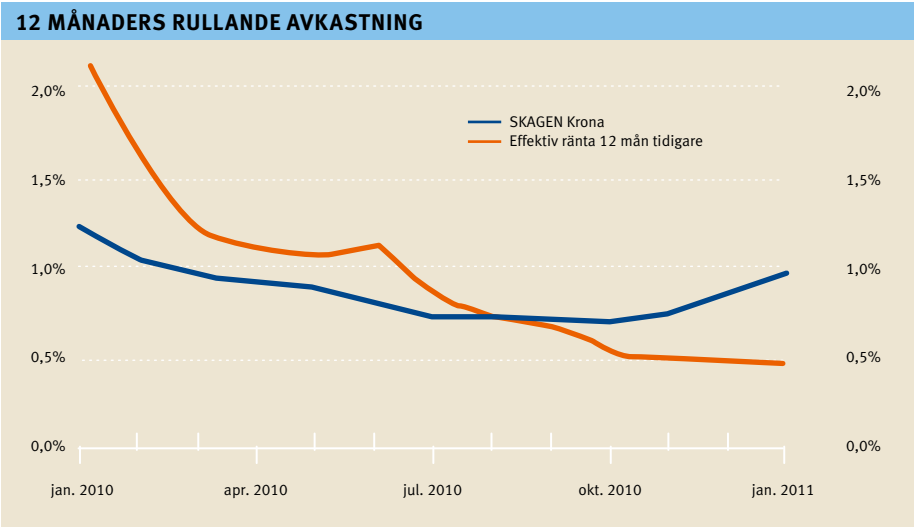
Ränteuppgången bidrog till att fondens effektiva ränta, som är den förväntade årliga avkastningen om räntor och investeringar hålls konstanta i ett år, steg från 0,44 procent till 1,81 procent under 2010. Noterbart är att rullande 12 månaders avkastning i SKAGEN Krona sedan mitten av 2010, då räntorna började stiga, ligger högre än fondens effektiva ränta 12 månader tidigare. Se graf.

Fortsatta räntehöjningar 2011

Riksbanken har signalerat ytterligare höjningar av reporäntan 2011 och som en konsekvens därav blir det troligtvis högre interbankräntor också. Vi förväntar därför att fonden kommer ge en högre avkastning 2011 än vad den effektiva räntan på 1,81 procent indikerar.

År	Avkastning %	Referens-index %	Förvaltningskapital*	Antal andelsägare
2010	0,85%	0,32%	213 658	190
2009	1,40%	0,44%	317	172
2008	4,82%	4,35%	546	212
2007**	1,86%	1,81%	210	133

* I miljoner kronor
** Fonden upprättades under året



Avkastnings- och riskredovisning

Avkastningsöversikt

Avkastning	2010	Senaste 2 år	Senaste 3 år	Senaste 5 år	Senaste 7 år	Senaste 10 år	Sedan start
SKAGEN Vekst	7,9 %	33,0 %	-2,1 %	6,6 %	16,6 %	14,2 %	17,1 %
Oslo Børs Benchmark Index (OSEBX) linked OSEBX/MSCI AC Total Return Index	8,5 %	40,7 %	-5,0 %	4,9 %	15,2 %	8,8 %	9,9 %
SKAGEN Global	8,9 %	23,0 %	-0,8 %	5,8 %	14,0 %	11,7 %	17,8 %
MSCI World Linked Index (DM trough AC Total Return)	5,9 %	11,8 %	-3,3 %	-0,8 %	4,2 %	-1,1 %	2,1 %
SKAGEN Kon-Tiki	13,5 %	42,6 %	7,1 %	13,3 %	23,1 %		21,7 %
MSCI Emerging Markets Index (Daily Traded Net Total Return)	11,7 %	34,5 %	1,0 %	9,0 %	16,2 %		11,6 %
SKAGEN Tellus (Euro)	17,19%	14,01%	8,42%				7,09%
Barclays Capital Global Treasury Index 3 – 5 years (Euro)	13,06%	6,66%	9,77%				6,35%
SKAGEN Krona	0,85%	1,13%	2,34%	-		-	2,54%
OMRX Treasury Bill Index	0,32%	0,38%	1,68%	-		-	1,96%
SKAGEN Tellus (SEK)	2,53%	3,33%	6,63%				6,25%
Barclays Capital Global Treasury Index 3 – 5 years (SEK)	-1,08%	-3,33%	7,96%				5,52%

Risk- och prestationsmått

	SKAGEN Vekst	SKAGEN Global	SKAGEN Kon-Tiki	SKAGEN Tellus (euro)
TRADITIONELL RISK- OCH PRESTATIONSMAÅTT SENASTE 5 ÅREN				
Standardavvikelse, fond	21,8 %	17,4 %	22,6 %	
Standardavvikelse, jämförelseindex	29,0 %	12,7 %	21,0 %	
Sharpekvot, fond	0,20	0,21	0,49	
Sharpekvot, jämförelseindex	0,10	-0,23	0,33	
Relativ volatilitet	10,9 %	8,6 %	5,5 %	
Informationskvot	0,15	0,77	0,78	
Alfa	2,5 %	9,3 %	7,1 %	
Beta	0,71	1,21	1,05	
R2	89%	75%	93%	
Korrelation	0,95	0,87	0,97	

VINST OCH FÖRLUSTANALYS SENASTE 5 ÅREN

Relativ vinst	80%	144%	111%
Relativt förlust	74%	107%	98%
Relativ vinst/relativ förlustkvot	1,07	1,35	1,13
Positiv indexavvikelse	14,77	14,33	9,89
Negativ indexavvikelse	13,34	7,77	6,06
Indexavvikelsekvot	1,11	1,84	1,63
Positiv avvikelser	53%	65%	62%
Positiv avvikelser	20%	74%	67%
Positiv avvikelser, nedgång	90%	56%	57%
Konsistens	43%	63%	67%
Konsistens, uppgång	24%	71%	72%
Konsistens, nedgång	74%	55%	57%

VALUE AT RISK 5 ÅR

Value at risk: observerat, NAV	-18,6 %	-13,4 %	-18,3 %
Value at risk: observerat, jämförelseindex	-25,3 %	-9,2 %	-16,3 %
Relativ Value at Risk, observerat	-5,5 %	-6,4 %	-4,2 %

VINST OCH FÖRLUSTANALYS SEDAN START

Relativ vinst	95%	166%	125%	100%
Relativt förlust	72%	99%	101%	92%
Relativ vinst/relativ förlustkvot	1,33	1,67	1,24	1,08
Positiv indexavvikelse	15,93	22,22	14,52	13,18
Negativ indexavvikelse	9,65	8,48	5,96	12,54
Indexavvikelsekvot	1,65	2,62	2,43	1,05

ORDFÖRKLARING

Standardavvikelse är ett mått på variationen i den årliga avkastningen. Det är omkring 65 procenters sannolikhet att den årliga avkastningen är plus minus en standardavvikelse. Sannolikheten för att avkastningen avviker mer än två standardavvikelser från förväntad avkastning är cirka fem procent. En hög standardavvikelse kan antyda hög risk.

Relativ vinst/relativ förlust är ett mått på förmågan att uppnå överavkastning i uppgång- respektive nedgångsperioder. Relativ förlust mindre än 100 procent betyder att fonden förlorar mindre än marknaden i nedgång. Relativ vinst på över 100 procent betyder att fonden går upp mer än marknaden i uppgång. Dessa mått kan förklara varför en fonds standardavvikelse är högre eller lägre än index.

Relativ volatilitet är standardavvikelsen för den årliga överavkastningen i förhållande till index under den aktuella perioden. Relativ volatilitet mäter förvaltarens förmåga att skapa jämn överavkastning i förhållande till jämförelseindexet, men används ofta som ett mått på hur beroende en fond är av sitt index.

Positiv/negativ indexavvikelse visar positiv eller negativ indexavvikelse per år under den aktuella perioden. Om de positiva avvikelserna är större än de negativa, har fonden uppnått högre avkastning än index. Summan av positiva och negativ avvikelser är ett mått på fondens beroende av jämförelseindex.

Sharpekvoten mäter indirekt sannolikheten för att fonden ska ge högre avkastning än den riskfria räntan. Ju högre tal, desto större sannolikhet. Ju högre sannolikhet desto större är möjligheten att uppnå merkavkastning i aktiemarknaden. Sharpekvoten kan användas som ett långsiktigt riskmått, men används ofta som ett absolut mått på riskjusterad avkastning.

Informationskvoten mäter indirekt sannolikheten för att fonden ska ge högre avkastning än jämförelseindex. Ju högre tal, desto större sannolikhet för att fonden kommer skapa meravkastning. Informationskvoten används också som ett mått för riskjusterad avkastning där risken tolkas som faran för ojämn meravkastning. Informationskvoten mäter därmed förvaltarens förmåga att skapa säker meravkastning, medan relativ volatilitet mäter förmågan att skapa jämn meravkastning.

Relativ vinst/relativ förlustkvot visar förhållandet mellan relativ vinst och relativ förlust. Tal större än 1 betyder att fonden får bättre betalt för den risk den tar jämfört med jämförelseindex. Måttet är starkt korrelerat med Sharpe-indexet vid rangordning av fonder som investerar i samma marknader. Det visar dessutom om den riskjusterade avkastningen är bättre än marknadens riskjusterade avkastning. Kvoten kan därför användas till att jämföra fonder i olika marknader i motsats till sharpekvoten, som bara kan användas för att jämföra fonder som investerar i samma marknader.

Indexavvikelsekvot visar förhållandet mellan positiva och negativa indexavvikelser. Det är ett mått på förmågan att skapa meravkastning genom att bedriva aktiv förvaltning framför passiv. Ju högre siffra, desto bättre betalt per negativ indexavvikelse. Indexavvikelsekvot tolkar risk som faran för negativ indexavvikelse i motsats till informationskvot som tolkar risken som ojämn överavkastning (och inte nödvändigtvis negativ överavkastning).

GODA RESULTAT ÄR INGEN GARANTI FÖR FRAMTIDA AVKASTNING

Historisk avkastning är ingen garanti för framtida avkastning. Framtida avkastning beror bland annat på marknadsutvecklingen, förvaltarnas skicklighet, fondens risk, samt kostnader för teckning och förvaltning. Avkastningen kan bli negativ till följd av kursförlust.



Efter sidste såt. 1905. Av Michael Ancher, en av Skagenmålarna. Bilden tillhör Skagens Museum.

ÄGARSTRUKTUR

SKAGEN AS ägs av:

T. D. Veen AS	25,69 %
Solbakken AS	18,40 %
MCM Westbø AS	9,84 %
Månebakken AS	7,29 %
Åge Westbø AS	7,29 %
Harald Espedal AS	8,31 %
Kristian Falnes AS	8,31 %
Stafonds AS	5,07 %
Andra nyckelpersoner	9,80 %

STYRELSENS OCH NYCKELPERSONERS ANDELAR I FONDERNA

NAMN	ANTAL ANDELAR	FUNKTION
Martin Gjelsvik	9 225	Styrelseordförande och ägare
Tor Dagfinn Veen	799 828	Styrelseledamot och ägare
Barbro Johansson	252	Styrelseledamot
Yuhong Jin Hermansen	96 115	Suppleant
Jan Henrik Hatlem	1 073	Styrelseledamot
Ole Sjøeberg	6 500	Suppleant
Anne Sophie K. Stensrud	1 455	Suppleant och ägare
Lars-Erik Forsgårdh	67	Styrelseledamot
Harald Espedal	435 865	Verkställande direktör och ägare
Kristian Falnes	1 163 589	Investeringsdirektör och ägare
J. Kristoffer C. Stensrud	2 565 395	Portföljförvaltare och ägare
Åge K. Westbø	1 369 796	Vice verkställande direktör och ägare

VALBEREDNINGEN

Valberedningen består av Sigve Erland (ordförande), Truls Holte och Nils Martin Petersson. Deras uppgift är att föreslå kandidater till andelsägarvalda styrelseledamöter.

Spännande år för andelsägarna

2010 blev ännu ett bra år för SKAGENS andelsägare. Trots oron på marknaderna har de flesta av SKAGENS fonder uppnått bättre avkastning än sina respektive index. Förvaltningskapitalet passerade 100 miljarder norska kronor tack vare goda prestationer och värdeökning i fonderna.

Alla siffror i texten är mätta i norska kronor inklusive avkastningssiffror, om inget annat anges.

Vad hände 2010?

Förväntningarna inför 2010 var att realekonomin skulle utvecklas positivt efter uppgången på aktiemarknaderna. Året slutade som förväntat med stark tillväxt för marknadsekonomin. Osäkerheten kring USA och statsskuldskrisen i Europa dominerade emellertid sommarhalvåret, men 2010 avslutades med en accelererande tillväxt i Nordeuropa och USA. Tillväxtmarknaderna hade en positiv utveckling under hela året.

Marknaderna stabiliserade sig under hösten och företagen på aktiebörserna presenterade genomgående goda resultat, vilket gav upphov till förnyad optimism. Särskilt de små företagen har haft en god kursutveckling, liksom aktier på tillväxtmarknaderna.

I portföljförvaltningen har 2010 präglats av förändring och kontinuitet. Filip Weintraub slutade på SKAGEN i mars 2010 för att starta egen verksamhet. Kristian Falnes övertog ansvaret för SKAGEN Global efter 13 år som förvaltare av SKAGEN Vekst. Beate Bredesen fick ansvaret för SKAGEN Vekst efter sex år som portföljförvaltare i SKAGEN, varav fyra år som medförvaltare i SKAGEN Vekst. Mot slutet av året övertog en av företagets ränteförvaltare, Jane S. Tvedt, förvaltningen av SKAGEN Avkastning. Samtidigt har kapaciteten i förvaltar-kåren förstärkts något under 2010, i takt med företagets tillväxt och ambitioner.

SKAGEN Kon-Tiki har behållit sin AAA-rating från Standard & Poor's under 2010, medan SKAGEN Global har sänkts till AA-rating och SKAGEN Vekst värderas som TR (Tenure Review). Båda ändringarna beror på förvaltarbyte. Styrelsen ser fram emot ny värdering från Standard & Poor's under 2011.

Vad kan vi förvänta oss 2011?

2011 ser ut att bli ett bra år för global ekonomisk tillväxt, men bilden av en tudelad världsekonomi kvarstår. Tillväxten verkar bli hög för

tillväxtmarknaderna och måttlig för mognare ekonomier. Även om marknaden måste förbereda sig på stigande räntor räknar SKAGEN ändå med en låg räntenivå för 2011. Företagen har varit överraskande snabba på att anpassa kapacitet och kostnader till skiftande marknadsförhållanden. Företagens resultat är därför goda.

Värderingen på aktiemarknaden är måttlig – särskilt om man beaktar de låga räntorna. Fondernas portföljer är betydligt lägre värderade än marknaderna generellt. SKAGEN är därför optimistiskt när det gäller avkastningen för 2011. De risker som framträder tydligast för det nya året är ytterligare konsekvenser av skuldskrisen i de sydeuropeiska statsfinanserna och behov av att bromsa tillväxten på tillväxtmarknaderna på grund av inflationsrisken.

Förvaltningskapital

Förvaltningskapitalet steg under 2010 från 94,7 till 110,3 miljarder norska kronor, en ökning med 15,6 miljarder norska kronor. Nettoteckningen i fonderna blev 191 miljarder norska kronor.

Förvaltarbytet i SKAGEN Global medförde nettoinlösningar på 4,5 miljarder norska kronor i mars och april. Därefter gav marknadsoro under maj och juni nettoinlösningar på något mer än 3 miljarder miljarder norska kronor. Under hösten blev situationen den omvända och fonderna mottog ett jämt och fint inflöde mot årets slut.

SKAGEN har behållit sin ställning som den största aktiefondförvaltaren på den norska fondmarknaden.

Företaget har samtidigt utvecklats till en internationell verksamhet. SKAGENS marknader utanför Norge kännetecknades av god tillväxt. Det som bidrog mest till tillväxten under 2010 var teckning från andelsägare i Nederländerna, Danmark och Schweiz. I Sverige var nettoteckningen negativ för första gången till följd av att stora belopp inlösts via premiepensionssystemet (PPM). Utöver detta präglas verksamheten i Sverige av god tillväxt.

SKAGEN är en av de tio största fondförval-

tarna på den svenska marknaden och förvaltar runt 8,6 miljarder norska kronor i premiepensioner för uppskattningsvis 450 000 av spararna i det svenska premiepensionssystemet (PPM). SKAGEN har under lång tid märkt en ökning av byten inom PPM. Dessa byten skapas av externa förvaltningstjänster som utför transaktioner för spararnas räkning. En ökad frekvens av stora teckningar och inlösningar i fonderna inverkar naturligtvis negativt på fondernas avkastning. SKAGEN har meddelat de svenska myndigheterna att förvaltartjänsten i anslutning till PPM behöver regleras för att minska den här typen av transaktioner. Om myndigheterna inte vidtar tillfredsställande åtgärder kommer SKAGEN att dra sig ur samarbetet med PPM för att skydda befintliga andelsägare mot konsekvenserna av den här typen av transaktioner.

Räntefonderna hade en nettoinlösen på 151 miljoner norska kronor. SKAGEN Tellus har haft ett bra inflöde av nya medel och en stark avkastning det här året. Penningmarknadsfonderna har däremot haft en jämn inlösen under året eftersom rekordlåga räntor har lett till att kunderna varit beredda att ta en större risk för att uppnå högre avkastning.

Inlösningarna i aktie- och räntefonderna har inte varit exceptionellt stora under 2010.

Avkastning i fonderna

2010 har varit ett bra år för de flesta av våra fonder, mätt både i absolut och relativ avkastning.

SKAGEN Kon-Tiki uppnådde ett mycket starkt resultat 2010 med 21,2 procent avkastning mot tillväxtmarknadsindexets 19,3 procent. Fondens genomsnittliga årliga avkastning sedan start är 22,1 procent.

Relativt har även SKAGEN Global uppnått ett bra resultat med 16,3 procent avkastning mot världsindexets 13,1 procent. Fondens genomsnittliga årliga avkastning sedan start är 16,9 procent.

SKAGEN Vekst uppnådde en absolut avkastning på 15,4 procent att jämföra med jämförel-



Martin Gjelsvik,
styrelseordförande



Barbro Johansson,
aktieägarvald styrelseledamot



Yuhong Jin Hermansen,
andelsägarvald suppleant



Anne Sophie K. Stensrud,
aktieägarvald suppleant

seindexets (Oslo Børs/Verdensindeks) 16,0 procent. Fondens genomsnittliga årliga avkastning sedan start är 17,0 procent.

För SKAGEN Tellus var 2010 ett mycket bra år och avkastningen var 17,2 procent mätt i euro. Relativt har fonden också utvecklats bra och överträffat jämförelseindexet som hade en avkastning på 13,1 procent.

För SKAGEN Avkastning var 2010 ett svagt år, med en avkastning på 2,8 procent jämfört med jämförelseindexets 4,5 procent.

SKAGEN Høyrente uppnådde 2,7 procent avkastning 2010 jämfört med 2,5 procent för 3-månaders NIBOR (i genomsnitt) och 2,3 procent för jämförelseindexet. SKAGEN Høyrente Institusjon uppnådde 2,8 procents avkastning mot 2,3 procentenhet för jämförelseindexet.

SKAGEN Krona uppnådde 0,9 procent avkastning mätt i svenska kronor under 2010 jämfört med jämförelseindexets 0,3 procent.

Ändringar i regleringen av SKAGENS verksamhet

Till följd av ett allmänt behov att uppdatera lagen om värdepappersfonder tillsatte Finansdepartementet ett lagutskott som under 2010 har arbetat med revidering av lagen. Lagen om värdepappersfonder bygger på EU-direktivet för värdepappersfonder (UCITS-direktivet) och utöver önskemål om modernisering har EU kommit med uppdateringar som skall vara införlivade i norsk lag före 1 juli 2011. Det föreliggande lagutkastet innebär att lagen blir mer tillgänglig och kommer att ta till vara andelsägarnas intresse genom att säkerställa att andelsägarna får begriplig, relevant och jämförbar information samt större inflytande i samband med förändringar av fondbestämmelserna, sammanslagning av fonder och liknande. SKAGEN har under 2010 lagt mycket tid på att påverka utformningen av lag och förordningar, och lagen väntas antas under sommaren. Företaget kommer under 2011 att fokusera på att införliva de nya reglerna i verksamheten.

Efter finanskrisen 2008 har penningmarknadsfonder stått i centrum för Verdipapirfondenes Forenings självregleringsarbete. Föreningens standard för information och klassificering av penningmarknadsfonder och obligationsfonder har reviderats, och ändringarna går i stora drag

ut på att det införs något strängare kriterier för att bli klassificerad som penningmarknadsfond. Dessutom skall klassificeringen tydliggöra vad som skapar olikheter mellan räntefonderna vad gäller risk och avkastning, och göra det enklare att jämföra olika fonder. Standarden infördes sommaren 2010 och SKAGEN har gjort mindre stadageändringar i SKAGEN Høyrente och SKAGEN Høyrente Institusjon för att anpassa mandaten i förhållande till den nya grupp som fonderna är klassificerade i.

Sommaren 2010 skapade Stortinget (den norska riksdagen) förutsättningar för etablering av nya regler om ersättning i finanssektorn, i linje med direktiv från EU. Under hösten har Finansdepartementet utarbetat en föreskrift om ersättning i finansinstitutioner som trädde i kraft den 1 januari 2011. Departementet anser att det, mot bakgrund av den internationella finanskrisen, bör inrättas system för ersättningar och bonusar som främjar finansiell stabilitet, motverkar för stort risktagande och som inte ger incitament till kortsiktiga vinster. Ur politisk synvinkel är det förståeligt om myndigheterna vill förändra incitamentsstrukturen i den globala finansbranschen.

Under de 17 år som SKAGEN har varit verksamt har företaget hela tiden lagt vikt vid att ha en incitamentsstruktur och en ägarmodell som främjar långsiktigt tänkande och bärkraftigt risktagande. Förvaltningsbolagets vinst svänger kraftigt från det ena året till det andra i takt med finansmarknaderna. Att ha en låg fast kostnadsbas har därmed varit nödvändigt för att vara rustat för att överleva dåliga tider. För att kunna rekrytera och behålla de bästa medarbetarna på en global marknad måste företaget därför ha möjlighet att betala en bra rörlig lön när företags resultat är goda.

SKAGEN kommer att göra nödvändiga anpassningar till de nya reglerna.

Nya möjligheter för kunderna

En viktig målsättning för SKAGEN är att ge kunderna bästa möjliga service, uppföljning och kommunikation. Företaget strävar efter att vara innovativt och unikt i sin kundservice och kommunikation.

SKAGEN vill kommunicera med och träffa kunderna i de kanaler som kunderna föredrar. Under

2010 har företaget lanserat nya webbsidor med möjlighet till direktkontakt. SKAGEN har även skapat en Facebooksida och låtit utveckla en applikation för vår webbtjänst på mobiltelefon. Företaget har också ändrat antalet utgivna nummer av marknadsrapporten från åtta till fyra. Samtidigt har innehållet i marknadsrapporten ökat i omfång och det läggs stor vikt vid fördjupning av de problemställningar som tas upp.

Under 2011 kommer företaget att lansera en ny rapportplattform som är tänkt att ge andelsägarna bättre möjligheter att hämta analyser och rapporter om sina egna placeringar i fonderna.

Företaget arbetar även med att förenkla tillgängligheten för kunderna. I slutet av 2009 blev BankID godkänt som giltig legitimation i Norge. SKAGEN har erbjudit BankID-inloggning i flera år, men denna ändring har gjort det enklare att etablera kundrelationer till SKAGEN elektroniskt, genomföra transaktioner, upprätta sparavtal och ge gåvobrev.

Internetmötena med fondförvaltare fortsätter. SKAGEN gläds åt det engagemang som kunderna visar genom inskickade frågor och kommentarer och genom att delta i våra kundundersökningar. Uppslutningen har också varit stor på SKAGENS inspirations-, lunch- och temamöten. I Norge har det hållits 156 möten med 7 700 deltagare och i Sverige 119 möten med 4 700 deltagare. Under föregående år hölls det även 45 inspirationsmöten och 30 temamöten i Danmark med sammanlagt över 3 600 deltagare. Det danska kontoret har också deltagit på 15 möten tillsammans med utvalda samarbetspartners, där totalt 850 deltagare deltagit.

Det har också varit intensiv aktivitet på vårt nyetablerade kontor i London där vi har tillstånd att marknadsföra våra fonder till institutionella kunder. Det har genomförts över 120 möten sedan kontoret öppnades i maj 2010. SKAGEN är även aktiv på andra internationella marknader, och rådgivarna med ansvar för dessa marknader har totalt varit på resa i upp till fyra månader varje år för att träffa befintliga och potentiella kunder. SKAGEN genomför varje år en undersökning bland kunderna i Norge och Sverige. Detta för att undersöka om företaget uppfyller målsättningarna om bästa möjliga service och uppföljning där vi har flest direkta privatkunder. Kundunder-



Jan Henrik Hatlem,
andelsägarvald styrelseledamot



Tor Dagfinn Veen,
aktieägarvald styrelseledamot



Lars Erik Forsgårdh,
andelsägarvald styrelseledamot



Ole Sæberg,
aktieägarvald suppleant

sökningen som genomfördes i juni 2010 visade en stabil kundtillfredsställelse både i Norge och Sverige jämfört med samma undersökning ett år tidigare.

SKAGENS medarbetare

SKAGEN hade vid 2010 års utgång 152 medarbetare fördelat på sex kontor i Norge (Stavanger, Trondheim, Ålesund, Bergen, Oslo och Tønsberg), två kontor i Sverige (Stockholm och Göteborg), ett kontor i Danmark (Köpenhamn) och ett kontor i Storbritannien (London). Under 2011 kommer vi att öppna ett kontor i Nederländerna (Amsterdam). SKAGENS fonder marknadsförs även i Finland, Nederländerna, Luxemburg och Island.

SKAGEN har en lönomodell som skall stimulera medarbetarna att tillsammans arbeta för högsta möjliga riskjusterade avkastning för kunderna. Modellen stärker samarbetet mellan samtliga avdelningar för att säkerställa att kunden får bästa möjliga upplevelse av SKAGEN – även när det gäller service, kompetent uppföljning och kommunikation. Ingen medarbetare har lönen direkt knuten till teckningsresultaten. Därmed undviker företaget faran med osund intern konkurrens och säljpress, värnande om den egna kompetensen och dåligt utnyttjande av medarbetarnas resurser, vilket kan känneteckna ett sådant system.

Medarbetarnas kompetensutveckling är avgörande för SKAGEN och våra kunder. Vid slutet av 2010 var de flesta av SKAGENS kundrådgivare auktoriserade som finansiella rådgivare. Detta ställer höga krav på teoretisk och praktisk kun-

skap, och medarbetare med kundkontakter skall göra examensprover under övervakning av en oberoende nämnd. I Sverige infördes motsvarande auktorisationssystem 2005 och alla våra svenska rådgivare är auktoriserade enligt detta system.

SKAGEN rekryterar medarbetare med olika bakgrund och försöker uppnå en balans mellan antalet män och kvinnor. Vid årets slut var 58 kvinnor och 94 män anställda på företaget. män och kvinnor är jämställda när det gäller arbetsvillkor och löner. Sjukfrånvaron i SKAGEN var 2 procent 2010.

Styrelsen vill tacka alla medarbetare för goda insatser under 2010. Medarbetarnas kompetens och inställning är avgörande för SKAGENS resultat.

Organisation

SKAGEN AS har tillstånd från Finanstilsynet att uppträda som fondförvaltningsbolag, och administrerar även SKAGEN Fonder. Handelsbanken är SKAGENS depåmottagare och norska värdepapperscentralen (VPS) sköter SKAGENS andelsägarregister.

Finansiell risk

Det föreligger ingen finansiell risk i fonderna då de endast har kortfristiga skulder i samband med reglering av värdepapper.

Marknads-, kredit- och likviditetsrisker

Risken med värdepappersfonderna uppstår till följd av marknadsrörelser, valutautveckling, rän-

tor, konjunkturer och bolagsspecifika förhållanden. Under 2010 låg risken inom förväntad nivå.

Utöver lagkraven ställer SKAGEN interna krav på branschbalans och likviditet för de värdepapper som fonderna gör investeringar i. Dessa krav har varit uppfyllda under året. SKAGEN har även utarbetat interna rutiner för att minska risken för fel som kan påverka fonderna. Fördelningen av aktieportföljernas investeringar är ett resultat av SKAGENS investeringsfilosofi, som ställer krav på bolagens värdering, produkt/marknadsmatris, skuldsättningsgrad och värdepapprets likviditet. På samma sätt fördelas räntefondernas investeringar, baserat på en värdering av den enskilda utfärdarens kreditvärdighet och de generella ekonomiska förhållandena i det land där utfärdaren befinner sig.

Styrelsen bekräftar att förutsättning finns för fortsatt drift av förvaltningsbolaget.

Investeringsfilosofi

SKAGEN håller fast vid sin investeringsfilosofi och affärsidé. SKAGEN anser att det bästa sättet att skapa högre avkastning för kunderna – nu som förr – är att ha en aktiv investeringsfilosofi där portföljförvaltarna letar efter impopulära, underanalyserade och undervärderade bolag. Samma princip gäller för förvaltarna av SKAGENS räntefonder: Fonderna ska förvaltas aktivt grundat på egna analyser av marknaden, utfärdarna och de enskilda värdepappren.

FÖRSLAG PÅ FÖRDELNING AV FONDERNAS ÖVERSKOTT:

Stavanger 27 januari 2011

RESULTATRÄKNING 2010	SKAGEN VEKST	SKAGEN GLOBAL	SKAGEN KON-TIKI	SKAGEN AVKASTNING	SKAGEN HÖYRENT	SKAGEN HÖYRENT INSTITUSJON	SKAGEN TELLUS	SKAGEN KRONA SEK
ÅRSRESULTAT (I MILJONER NOK)	1 367 188	4 597 708	7 412 567	42 931	106 641	46 031	35 944	2 301
som disponeras								
Overfört till/från reserver	1 367 188	4 597 708	7 412 567	42 931	8 759	1 068	-17 147	-1 089
Avsatt till utdelning till andelsägarna	-	-	-	-	97 882	44 963	53 091	-
Netto utdelning till andelsägarna under året	-	-	-	-	-	-	-	3 390
SUMMA	1 367 188	4 597 708	7 412 567	42 931	106 641	46 031	35 944	2 301

Martin Gjelsvik

Barbro Johansson

Jan Henrik Hatlem

Yuhong Jin Hermansen

Tor Dagfinn Veen

Anne S.K. Stensrud

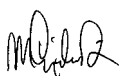
Ole Sæberg

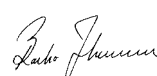
Lars-Erik Forsgårdh

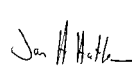
Årsbokslut 2010

RESULTATRÄKNING		SKAGEN Vekst		SKAGEN Global		SKAGEN Kon-Tiki		SKAGEN Avkastning		
(i hela tusental NOK)		Noter	2010	2009	2010	2009	2010	2009	2010	2009
Portföljintäkter och -kostnader										
Ränteintäkter/-kostnader			19 676	40 955	-5 483	15 698	29 514	23 439	54 448	38 042
Aktieutdelningar			209 061	153 361	770 817	572 154	1 006 273	412 629	-	-
Vinst/förlust vid försäljning			961 828	-111 451	2 747 124	12 804	2 683 201	416 904	18 172	11 912
Förändring orealiserade kursvinster/-förluster	8		433 968	3 478 553	1 753 853	6 170 880	4 884 616	9 289 755	-9 778	-2 180
Garantiprovision			1 395	2 158	-	-	1 714	-	-	-
Courtage			-9 043	-2 429	-39 943	-30 613	-38 889	-38 422	-20	-12
Agio/disagio			-46 902	83 095	-142 965	-14 778	-211 709	22 225	-11 623	37 241
PORTFÖLJRESULTAT			1 569 983	3 644 242	5 083 402	6 726 144	8 354 719	10 126 530	51 199	85 003
Förvaltningsintäkter och kostnader										
Förvaltningsavgifter, fasta	9		-99 718	-80 183	-304 296	-238 489	-784 077	-433 108	-8 268	-6 574
Förvaltningsavgifter, rörliga	9		-90 545	-306 672	-93 914	-401 803	-53 506	-200 012	-	-
FÖRVALTNINGSRESULTAT			-190 263	-386 855	-398 210	-640 293	-837 583	-633 119	-8 268	-6 574
RESULTAT FÖRE SKATT			1 379 720	3 257 387	4 685 192	6 085 851	7 517 136	9 493 411	42 931	78 429
Skattekostnad	4		-12 533	-8 399	-87 485	-57 610	-104 569	-41 994	-	-
ÅRETS RESULTAT			1 367 188	3 248 988	4 597 708	6 028 241	7 412 567	9 451 417	42 931	78 429
Disposition av årets resultat										
Överfört till/från reserver	10		1 367 188	3 248 988	4 597 708	6 028 241	7 412 567	9 451 417	42 931	78 429
Avsatt för utdelning till andelsägare	10		-	-	-	-	-	-	-	-
Nettoutdelning till andelsägare under året	10		-	-	-	-	-	-	-	-
SUMMA			1 367 188	3 248 988	4 597 708	6 028 241	7 412 567	9 451 417	42 931	78 429
BALANSRÄKNING										
			12/31/2010	12/31/2009	12/31/2010	12/31/2009	12/31/2010	12/31/2009	12/31/2010	12/31/2009
Tillgångar										
Norska värdepapper till inköpspris	3,8		4 297 675	4 392 260	747 871	328 222	1 583 183	903 093	1 196 715	1 234 022
Utländska värdepapper till inköpspris	3,8		3 352 926	3 822 862	25 904 844	25 784 496	31 442 804	22 251 605	176 497	285 046
Orealiserade kursvinster/förluster	8		2 461 501	2 027 533	4 969 845	3 215 992	11 745 887	6 861 271	735	10 513
Intjänade räntor värdepapper	8		2 029	6 921	2 117	-	-	-	8 531	8 945
SUMMA VÄRDEPAPPERTILLFÖLJ			10 114 131	10 249 576	31 624 678	29 328 710	44 771 874	30 015 969	1 382 477	1 538 527
Tillgodohavande, aktieutdelningar			22 885	12 000	159 259	50 636	161 462	86 465	-	-
Intjänade räntor bank			-	-	-	-	-	-	-	-
SUMMA INTJÄNADE, EJ MOTTAGNA INTÄKTER			22 885	12 000	159 259	50 636	161 462	86 465	-	-
Tillgodohavande från mäklare			37 596	2 833	37 744	-	33 377	167 688	-	-
Tillgodohavande från förvaltningsbolaget			-	-	1	2	1	-	-	-
Tillgodohavande, skatt på aktieutdelningar			2 705	2 296	35 979	29 563	2 525	1 472	-	-
Andra fordringar			-	-	-	1 803	-	-	-	-
SUMMA ANDRA FORDRINGAR			40 302	5 129	73 724	31 367	35 903	169 160	-	-
Banktillgodohavanden	11		208 509	462 250	605 061	2 259 795	2 866 849	3 345 247	239 663	42 915
SUMMA TILLGÅNGAR			10 385 827	10 728 956	32 462 721	31 670 509	47 836 087	33 616 841	1 622 141	1 581 441
Eget kapital										
Andelsägarkapital, nominellt värde	10		697 727	817 754	3 964 232	4 446 760	8 258 941	7 026 079	1 220 421	1 262 330
Överkurs	10		-3 061	1 428 079	15 928 441	18 908 370	20 824 090	15 405 164	405 729	417 164
TILLSKJUTET EGET KAPITAL			694 666	2 245 833	19 892 673	23 355 130	29 083 030	22 431 242	1 626 149	1 679 493
Reserver	10		9 517 342	8 150 154	12 276 219	7 678 511	18 072 132	10 659 565	-56 930	-99 860
Avsatt till andelsägare för återinvestering i nya fondandelar			-	-	-	-	-	-	-483	-483
SUMMA EGET KAPITAL			10 212 007	10 395 987	32 168 892	31 033 641	47 155 162	33 090 807	1 568 737	1 579 150
Skulder										
Bankavgifter			-	-	-	-	-	-	-	-
Skulder till mäklare			55 881	121	74 121	67 406	362 634	147 744	51 291	-
Skulder till förvaltningsbolaget			115 264	331 348	171 984	474 058	281 902	346 154	2 129	1 963
Övriga skulder			2 674	1 500	47 725	95 404	36 390	32 136	-16	328
SUMMA ÖVRIGA SKULDER			173 819	332 969	293 829	636 868	680 926	526 034	53 404	2 291
SUMMA SKULDER OCH EGET KAPITAL			10 385 827	10 728 956	32 462 721	31 670 509	47 836 087	33 616 841	1 622 141	1 581 441

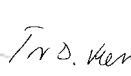
Stavanger, den 27 januari 2010
Styrelsen for SKAGEN AS


Martin Gjelsvik


Barbro Johansson

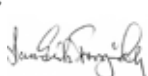

Jan Henrik Hatlem


Yuhong Jin Hermansen


Tor Dagfinn Veen


Anne S.K. Stensrud


Ole Sæberg


Lars-Erik Forsgårdh

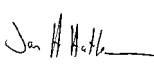
RESULTATRÄKNING		SKAGEN Høyrente		SKAGEN Høyrente Institusjon		SKAGEN Tellus		SKAGEN Krona *		
(i hela tusental NOK)		Noter	2010	2009	2010	2009	2010	2009	2010	2009
Portföljintäkter och -kostnader										
Ränteutdelning			116 395	169 933	50 573	88 328	24 847	14 440	3 268	7 925
Aktieutdelningar			-	-	-	-	-	-	-	-
Vinst/förlust vid försäljning			1 049	-1 105	2 511	3 033	20 422	15 036	-	-
Förändring realiserade kursvinster/-förluster	8		-720	-7 314	-4 424	-1 304	-539	-57 909	-357	-901
Garantiprovision			-	-	-	-	-	-	-	-
Courtage			-158	-14	-109	-10	-70	-37	-45	-37
Agio/disagio			-	-	-	-	-3 580	-2 873	-	-
PORTFÖLJRESULTAT			116 567	161 500	48 550	90 048	41 081	-31 343	2 865	6 987
Förvaltningsintäkter och kostnader										
Förvaltningsavgifter, fasta	9		-9 926	-11 020	-2 519	-3 535	-5 009	-3 312	-564	-845
Förvaltningsavgifter, rörliga	9		-	-	-	-	-	-	-	-
FÖRVALTNINGSRESULTAT			-9 926	-11 020	-2 519	-3 535	-5 009	-3 312	-564	-845
RESULTAT FÖRE SKATT			106 641	150 479	46 031	86 512	36 071	-34 655	2 301	6 142
Skattekostnad	4		-	-	-	-	-127	-	-	-
ÅRETS RESULTAT			106 641	150 479	46 031	86 512	35 944	-34 655	2 301	6 142
Disposition av årets resultat										
Överfört till/från reserver	10		8 759	33 532	1 068	16 424	-17 147	-47 682	-1 089	263
Avsatt för utdelning till andelsägare	10		97 882	116 948	44 963	70 089	53 091	13 027	-	-
Nettoutdelning till andelsägare under året	10		-	-	-	-	-	-	3 390	5 879
SUMMA			106 641	150 479	46 031	86 512	35 944	-34 655	2 301	6 142
BALANSRÄKNING										
			12/31/2010	12/31/2009	12/31/2010	12/31/2009	12/31/2010	12/31/2009	12/31/2010	12/31/2009
Tillgångar										
Norska värdepapper till inköpspris	3,8		2 612 373	2 763 455	1 016 802	1 462 258	-	28 447	-	-
Utländska värdepapper till inköpspris	3,8		-	-	-	-	634 138	370 400	205 605	305 098
Orealiserade kursvinster/förluster	8		443	1 163	-216	4 208	-809	-271	-268	90
Intjänade räntor värdepapper	8		14 635	14 080	7 179	7 165	10 806	6 850	1 210	472
SUMMA VÄRDEPAPERSPORTFÖLJ			2 627 450	2 778 698	1 023 765	1 473 631	644 134	405 426	206 547	305 660
Tillgodohavande, aktieutdelningar			-	-	-	-	-	-	-	-
Intjänade räntor bank			-	-	-	-	-	-	-	-
SUMMA INTJÄNADE, EJ MOTTAGNA INTÄKTER			-	-	-	-	-	-	-	-
Tillgodohavande från mäklare			-	-	-	-	-	5 983	-	-
Tillgodohavande från förvaltningsbolaget			-	1	-	-	-	-	-	-
Tillgodohavande, skatt på aktieutdelningar			-	-	-	-	-	-	-	-
Andra fordringar			-	-	-	-	363	-	-	-
SUMMA ANDRA FORDRINGAR			-	1	-	-	363	5 984	-	-
Banktillgodohavanden			893 531	741 393	495 143	456 133	142 706	1 065	7 548	11 970
SUMMA TILLGÅNGAR			3 520 981	3 520 093	1 518 908	1 929 765	787 203	412 474	214 095	317 630
Eget kapital										
Andelsägarkapital, nominellt värde	10		3 389 023	3 354 990	1 476 567	1 858 232	688 798	380 047	212 774	313 926
Överkurs	10		31 153	30 767	-2 908	-3 369	49 582	13 014	1 021	1 923
TILLSKJUTET EGET KAPITAL			3 420 175	3 385 757	1 473 658	1 854 863	738 381	393 060	213 795	315 850
Reserver	10		-69	4 397	-542	3 799	-6 250	-328	-137	1 579
Avsatt till andelsägare för återinvestering i nya fondandelar			98 273	116 986	45 201	70 327	53 074	13 015	-	-
SUMMA EGET KAPITAL			3 518 379	3 507 140	1 518 318	1 928 988	785 205	405 748	213 658	317 429
Skulder										
Bankavgifter			-	-	-	-	-	-	-	-
Skulder till mäklare			-	-	-	-	-	5 732	-	-
Skulder till förvaltningsbolaget			2 351	2 479	590	777	1 620	785	129	201
Övriga skulder			251	10 474	-	-	378	210	308	-
SUMMA ÖVRIGA SKULDER			2 602	12 953	590	777	1 998	6 726	437	201
SUMMA SKULDER OCH EGET KAPITAL			3 520 981	3 520 093	1 518 908	1 929 765	787 203	412 474	214 095	317 630

* angett i hele tusental SEK

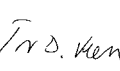
Stavanger, den 27 januari 2010
Styrelsen for SKAGEN AS


Martin Gjelsvik


Barbro Johansson

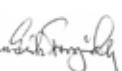

Jan Henrik Hatlem


Yuhong Jin Hermansen


Tor Dagfinn Veen


Anne S.K. Stensrud


Ole Sæberg


Lars-Erik Forsgårdh

Generella noter 2010

NOT 1: REDOVISNINGSPRINCIPER

Alla tal uppges i hela tusental om inget annat anges.

Finansiella instrument:
Samtliga finansiella instrument, som aktier, obligationer och certifikat, värderas till verkligt värde (marknadsvärde).

Fastställande av verkligt värde:
Värdepapper är värderade till marknadskurser per den 31 december 2010. Obligationer och certifikat, för vilka det inte existerar market maker-kurser, värderas enligt gällande yieldkurva. Onoterade aktier är värderade efter senaste aktiekurs, värderingar utförda av mäklare och interna värderingar.

Valutakurser:
Värdepapper och banktillgodoavanden/-underskott i utländsk valuta är värderade till gällande valutakurs vid tidpunkten för fastställd kurs per den 31 december 2010.

Behandling av transaktionskostnader:
Transaktionskostnader i form av courtage till mäklare kostnadsförs vid tidpunkten för transaktionen.

Avsatt för utdelning till andelsägare:
Alla utdelningar till andelsägare av räntefonder behandlas som vinstsdisponering i enlighet med anvisning om årsboksut för värdepappersfonder. Utdelning från räntefonder bokförs så att återinvesteringar behandlas som nya fondandelar under räkenskapsåret.

Justering av anskaffningskostnad:
För aktiefonderna används det genomsnittliga anskaffningsvärdet för att fastställa realiserade kursvinster/-förluster vid försäljning av aktier. För räntefonderna används FIFO-principen vid beräkning av realiserade kursvinster/-förluster vid försäljning.

NOT 2: FINANSIELLA DERIVAT
Fonderna har inte använt finansiella derivat under året.

NOT 3: FINANSIELL MARKNADSRISK
Balansräkningarna i fondernas årsboksut speglar fondernas marknadsvärde den sista börsdagen för året, uttryckt i norska kronor. Aktiefonderna är genom investeringar i norska och utländska verksamheter exponerade för aktiekurs- och valutarisker. Räntefonderna är exponerade för ränterisk, kreditrisk och valutarisk i de fall fonderna investerar i annan valuta än norska kronor, NOK.

NOT 4: SKATTEBERÄKNING

Aktiefonder:
Aktiefonder är i utgångspunkten undantagna för skattepliktiga vinster och har inte frändragsrätt för förlust vid realisation av aktier.
Vidare är utdelningar mottagna från företag innanför EES redan från början skattebefriade. 3 % av förverkligade vinster från företag skattemässigt hemmahörande innanför EES och utdelningar emottagna från motsvarande företag behandlas emellertid som skattepliktiga.
Utdelningar emottagna från företag utanför EES är skattepliktiga. Fonder kan dessutom belastas källskatt på utdelningar emottagna från alla utländska företag.
Faktisk skattekostnad för år 2010 och 2009 relateras till källskatt på utländsk utdelning.

Räntefonder:
Räntefonder är skattepliktiga med 28 % av netto förverkligade kursvinster på räntebärande värdepapper, intjänade periodiserade ränteintäkter, valutavinst/ förlust, minus avdragsberättigade kostnader vilket bland annat omfattar förvaltningsarvodet. Skattepliktigt resultat delas ut i praktiken till andelsägarna så att fonden inte kommer i skattaposition.

NOT 5: DEPÅKOSTNADER
Fonderna belastas inte med depåkostnader, med undantag för transaktionsdrivna depåkostnader.

NOT 6: OMSÄTTNINGSHASTIGHET
Omsättningshastigheten är ett mått på handelsvolymens storlek, justerad för teckning och inlösen av andelar. Omsättningshastigheten beräknas som lägsta summa av respektive samlade köp och samlade försäljningar av värdepapper i portföljen, under året dividerat på genomsnittligt förvaltad kapital under året.

Fondernas omsättningshastighet för 2010 var:	
SKAGEN Vekst	25,25%
SKAGEN Global	40,80%
SKAGEN Kon Tiki	14,99%
SKAGEN Avkastning	181,66%
SKAGEN Høyrente	202,56%
SKAGEN Høyrente Institusjon	134,45%
SKAGEN Tellus	572,13%
SKAGEN Krona	430,15%

NOT 7: KÖPAVGIFTER
Inga köp- eller försäljningsprovisioner.

NOT 8: SE SIDORNA 50 – 62

SKAGEN Vekst Not 9, 10 och 11

NOT 9. FÖRVALTNINGSAVGIFT

Den fasta förvaltningsavgiften uppgår till 1 % per år av det dagliga förvaltningskapitalet och den rörliga förvaltningsavgiften uppgår till 1/10 av den avkastning som överstiger 6% per år.

NOT 10. EGET KAPITAL

	Andelskapital	Överkurs	Reserver	Summa
EGET KAPITAL PER DEN 1 JANUARI 2010	817 754	1 428 079	8 150 154	10 395 987
Utfärdade andelar	137 711	1 669 107		1 806 818
Inlösen av andelar	-257 738	-3 100 247		-3 357 986
Årsresultat			1 367 188	1 367 188
EGET KAPITAL PER DEN 31 DEC. 2010	697 727	-3 061	9 517 342	10 212 007
		2010-12-31	2009-12-31	2008-12-31
Antal andelar	6 977 271	8 177 547	7 186 025	
Basiskurs pr andel (angett i hela kronor)*	1 463,6198	1 268,3147	856,5973	

NOT 11. RISK-BELOPP (angett i hela kronor)

Fastställt RISK-belopp per den 1 januari :						
1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000
-0,35	-0,37	3,28	-0,50	1,73	1,26	3,62
2001	2002	2003	2004	2005	2006	
3,77	0,51	2,03	3,06	-7,03	-9,44	

SKAGEN Global Not 9 och 10

NOT 9. FÖRVALTNINGSAVGIFT

Den fasta förvaltningsavgiften uppgår till 1 % per år av det dagliga förvaltningskapitalet och den rörliga förvaltningsavgiften uppgår till 1/10 av den avkastning som överstiger MSCI All Country World Daily Total return Net \$, uttryckt i norska kronor.

NOT 10. EGET KAPITAL

	Andelskapital	Överkurs	Reserver	Summa
EGET KAPITAL PER DEN 1 JANUARI 2010	4 446 760	18 908 370	7 678 511	31 033 641
Utfärdade andelar	1 077 098	6 874 304		7 951 402
Inlösen av andelar	-1 559 625	-9 854 233		-11 413 858
Årets resultat			4 597 708	4 597 708
EGET KAPITAL PER DEN 31 DEC. 2010	3964 232	15 928 441	12 276 219	32 168 892
		2010-12-31	2009-12-31	2008-12-31
Antal andelar	39 642 319	44 467 597	36 749 226	
Basiskurs pr andel (angett i hela kronor)*	811,4809	697,9145	550,3927	

SKAGEN Kon-Tiki Not 9, 10 och 11

NOT 9. FÖRVALTNINGSAVGIFT

Den fasta förvaltningsavgiften uppgick till 2,5 % per år av det dagliga förvaltningskapitalet till och med 30 juni 2009. Från första juli 2009 utgjorde den fasta förvaltningsavgiften 2 % per år. Den rörliga förvaltningsavgiften för hela perioden uppgår till 1/10 av den avkastning utöver/ under tillväxmarknadsindexet MSCI Emerging Markets Index uttryckt i norska kronor. Dock begränsat uppåt och nedåt så att total förvaltningsavgift inte kan överstiga 4 % per år och inte lägre än 1 % per år av genomsnittligt förvaltningskapital.

NOT 10. EGET KAPITAL

	Andelskapital	Överkurs	Reserver	Summa
EGET KAPITAL PER DEN 1 JANUARI 2010	7 026 079	15 405 164	10 659 565	33 090 807
Utfärdade andelar	3 034 307	12 888 259		15 922 566
Inlösen av andelar	-1 801 445	-7 469 333		-9 270 778
Årets resultat			7 412 567	7 412 567
EGET KAPITAL PER DEN 31 DEC. 2010	8 258 941	20 824 090	18 072 132	47 155 162
		2010-12-31	2009-12-31	2008-12-31
Antal andelar	82 589 405	70 260 786	42 075 710	
Basiskurs pr andel (angett i hela kronor)*	570,9556	470,9718	288,3044	

NOT 11. RISK-BELOPP (angett i hela kronor)

Fastställt RISK-belopp per den 1 januari:				
2003	2004	2005	2006	
3,26	1,80	-0,11	0,00	

*Basiskurs är satt vid dagsslut 31/12 och är baserat på bästa estimat vid denna tidpunkt. I räkenskapen är slutliga siffror använda. Mindre periodiseringsavvikelser kan därmed förekomma.

SKAGEN Høyrente Not 9 och 10

NOT 9. FÖRVALTNINGSavgIFT

Förvaltningsavgiften uppgår till 0,25 % per år av det dagliga förvaltningskapitalet.

NOT 10. EGET KAPITAL

	Andels- kapital	Överkurs	Reserver	Avsatt till andelsägare för återinvestering i nya fondandelar	Summa
EGET KAPITAL PR 1.1 2010	3 354 990	30 767	4 397	116 986	3 507 140
Utfärdade andelar	5 110 087	54 106	52 382		5 216 575
Inlösen av andelar	-5 076 054	-53 720	-65 607		-5 195 382
Återinvesterat för andelsägarna				-116 595	-116 595
Avsatt till återinvestering för andelsägarna				97 882	97 882
Årets resultat efter utbetalning till andelsägarna			8 759		8 759
EGET KAPITAL PER DEN 31 DEC. 2010	3 389 023	31 153	-69	98 273	3 518 379
		2010-12-31	2009-12-31	2008-12-31	
Antal andelar		33 890 228	33 549 896	43 266 971	
Basiskurs pr andel (angett i hela kronor)*		103,8222	104,5408	107,6860	

SKAGEN Høyrente Institusjon Not 9 och 10

NOT 9. FÖRVALTNINGSavgIFT

Förvaltningsavgiften uppgår till 0,15 % per år av det dagliga förvaltningskapitalet.

NOT 10. EGET KAPITAL

	Andels- kapital	Överkurs	Reserver	Avsatt till andelsägare för återinvestering i nya fondandelar	Summa
EGET KAPITAL PR 1.1 2010	1 858 232	-3 369	3 799	70 327	1 928 988
Utfärdade andelar	873 730	-1 527	13 108		885 310
Inlösen av andelar	-1 255 395	1 988	-18 516		-1 271 923
Återinvesterat för andelsägarna				-70 089	-70 089
Avsatt till återinvestering för andelsägarna				44 963	44 963
Årets resultat efter utbetalning till andelsägarna			1 068		1 068
EGET KAPITAL PER DEN 31 DEC. 2010	1 476 567	-2 908	-542	45 201	1 518 318
		2010-12-31	2009-12-31	2008-12-31	
Antal andelar		14 765 667	18 582 318	25 651 986	
Basiskurs pr andel (angett i hela kronor)*		102,8252	103,8057	106,5054	

SKAGEN Avkastning Not 9, 10,11 och 12

NOT 9. FÖRVALTNINGSavgIFT

Förvaltningsavgiften uppgår till 0,5 % per år av det dagliga förvaltningskapitalet.

NOT 10. EGET KAPITAL

	Andels- kapital	Överkurs	Reserver	Avsatt till andelsägare för återinvestering i nya fondandelar	Summa
EGET KAPITAL PR 1.1 2010	1 262 330	417 164	-99 860	-483	1 579 150
Utfärdade andelar	639 929	175 282			815 211
Inlösen av andelar	-681 838	-186 717			-868 555
Återinvesterat för andelsägarna				-	0
Avsatt till återinvestering för andelsägarna					-
Årets resultat efter utbetalning till andelsägarna			42 931		42 931
EGET KAPITAL PER DEN 31 DEC. 2010	1 220 421	405 729	-56 930	-483	1 568 737
		2010-12-31	2009-12-31	2008-12-31	
Antal andelar		12 204 208	12 623 296	10 427 255	
Basiskurs pr andel (angett i hela kronor)*		128,5463	125,0972	117,1930	

NOT 11. VALUTARISK

SKAGEN Avkastning använder sig inte av valutasäkringar mot norska kronor, men har pr 31.12.10 negativa banktillgodohavanden i EUR, MXN och ZAR för att reducera valutaexponeringen på investeringarna.

NOTE 12. UTSATT SKATTEFORDEL

SKAGEN Avkastning har ett skattemässigt underskott på NOK 55 miljoner att skjuta fram per 31/12/2010. Tillhörande utestående skattefordel är inte bokförd i balansräkningen då framtida möjligheter att utnyttja denna är osäker.

SKAGEN Tellus Not 9 och 10

NOT 9. FÖRVALTNINGSavgIFT

Förvaltningsavgiften uppgår till 0,8 % per år av det dagliga förvaltningskapitalet.

NOT 10. EGET KAPITAL

	Andels- kapital	Överkurs	Reserver	Avsatt till andelsägare för återinvestering i nya fondandelar	Summa
EGET KAPITAL PR 1.1 2010	380 047	13 014	-327	13 015	405 748
Utfärdade andelar	846 436	88 801	33 754		968 992
Inlösen av andelar	-537 684	-52 233	-22 531		-612 447
Återinvesterat för andelsägarna				-13 031	-13 031
Avsatt till återinvestering för andelsägarna				53 091	53 091
Årets resultat efter utbetalning till andelsägarna			-17 147		-17 147
EGET KAPITAL PER DEN 31 DEC. 2010	688 798	49 582	-6 250	53 074	785 205
		2010-12-31	2009-12-31	2008-12-31	
Antal andelar		6 887 985	3 800 466	4 746 160	
Basiskurs pr andel (angett i hela kronor)*		113,9964	106,7901	115,9369	

SKAGEN Krona Not 9 och 10 (alla tal i hela tusental SEK)

NOT 9. FÖRVALTNINGSavgIFT

Förvaltningsavgiften uppgår till 0,2 % per år av det dagliga förvaltningskapitalet.

NOT 10. EGET KAPITAL

	Andelskapital	Överkurs	Reserver	Summa
EGET KAPITAL PR 1.1 2010	313 926	1 923	1 580	317 429
Utfärdade andelar	205 849	2 143	785	208 777
Inlösen av andelar	-310 380	-3 057	-1 413	-314 849
Återinvesterat för andelsägarna	3 378	12		3 390
Årets resultat			-1 089	-1 089
EGET KAPITAL PER DEN 31 DEC. 2010	212 774	1 021	-137	213 658
		2010-12-31	2009-12-31	2008-12-31
Antal andelar		2 127 741	3 139 264	5 380 851
Basiskurs pr andel (angett i hela kronor)*		100,4158	101,1153	101,5832

*Basiskurs är satt vid dagsslut 31/12 och är baserat på bästa estimat vid denna tidpunkt. I räkenskapen är slutliga siffror använda. Mindre periodiseringsavvikelser kan därmed förekomma.

SKAGEN Vekst

Note8. Värdepappersportfölj per den 31 december 2010 (angett i hela NOK)

Värdepapper	Antal	KöpvärdeNOK	Marknadskurs	Valuta	Marknadsvärde NOK	Orealiseradvinst/ förlust	Andelavfonden	Ägarandelibolag/ aktieklass Börs
Energi								
SolstadOffshoreASA	2 242 500	108 585 132	116,00	NOK	260 130 000	151 544 868	2,55%	5,93% OsloBørs
DOFASA	4 954 800	78 558 737	49,50	NOK	245 262 600	166 703 863	2,40%	5,44% OsloBørs
BonheurASA	1 348 072	99 605 010	178,00	NOK	239 956 816	140 351 806	2,35%	3,30% OsloBørs
GangerRolfASA	1 395 555	142 844 608	163,00	NOK	227 475 465	84 630 857	2,23%	4,12% OsloBørs
PrideInternationalInc	1 093 282	159 864 125	33,00	USD	209 797 153	49 933 028	2,06%	0,62% NewYork
PetroleoBrasileiroPrefADR	1 001 815	90 839 260	34,17	USD	199 060 899	108 221 639	1,95%	0,04% NewYork
TransoceanLtd	3 46 900	153 446 657	69,51	USD	140 218 411	-13 228 246	1,37%	0,11% NewYork
TGSNopceGeophysicalCoASA	970 578	47 170 377	131,50	NOK	127 631 007	80 460 630	1,25%	0,94% OsloBørs
FarstadShippingASA	629 338	44 081 117	175,00	NOK	110 134 150	66 053 033	1,08%	1,61% OsloBørs
NorwegianEnergyCOASA	5 314 393	83 812 282	18,40	NOK	97 784 831	13 972 549	0,96%	2,18% OsloBørs
SiemOffshore	8 219 897	69 926 621	10,85	NOK	89 185 882	19 259 262	0,87%	2,08% OsloBørs
EidesvikOffshoreASA	1 700 000	64 882 552	38,00	NOK	64 600 000	-282 552	0,63%	5,64% OsloBørs
SevanMarineASA	9 675 000	77 573 340	6,50	NOK	62 935 875	-14 637 465	0,62%	1,84% OsloBørs
EMGSKonv05/119%	4 000 000	26 171 502	232,00	USD	54 213 711	27 792 162	0,53%	- OsloBørs
SuperiorEnergyServicesInc	235 000	30 988 976	34,99	USD	47 815 121	16 826 145	0,47%	0,30% NewYork
NorthernOffshoreLtd	2 940 000	28 386 046	14,95	NOK	43 953 000	15 566 954	0,43%	1,88% OsloBørs
BPPlcADR	165 000	52 614 600	44,17	USD	42 380 375	-10 234 225	0,42%	0,01% NewYork
SeabirdExplorationLtd07/12frncall	43 000 000	11 850 000	85,00	NOK	36 936 809	25 086 809	0,36%	- OsloBørs
MarineAccurateWellasa	71 891 376	54 470 669	0,50	NOK	35 945 688	-18 524 981	0,35%	7,69% Onoterat
FredOlsenProductionASA	3 000 000	18 734 740	10,30	NOK	30 900 000	12 165 260	0,30%	2,83% OsloBørs
Småposter ¹⁾		179 743 465			111 271 966	-69 203 258	1,09%	
Summa Energi		1 624 149 815			2 477 589 760	852 58 138	24,27%	
Råvaror								
NorskHydroASA	5 583 010	133 214 492	42,61	NOK	237 892 056	104 677 564	2,33%	0,34% OsloBørs
NorskeSkogindustrierASA	5 622 000	340 640 123	13,85	NOK	77 864 700	-262 775 423	0,76%	2,96% OsloBørs
HindalcoIndustriesLtd	1 950 673	46 051 668	247,00	INR	62 671 613	16 619 945	0,61%	0,10% NationalIndia
KWSSaatAG	44 640	30 191 292	145,35	EUR	50 615 222	20 423 930	0,50%	0,68% Frankfurt
NorthlandResourcesSA	2 359 250	28 897 023	17,80	NOK	41 994 650	13 097 627	0,41%	1,05% OsloBørs
Småposter ¹⁾		119 043 072			133 564 950	14 517 868	1,31%	
Summa Råvaror		698 037 670			604 603 192	-93 438 489	5,92%	
Kapitalvaror, service och transport								
KongsbergGruppenASA	3 238 100	101 661 239	133,00	NOK	430 667 300	329 006 061	4,22%	2,70% OsloBørs
Stolt-NielsenLimited	1 740 996	215 774 364	142,50	NOK	248 091 930	32 317 566	2,43%	2,71% OsloBørs
Wilh.WilhelmsenHoldingASAA-aksjer	1 357 250	96 013 665	173,00	NOK	234 804 250	13 8790 585	2,30%	3,92% OsloBørs
DockwiseLtd	1 032 108	173 044 955	157,00	NOK	162 040 956	-11 003 999	1,59%	4,08% OsloBørs
NorwegianAirShuttleASA	1 324 950	63 560 111	117,50	NOK	155 681 625	92 121 514	1,52%	3,83% OsloBørs
OdffjellSE-A	2 240 000	99 471 405	54,00	NOK	120 960 000	21 488 595	1,18%	3,41% OsloBørs
LGCorp	233 515	46 417 748	87 300,00	KRW	105 568 173	59 150 426	1,03%	0,14% Seoul
AvengLtd	2 575 700	75 193 395	43,25	ZAR	98 042 282	22 848 887	0,96%	0,65% Johannesburg
KongsbergAutomotiveASA	15 151 251	108 807 125	4,85	NOK	73 483 567	-35 323 558	0,72%	3,72% OsloBørs
I.M.SkaugenSE	1 679 916	21 062 286	36,90	NOK	61 988 900	40 926 615	0,61%	6,20% OsloBørs
KvernelandASA	9 300 000	51 388 357	6,50	NOK	60 450 000	9 061 643	0,59%	6,03% OsloBørs
GlamoxASA	5 944 034	5 852 347	9,00	NOK	53 496 306	47 643 959	0,52%	9,01% Onoterat
APMøller-MaerskA	811	38 032 895	49 140,00	DKK	41 723 617	3 690 722	0,41%	0,04% København
FairstarHeavyTransportNV	3 770 585	39 094 620	11,00	NOK	41 476 435	2 381 815	0,41%	4,65% OsloBørs
TrelleborgAB-B	645 000	28 763 207	71,10	SEK	39 694 884	10 931 677	0,39%	0,27% Stockholm
LGCorpPref	224 482	25 796 379	33 000,00	KRW	38 361 841	12 565 462	0,38%	6,77% Seoul
Småposter ¹⁾		246 621 997			159 352 121	-87 269 876	1,56%	
Summa Kapitalvaror, service och transport		1 436 556 095			2 125 884 189	689 328 094	20,82%	
Inkomstberoende konsumtionsvaror								
CarnivalCorp	766 770	196 536 207	46,11	USD	205 595 539	9 059 332	2,01%	0,13% NewYork
LGElectronicsIncPref	600 000	144 987 601	43 850,00	KRW	136 246 335	-8 741 266	1,33%	3,49% Seoul
HurtigrutenASA	26 179 943	88 805 016	4,88	NOK	127 758 122	38 953 106	1,25%	6,23% OsloBørs
RenaultSA	261 054	76 738 433	43,50	EUR	88 585 274	11 846 841	0,87%	0,09% Paris
DixonsRetailPlc	38 800 746	249 906 914	0,23	GBP	80 929 715	-168 977 199	0,79%	1,07% London
RezidorHotelGroupAB	1 836 744	43 562 448	40,90	SEK	65 024 521	21 462 073	0,64%	1,22% Stockholm
RoyalCaribbeanCruisesLtd	228 182	19 953 264	47,00	USD	62 363 818	42 410 553	0,61%	0,11% NewYork
Mahindra&MahindraLtdGDR	586 300	10 111 679	17,60	USD	60 004 803	49 893 124	0,59%	0,10% LondonInternational
RoyalCaribbeanCruisesLtd_	185 330	20 535 885	276,30	NOK	51 206 679	30 670 794	0,50%	0,09% OsloBørs
HankookTireCoLtd	297 931	27 633 534	31 750,00	KRW	48 985 033	21 351 499	0,48%	0,20% Seoul
FjordLineAS	2 850 000	28 500 000	16,00	NOK	45 600 000	17 100 000	0,45%	5,63% Onoterat
Småposter ¹⁾		73 910 745			65 760 931	-9 074 472	0,64%	
Summa Inkomstberoende konsumtionsvaror		981 181 726			1 038 060 771	55 954 385	10,17%	

Note8. Värdepappersportfölj per den 31 december 2010 (angett i hela NOK)

Värdepapper	Antal	KöpvärdeNOK	Marknadskurs	Valuta	Marknadsvärde NOK	Orealiseradvinst/ förlust	Andelavfonden	Ägarandelibolag/ aktieklass	Börs
Defensiva Konsumtionsvaror									
CermaqASA	1 792 433	71 266 682	90,00	NOK	161 318 970	90 052 288	1,58%	1,94%	OsloBørs
MorpolASA	6 292 983	130 156 851	21,50	NOK	135 299 134	5 142 284	1,33%	3,75%	OsloBørs
ChiquitaBrandsIntl	1 373 518	112 828 672	14,02	USD	111 978 803	-849 869	1,10%	3,04%	NewYork
Winn-DixieStoresInc	1 948 628	81 244 782	7,18	USD	81 359 231	114 449	0,80%	3,51%	NASDAQ
AustevollSeafoodASA	1 360 600	47 750 407	49,60	NOK	67 485 760	19 735 353	0,66%	0,67%	OsloBørs
YazicilarHoldingAS	750 000	25 622 446	13,45	TRY	38 108 759	12 486 313	0,37%	0,47%	Istanbul
People'sFoodHoldingLtd	9 364 000	24 106 991	0,76	SGD	32 523 541	8 416 550	0,32%	0,83%	Singapore
Småposter ¹⁾		196 103 700			142 936 374	-53 256 701	1,40%		
Defensiva Konsumtionsvaror		689 080 531			771 010 573	81 840 667	7,55%		
Medicin									
TevaPharmaceutical-spADR	533 851	161 043 492	52,13	USD	161 830 821	787 330	1,59%	0,06%	NASDAQ
PfizerInc	800 000	104 175 020	17,51	USD	81 457 220	-22 717 799	0,80%	0,01%	NewYork
Axis-ShieldPlcGBP	2 809 221	82 551 381	2,70	GBP	69 024 456	-13 526 924	0,68%	5,65%	London
ClavisPharmaASA	1 710 477	56 464 764	40,20	NOK	68 761 175	12 296 412	0,67%	5,63%	OsloBørs
PhotocureASA	1 114 401	44 889 736	45,80	NOK	51 039 566	6 149 830	0,50%	5,04%	OsloBørs
Medi-StimASA	1 710 000	21 366 512	25,00	NOK	42 750 000	21 383 488	0,42%	9,07%	OsloBørs
AlgetaASA	250 000	24 236 900	136,00	NOK	34 000 000	9 763 100	0,33%	0,63%	OsloBørs
Axis-ShieldPlc	1 017 998	25 837 665	25,30	NOK	25 755 349	-82 315	0,25%	8,89%	OsloBørs
Småposter ¹⁾		83 294 562			95 431 113	12 136 551	0,93%		
Summa Medicin		603 860 030			630 049 702	26 189 673	6,17%		
Bankoch Finans									
GjensidigeForsikringASA	3 300 203	194 711 977	58,50	NOK	193 061 875	-1 650 101	1,89%	0,66%	OsloBørs
OlavThonEiendomsselskapASA_	180 000	33 812 469	910,00	NOK	163 800 000	129 987 531	1,60%	1,69%	OsloBørs
HannoverRueckversicherungAG	435 000	87 663 487	40,13	EUR	136 192 895	48 529 407	1,33%	0,36%	Frankfurt
AarealBankAG	433 273	64 610 591	22,80	EUR	77 061 667	12 451 076	0,75%	1,01%	Frankfurt
SparebankenØst	1 500 000	26 585 912	39,50	NOK	59 250 000	32 664 088	0,58%	7,24%	OsloBørs
ImarexASA	1 026 100	65 708 552	57,00	NOK	58 487 700	-7 220 852	0,57%	6,80%	OsloBørs
KoreanReinsuranceCo	952 093	11 484 642	11 800,00	KRW	58 178 880	46 694 238	0,57%	0,82%	Seoul
NorthernLogisticPropertyAS	2 195 485	68 216 067	24,00	NOK	52 691 640	-15 524 427	0,52%	6,20%	OsloBørs
SparebankenVest	995 506	45 056 270	47,00	NOK	46 788 782	1 732 512	0,46%	4,61%	OsloBørs
HaciOmerSabanciHoldingAS	1 501 444	23 339 370	7,20	TRY	40 839 733	17 500 363	0,40%	0,07%	Istanbul
HitecvisionAS	762 746	5 183 496	53,00	NOK	40 425 538	35 242 042	0,40%	4,14%	Onoterat
IrsaSAADR	397 502	31 351 260	16,09	USD	37 191 939	5 840 679	0,36%	0,69%	NewYork
NorwegianPropertyASA	3 513 058	32 583 639	10,35	NOK	36 360 150	3 776 511	0,36%	0,70%	OsloBørs
AbgSundalCollierHoldingASA	3 106 000	15 848 384	8,60	NOK	26 711 600	10 863 216	0,26%	0,80%	OsloBørs
NorwegianFinansHoldingASA	14 900 000	29 215 000	1,75	NOK	26 075 000	-3 140 000	0,26%	8,76%	Onoterat
Småposter ¹⁾		48 598 877			54 294 724	5 666 421	0,53%		
Summa Bank och Finans		783 969 994			1 107 412 124	323 412 704	10,85%		
Informationsteknologi									
SamsungElectronicsCoLtdPrefGDR	135 832	107 711 829	287,50	USD	227 087 588	119 375 759	2,22%	0,30%	LondonInternational
SamsungwlectronicsCoLtdGDR	50 000	19 712 300	421,90	USD	122 668 480	102 956 180	1,20%	0,02%	LondonInternational
EltekASA	19 000 000	102 369 562	3,29	NOK	62 510 000	-39 859 562	0,61%	5,77%	OsloBørs
Q-freeASA	2 900 000	39 742 052	17,30	NOK	50 170 000	10 427 948	0,49%	4,81%	OsloBørs
SamsungSDICoLtd	51 320	21 573 100	168 000,00	KRW	44 647 784	23 074 684	0,44%	0,11%	Seoul
ProactITGroupAB	468 000	15 542 932	108,00	SEK	43 749 675	28 206 744	0,43%	5,01%	Stockholm
EDBErgogroupASA	2 734 240	33 268 403	15,90	NOK	43 474 416	10 206 013	0,43%	1,02%	OsloBørs
KyoceraCorp	63 565	45 929 843	8 290,00	JPY	37 772 052	-8 157 791	0,37%	0,03%	Tokyo
Småposter ¹⁾		120 904 951			87 206 322	-33 698 629	0,85%		
Summa Informationsteknologi		506 754 972			719 286 317	212 531 346	7,05%		
Telekom									
FranceTelecomSA	699 803	9 267 7925	15,59	EUR	85 134 013	-7 543 912	0,83%	0,03%	Paris
SistemaJsfcGDR	563 707	17 770 999	24,93	USD	81 720 151	63 949 151	0,80%	0,12%	LondonInternational
MobileTelesystemsADR	645 000	41 050 762	20,87	USD	78 277 260	37 226 498	0,77%	0,06%	NewYork
TotalAccessTelecommunicationPLC_	8 560 000	7 587 439	42,00	THB	69 674 976	62 087 537	0,68%	0,36%	Singapore
TelekomunikasiIndonesiaTbkADR	290 000	16 154 144	35,64	USD	60 110 463	439 56 319	0,59%	0,06%	NewYork
IndosatTbkPTADR	200 000	33 264 730	29,12	USD	33 866 851	602 122	0,33%	0,18%	NewYork
Småposter ¹⁾		7 842 206			2 659 804	-5 182 402	0,03%		
Summa Telekom		216 348 204			411 443 518	195 095 313	4,03%		
Nyttotjänster									
CentraisElétricasBrasileirasSAPref	2 234 800	90 179 609	26,75	BRL	209 322 821	119 143 213	2,05%	0,84%	SaoPaulo
Småposter ¹⁾		20 482 543			19 468 340	-1 014 203	0,19%		
Summa Nyttotjänster		110 662 151			2 287 91 162	118 129 010	2,24%		
SUMMA VÄRDEPAPERSPORTFÖLJ²⁾		7 650 601 191			10 114 131 307	2 461 500 841	99,07%		

¹⁾Kontakta förvaltningsbolaget SKAGEN AS för en översikt över vilka bolag som ingår i posten. Denna sänds via e-post.

²⁾För värdet av likvida medel i portföljen per den 31.12.2010 hänvisas till balansräkningen.

SKAGEN Global

Note 8. Värdepappersportfölj per den 31 december 2010 (angett i hela NOK)

Värdepapper	Antal	Köpvärde NOK	Marknadskurs	Valuta	Marknadsvärde NOK	Orealiserad vinst/förlust	Andel av fonden	Ägarandel i bolag/aktieklass	Börs
Energi									
Pride International Inc	5 064 981	838 032 209	33,00	USD	971 952 886	133 920 677	3,02 %	2,88 %	New York
Petroleo Brasileiro Pref Adr	2 713 304	489 134 979	34,17	USD	539 134 206	49 999 227	1,68 %	0,10 %	New York
Baker Hughes Inc	1 369 227	377 282 863	57,17	USD	455 194 598	77 911 735	1,42 %	0,32 %	New York
Noble Corp	1 648 569	372 380 051	35,77	USD	342 909 504	-29 470 547	1,07 %	0,65 %	New York
Kazmunaigas Exploration -GDR	2 853 374	390 519 950	19,83	USD	329 029 522	-61 490 427	1,02 %	0,68 %	London International
Nabors Industries Ltd	2 362 679	374 445 170	23,46	USD	322 319 204	-52 125 966	1,00 %	0,83 %	New York
Transocean Ltd	766 100	370 211 174	69,51	USD	309 660 780	-60 550 394	0,96 %	0,24 %	New York
Gazprom Oao Adr	2 056 348	305 362 687	25,25	USD	301 933 602	-3 429 085	0,94 %	0,03 %	London
BP Plc	4 392 428	225 857 506	4,66	GBP	186 090 544	-39 766 962	0,58 %	0,02 %	London
BP Plc ADR	564 260	176 229 847	44,17	USD	144 930 609	-31 299 238	0,45 %	0,02 %	New York
Summa Energi		3 919 456 437			3 903 155 456	-16 300 980	12,14 %		
Råvaror									
Svenska Cellulosa AB-B	6 664 418	524 516 663	106,20	SEK	612 638 087	88 121 425	1,91 %	1,10 %	Stockholm
Cliffs Natural Resources Inc	1 069 875	211 701 164	78,01	USD	485 329 590	273 628 425	1,51 %	0,79 %	New York
Heidelbergcement AG	1 137 483	363 322 378	46,90	EUR	416 159 376	52 836 998	1,29 %	0,61 %	Xetra
Ternium SA ADR	1 665 820	253 856 861	42,41	USD	410 818 316	156 961 454	1,28 %	0,83 %	New York
Norsk Hydro ASA	8 271 604	241 031 494	42,61	NOK	352 453 046	111 421 553	1,10 %	0,51 %	Oslo Børs
Mayr-Melnhof Karton AG	463 854	208 146 930	87,06	EUR	315 022 733	106 875 802	0,98 %	2,32 %	Wien
Akzo Nobel	537 072	178 800 741	46,48	EUR	194 754 397	15 953 657	0,61 %	0,23 %	Amsterdam
Kws Saat AG	122 592	80 407 015	145,35	EUR	139 001 374	58 594 359	0,43 %	1,86 %	Frankfurt
Fibria Celulose SA ADR	880 813	89 971 290	16,00	USD	81 951 546	-8 019 744	0,25 %	0,19 %	New York
Asia Pulp & Paper Co Ltd ADR	86 600	4 565 292	0,01	USD	5 036	-4 560 256	0,00 %	0,03 %	Unotert
Summa Råvaror		2 156 319 828			3 008 133 501	851 813 673	9,36 %		
Kapitalvaror, Service och Transport									
Tyco International Ltd	6 190 352	1 249 317 042	41,44	USD	1 491 724 232	242 407 190	4,64 %	1,26 %	New York
Bunge Ltd	2 903 515	943 647 321	65,52	USD	1 106 245 242	162 597 921	3,44 %	2,00 %	New York
LG Corp	1 505 947	322 361 219	87 300,00	KRW	680 813 113	358 451 894	2,12 %	0,87 %	Seoul
Siemens AG	894 319	522 346 767	92,70	EUR	646 716 762	124 369 995	2,01 %	0,10 %	Frankfurt
Randstad Holding NV	1 220 116	306 131 234	39,50	EUR	375 958 704	69 827 470	1,17 %	0,72 %	Amsterdam
Tyco Electronics Ltd	1 797 319	279 506 328	35,40	USD	369 983 095	90 476 766	1,15 %	0,41 %	New York
Stolt-Nielsen Limited	1 730 217	319 311 036	142,50	NOK	246 555 922	-72 755 114	0,77 %	2,70 %	Oslo Børs
Baywa-Bayerische Warenvermit AG	828 582	248 696 906	35,04	EUR	226 486 081	-22 210 824	0,70 %	2,52 %	Frankfurt
Finnair OYJ	4 952 377	268 974 302	5,04	EUR	194 709 060	-74 265 242	0,61 %	3,86 %	Helsinki
Air France-KLM konv 04/15 4.97%	513 152	54 597 628	1 638,10	EUR	67 335 817	10 975 872	0,21 %	-	Paris
Cmb Cie Maritime Belge SA	199 476	11 233 696	23,05	EUR	35 867 698	24 634 002	0,11 %	0,57 %	Brussel
Summa kapitalvaror, service och transport		4 526 123 479			5 442 395 727	914 509 930	16,93 %		
Inkomstberoende Konsumtionsvaror									
Renault SA	2 669 417	755 443 992	43,50	EUR	905 831 887	150 387 895	2,82 %	0,90 %	Paris
Toyota Industries Corp	2 452 564	408 159 602	2 521,00	JPY	443 191 264	35 031 662	1,38 %	0,75 %	Tokyo
Comcast Corp	3 397 331	310 633 815	20,81	USD	411 115 069	100 481 253	1,28 %	0,48 %	NASDAQ
Time Warner Cable	670 772	178 968 417	66,03	USD	257 554 816	78 586 400	0,80 %	0,19 %	New York
LG Electronics Inc Pref	916 588	251 942 344	43 850,00	KRW	208 136 260	-43 806 084	0,65 %	5,33 %	Seoul
Television Broadcasts Ltd	5 866 571	142 014 821	42,00	HKD	184 267 235	42 252 414	0,57 %	1,34 %	Hong Kong
Yamaha Motor Co Ltd	1 896 311	153 944 483	1 323,00	JPY	179 832 178	25 887 695	0,56 %	0,54 %	Tokyo
Hyundai Motor Pref (2pb)	515 808	142 845 218	63 500,00	KRW	169 615 595	26 770 376	0,53 %	1,37 %	Seoul
Shangri-la Asia Ltd	6 193 490	54 597 039	21,10	HKD	97 731 012	43 133 973	0,30 %	0,20 %	Hong Kong
Mahindra & Mahindra Ltd GDR	464 981	8 239 439	17,58	USD	47 534 347	39 294 908	0,15 %	0,08 %	London International
Mahindra & Mahindra Ltd	134 000	5 776 564	778,20	INR	13 563 928	7 787 364	0,04 %	0,02 %	National India
Danubius Hotels and Spa Plc	52 543	6 231 277	4 500,00	HUF	6 631 058	399 781	0,02 %	0,63 %	Budapest
Hyundai Motor Pref (1p)	19 440	4 986 955	59 000,00	KRW	5 939 532	952 577	0,02 %	0,08 %	Seoul
Summa Inkomstberoende Konsumtionsvaror		2 423 783 966			2 930 944 181	507 160 215	9,12 %		
Defensiva konsumtionsvaror									
Parmalat Spa	68 156 464	1 083 015 316	2,05	EUR	1 089 940 619	6 925 304	3,39 %	3,93 %	Borsa Italiana
Yazicilar Holding AS	3 965 257	95 714 287	13,45	TRY	201 481 366	105 767 079	0,63 %	2,48 %	Istanbul
United Intl Enterprises	173 474	25 625 272	600,00	DKK	108 976 367	83 351 095	0,34 %	3,37 %	København
Royal Unibrew A/S	185 890	39 944 444	332,00	DKK	64 616 108	24 671 664	0,20 %	1,66 %	København
Chiquita Brands Intl	671 103	53 198 821	14,02	USD	54 713 015	1 514 194	0,17 %	1,49 %	New York
Raisio Plc	2 287 300	43 100 781	2,81	EUR	50 138 504	7 037 723	0,16 %	1,75 %	Helsinki
Chaoda Modern Agriculture	11 367 298	72 611 820	5,83	HKD	49 561 027	-23 050 793	0,15 %	0,34 %	Hong Kong
Lannen Tehtaat OYJ	214 350	23 744 846	17,50	EUR	29 261 963	5 517 118	0,09 %	3,39 %	Helsinki
Summa Defensiva Konsumvaror		1 436 955 587			1 648 688 969	211 733 382	5,13 %		
Läkemedel									
Pfizer Inc	10 695 621	1 254 986 661	17,51	USD	1 089 044 446	-165 942 215	3,39 %	0,13 %	New York
Roche Holding Ag-Genusschein	461 900	402 243 056	137,00	CHF	394 413 454	-7 829 602	1,23 %	0,07 %	Zürich
Neurosearch A/S	202 142	33 888 595	95,00	DKK	20 106 054	-13 782 541	0,06 %	0,82 %	København
Summa Läkemedel		1 691 118 312			1 503 563 954	-187 554 358	4,68 %		

Note 8. Värdepappersportfölj per den 31 december 2010 (angett i hela NOK)

Värdepapper	Antal	Köpvärde NOK	Marknadskurs	Valuta	Marknadsvärde NOK	Orealiserad vinst/förlust	Andel av fonden	Ägarandel i bolag/aktieklass	Börs
Bank och Finans									
Citigroup Inc	29 147 220	768 313 998	4,73	USD	801 699 722	33 385 724	2,49 %	0,10 %	New York
Gjensidige Forsikring ASA	8 337 000	491 883 000	58,50	NOK	487 714 500	-4 168 500	1,52 %	1,67 %	Oslo Børs
Banco Do Estado Rio Grande Do Sul Pref	7 768 877	126 242 315	17,65	BRL	480 128 058	353 885 743	1,49 %	3,88 %	Sao Paulo
Cheung Kong Holdings Ltd	4 988 254	374 421 252	119,90	HKD	447 282 844	72 861 592	1,39 %	0,22 %	Hong Kong
Hannover Rueckversicherung AG	1 416 101	285 504 307	40,13	EUR	443 362 975	157 858 668	1,38 %	1,17 %	Frankfurt
Bank of America Corp	5 064 030	490 515 565	13,34	USD	392 830 819	-97 684 745	1,22 %	0,05 %	New York
Osaka Securities Exchange Co	9 170	174 610 188	409 500,00	JPY	269 166 643	94 556 455	0,84 %	3,40 %	Tokyo
Kinnevik Investment AB-B	1 969 910	92 277 140	137,00	SEK	233 606 111	141 328 971	0,73 %	0,86 %	Stockholm
Haci Omer Sabanci Holding AS	7 997 588	136 129 311	7,20	TRY	217 536 825	81 407 514	0,68 %	0,39 %	Istanbul
Aberdeen Asset Management Plc	10 396 015	87 231 205	2,03	GBP	191 956 255	104 725 050	0,60 %	0,91 %	London
Albaraka Turk Katilim Bankasi AS	18 297 225	212 023 668	2,70	TRY	186 633 781	-25 389 887	0,58 %	3,39 %	Istanbul
Japan Securities Finance Co	4 077 075	239 480 227	596,00	JPY	174 177 863	-65 302 364	0,54 %	4,35 %	Tokyo
Irsa SA ADR	1 815 671	151 638 394	16,09	USD	169 881 722	18 243 327	0,53 %	3,14 %	New York
Asya Katilim Bankasi AS	14 775 168	133 716 802	2,84	TRY	158 522 907	24 806 105	0,49 %	1,64 %	Istanbul
Mizuho Financial Group Inc	12 930 000	125 502 865	153,00	JPY	141 803 827	16 300 962	0,44 %	0,06 %	Tokyo
Efig-Hermes Holding SAE	2 628 101	88 339 185	33,92	EGP	89 305 647	966 462	0,28 %	0,69 %	Cairo
Tag Tegermsee Immobilien ag	1 504 903	96 983 281	6,36	EUR	74 651 624	-22 331 657	0,23 %	2,57 %	Frankfurt
Societe Fonciere, Financiere et de participations (ffp)	62 761	28 135 289	51,30	EUR	25 115 923	-3 019 366	0,08 %	0,25 %	Paris
Aberdeen Asset Aanagement Plc Pref	557	6 648 625	2 160,00	GBP	10 948 693	4 300 068	0,03 %	0,74 %	London
Tag Immo AG konv 05/15 6.375%	1 123 100	8 803 981	109,80	EUR	9 974 732	815 745	0,03 %	-	Xetra
Summa Bank och Finans		4 118 400 599			5 006 301 470	887 545 867	15,57 %		
Informationsteknologi									
Samsung Electronics Co Ltd Pref	596 996	1 336 849 370	649 000,00	KRW	2 006 411 917	669 562 547	6,24 %	2,61 %	Seoul
Accenture Plc	3 201 763	782 279 183	48,49	USD	902 806 794	120 527 611	2,81 %	0,50 %	New York
Kyocera Corp	1 323 268	695 567 239	8 290,00	JPY	786 321 838	90 754 599	2,45 %	0,69 %	Tokyo
Microsoft Corp	3 290 126	487 240 661	27,91	USD	533 981 019	46 740 358	1,66 %	0,04 %	NASDAQ
Samsung Electronics Co Ltd Pref GDR	146 978	148 488 210	287,50	USD	245 721 770	97 233 560	0,76 %	0,32 %	London International
Samsung Electronics Co Ltd GDR	84 630	72 041 778	421,90	USD	207 628 669	135 586 891	0,65 %	0,03 %	London International
Oracle Corp	493 000	72 161 010	31,30	USD	89 731 455	17 570 445	0,28 %	0,01 %	NASDAQ
Kyocera Corp ADR	52 153	38 412 462	102,18	USD	30 988 364	-7 424 098	0,10 %	0,03 %	New York
Proact It Group AB	178 970	6 928 583	108,00	SEK	16 730 975	9 802 391	0,05 %	1,92 %	Stockholm
Summa Informationsteknologi		3 639 968 496			4 820 322 801	1 180 354 305	15,00 %		
Telekom									
Vimpelcom Ltd-Spon ADR	4 895 355	428 390 841	15,04	USD	428 139 681	-251 161	1,33 %	0,38 %	New York
Bharti Airtel Ltd	9 032 031	380 240 923	358,80	INR	421 528 850	41 287 927	1,31 %	0,24 %	National India
Total Access Telecommunication Plc_	47 428 100	146 600 574	42,00	THB	386 045 763	239 445 189	1,20 %	2,00 %	Singapore
China Mobile Ltd	5 293 700	312 946 041	77,20	HKD	305 626 582	-7 319 460	0,95 %	0,03 %	Hong Kong
Telecom Italia Spa	25 292 086	170 514 938	0,81	EUR	160 207 412	-10 307 526	0,50 %	0,42 %	Borsa Italiana
Indosat Tbk Pt ADR	751 319	111 288 800	29,12	USD	127 224 044	15 935 244	0,40 %	0,69 %	New York
Total Access Telecommunication Nvdr Plc	9 729 540	77 307 284	42,00	THB	79 194 564	1 887 280	0,25 %	0,41 %	Bangkok
China Mobile Ltd Adr	106 650	31 372 281	49,62	USD	30 773 088	-599 194	0,10 %	0,00 %	New York
Indosat Tbk Pt	5 083 543	16 342 292	5 400,00	IDR	17 751 275	1 408 983	0,06 %	0,09 %	Indonesia
Summa Telekom		1 675 003 974			1 956 491 257	281 487 283	6,09 %		
Nyttotjänster									
Centrais Eletricas Brasileiras SA Pref	9 644 702	541 051 832	26,75	BRL	903 372 219	362 320 387	2,81 %	3,63 %	Sao Paulo
Centrais Eletricas Brasileiras SA	3 531 782	316 712 587	22,24	BRL	275 031 731	-41 680 855	0,86 %	0,32 %	Sao Paulo
Calpine Corp	2 916 955	207 820 561	13,34	USD	226 276 270	18 455 710	0,70 %	0,66 %	New York
Summa Nyttotjänster		1 065 584 979			1 404 680 221	339 095 242	4,37 %		
SUMMA VÄRDEPAPERSPORTFÖLJ¹⁾		26 652 715 657			31 624 677 539	4 969 844 559	98,38 %		

¹⁾ För värdet av likvida medel i portföljen per den 31 december 2010, se balansräkningen.

SKAGEN Kon-Tiki

Note 8. Värdepappersportfölj per den 31 december 2010 (angett i hela NOK)

Värdepapper	Antal	Köpvärde NOK	Marknadskurs	Valuta	Marknadsvärde NOK	Orealiserad vinst/förlust	Andel av fonden	Ägarandel i bolag/aktieklass	Börs
Energi									
Baker Hughes Inc	6 162 261	1 721 193 970	57,17	USD	2 048 621 537	327 427 567	4,35 %	1,43 %	New York
Pride International Inc	7 465 000	1 281 535 761	33	USD	1 432 508 492	150 972 730	3,04 %	4,25 %	New York
Petroleo Brasileiro Pref ADR	5 559 100	971 537 094	34,17	USD	1 104 594 606	133 057 513	2,34 %	0,20 %	New York
Gazprom Oao ADR	7 250 284	982 068 237	25,25	USD	1 064 559 290	82 491 052	2,26 %	0,12 %	London Int
Seadrill Ltd	5 100 000	449 279 818	197,2	NOK	1 005 720 000	556 440 182	2,13 %	1,15 %	Oslo Børs
Tullow Oil Plc	2 194 900	133 809 120	12,61	GBP	251 873 889	118 064 769	0,53 %	0,25 %	London
Deep Sea Supply Plc	11 096 000	109 900 200	12	NOK	133 152 000	23 251 800	0,28 %	8,75 %	Oslo Børs
Seawell Ltd	2 481 269	47 068 896	37,5	NOK	93 047 587	45 978 692	0,20 %	1,10 %	Oslo Børs
Golar LNG Energy Ltd	6 890 130	78 607 558	12,5	NOK	86 126 625	7 519 067	0,18 %	2,90 %	Oslo Børs
Coal of Africa Ltd	7 377 265	88 146 675	0,98	GBP	65 624 419	-22 522 256	0,14 %	1,39 %	London Int
Indo Tambangraya Megah PT	1 740 000	24 957 994	50750	IDR	57 102 428	32 144 435	0,12 %	0,15 %	Jakarta
Summa Energi		5 888 105 322			7 342 930 874	1 454 825 552	15,58 %		
Råvaror									
Vale SA Spons ADR	6 752 364	623 440 278	30,22	USD	1 186 598 401	563 158 124	2,52 %	0,32 %	New York
Equinox Minerals Ltd	16 956 300	435 633 111	6,11	CAD	606 445 299	170 812 189	1,29 %	2,02 %	Toronto
Vale SA-Pref A	1 231 900	210 807 094	48,5	BRL	209 204 646	-1 602 448	0,44 %	0,06 %	Sao Paulo
Asia Cement China Holdings	46 742 500	172 551 676	3,8	HKD	132 834 239	-39 717 437	0,28 %	3,00 %	Hong Kong
First Quantum Minerals Ltd	208 600	80 209 850	108	CAD	131 873 457	51 663 607	0,28 %	0,24 %	Toronto
DRDGOLD Ltd ADR	3 724 701	206 449 868	4,87	USD	105 480 901	-100 968 967	0,22 %	9,68 %	NASDAQ
Aquarius Platinum Limited	2 595 119	43 521 063	3,52	GBP	83 129 136	39 608 072	0,18 %	0,56 %	London
Northland Resources SA	3 294 669	65 304 228	17,8	NOK	58 645 108	-6 659 120	0,12 %	1,47 %	Oslo Børs
Pt Indah Kiat Pulp & Paper	51 504 500	50 406 871	1640	IDR	54 620 831	4 213 961	0,12 %	0,94 %	Jakarta
Norske Skogindustrier ASA	3 509 610	33 325 062	13,85	NOK	48 608 098	15 283 036	0,10 %	1,85 %	Oslo Børs
Summa Råvaror		1 921 649 099			2 617 440 117	695 791 017	5,55 %		
Kapitalvaror, Service och Transport									
ABB Ltd	6 800 391	747 984 548	151,6	SEK	892 381 037	144 396 489	1,89 %	0,29 %	Stockholm
Averg Ltd	16 487 710	479 852 621	43,25	ZAR	627 593 552	147 740 931	1,33 %	4,16 %	Johannesburg
Empresas ICA S.a.b	39 000 000	576 268 258	31,63	MXN	581 258 184	4 989 926	1,23 %	6,07 %	Mexico
A P Møller - Maersk A	10 000	456 235 277	49140	DKK	514 495 800	58 260 523	1,09 %	0,46 %	København
Harbin Power Equipment Co Ltd	51 000 000	507 183 796	12,26	HKD	467 600 691	-39 583 105	0,99 %	7,55 %	Hong Kong
Airasia Bhd	62 078 300	145 080 274	2,53	MYR	298 402 535	153 322 261	0,63 %	2,24 %	Kuala Lumpur
Strabag SE	1 625 310	235 502 298	20,61	EUR	261 310 057	25 807 759	0,55 %	1,43 %	Wien
Nordic American Tanker Shipping Ltd	1 722 600	299 544 279	26,02	USD	260 642 473	-38 901 805	0,55 %	3,67 %	New York
Barlworld Ltd	3 626 000	181 674 463	67	ZAR	213 813 254	32 138 791	0,45 %	1,57 %	Johannesburg
Enka Insaat Ve Sanayi AS	9 166 665	107 998 892	5,76	TRY	199 468 860	91 469 968	0,42 %	0,42 %	Istanbul
Norwegian Air Shuttle ASA	1 661 481	121 718 023	117,5	NOK	195 224 017	73 505 995	0,41 %	4,81 %	Oslo Børs
Tekfen Holding AS	7 521 955	113 250 674	6,46	TRY	183 571 185	70 320 511	0,39 %	2,03 %	Istanbul
LG Corp Pref	808 430	118 266 161	33000	KRW	138 153 007	19 886 846	0,29 %	24,39 %	Seoul
A P Møller - Maersk B	1 766	92 959 325	50510	DKK	93 393 091	433 766	0,20 %	0,08 %	København
Freeworld Coatings Ltd	8 624 708	61 414 054	11,85	ZAR	89 948 675	28 534 621	0,19 %	4,23 %	Johannesburg
Kumho Industrial Co Ltd-Pfd	548 862	42 527 442	8260	KRW	23 477 258	-19 050 184	0,05 %	26,83 %	Seoul
Qingling Motors Co	8 664 000	14 749 615	2,33	HKD	15 096 938	347 323	0,03 %	0,70 %	Hong Kong
Kuribayashi Steamship Co Ltd	300 000	6 010 011	191	JPY	4 107 264	-1 902 747	0,01 %	2,35 %	Tokyo
Mariupol Heavy Machinebuilding Plant GDR	422 695	16 806 476	1,36	USD	3 355 160	-13 451 317	0,01 %	2,75 %	Frankfurt
Summa kapitalvaror, Service och Transport		4 325 026 488			5 063 293 038	738 266 550	10,74 %		
Inkomstberoende Konsumtionsvaror									
Hyundai Motor Pref (2pb)	3 589 600	570 521 507	63500	KRW	1 180 385 219	609 863 712	2,50 %	9,54 %	Seoul
Hyundai Motor Pref (1p)	3 248 610	517 371 803	59000	KRW	992 552 686	475 180 883	2,11 %	12,94 %	Seoul
Great Wall Motor Co Ltd	44 900 000	169 123 601	24	HKD	805 883 160	636 759 559	1,71 %	10,86 %	Hong Kong
Mahindra & Mahindra Ltd Gdr	7 634 388	137 004 826	17,6	USD	781 340 523	644 335 697	1,66 %	1,28 %	London International
LG Electronics Inc Pref	3 150 000	850 969 171	43850	KRW	715 293 259	-135 675 912	1,52 %	18,33 %	Seoul
Shangri-la Asia Ltd	14 800 812	126 234 081	21,1	HKD	233 551 411	107 317 330	0,50 %	0,47 %	Hong Kong
Drb-hicom BHD	31 073 600	112 337 498	1,94	MYR	114 534 276	2 196 778	0,24 %	1,61 %	Kuala Lumpur
China Ting Group Hldgs Ltd	18 374 000	37 757 487	1,28	HKD	17 588 475	-20 169 012	0,04 %	0,88 %	Hong Kong
Summa Inkomstberoende Konsumtionsvaror		2 521 319 974			4 841 129 008	2 319 809 034	10,27 %		
Defensiva Konsumtionsvaror									
Cosan Ltd-Class A Shares	8 400 000	422 007 332	13,62	USD	665 288 240	243 280 908	1,41 %	4,82 %	New York
Shoprite Holdings Ltd	5 600 226	232 445 203	99,65	ZAR	491 150 825	258 705 621	1,04 %	1,03 %	Johannesburg
Yazicilar Holding AS	9 654 470	239 353 575	13,45	TRY	490 559 830	251 206 256	1,04 %	6,03 %	Istanbul
Marine Harvest ASA	70 000 000	268 105 748	6,17	NOK	431 900 000	163 794 252	0,92 %	1,96 %	Oslo Børs
Kulim Malaysia Berhad	16 875 100	213 083 213	12,74	MYR	408 467 921	195 384 709	0,87 %	5,30 %	Kuala Lumpur
Pz Cussons Plc	8 730 032	146 456 571	4,01	GBP	318 338 013	171 881 443	0,68 %	2,04 %	London
Royal Unibrew A/S	489 758	82 208 417	332	DKK	170 241 840	88 033 423	0,36 %	4,37 %	København
Podravka Prehrambena Ind DD	406 584	111 935 175	302,68	HRK	130 027 836	18 092 661	0,28 %	7,50 %	Zagreb
East African Breweries Ltd	5 107 746	54 303 946	201	KES	74 021 966	19 718 020	0,16 %	0,65 %	Nairobi
Pivovarna Lasko	499 286	138 711 783	15,98	EUR	62 259 260	-76 452 523	0,13 %	5,80 %	Ljubljana
United Intl Enterprises	68 500	12 938 797	600	DKK	43 031 700	30 092 903	0,09 %	1,33 %	København
Summa Defensiva Konsumtionsvaror		1 921 549 759			3 285 287 431	1 363 737 672	6,97 %		

Note 8. Värdepappersportfölj per den 31 december 2010 (angett i hela NOK)

Värdepapper	Antal	Köpvärde NOK	Marknadskurs	Valuta	Marknadsvärde NOK	Orealiserad vinst/förlust	Andel av fonden	Ägarandel i bolag/aktieklass	Börs
Läkemedel									
Richter Gedeon Nyrt	594 804	617 783 423	42550	HUF	709 788 387	92 004 964	1,51 %	3,19 %	Budapest
Stada Arzneimittel AG	2 597 658	383 691 150	25,38	EUR	514 298 806	130 607 656	1,09 %	4,41 %	Frankfurt
Hanmi Pharm Co Ltd	724 500	315 456 018	88800	KRW	333 161 905	17 705 887	0,71 %	9,64 %	Seoul
Eis Eczacibasi Ilac Ve Sanayi	20 482 690	139 445 762	2,5	TRY	193 449 790	54 004 027	0,41 %	3,74 %	Istanbul
Supermax Corp Bhd	9 566 600	82 054 157	3,98	MYR	72 340 725	-9 713 431	0,15 %	2,81 %	Kuala Lumpur
Eczacibasi Yatirim Holding	3 436 363	39 761 197	5,1	TRY	66 208 000	26 446 804	0,14 %	4,91 %	Istanbul
Hanmi Holdings Co Ltd	241 500	105 152 006	37100	KRW	46 397 548	-58 754 458	0,10 %	2,55 %	Seoul
Yuyu Pharma Incorporated	302 070	37 810 734	7130	KRW	11 153 241	-26 657 492	0,02 %	5,18 %	Seoul
Summa Läkemedel		1 721 154 447			1 946 798 402	225 643 955	4,13 %		
Bank och Finans									
Standard Chartered Plc	8 325 000	965 167 813	17,25	GBP	1 307 231 575	342 063 762	2,77 %	0,35 %	London
Banco Do Estado Rio Grande Do Sul Pref	19 969 229	390 163 729	17,65	BRL	1 234 127 808	843 964 079	2,62 %	9,97 %	Sao Paulo
Haci Omer Sabanci Holding AS	34 444 045	656 930 241	7,2	TRY	936 888 495	279 958 253	1,99 %	1,69 %	Istanbul
Vtb Bank Ojsc GDR	15 931 536	478 796 289	6,59	USD	610 515 250	131 718 962	1,30 %	0,30 %	London International
Gjensidige Forsikring ASA	6 947 000	409 873 000	58,5	NOK	406 399 500	-3 473 500	0,86 %	1,39 %	Oslo Børs
Efg-Hermes Holding Sae	11 959 505	353 506 516	33,92	EGP	406 396 609	52 890 093	0,86 %	3,12 %	Cairo
JSE Limited	5 694 251	214 587 788	79	ZAR	395 909 314	181 321 526	0,84 %	6,69 %	Johannesburg
Kiwoom Securities Co Ltd	1 225 720	224 002 532	58100	KRW	368 783 418	144 780 886	0,78 %	5,55 %	Seoul
Asya Katilim Bankasi AS	31 004 245	319 850 823	2,84	TRY	332 644 817	12 793 994	0,71 %	3,44 %	Istanbul
Ishares Ftse China 25 Index Fund	1 200 000	262 007 339	43,09	USD	300 684 605	38 677 267	0,64 %	0,64 %	AMEX
Korean Reinsurance Co	4 671 633	181 790 536	11800	KRW	285 466 208	103 675 672	0,61 %	4,03 %	Seoul
A.F.P. Provida SA ADR	597 838	118 914 637	79,71	USD	277 108 456	158 193 819	0,59 %	2,71 %	New York
Ghana Commercial Bank Ltd	17 697 904	85 032 404	2,7	GHS	186 547 677	101 515 273	0,40 %	6,68 %	Ghana
Bangkok Bank Public Co-Nvdr	6 530 000	161 251 317	147	THB	186 030 558	24 779 241	0,39 %	0,34 %	Bangkok
Kim Eng Holdings Ltd	14 707 000	108 191 988	2,45	SGD	163 593 168	55 401 180	0,35 %	2,45 %	Singapore
Aberdeen Asset Management Plc	8 169 291	78 521 076	2,03	GBP	150 841 116	72 320 040	0,32 %	0,71 %	London
Nordnet AB	7 034 191	97 675 138	23,3	SEK	141 868 940	44 193 803	0,30 %	4,02 %	Stockholm
Polaris Securities Co Ltd	35 096 641	83 936 887	19	TWD	133 033 818	49 096 930	0,28 %	1,64 %	Taipei
Tisco Financial Group Nvdr	16 668 600	62 098 061	40,75	THB	131 637 768	69 539 707	0,28 %	2,29 %	Bangkok
Kiatnakin Bank Pcl	15 543 300	102 576 904	39	THB	117 479 370	14 902 466	0,25 %	2,45 %	Bangkok
Kgi Securities Co Ltd	35 000 000	84 755 262	16,65	TWD	116 258 625	31 503 363	0,25 %	1,09 %	Taipei
Kiatnakin Bank Pcl-Nvdr	14 271 500	110 175 969	39	THB	107 866 851	-2 309 118	0,23 %	2,25 %	Bangkok
MBK Development Plc	4 040 100	43 871 544	104	THB	81 429 024	37 557 480	0,17 %	2,14 %	Bangkok
Tisco Financial - Foreign	8 500 000	32 230 911	40,75	THB	67 127 475	34 896 564	0,14 %	1,17 %	Bangkok
Aksigorta AS	4 994 663	18 447 437	2,29	TRY	43 209 867	24 762 430	0,09 %	1,63 %	Istanbul
Diamond Bank Plc	102 216 700	33 971 720	7,5	NGN	29 285 085	-4 686 636	0,06 %	0,71 %	Lagos
Trimegah Securities Tbk Pt	350 000 000	50 389 802	110	IDR	24 896 025	-25 493 777	0,05 %	9,58 %	Jakarta
Aberdeen Asset Management Plc Pref	939	11 208 364	2160	GBP	18 457 491	7 249 127	0,04 %	1,25 %	London
Efg-Hermes Holding GDR	127 243	6 972 311	11,9	USD	8 805 100	1 832 790	0,02 %	0,07 %	London International
Yapi Ve Kredi Bankasi AS	347 708	3 874 957	4,86	TRY	6 383 990	2 509 033	0,01 %	0,01 %	Istanbul
Summa Bank och Finans		5 750 773 294			8 576 908 004	2 826 134 710	18,20 %		
Informationsteknologi									
Samsung Electronics Co Ltd Pref	565 556	1 397 250 508	649000	KRW	1 900 746 903	503 496 395	4,03 %	2,48 %	Seoul
Hon Hai Precision Industry	49 591 680	1 188 770 278	117,5	TWD	1 162 490 969	-26 279 309	2,47 %	0,51 %	Taipei
Samsung Electronics Co Ltd Pref GDR	509 038	500 004 840	287,5	USD	851 023 408	351 018 569	1,81 %	1,11 %	London International
Naspers Ltd	686 999	161 812 282	387,95	ZAR	234 565 363	72 753 081	0,50 %	0,17 %	Johannesburg
Satyam Computer Services Ltd	4 500 000	199 639 269	66,15	INR	38 719 685	-160 919 584	0,08 %	0,38 %	Mumbai
Ericsson Nikola Tesla	24 603	28 293 831	1361	HRK	35 379 241	7 085 411	0,08 %	1,85 %	Zagreb
Summa Informationsteknologi		3 475 771 007			4 222 925 569	747 154 562	8,96 %		
Telekom									
Sistema Jsfc GDR	11 352 000	888 595 292	24,93	USD	1 645 690 318	757 095 026	3,49 %	2,35 %	London International
China Mobile Ltd ADR	3 762 281	1 155 979 368	49,62	USD	1 085 579 022	-70 400 346	2,30 %	0,09 %	New York
Bharti Airtel Ltd	19 324 305	885 063 727	358,8	INR	901 873 794	16 810 067	1,91 %	0,51 %	Mumbai
Indosat Tbk Pt ADR	4 154 595	708 198 696	29,12	USD	703 515 253	-4 683 443	1,49 %	3,82 %	New York
Total Access Telecommunication Plc_	15 933 600	36 013 612	42	THB	129 693 131	93 679 519	0,28 %	0,67 %	Bangkok
Total Access Telecommunication Nvdr Plc	12 160 900	62 762 858	42	THB	98 984 862	36 222 004	0,21 %	0,51 %	Bangkok
Summa Telekom		3 736 613 552			4 565 336 379	828 722 827	9,69 %		
Nyttotjänster									
Centrais Eletricas Brasileiras SA Pref	23 666 100	1 671 821 081	26,75	BRL	2 216 688 216	544 867 135	4,70 %	8,92 %	Sao Paulo
Centrais Eletricas Brasileiras SA	1 196 000	92 202 797	22,24	BRL	93 136 539	933 741	0,20 %	0,11 %	Sao Paulo
Summa Nyttotjänster		1 764 023 879			2 309 824 755	545 800 876	4,90 %		
Summa VÄRDEPAPPER PORTFÖLJ ¹⁾		33 025 986 821			44 771 873 577	11 745 886 757	94,99 %		

¹⁾ För värdet av likvida medel i portföljen per den 31 december 2010, se balansräkningen.

SKAGEN Høyrente

Note 8. Värdepappersportfölj per den 31 december 2010 (angett i hela NOK)

Värdepapper	Förfalldatum	Kupong	Ränte-reglerings-tidpunkt	Nominellt värde	Inköpspris	Effektiv ränta ¹⁾	Duration ²⁾	Marknads-kurs	Upplupen ränta	Marknads-värde	Marknads-värde inkl upplupen ränta	Orealiserad vinst/förlust	Andel av fonden	Risk- klass ³⁾
RÄNTEPAPPER MED RÖRLIG RÄNTA														
Finansobligationer														
Sparebank 1 SMN	18.09.2013	3,47	16.03.2011	174 000 000	174 248 160	3,44	0,2	100,36	268 347	174 629 532	174 897 879	381 372	4,97 %	5
Skandinaviska Enskilda Banken AB	16.01.2012	3,12	17.01.2011	95 000 000	95 130 050	3,03	0,04	100,2	633 967	95 194 750	95 828 717	64 700	2,72 %	5
Kredittforeningen for Sparebanker	28.10.2013	3,59	28.01.2011	80 000 000	80 083 000	3,52	0,07	100,38	510 578	80 303 360	80 813 938	220 360	2,30 %	5
Pareto Bank ASA	20.04.2011	2,96	24.01.2011	80 000 000	79 960 000	2,92	0,05	100,02	460 444	80 018 000	80 478 444	58 000	2,29 %	5
Sparebanken Sogn og Fjordane	14.06.2011	2,96	14.03.2011	65 000 000	65 116 400	2,7	0,19	100,16	96 200	65 100 945	65 197 145	(15 455)	1,85 %	5
Sparebanken Sør	04.06.2012	3,22	04.03.2011	50 000 000	50 225 000	2,92	0,17	100,52	111 806	50 259 950	50 371 756	34 950	1,43 %	5
Sparebanken Pluss	03.05.2013	3,21	03.02.2011	50 000 000	49 976 000	3,24	0,09	100,09	258 583	50 046 050	50 304 633	70 050	1,43 %	5
Sparebank 1 Søre Sunnmøre	21.10.2011	2,76	21.01.2011	50 000 000	50 000 000	2,82	0,06	100	272 167	49 999 300	50 271 467	(700)	1,43 %	5
Kredittforeningen for Sparebanker	09.03.2011	2,64	09.03.2011	43 000 000	42 979 790	2,69	0,18	100	69 373	43 001 161	43 070 534	21 371	1,22 %	5
DnB NOR Bank ASA	04.04.2011	3,35	04.01.2011	32 000 000	32 154 560	2,69	0,01	100,18	262 044	32 059 040	32 321 084	(95 520)	0,92 %	5
Kredittforeningen for Sparebanker	03.10.2011	2,76	03.01.2011	32 000 000	31 992 960	2,87	0,01	99,98	223 253	31 992 416	32 215 669	(544)	0,92 %	5
Nøtterø Sparebank	06.05.2011	2,49	07.02.2011	30 000 000	30 000 000	2,71	0,1	100,02	108 468	30 006 120	30 114 588	6 120	0,86 %	5
BN Bank	21.03.2012	2,72	16.03.2011	30 000 000	29 847 000	3,09	0,21	99,7	36 267	29 910 900	29 947 167	63 900	0,85 %	5
Helgeland Sparebank	10.05.2013	2,94	10.02.2011	25 000 000	24 833 750	3,25	0,11	99,51	104 125	24 877 850	24 981 975	44 100	0,71 %	5
Sparebanken Sogn og Fjordane	05.08.2011	2,61	07.02.2011	24 000 000	23 990 900	2,63	0,1	100,02	97 440	24 004 680	24 102 120	13 780	0,69 %	5
Pareto Bank ASA	17.08.2012	3,61	17.02.2011	20 000 000	19 988 000	3,81	0,13	99,86	88 244	19 971 720	20 059 964	(16 280)	0,57 %	5
Pareto Bank ASA	22.11.2011	3,18	22.02.2011	20 000 000	19 990 000	3,32	0,14	99,91	67 956	19 981 260	20 049 216	(8 740)	0,57 %	5
Sparebanken Sogn og Fjordane	07.06.2013	3,07	07.03.2011	16 000 000	15 892 160	3,33	0,17	99,61	32 747	15 938 144	15 970 891	45 984	0,45 %	5
Sparebanken Pluss	15.01.2013	2,97	17.01.2011	15 000 000	14 937 150	3,23	0,04	99,65	95 287	14 947 170	15 042 457	10 020	0,43 %	5
Sparebanken Sogn og Fjordane	13.10.2011	3,4	13.01.2011	10 000 000	10 063 300	2,72	0,03	100,59	74 611	10 058 860	10 133 471	(4 440)	0,29 %	5
Helgeland Sparebank	21.03.2012	3,37	16.03.2011	10 000 000	10 065 000	2,91	0,21	100,7	14 978	10 069 620	10 084 598	4 620	0,29 %	5
Industriobligationer														
Volvo Treasury	18.03.2011	4,81	18.03.2011	100 000 000	100 935 000	3	0,2	100,39	146 972	100 394 900	100 541 872	(540 100)	2,86 %	6
Schibsted	16.12.2013	4,11	16.03.2011	50 000 000	50 000 000	4,22	0,2	100,04	85 625	50 021 050	50 106 675	21 050	1,42 %	6
Olav Thon Eiendomsselskap ASA	04.02.2011	2,8	04.02.2011	40 000 000	40 000 000	2,76	0,09	100,01	177 333	40 004 200	40 181 533	4 200	1,14 %	6
Telenor ASA	07.07.2011	2,79	10.01.2011	19 000 000	19 011 970	2,81	0,02	100,01	119 272	19 002 375	19 121 647	(9 595)	0,54 %	6
Industriertifikat														
Olav Thon Eiendomsselskap ASA	03.06.2011	2,9	03.03.2011	60 000 000	59 972 000	2,86	0,16	100,04	135 333	60 026 340	60 161 673	54 340	1,71 %	6
Entra Eiendom AS	10.03.2011	2,91	10.03.2011	50 000 000	50 028 700	2,75	0,18	100,05	84 875	50 023 450	50 108 325	(5 250)	1,42 %	6
Finanscertifikat														
BN Bank	04.03.2011	2,83	04.03.2011	100 000 000	99 970 000	2,71	0,17	100,03	196 528	100 032 100	100 228 628	62 100	2,85 %	5
Gjensidige Bank ASA	29.04.2011	2,73	31.01.2011	60 000 000	59 994 000	2,69	0,08	100,03	286 650	60 020 160	60 306 810	26 160	1,71 %	5
Kredittforeningen for Sparebanker	01.06.2011	2,77	01.03.2011	60 000 000	60 000 000	2,68	0,16	100,06	138 500	60 034 500	60 173 000	34 500	1,71 %	5
Gjensidige Bank ASA	12.10.2011	2,81	12.01.2011	50 000 000	50 000 000	2,88	0,03	100	312 222	49 999 000	50 311 222	(1 000)	1,43 %	5
Sparebank 1 SMN	24.01.2011	2,84	24.01.2011	20 000 000	20 035 600	2,57	0,06	100,02	105 711	20 004 360	20 110 071	(31 240)	0,57 %	5
Energiertifikat														
BKK	03.05.2011	2,74	03.02.2011	100 000 000	99 989 900	2,68	0,09	100,04	441 444	100 037 900	100 479 344	48 000	2,86 %	6
Lyse Energi AS	02.12.2011	2,77	02.03.2011	25 000 000	25 000 000	2,85	0,16	100,01	55 785	25 001 800	25 057 585	1 800	0,71 %	6
Energiobligationer														
Statkraft AS	15.06.2011	3,12	16.03.2011	154 000 000	154 420 280	2,8	0,2	100,19	213 547	154 293 986	154 507 533	(126 294)	4,39 %	6
BKK	02.11.2011	2,73	02.02.2011	125 000 000	124 987 500	2,79	0,09	99,98	559 271	124 981 000	125 540 271	(6 500)	3,57 %	6
Agder Energi AS	02.11.2012	3,59	02.02.2011	73 000 000	73 766 460	3,05	0,09	101,04	429 504	73 756 353	74 185 857	(10 107)	2,11 %	6
Agder Energi AS	30.03.2011	3,97	30.03.2011	45 000 000	45 280 350	2,77	0,24	100,31	456 550	45 138 825	45 595 375	(141 525)	1,30 %	6
Hafslund ASA	12.09.2013	4,07	14.03.2011	30 000 000	30 471 000	3,36	0,19	102,04	61 050	30 610 920	30 671 970	139 920	0,87 %	6
Agder Energi AS	12.08.2013	2,95	14.02.2011	22 000 000	21 830 600	3,28	0,12	99,37	88 336	21 862 434	21 950 770	31 834	0,62 %	6
BKK	07.09.2012	3,5	07.03.2011	20 000 000	20 086 000	3,35	0,17	100,34	223 611	20 068 900	20 292 511	(17 100)	0,58 %	6

Note 8. Värdepappersportfölj per den 31 december 2010 (angett i hela NOK)

Värdepapper	Förfalldatum	Kupong	Ränte-reglerings-tidspunkt	Nominellt värde	Inköpspris	Effektiv ränta ³⁾	Duration ²⁾	Marknads-kurs	Upplupen ränta	Marknads-värde	Marknads-värde inkl upplupen ränta	Orealiserad vinst/förlust	Andel av fonden	Risk-klass ⁴⁾
RÄNTEPAPPER MED FAST RÄNTA														
Industricertifikat														
Norgesgruppen ASA	26.05.2011	3,05		60 000 000	59 986 200	2,92	0,39	100,04	1 098 000	60 023 940	61 121 940	37 740	1,74 %	6
Norgesgruppen ASA	28.01.2011	3,14		50 000 000	50 000 000	2,66	0,07	100,03	1 445 260	50 016 850	51 462 110	16 850	1,46 %	6
Norgesgruppen ASA	18.02.2011	2,96		50 000 000	49 995 700	2,7	0,13	100,03	920 438	50 016 100	50 936 538	20 400	1,45 %	6
Norgesgruppen ASA	22.09.2011	3,18		50 000 000	49 975 350	3,09	0,7	100,05	435 616	50 025 450	50 461 066	50 100	1,43 %	6
Entra Eiendom AS	10.08.2011	2,7		30 000 000	29 993 850	3,05	0,59	99,8	113 178	29 939 280	30 052 458	(54 570)	0,85 %	6
Norgesgruppen ASA	28.03.2011	3,07		25 000 000	25 000 000	2,79	0,23	100,06	330 130	25 016 250	25 346 380	16 250	0,72 %	6
Energicertifikat														
BKK	16.08.2011	3,19		75 000 000	75 097 500	2,99	0,61	100,11	898 007	75 083 025	75 981 032	(14 475)	2,16 %	6
Statkraft AS	08.04.2011	3,1		35 000 000	35 000 000	2,78	0,26	100,08	523 178	35 028 665	35 551 843	28 665	1,01 %	6
Lyse Energi AS	22.06.2011	3,34		30 000 000	30 085 425	2,99	0,46	100,15	527 079	30 045 300	30 572 379	(40 125)	0,87 %	6
Hafslund ASA	03.06.2011	2,83		30 000 000	30 000 000	2,98	0,41	99,94	65 129	29 983 290	30 048 419	(16 710)	0,85 %	6
Lyse Energi AS	15.11.2011	2,93		20 000 000	19 986 340	3,21	0,85	99,76	73 852	19 952 060	20 025 912	(34 280)	0,57 %	6
SUMMA VÄRDEPAPPERTPORTFÖLJ ⁵⁾					2612 372 905				14 634 875	2612 815 591	2627 450 466	442 686	74,68 %	

Nyckeltal för portföljen

Effektiv ränta	3,03%
Effektiv ränta till kunder ¹⁾	2,78%
Duration ²⁾	0,14

¹⁾ Effektiv ränta justerad för förvaltningsavgifter.

²⁾ Duration är ett förenklat uttryck för hur mycket kursen på räntepappret fluktuerar om räntan ändrar sig med en procentenhet.

³⁾ Effektiv ränta är den genomsnittliga årliga avkastningen på ett räntepapper fram till det förfaller.

⁴⁾ Värdepapper är indelade i sex riskklasser efter kreditrisk. Klass 1 har lägst risk och klass 6 har högst kreditrisk.

Riskklass 1: Överstatliga organisationer
Riskklass 2: Stater och statsgaranterade inom EES
Riskklass 3: Stater och statsgaranterade utanför EES
Riskklass 4: Län och kommuner
Riskklass 5: Banker och finansinstitutioner
Riskklass 6: Industri

⁵⁾ För värdet av likvida medel i portföljen per den 31 december 2010, se balansräkningen.

Alla räntepapper omsätts på norska marknaden.

Andelskurs per den 31 december 2010 103,8222

Kr 97 881 757 ska enligt beslut delas ut till andelsägarna. Detta medför en reduktion i andelskursen, motsvarande utbetalt belopp per andel, vid tidpunkten för utbetalningen

SKAGEN Høyrente Institusjon

Note 8. Värdepappersportfölj per den 31 desember 2010 (angett i hela NOK)

Värdepapper	Førfalldatum	Kupong	Rænte-reglerings-tidpunkt	Nominellt værd	Inkøpspris	Effektiv rænta ¹⁾	Duration ²⁾	Marknads-kurs	Uplupen rænta	Marknads-værd	Marknads-værd inkl upplupen rænta	Orealiserad vinst/førlust	Andel av fonden	Risk-klass ⁴⁾
RÆNTEPAPPER MED RØRLIG RÆNTA														
Finansobligationer														
Rygge Vaaler Sparebank	26.03.2013	4,22	28.03.2011	60 000 000	61 609 800	3,45	0,23	101,83	28 133	61 096 860	61 124 993	-512 940	4,03 %	5
Sparebank 1 SMN	18.09.2013	3,47	16.03.2011	50 000 000	50 082 500	3,44	0,2	100,36	77 111	50 180 900	50 258 011	98 400	3,31 %	5
Skandinaviske Enskilde Banken AB	28.02.2011	3,01	28.02.2011	50 000 000	50 130 000	2,63	0,16	100,08	133 778	50 038 400	50 172 178	-91 600	3,30 %	5
Pareto Bank ASA	18.03.2013	3,81	18.03.2011	45 000 000	45 000 000	4,05	0,2	99,71	52 387	44 868 915	44 921 302	-131 085	2,96 %	5
Nøtterø Sparebank	06.05.2011	2,49	07.02.2011	40 000 000	40 000 000	2,71	0,1	100,02	144 625	40 008 160	40 152 785	8 160	2,64 %	5
Sparebanken Pluss	15.01.2013	2,97	17.01.2011	35 000 000	34 727 000	3,23	0,04	99,65	222 337	34 876 730	35 099 067	149 730	2,31 %	5
Kredittforeningen for Sparebanker	09.03.2011	2,64	09.03.2011	35 000 000	34 963 250	2,69	0,18	100	56 467	35 000 945	35 057 412	37 695	2,31 %	5
Kredittforeningen for Sparebanker	30.06.2011	3,42	30.03.2011	30 000 000	30 153 800	2,78	0,24	100,35	2 850	30 105 090	30 107 940	-48 710	1,98 %	5
Bamble og Langesund Sparebank	03.06.2011	2,82	03.03.2011	30 000 000	29 991 000	2,91	0,16	99,99	65 800	29 996 910	30 062 710	5 910	1,98 %	5
Sparebanken Pluss	11.03.2011	2,93	11.03.2011	27 500 000	27 431 500	2,66	0,19	100,07	40 287	27 518 645	27 558 932	87 145	1,82 %	5
Sparebanken Telemark	08.04.2011	3,44	10.01.2011	25 000 000	25 171 000	2,65	0,03	100,21	200 667	25 052 175	25 252 842	-118 825	1,66 %	5
Kredittforeningen for Sparebanker	03.10.2011	2,76	03.01.2011	25 000 000	24 993 250	2,87	0,01	99,98	174 417	24 994 075	25 168 492	825	1,66 %	5
Sparebanken Narvik	03.05.2013	3,26	03.02.2011	25 000 000	24 906 500	3,5	0,09	99,64	131 306	24 910 150	25 041 456	3 650	1,65 %	5
Sparebanken Sogn og Fjordane	07.06.2013	3,07	07.03.2011	25 000 000	24 700 000	3,33	0,17	99,61	51 167	24 903 350	24 954 517	203 350	1,64 %	5
Pareto Bank ASA	20.04.2011	2,96	24.01.2011	20 000 000	19 990 000	2,92	0,05	100,02	115 111	20 004 500	20 119 611	14 500	1,33 %	5
Pareto Bank ASA	17.08.2012	3,61	17.02.2011	20 000 000	19 988 000	3,81	0,13	99,86	88 244	19 971 720	20 059 964	-16 280	1,32 %	5
Pareto Bank ASA	22.11.2011	3,18	22.02.2011	20 000 000	19 990 000	3,32	0,14	99,91	67 956	19 981 260	20 049 216	-8 740	1,32 %	5
Aurskog Sparebank	15.01.2013	3,07	17.01.2011	20 000 000	19 872 000	3,48	0,04	99,37	131 328	19 874 760	20 006 088	2 760	1,32 %	5
Sparebanken Sogn og Fjordane	04.02.2013	2,64	03.02.2011	20 000 000	19 718 000	3,19	0,09	99,06	85 067	19 811 580	19 896 647	93 580	1,31 %	5
Sparebanken Narvik	03.10.2012	4,3	03.01.2011	15 000 000	15 357 000	3,33	0,01	101,74	157 667	15 261 585	15 419 252	-95 415	1,02 %	5
Sparebanken Bien AS	01.04.2011	3,13	03.01.2011	15 000 000	14 910 000	2,74	0,01	100,11	118 679	15 016 530	15 135 209	106 530	1,00 %	5
Sparebanken Sogn og Fjordane	16.10.2012	3,08	17.01.2011	15 000 000	14 968 500	3,16	0,04	100,04	94 967	15 006 480	15 101 447	37 980	0,99 %	5
Pareto Bank ASA	14.09.2011	3,58	14.03.2011	15 000 000	14 970 000	3,21	0,19	100,32	25 358	15 047 550	15 072 908	77 550	0,99 %	5
Helgeland Sparebank	10.05.2013	2,94	10.02.2011	15 000 000	14 900 250	3,25	0,11	99,51	62 475	14 926 710	14 989 185	26 460	0,99 %	5
Hønefoss Sparebank	02.03.2011	3,25	02.03.2011	12 000 000	11 976 000	2,71	0,16	100,11	31 417	12 012 696	12 044 113	36 696	0,79 %	5
Sparebank 1 Nordvest	24.04.2013	4,08	24.01.2011	11 000 000	11 161 700	3,41	0,06	101,62	83 527	11 177 958	11 261 485	16 258	0,74 %	5
Sparebank 1 Buskerud-Vestfold	21.01.2011	2,82	21.01.2011	11 000 000	11 027 960	2,57	0,06	100,02	61 178	11 001 969	11 063 147	-25 991	0,73 %	5
Kredittforeningen for Sparebanker	08.03.2013	3,36	09.03.2011	10 000 000	10 008 000	3,39	0,18	100,12	20 533	10 011 750	10 032 283	3 750	0,66 %	5
Sparebank 1 Buskerud-Vestfold	21.02.2011	2,66	21.02.2011	5 000 000	5 004 000	2,62	0,14	100,01	14 408	5 000 685	5 015 093	-3 315	0,33 %	5

Værdepapper	Førfalldatum	Kupong	Rænte-reglerings-tidpunkt	Nominellt værd	Inkøpspris	Effektiv rænta ³⁾	Duration ²⁾	Marknads-kurs	Uplupen rænta	Marknads-værd	Marknads-værd inkl upplupen rænta	Orealiserad vinst/førlust	Andel av fonden	Risk-klass ⁴⁾
RÆNTEPAPPER MED FAST RÆNTA														
Finansobligationer														
Sparebank 1 SMN	07.02.2011	5,55		30 000 000	30 469 230	2,58	0,1	100,3	1 491 658	30 089 430	31 581 088	-379 800	2,08 %	5
Kredittforeningen for Sparebanker	09.03.2011	4,45		13 500 000	13 603 400	2,69	0,18	100,31	488 829	13 542 444	14 031 273	-60 956	0,92 %	5
Finanscertifikat														
BN Bank	08.09.2011	3,17		60 000 000	60 055 080	2,9	0,67	100,17	594 049	60 102 660	60 696 709	47 580	4,00 %	5
SpareBank 1 Gruppen	15.09.2011	3,27		60 000 000	60 030 000	2,97	0,69	100,2	575 162	60 117 660	60 692 822	87 660	4,00 %	5
Gjensidige Bank ASA	29.03.2011	3		35 000 000	34 974 625	2,73	0,23	100,06	532 192	35 021 595	35 553 787	46 970	2,34 %	5
Askim Sparebank	16.03.2011	3,15		20 000 000	20 000 000	2,73	0,2	100,08	341 753	20 016 380	20 358 133	16 380	1,34 %	5
Grong Sparebank	07.09.2011	3,2		20 000 000	19 990 000	3,02	0,66	100,11	201 644	20 021 600	20 223 244	31 600	1,33 %	5
Sparebank 1 Ringerike Hadeland	23.03.2011	2,88		10 000 000	9 983 100	2,75	0,22	100,02	223 299	10 002 250	10 225 549	19 150	0,67 %	5
SUMMA VÆRDEPAPERSPORTFØLJ ¹⁾					1016802445				7 178 933	1016586497	1023765430	-215 948	67,43 %	

Nyckeltal för portföljen

Effektiv rænta 3,07%
Effektiv rænta till kunder¹⁾ 2,92%
Duration²⁾ 0,14

¹⁾ Effektiv rænta justerad för förvaltningsavgifter.

²⁾ Duration är ett förenklat uttryck för hur mycket kursen på ræntepappret fluktuerar om ræntan åndrar sig med en procentenhet.

³⁾ Effektiv rænta är den genomsnittliga årliga avkastningen på ett ræntepapper fram till det förfaller.

⁴⁾ Værdepapper är indelade i sex riskklasser efter kreditrisk. Klass 1 har lågst risk och klass 6 har högst kreditrisk.

Riskklass 1: Överstatliga organisationer
Riskklass 2: Stater och statsgaranterade inom EES
Riskklass 3: Stater och statsgaranterade utanför EES
Riskklass 4: Lån och kommuner
Riskklass 5: Banker och finansinstitutioner
Riskklass 6: Industri

⁵⁾ För værdet av likvide medel i portföljen per den 31 desember 2010, se balansrækningen.

Alla ræntepapper omsætts på norska marknaden.

Andelskurs per den 31 desember 2010 102,8252

Kr 44 962 934 ska enligt beslut delas ut till andelsågarerna. Detta medför en reduktion i andelskursen, motsvarande utbetalt belopp per andel, vid tidpunkten för utbetalningen.

SKAGEN Avkastning

Note 8. Värdepappersportfölj per den 31 december 2010 (angett i hela NOK)

Värdepapper	Förfallo-datum	Kupong	Valuta	Ränte-reglerings-tidpunkt	Nominellt värde, NOK	Inköpspris, NOK	Effektiv ränta ¹⁾	Duration ²⁾	Marknads-kurs, NOK	Upplupen ränta, NOK	Marknads-värde, NOK	Marknads-värde inkl. upplupen ränta, NOK	Orealiserad vinst/förlust, NOK	Andel av fonden	Risk-klass ⁴⁾
RÄNTEPAPPER MED RÖRLIG RÄNTA															
Finansobligationer															
Sparebanken Sør	04.06.2012	3,22	NOK	04.03.2011	82 500 000	82 831 500	2,92	0,17	100,52	184 479	82 928 917	83 113 397	97 417	5,30 %	5
Sparebank 1 SMN	12.12.2013	4,12	NOK	14.03.2011	60 000 000	62 028 000	3,48	0,19	102,05	123 600	61 227 420	61 351 020	-800 580	3,91 %	5
Kredittforeningen for Sparebanker	29.06.2012	3,87	NOK	30.03.2011	60 000 000	60 458 000	3,23	0,23	101,12	6 450	60 673 200	60 679 650	215 200	3,87 %	5
Skandinaviske Enskilda Banken AB	16.01.2012	3,12	NOK	17.01.2011	50 000 000	50 000 000	3,03	0,04	100,2	333 667	50 102 500	50 436 167	102 500	3,22 %	5
Kredittforeningen for Sparebanker	08.03.2013	3,36	NOK	09.03.2011	50 000 000	50 050 800	3,39	0,18	100,12	102 667	50 058 750	50 161 417	7 950	3,20 %	5
Bolig- og Næringskreditt ASA	15.06.2011	2,73	NOK	16.03.2011	50 000 000	49 938 000	2,71	0,2	100,06	60 667	50 027 900	50 088 567	89 900	3,19 %	5
Sparebank 1 SMN	05.08.2014	3,46	NOK	07.02.2011	40 000 000	40 150 000	3,52	0,1	100,07	215 289	40 029 440	40 244 729	-120 560	2,57 %	5
Helgeland Sparebank	10.05.2013	2,94	NOK	10.02.2011	40 000 000	39 740 000	3,25	0,11	99,51	166 600	39 804 560	39 971 160	64 560	2,55 %	5
Sparebank 1 Buskerud-Vestfold	04.11.2013	3,07	NOK	02.02.2011	40 000 000	39 970 000	3,4	0,09	99,42	201 256	39 766 440	39 967 696	-203 560	2,55 %	5
Sparebanken Sogn og Fjordane	16.10.2012	3,08	NOK	17.01.2011	38 000 000	38 016 600	3,16	0,04	100,04	240 582	38 016 416	38 256 998	-184	2,44 %	5
Sparebank 1 Søre Sunnmøre	12.12.2011	3,32	NOK	11.03.2011	30 000 000	30 255 000	2,84	0,19	100,52	49 800	30 157 020	30 206 820	-97 980	1,93 %	5
Sparebanken Pluss	15.01.2013	2,97	NOK	17.01.2011	30 000 000	29 898 000	3,23	0,04	99,65	190 575	29 894 340	30 084 915	-3 660	1,92 %	5
Sparebanken Narvik	03.05.2013	3,26	NOK	03.02.2011	30 000 000	29 719 500	3,5	0,09	99,64	157 567	29 892 180	30 049 747	172 680	1,92 %	5
Aurskog Sparebank	15.01.2013	3,07	NOK	17.01.2011	30 000 000	29 760 000	3,48	0,04	99,37	196 992	29 812 140	30 009 132	52 140	1,91 %	5
Sparebanken Sogn og Fjordane	28.01.2014	3,04	NOK	28.01.2011	30 000 000	29 643 000	3,48	0,07	98,99	162 133	29 695 770	29 857 903	52 770	1,90 %	5
Sparebanken Møre	26.08.2011	3,29	NOK	26.08.2011	25 000 000	25 223 750	2,67	0,16	100,47	79 965	25 118 125	25 198 090	-105 625	1,61 %	5
Sparebank 1 SR-Bank	25.01.2012	2,88	NOK	25.01.2011	25 000 000	25 007 250	2,8	0,07	100,15	134 000	25 036 500	25 170 500	29 250	1,60 %	5
Bank 1 Oslo	03.10.2011	2,7	NOK	03.01.2011	25 000 000	24 655 000	2,75	0,01	100	165 000	25 001 250	25 166 250	346 250	1,60 %	5
Totens Sparebank	27.11.2013	3,03	NOK	28.02.2011	25 000 000	24 729 000	3,59	0,15	98,86	67 333	24 715 850	24 783 183	-13 150	1,58 %	5
ABG Sundal Collier Norge ASA	15.11.2011	3,34	NOK	15.02.2011	25 000 000	25 000 000	5,19	0,12	98,56	106 694	24 640 450	24 747 144	-359 550	1,58 %	5
Sparebanken Sør	17.02.2014	4,66	NOK	17.02.2011	20 000 000	20 775 500	3,41	0,13	103,84	113 911	20 767 140	20 881 051	-8 360	1,33 %	5
Sparebanken Sogn og Fjordane	27.02.2012	3,88	NOK	28.02.2011	20 000 000	20 432 000	2,8	0,16	101,34	68 978	20 267 920	20 336 898	-164 080	1,30 %	5
Helgeland Sparebank	21.03.2012	3,37	NOK	16.03.2011	20 000 000	20 196 000	2,91	0,21	100,7	29 956	20 139 240	20 169 196	-56 760	1,29 %	5
Pareto Bank ASA	14.09.2011	3,58	NOK	14.03.2011	20 000 000	19 960 000	3,21	0,19	100,32	33 811	20 063 400	20 097 211	103 400	1,28 %	5
Skandinaviske Enskilda Banken AB	28.02.2011	3,01	NOK	28.02.2011	20 000 000	20 000 000	2,63	0,16	100,08	53 511	20 015 360	20 068 871	15 360	1,28 %	5
Pareto Bank ASA	17.08.2012	3,61	NOK	17.02.2011	20 000 000	19 988 000	3,81	0,13	99,86	88 244	19 971 720	20 059 964	-16 280	1,28 %	5
Pareto Bank ASA	22.11.2011	3,18	NOK	22.02.2011	20 000 000	19 990 000	3,32	0,14	99,91	67 956	19 981 260	20 049 216	-8 740	1,28 %	5
Aurskog Sparebank	27.06.2011	2,87	NOK	28.03.2011	20 000 000	20 004 000	2,83	0,23	100,05	6 378	20 010 320	20 016 698	6 320	1,28 %	5
Flekkefjord Sparebank	21.09.2012	3,21	NOK	21.03.2011	20 000 000	19 990 000	3,37	0,21	99,86	17 833	19 972 400	19 990 233	-17 600	1,27 %	5
Sparebank 1 Buskerud-Vestfold	21.01.2011	2,82	NOK	21.01.2011	18 000 000	18 040 500	2,57	0,06	100,02	100 110	18 003 222	18 103 332	-37 278	1,15 %	5
Sparebank 1 SMN	18.09.2013	3,47	NOK	16.03.2011	15 000 000	15 055 350	3,44	0,2	100,36	23 133	15 054 270	15 077 403	-1 080	0,96 %	5
Sparebanken Pluss	11.03.2011	2,93	NOK	11.03.2011	15 000 000	15 042 000	2,66	0,19	100,07	21 975	15 010 170	15 032 145	-31 830	0,96 %	5
Finanscertifikat															
Sparebank 1 Nordvest	02.09.2013	3,53	NOK	02.03.2011	40 000 000	40 204 000	3,46	0,16	100,45	113 744	40 179 920	40 293 664	-4 080	2,57 %	5
Sparebank 1 Nord-Norge	04.12.2012	3,15	NOK	04.03.2011	30 000 000	30 027 000	3,15	0,17	100,16	65 625	30 046 710	30 112 335	19 710	1,92 %	5
Landkreditt Bank AS	23.05.2011	2,59	NOK	23.02.2011	30 000 000	29 993 100	2,61	0,14	100,01	82 017	30 003 750	30 085 767	10 650	1,92 %	5
Sparebanken Sogn og Fjordane	10.08.2012	2,66	NOK	10.02.2011	30 000 000	29 799 000	2,97	0,11	99,64	113 050	29 892 210	30 005 260	93 210	1,91 %	5
RÄNTEPAPPER MED FAST RÄNTA															
Utländska statsobligationer															
Gresk stat	20.03.2012	4,3	EUR		8 500 000	65 121 103	10,74	1,06	715,1	2 234 099	60 783 833	63 017 932	-4 337 270	4,02 %	2
Mexikansk stat	20.11.2036	10	MXN		105 000 000	56 538 656	8,1	10,01	58,62	96 203	61 553 092	61 649 295	5 014 435	3,93 %	3
Sør-Afrikansk stat	31.03.2036	6,25	ZAR		80 000 000	54 837 022	8,43	10,44	69,35	1 109 167	55 481 504	56 590 671	644 482	3,61 %	3
Norske statsobligationer															
Norsk Stat	25.05.2021	3,75	NOK		50 000 000	50 145 000	3,06	8,7	100,3	1 145 548	50 150 000	51 295 548	5 000	3,20 %	2
SUMMA VÄRDEPAPPERSPORTFÖLJ ³⁾						1 373 211 632				8 530 566	1 373 946 609	1 382 477 175	734 977	88,05 %	
Nyckeltal för portföljen															
Effektiv ränta	3,77 %														
Effektiv ränta till kunder ¹⁾	3,27 %														
Duration ²⁾	1,19														

¹⁾ Effektiv ränta justerad för förvaltningsavgifter.

²⁾ Duration är ett förenklat uttryck för hur mycket kursen på räntepappret fluktuerar om räntan ändrar sig med en procentenhet.

³⁾ Effektiv ränta är den genomsnittliga årliga avkastningen på ett räntepapper fram till det förfaller.

⁴⁾ Värdepapper är indelade i sex riskklasser efter kreditrisk. Klass 1 har lägst risk och klass 6 har högst kreditrisk.

Riskklass 1: Överstatliga organisationer
Riskklass 2: Stater och statsgaranterade inom EES
Riskklass 3: Stater och statsgaranterade utanför EES
Riskklass 4: Län och kommuner
Riskklass 5: Banker och finansinstitutioner
Riskklass 6: Industri

⁵⁾ För värdet av likvida medel i portföljen per den 31 december 2010, se balansräkningen.

Alla räntepapper omsätts i en telefonbaserad internationell marknad.

Andelskurs per den 31 december 2010 128,5463

Kr 0 ska enligt beslut delas ut till andelsägarna 31 december 2010.

SKAGEN Tellus

Note 8. Värdepappersportfölj per den 31 december 2010 (angett i hela NOK)

Värdepapper	Förfallo- datum	Kupong	Valuta Värdepapper	Nominellt värde, NOK	Inköpspris, NOK	Effektiv ränta ¹⁾	Duration ²⁾	Marknads- kurs, NOK	Upplupen ränta, NOK	Marknads- värde, NOK	Marknads- värde inkl. upplupen ränta, NOK	Orealiserad vinst/ förlust, NOK	Andel av fonden	Risk- klass ⁴⁾
RÄNTEPAPPER MED FAST RÄNTA														
Utländska statsobligationer														
Danmark	15.11.2011	6	DKK	82 750 000	93 659 128	0,78	0,87	109,56	656 011	90 659 080	91 315 091	-3 000 048	11,64 %	2
Schweitz	11.02.2013	4	CHF	10 000 000	64 493 936	0,4	2	670,9	2 212 070	67 090 212	69 302 283	2 596 276	8,83 %	3
USA	31.07.2011	1	USD	11 500 000	69 440 254	0,2	0,58	586,73	279 273	67 473 772	67 753 045	-1 966 483	8,63 %	3
UK	07.03.2011	4,25	GBP	5 000 000	48 342 310	0,37	0,18	911,17	611 069	45 558 464	46 169 533	-2 783 846	5,88 %	2
Hong Kong	07.12.2011	0	HKD	50 000 000	38 626 646	0,31	0,93	74,92	-	37 459 744	37 459 744	-1 166 902	4,77 %	3
Grekland	20.03.2012	4,3	EUR	5 000 000	36 008 110	10,74	1,06	715,87	1 316 594	35 793 616	37 110 210	-214 494	4,73 %	2
Sydafrika	31.03.2036	6,25	ZAR	49 000 000	32 150 249	8,43	10,44	69,37	679 558	33 992 074	34 671 632	1 841 825	4,42 %	3
Malaysia	28.04.2011	3,76	MYR	17 900 000	33 118 930	2,64	0,31	191,21	225 404	34 227 289	34 452 693	1 108 359	4,39 %	3
Brasilien	10.01.2028	10,25	BRL	9 000 000	31 344 092	9,91	7,46	363,34	1 541 982	32 700 307	34 242 289	1 356 215	4,36 %	3
Turkiet	15.01.2020	10,5	TRY	7 400 000	33 903 890	8,59	5,51	428,46	1 247 787	31 705 672	32 953 459	-2 198 218	4,20 %	3
Peru	12.08.2037	6,9	PEN	13 950 000	32 247 916	6,92	11,45	212,33	784 798	29 620 509	30 405 308	-2 627 406	3,87 %	3
Mexiko	20.11.2036	10	MXN	52 000 000	28 286 168	8,1	10,01	58,32	47 654	30 328 155	30 375 809	2 041 987	3,87 %	3
Taiwa	10.02.2012	0,21	TWD	150 000 000	28 375 728	0,17	1,11	20,01	56 702	30 008 898	30 065 600	1 633 170	3,83 %	3
European Bank Recon & Dev	17.06.2015	0,5	CNY	31 300 000	28 361 932	-0,29	4,42	90,86	74 762	28 437 776	28 512 538	75 844	3,63 %	3
Chil	05.08.2020	5,5	CLP	1 870 000 000	24 364 091	5,16	7,09	1,28	520 704	23 951 093	24 471 797	-412 998	3,12 %	3
Indonesien	15.07.2027	9,22	IDR	20 000 000 000	11 414 606	8,17	8,17	0,07	551 336	14 321 907	14 873 243	2 907 301	1,90 %	3
SUMMA VÄRDEPAPERSPORTFÖLJ ⁵⁾					634 137 986				10 805 704	633 328 569	644 134 273	-809 416	82,08 %	

Nyckeltal för portföljen

Effektiv ränta	2,95 %
Effektiv ränta till kunder ¹⁾	2,15 %
Duration ²⁾	2,88

¹⁾ Effektiv ränta justerad för förvaltningsavgifter.
²⁾ Duration är ett förenklat uttryck för hur mycket kursen på räntepappret fluktuerar om räntan ändrar sig med en procentenhet.
³⁾ Effektiv ränta är den genomsnittliga årliga avkastningen på ett räntepapper fram till det förfaller.

⁴⁾ Värdepapper är indelade i sex riskklasser efter kreditrisk. Klass 1 har lägst risk och klass 6 har högst kreditrisk.
Riskklass 1: Överstatliga organisationer
Riskklass 2: Stater och statsgaranterade inom EES
Riskklass 3: Stater och statsgaranterade utanför EES
Riskklass 4: Län och kommuner
Riskklass 5: Banker och finansinstitutioner
Riskklass 6: Industri

⁵⁾ För värdet av likvida medel i portföljen per den 31 december 2010, se balansräkningen.

Alla räntepapper omsätts i en telefonbaserad internationell marknad.
Andelskurs per den 31 december 2010 113,9964
Kr 53 090 520 ska enligt beslut delas ut till andelsägarna. Detta medför en reduktion i andelskursen, motsvarande utbetalt belopp per andel, vid tidpunkten för utbetalningen.

SKAGEN Krona

Note 8. Värdepappersportfölj per den 31 december 2010 (angett i hela SEK)

Värdepapper	Förfallodatum	Kupong	Ränte-reglerings-tidpunkt	Nominellt värde	Inköpspris	Effektiv ränta ¹⁾	Duration ²⁾	Marknads-kurs SEK	Marknads-värde SEK	Summa upplupen ränta orealiserad vinst/förlust	Andel av fonden	Risk-klass ³⁾
RÄNTEPAPPER MED RÖRLIG RÄNTA												
Finansobligationer												
SBAB	17.08.2011	2,53	17.02.2011	8 000 000	8 061 280	1,9	0,13	100,44	8 035 080	-1 433	3,77 %	5
Industriobligationer												
SKF	21.04.2011	2,06	21.01.2011	8 000 000	8 031 440	1,78	0,06	100,11	8 008 440	-23 000	3,76 %	6
Industriertifikat												
Arla Foods Amba	07.02.2011	0		20 000 000	19 888 883	1,97	0,1	99,8	19 959 500	70 617	9,34 %	6
Peab Finans	23.03.2011	0		12 000 000	11 901 091	2,31	0,22	99,49	11 938 560	37 469	5,59 %	6
Castellum	11.01.2011	0		10 000 000	9 970 173	1,95	0,03	99,94	9 994 190	24 017	4,68 %	6
SCA Capital NV	26.01.2011	0		10 000 000	9 974 132	1,8	0,07	99,87	9 987 330	13 198	4,68 %	6
Securitas	26.01.2011	0		10 000 000	9 951 603	1,8	0,07	99,87	9 987 330	35 727	4,68 %	6
Fortum Oyj	07.02.2011	0		10 000 000	9 959 173	1,81	0,1	99,81	9 981 300	22 127	4,67 %	6
Lunds Energi	14.02.2011	0		10 000 000	9 958 966	1,82	0,12	99,78	9 977 830	18 864	4,67 %	6
Jernhusen AB	24.02.2011	0		10 000 000	9 956 743	1,94	0,15	99,71	9 971 080	14 336	4,67 %	6
Volkswagen Finans Sverige	21.02.2011	0		10 000 000	9 954 953	2,07	0,14	99,71	9 970 830	15 877	4,67 %	6
Vasakronan AB	28.02.2011	0		8 000 000	7 963 342	1,97	0,16	99,69	7 974 832	11 490	3,73 %	6
Trelleborg Treasury AB	08.02.2011	0		7 000 000	6 963 026	1,97	0,1	99,79	6 985 398	22 372	3,27 %	6
Assa Abloy Financial Services AB	17.03.2011	0		7 000 000	6 964 256	2,13	0,2	99,56	6 969 396	5 140	3,26 %	6
Industrivarden	18.02.2011	0		6 000 000	5 977 954	1,95	0,13	99,74	5 984 484	6 530	2,80 %	6
Holmen AB	09.03.2011	0		6 000 000	5 971 379	2,18	0,18	99,6	5 975 934	4 555	2,80 %	6
Trelleborg Treasury AB	09.02.2011	0		5 000 000	4 977 353	1,91	0,11	99,79	4 989 640	12 287	2,34 %	6
Finanscertifikat												
Ikano bank	22.02.2011	0		5 000 000	4 976 093	1,88	0,14	99,73	4 986 530	10 437	2,33 %	5
Ikano bank	10.02.2011	0		3 000 000	2 989 690	1,74	0,11	99,81	2 994 210	4 520	1,40 %	5
Ikano bank	17.02.2011	0		1 000 000	996 135	1,79	0,13	99,77	997 672	1 537	0,47 %	5
Energicertifikat												
Vattenfall AB	02.02.2011	0		10 000 000	9 960 723	1,63	0,09	99,85	9 985 370	24 647	4,67 %	6
RÄNTEPAPPER MED FAST RÄNTA												
Finansobligationer												
Skandinaviska Enskilda Banken AB	26.08.2011	2,9		8 000 000	8 017 620	2,58	0,64	100,21	8 016 416	78 707	3,79 %	5
Industriobligationer												
Volvo Treasury	23.03.2011	3,75		18 000 000	18 221 862	2,27	0,22	100,34	18 061 668	359 181	8,70 %	
Electrolux AB	25.02.2011	4,25		4 000 000	4 016 660	2,05	0,15	100,33	4 013 012	140 380	1,95 %	6
SUMMA VÄRDEPAPERSPORTFÖLJ⁴⁾												
					205 604 529				205 746 032	942 086	96,70 %	
Nyckeltal för portföljen												
Effektiv ränta	2,01%											
Effektiv ränta till kunder ¹⁾	1,81%											
Duration ²⁾	0,14											

¹⁾ Effektiv ränta justerad för förvaltningsavgifter.

²⁾ Duration är ett förenklat uttryck för hur mycket kursen på räntepapperet fluktuerar som räntan ändrar sig med en procentenhet.

³⁾ Effektiv ränta är den genomsnittliga årliga avkastningen på ett räntepapper fram till det förfaller.

⁴⁾ Värdepapper är indelade i sex riskklasser efter kreditrisk. Klass 1 har lägst risk och klass 6 har högst kreditrisk.

Riskklass 1: Överstatliga organisationer
Riskklass 2: Stater och statsgaranterade inom EES
Riskklass 3: Stater och statsgaranterade utanför EES
Riskklass 4: Län och kommuner
Riskklass 5: Banker och finansinstitutioner
Riskklass 6: Industri

⁵⁾ För värdet av likvida medel i portföljen per den 31 december 2010, se balansräkningen.

Alla räntepapper omsätts på den svenska marknaden.

Andelskurs per den 31 december 2010 100,4158

Kr 3 379 974 ska enligt beslut delas ut till andelsägarna. Detta medför en reduktion i andelskursen, motsvarande utbetalt belopp per andel, vid tidpunkten för utdelningen.

Revisionsberättelse



PricewaterhouseCoopers AS
Forus Atrium
Postboks 8017
NO-4068 Stavanger
Telefon 02316

Til styrelsen i SKAGEN AS

Revisionsberättelse

Rapport om årsredovisningen

Vi har revidert de bifogede finansielle rapportene for värdepappersfonderna, vilka består av balansräkningar per den 31 december 2010 och resultaträkningar, en sammanfattning av betydelsefulla redovisningsprinciper samt andra upplysningar. Resultaträkningarna visar följande resultat för redovisningsåret som avslutades den 31 december 2010:

SKAGEN Vekst	NOK	1 367 187 806
SKAGEN Global	NOK	4 597 707 654
SKAGEN Kon-Tiki	NOK	7 412 566 938
SKAGEN Avkastning	NOK	42 930 703
SKAGEN Høyrente	NOK	106 640 703
SKAGEN Høyrente Institusjon	NOK	46 031 148
SKAGEN Tellus	NOK	35 943 998
SKAGEN Krona	SEK	2 301 038

Styrelsens ansvar för årsredovisningen

Det är styrelsen som har ansvaret för att upprätta en årsredovisning som ger en rättvisande bild enligt årsredovisningslagen och god redovisningssed i Norge för den interna kontroll som styrelsen bedömer är nödvändig för att upprätta en årsredovisning som inte innehåller väsentliga felaktigheter, vare sig dessa beror på oegentligheter eller på fel.

Revisorns ansvar

Vårt ansvar är att uttala oss om årsredovisningen på grundval av vår revision. Vi har utfört revisionen enligt lag, föreskrifter och god revisionssed i Norge inklusive International Standards on Auditing. Dessa standarder kräver att vi följer yrkesetiska krav samt planerar och utför revisionen för att uppnå rimlig säkerhet att årsredovisningen inte innehåller väsentliga felaktigheter.

En revision innefattar att genom olika åtgärder inhämta revisionsbevis om belopp och annan information i årsredovisningen. Revisorn väljer vilka åtgärder som ska utföras, bland annat genom att bedöma riskerna för väsentliga felaktigheter i årsredovisningen, vare sig dessa beror på oegentligheter eller på fel. Vid denna riskbedömning beaktar revisorn de delar av den interna kontrollen som är relevanta för hur företaget upprättar årsredovisningen för att ge en rättvisande bild i syfte att utforma granskningsåtgärder som är ändamålsenliga med hänsyn till omständigheterna, men inte i syfte att göra ett uttalande om effektiviteten i företagets interna kontroll. En revision innefattar också en utvärdering av ändamålsenligheten i de redovisningsprinciper som har använts och av rimligheten i styrelsens uppskattningar i redovisningen, liksom en utvärdering av den övergripande presentationen i årsredovisningen.

Alta Arendal Bergen Bodo Drammen Egersund Florø Fredrikstad Førde Gardermoen Gol Hamar Hardanger Harstad Haugesund Kongsberg Kongsvinger Kristiansand Kristiansund Larvik Lyngseidet Mandal Mo i Rana Molde Mosjøen Måløy Namsos Oslo Sandefjord Sogndal Stavanger Stryn Tromsø Trondheim Tønsberg Ulsteinvik Ålesund PricewaterhouseCoopers navnet refererer til individuelle medlemsfirmaer tilknyttet den verdensomspennende PricewaterhouseCoopers organisasjonen Medlemmer av Den norske Revisorforening • Foretaksregisteret: NO 987 009 713 • www.pwc.no



Vi anser att de revisionsbevis vi har inhämtat är tillräckliga och ändamålsenliga som grund för våra uttalanden.

Uttalanden

Enligt vår uppfattning ger årsredovisningen en i alla väsentliga avseenden rättvisande bild av värdepapperfondernas finansiella ställning den 31 december 2010 och av dess finansiella resultat för året enligt årsredovisningslagen och god redovisningssed i Norge.

Rapport om andra krav enligt lagar och andra författningar

Uttalanden om styrelsens rapport

Baserat på vår revision av årsredovisningen som är beskriven ovan, är det vår uppfattning att upplysningarna i styrelsens rapport om årsredovisningen, förutsättningarna för fortsatt drift och förslag till disposition av resultat i de enskilda fonderna är konsistent med årsboksluten och i enlighet med lag och föreskrifter.

Uttalanden om registrering og dokumentation

Baserat på vår revision av årsredovisningen som är beskriven ovan, och kontrollhandlingar vi funnit nödvändiga enligt International Standard on Assurance Engagements ISAE 3000, "Assurance Engagements Other than Audits or Reviews of Historical Financial Information", är det vår uppfattning att ledningen har uppfyllt förpliktelseerna att säkerställa behörig och översiktlig registrering och dokumentation av fondernas redovisningsupplysningar i överensstämmelse med lag och god bokföringssed i Norge.

Stavanger, 27. januari 2011
PricewaterhouseCoopers AS

Gunstein Hadland
Statsautorisert revisor

Notera: Denna översättning från norska har blivit preparerat endast för information

Så skapar vi resultat

SKAGEN har som målsättning att ge kunderna bäst möjlig avkastning i förhållande till den risk de tar. För att lyckas med vår aktiva förvaltning används en värdebaserad investeringsfilosofi med breda mandat - en filosofi som bygger på sunt förnuft.

SKAGEN Global



Kristian Falnes



Torkell Eide



Søren Milo Christensen



Chris-Tommy Simonsen



Kristoffer Stensrud



Knut Harald Nilsson



Cathrine Gether

SKAGEN Kon-Tiki

SKAGEN Vekst



Beate Bredeesen



Ross Porter



Torgeir Høyen



Ola Sjöstrand



Elisabeth Gausel

SKAGEN Tellus

SKAGEN Krona

SKAGENS filosofi går i korthet ut på att investera i företag som är undervärderade, underanalyserade och impopulära – företag där vi identifierat möjliga händelser som skulle kunna synliggöra dolda värden och därmed skapa meravkastning för våra fondandelsägare.

Engagerade portföljförvaltare

Portföljförvaltarna har en gemensam övertygelse om att användningen av SKAGENS investerings-

filosofi kräver tålamod, engagemang och grundliga analyser

Engagerade portföljförvaltare

Portföljförvaltarna arbetar tätt med varandra i huvudkontoret i Stavanger. Teamet har stärkts kontinuerligt för att sörja för god kunskapsöverföring mellan förvaltarna, som har olika bakgrund och erfarenheter. Nära kontakt öppnar för kommunikation tvärs över bordet, och förenklar

möjligheterna att dela med sig av idéer och analyser i investeringsprocessen.

Portföljförvaltarna har en prestationsbaserad lön/bonusordning och har placerat en betydande andel av sina egna medel i SKAGENS fonder. Nyckelpersonal är också delägare i bolaget, ett sätt för SKAGEN att attrahera och behålla motiverade och kompetenta medarbetare. Något som i sin tur ökar möjligheterna för SKAGEN att tillhandahålla långsiktigt goda resultat för våra kunder.

Huvudkontor

SKAGEN AS
Postboks 160, 4001 Stavanger, Norge
Skagen 3, Torgterrassen
Telefon + 47 04001
Telefax + 47 51 86 37 00
Organisationsnummer: 867 462 732
www.skagenfondene.no

Kontakta kundservice

Kundservice är bemannat måndag till fredag klockan 9–17. Kom in på något av våra ni kontor, ring eller skicka e-post, så ska vi göra allt vi kan för att hjälpa dig.
kundservice@skagenfonder.se
www.skagenfonder.se

Telefon: 0200-11 22 60 eller 800 SKAGEN
Telefax: 08-555 979 48
Om du ringer från utlandet: +46855597900

Upplaga: 10 000
Design: Meze Design
Tryck: Elanders