ÅRSRAPPORT 2013

SKAGEN

I EN FÖRÄNDERLIG VÄRLD

INNEHÅLL

LEDARE

Ett gott år på aktiemarknaderna › 3
Per Wennberg, vd SKAGEN i Sverige

Talet 3 › 5
Harald Espedal, vd SKAGEN

NYHETER FRÅN SKAGEN

Fondernas utveckling › 4
Avkastning 2013

Inbjudan till årsstämma › 19
Följ mötet på plats eller på nätet

För barn och unga › 20
Samhällsansvar

Utsikter från SKAGENs Nyårskonferens › 24
Moyo, Krugman och Rogers på scen

OUPPTÄCKTA MÖJLIGHETER

Dags att ta farväl › 6
Hans Rosling om att det finns mer än två sorters länder

Tillväxt och hastiga förändringar › 8
Kristoffer Stensrud menar att tillväxtländerna kan kliva rätt in i framtiden

Städer, inte länder › 9
Demografi och fastigheter

En värld av möjligheter › 10
En tuff start kan ge fördelar längre fram

Den som väntar › 12
Därför har det lönat sig att vänta på solenergin

Solen värmer i våra aktiefonder › 13
Den rätta blandningen

Bilindustrin växlar upp › 14
Asiens bilproducenter kör om

Drivkraften bakom Continentals framgångar › 16
Bilens utveckling

Så formas framtidens bil › 17
Visioner och ny teknik

Aktiv vs indexfonder › 22
Därför lyckas SKAGEN

STYRELSENS RAPPORT

Ägarstruktur › 52

Mer optimism › 53

RÄKENSKAPER

Årsbokslut 2013 › 56

Noter › 58

REVISIONSBERÄTTELSE

Utlåtande om årsbokslutet › 74

PORTFÖLJFÖRVALTARNAS BERÄTTELSE

INTRODUKTION

Historiskt stor skillnad › 26

Skuld är inte att förakta › 29

AKTIEFONDER

SKAGEN Vekst › 30
Solid med låg risk

SKAGEN Global › 34
Stark utveckling

SKAGEN Kon-Tiki › 38
Investeringsfilosofin rider ut stormen

SKAGEN m² › 42
Berg- och dalbana för fastighetsaktier

RÄNTEFONDER

SKAGEN Tellus › 46
Ännu ett år med låga räntor

SKAGEN Krona › 48
Ett bra år

Många investerare går bet genom att se på världen genom gamla paradigmet och tidigare händelser.

Det kan löna sig att vänta tills den värsta tekno-euforin har lagt sig. Det ger fler möjligheter på sikt.

Såvida inget annat anges är siffrorna i rapporten uttryckta i svenska kronor, förutom i årsbokslutet, noterna och styrelsens berättelse, som anges i norska kronor, eller där det står att avkastningen är i annan valuta. SKAGEN Fonder har inte marknadsföringstillstånd för fonderna SKAGEN Balanse 60/40, SKAGEN Høyrente och SKAGEN Høyrente Institusjon i Sverige och marknadsför inte fonden SKAGEN Avkastning aktivt. Information om dessa fonder är med i årsbokslutet. Övrig information om dessa fonder från den norska versionen av Årsrapporten har exkluderats i den svenska versionen av årsrapporten. Årsrapporten 2013 är ursprungligen skapad på norska. Detta är en översatt och bearbetad version som publiceras med reservation för eventuella felaktigheter eller andra brister. I fall det skulle råda konflikt mellan de svenska och norska versionerna är det den norska årsrapporten som gäller. Den finns tillgänglig på www.skagenfondene.no.

Bästa andelsägare,

Många positiva saker visade sig under året som gått. Till exempel kan nämnas den markanta stabilisering, med fallande räntenivåer, som skett i många av Europas krisländer. Något som inte kändes helt självklart för bara något år sedan.

2013 har präglats av stora orosmoln från tid till annan. Vare sig det rört sig om ännu en budget-kris i USA, uppblossade konflikter i flera delar av världen, eller politisk turbulens i till exempel Ukraina och Thailand. Nya anledningar till oro, som dessa, tog stundvis fokus från det faktum att, precis som 2012, utvecklade sig 2013 till ett ganska bra år för aktiemarknaderna generellt.

Ur ett svenskt perspektiv kan vi dock notera ytterligare ett år av kronförstärkning, vilket negativt påverkade den globala aktiemarknadens avkastning i kronor mätt. Men faktum kvarstår att den positiva trenden på världens börser höll i sig under hela året som gått. Visst kan man tycka att denna period av generellt positiv kursutveckling hittills varit mycket lågmäld i en historisk betraktning.

Nya bemärkelsedagar

Det är nu för tionde gången som vår svenska årsrapport går i tryck. Förra året var ett stort jubileumsår för SKAGEN Fonder då vi firade tjugoårsjubileum. Men vad vore livet om det inte fanns nya bemärkelsedagar att se fram emot? 2014 är nämligen ytterligare ett jubileumsår för SKAGEN Fonder då det nu är tio år sedan vi startade vår svenska verksamhet.

När vi öppnade kontoret i Stockholm 2004 var det SKAGENs första fysiska etablering utanför Norge. Även om några av våra fonder noterades hos PPM redan 2001 var SKAGEN Fonder för tio år sedan en förhållandevis okänd aktör på den svenska fondmarknaden.

Avkastning över tid är ett helt avgörande fundament i förtroendebygget mellan andelsägare och förvaltare. Men därutöver arbetar vi hårt för att ge god service åt våra kunder och kommunicera vad vi gör och varför. Sunt förnuft som bygger på att vi helt enkelt inte tror på den anonyma förvaltningen utan eftersträvar en nära relation och samförstånd med våra andelsägare.

Stadig ökning

Att erbjuda god service och personlig kontakt anpassad till svenska förhållanden och förutsättningar var med andra ord en central del i beslutet att slå ner bopålarna i Sverige för tio år sedan. Från att i starten ha varit en anställd i Sverige är vi idag över 20 personer på våra kontor i Stockholm och Göteborg. Vårt förvaltade kapital från svenska andelsägare har över åren stadigt ökat och närmar sig idag 40 miljarder kronor.

De av oss som minns barnprogrammet ”Från A till Ö” med Hedvig Hök och hennes vapendragare Helge Uggla minns säkert också hur Hedvig hade en telefon med ”videolänk”. Teknik som var fantasi och påhittade kommunikationsverktyg då är idag verklighet och något som vi kontinuerligt arbetar med för att förbättra gällande vårt serviceutbud. Inte minst mobila tjänster gör det numera möjligt att abonnera på t ex nyheter och videoklipp från SKAGEN via mobilen. Det är även glädjande att notera att vi får allt fler som följer oss på sociala medier. Kanaler som Twitter och Facebook arbetar vi aktivt med för att publicera nyheter och till exempel bjuda in till informationsträffar.

Samma värderingar nu som då

Det har som sagt hänt mycket under de tio år vi verkat i Sverige och vi är mycket glada över att, under detta första decennium, kunna bygga upp en verksamhet som attraherar institutionella investerare likväl som privatkunder. Även om vår bransch har förändrats under årens lopp, och vår organisation är större idag, är SKAGENs placeringsfilosofi och våra kulturella värderingar desamma som när vi en gång startade vår verksamhet i Stavanger i början av 90-talet.

Att idag, tio år sedan starten i Sverige, kunna konstatera att vi tillsammans med våra andelsägare gjort SKAGEN till ett av de utländska fondbolag med störst verksamhet i Sverige är en fantastiskt förtroendesignal. Vi på vill rikta ett stort tack till våra andelsägare för detta förtroende. Ett förtroende som vi kommer jobba väldigt hårt för att fortsätta vårda. Vi på SKAGEN kommer fortsätta att utveckla vår affärsidé om en fondförvaltning förankrad i långsiktigt värdeskapande, transparens och sunt förnuft. Med vetskapen om att förvaltning ytterst handlar om förtroende.

Vi på SKAGEN önskar alla våra kunder ett innehållsrikt och givande 2014!

TIO ÅR SEDAN STARTEN I SVERIGE

Även om vår bransch har förändrats under årens lopp, och vår organisation är större idag, är SKAGENs placeringsfilosofi och våra kulturella värderingar desamma som när vi en gång startade vår verksamhet i Stavanger i början av 90-talet.

– Per Wennberg
VD, SKAGEN Fonder Sverige

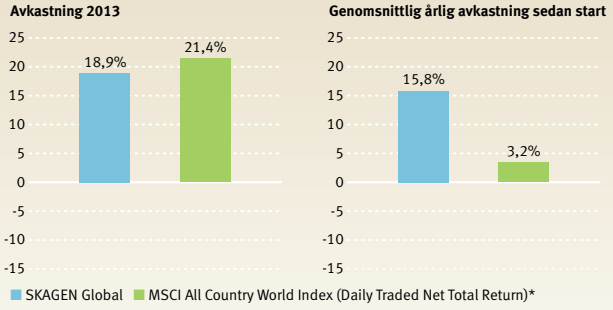
Utveckling

I diagrammen visas SKAGENs fondavkastning i förhållande till respektive jämförelseindex. Talen är uppdaterade per 31 december 2013.

Aktiefond Räntefond

SKAGEN GLOBAL

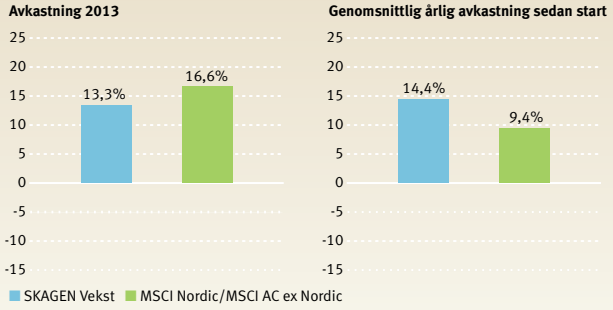
Förvaltare: Kristian Falnes **Start:** 7 augusti 1997



*Jämförelseindex före 1 jan 2010 MSCI World Index.

SKAGEN VEKST

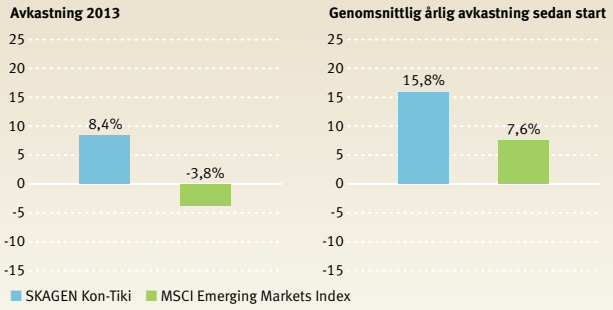
Förvaltare: Ole Søeberg och Geir Tjetland **Start:** 1 december 1993



*Jämförelseindex före 1 jan 2010 var OSEBX och före1 jan 2014 OSEBX/MSCI AC (50/50).

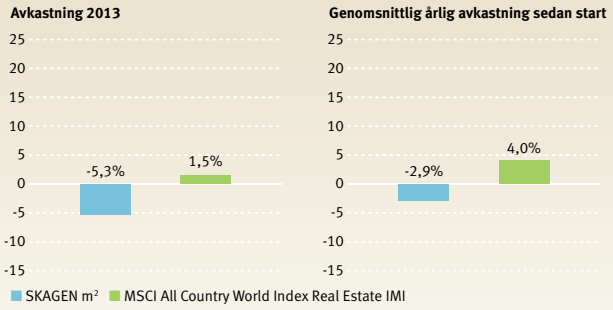
SKAGEN KON-TIKI

Förvaltare: Kristoffer Stensrud **Start:** 5 april 2002



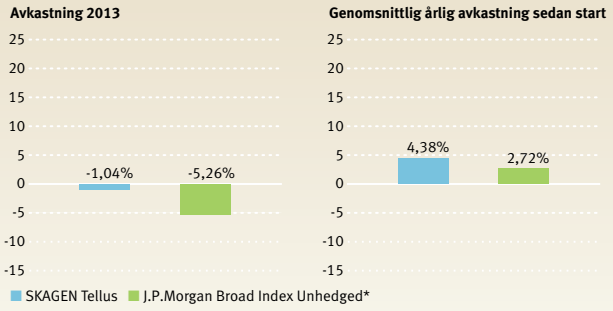
SKAGEN m²

Förvaltare: Peter Almström **Start:** 31 oktober 2012



SKAGEN TELLUS

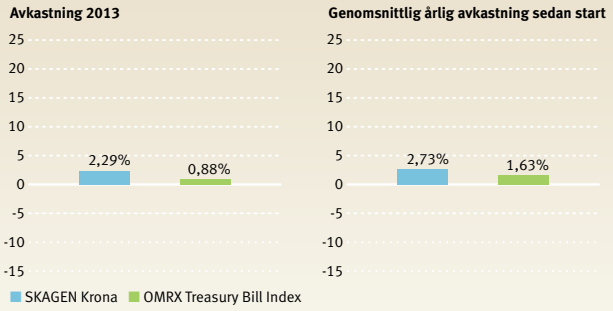
Förvaltare: Torgeir Høien **Start:** 29 september 2006



*Jämförelseindex före 1 jan 2013 var Barclays Capital Global Treasury Index 3-5 years.

SKAGEN KRONA

Förvaltare: Ola Sjöstrand **Start:** 29 juni 2007



Samtliga jämförelseindex är utdelningsjusterade. Hänsyn är ej tagen till inflation.

Talet 3

Vi på SKAGEN gillar siffror och i synnerhet talet 3. Många år som slutar på 3 har varit goda börsår och 2013 passar väl in i den bilden.

Våra fonder gav god avkastning under året som gick. SKAGEN Kon-Tiki lyfte med 8,4 procent på en tuff marknad och slog därmed sitt jämförelseindex med 12,2 procentenheter. Aktiefonderna SKAGEN Vekst och SKAGEN Global hade också medvind och uppvisade en absolut avkastning på hela 13,3 respektive 18,9 procent. Ändå halkade de båda fonderna efter sina jämförelseindex något. Den globala fastighetsfonden SKAGEN m² hade ett kämpigt första levnadsår. Jämförelseindexet har en kraftig exponering mot fastighetsmarknaderna i Japan och USA, som båda lyckades väl under året. SKAGEN m² har få investeringar på de här marknaderna och fick betala för det.

Sammantaget är vi nöjda med resultatet, men vi måste i ärlighetens namn tillstå att vi fått god hjälp av en stark marknad.

Räntefest

SKAGENs räntefonder förtjänar mer uppmärksamhet än de får, tycker jag. Vår globala obligationsfond SKAGEN Tellus backade visserligen med 1, 0 procent men överträffade trots svåra marknadsförhållanden jämförelseindex med över fyra procentenheter. Sett i ljuset av låg-ränteregimen kunde SKAGENs nästan riskfria svenska penningmarknadsfond SKAGEN Krona notera ännu ett bra år. Avkastningen i fonden uppgick till 2,3 procent vilket var klart över jämförelseindex 0,9 procent.

3-tal

Även om vi skojar lite om talmagi var 1993 utan tvekan ett gott år för företaget, eftersom det var då som SKAGEN grundades. En positiv sak med att bli äldre är att vi blir mer erfarna. Vi har ett mycket större kunnande i dag än när vi startade för 20 år sedan och det kommer andelsägarna till godo. Men annat förändras inte alls i SKAGEN: Vi håller stadigt fast vid våra 3 U (vi söker efter bolag som är Undervärderade, Underanalyserade och Impopulära, *Upopular* på norska), som var så exotiska när vi bestämde oss för dem för 20 år sedan. Nu har värdeförvaltningen hunnit lämna sin senaste glansperiod bakom sig, men snart lär inriktningen komma på modet igen.

Möjligheternas marknad

Temat för den här årsrapporten är oupptäckta möjligheter eller pockets of value. Själva kärnan i vår investeringsfilosofi är att leta efter kvalitetsföretag där andra inte tänker på att leta. Men varför pratar vi hela tiden om vår investeringsfilosofi? Jo, därför att vi tror stenhårt på att kvalitet till rätt pris är det bästa för våra andelsägare på lång sikt.

Över snittet

Det förvaltade kapitalet uppgick vid årsslutet till 128 miljarder norska kronor. Under året märkte vi att många kunder tappade tron på tillväxtmarknaderna och tog ut pengar ur SKAGEN Kon-Tiki, trots att fonden överträffade sitt jämförelseindex med god marginal. Kunderna betalade i snitt 2,25 procent i fondsavgift under året. Det är mer än genomsnittet i branschen och beror på den stora överavkastningen i just SKAGEN Kon-Tiki.

Vad händer nu?

Jag ska inte dra för stora växlar på talmystiken, för det är trots allt mer fundamentala förhållanden som bestämmer förutsättningarna för företagen i våra portföljer. Men vad tror vi då om 2014? Säkert är att vi måste räkna med lite fler svängningar och korrigeringar, eftersom den period vi har bakom oss varit osedvanligt stabil. Det är alltid svårt att förutspå framtiden efter en kraftig uppgångsperiod, och visst finns det utrymme för både tro och tvivel, men själv tror jag att 2014 blir ett gott nytt år för SKAGEN. Tack för att du är med oss!

DÄR ANDRA INTE LETAR

Temat för den här årsrapporten är oupptäckta möjligheter eller pockets of value. Själva kärnan i vår investeringsfilosofi är att leta efter kvalitetsföretag där andra inte tänker på att leta. Men varför pratar vi hela tiden om vår investeringsfilosofi? Jo, därför att vi tror stenhårt på att kvalitet till rätt pris är det bästa för våra andelsägare på lång sikt.

– Harald Espedal
Verkställande direktör

Dags att ta farväl

Den ”utvecklade världen” och ”utvecklingsländer” är ett grovt tillyxat sätt att dela in världens sju miljarder människor. Professor Hans Rosling föreslår att vi lägger dessa termer åt sidan och i stället använder oss av en annan, mer korrekt term: världen.

– Hans Rosling intervjuad av Michael Metzler

För inte så länge sedan kunde världen faktiskt delas in i två sorters länder: utvecklade länder och utvecklingsländer. Gränsdragningen mellan fattiga och rika länder var enkel – och någonting däremellan fanns knappt. Den ena gruppen hade en lång förväntad livslängd, små familjer, utbildning och politisk makt. Den andra hade inget av detta.

– Jag har en granne som känner till 200 olika sorters viner. Jag känner till två: rött och vitt. Men min granne känner bara till två slags länder – industrialiserade länder och utvecklingsländer. Jag, däremot, kan en hel del om 200 länder och deras BNP, födelsetal, läs- och skrivkunnighet, barnadödlighet och så vidare, säger Hans Rosling, professor i internationell hälsa vid Karolinska institutet i Stockholm.

Hälsa och välstånd

– Världens länder trotsar alla försök att dela in dem i bara två grupper. Så många av de forna utvecklingsländerna har kommit i kapp – och större delen av världens tillväxt sker idag utanför Nordamerika och Västeuropa.

Med hjälp av stiftelsen Gapminder (www.gapminder.org) vill Hans Rosling göra statistik och information mer lättillgänglig – och visa hur flertalet människor lever i mitten av den socioekonomiska skalan.

– I till exempel Vietnam är den genomsnittliga förväntade livslängden idag 75 år. Det är samma nivå som i USA 1990. Men om man ser till ekonomiskt välstånd är nivån jämförbar med USA på 1860-talet! När det gäller hälsa ligger Vietnam 20 år efter, och när det kommer till välstånd, 150 år efter.

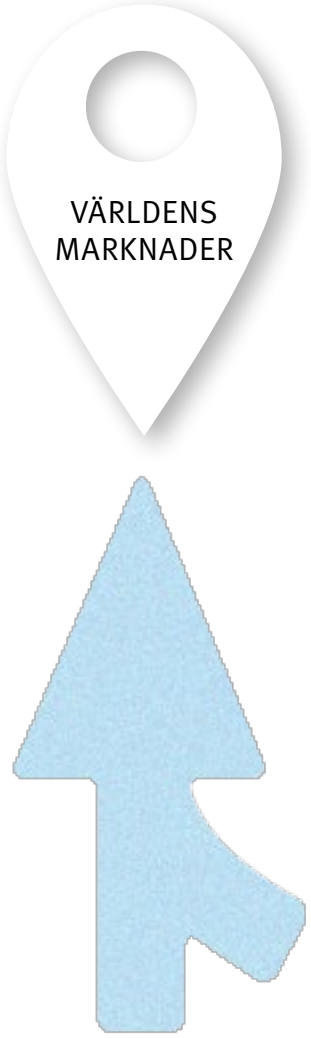
Ökad barnöverlevnad leder paradoxalt nog inte till befolkningstillväxt. Snarare tvärtom. Hans Rosling förklarar att när barnadödligheten minskar, ökar behovet av familjeplanering, vilket leder till färre födslar. Majoriteten av världens befolkning lever i samhällen där tvåbarnsfamiljen är vanligast och barnadödligheten relativt låg. Världens kvinnor föder idag i snitt 2,5 barn. Rosling menar att världen har nått det han kallar ”peak-child”, det föds inte fler barn än förr. Antalet planade ut på omkring två miljarder förra årtiondet och kommer sannolikt att ligga kvar på den nivån århundradet ut. I Afrika ökar fortfarande antalet barn men i Asien minskar det i motsvarande takt.

Ändra vår syn på världen

I mitten av 1990-talet insåg Hans Rosling att den akademiska eliten vid universitetssjukhuset Karolinska institutet saknade grundläggande kunskaper om hur världen hade förändrats – till stor del på grund av en förlegad världssyn. Det fick honom att vilja ändra vår syn på världen.

När Hans Rosling bad sina studenter definiera termerna ”västvärlden” och ”utvecklingsvärlden” svarade de att man i västvärlden hade mindre familjer och längre förväntad livslängd. Den uppfattningen stämde 1960. Men sedan dess har världen sakta men säkert förändrats i stor utsträckning, vilket gör att indelningen av världen i två sorters länder inte längre stämmer med verkligheten.

I en av Hans Roslings berömda TED-föreläsningar hänvisar han till en FN-rapport från 2009 om nivåer och trender i barnadödlighet. Han säger att det är en utmärkt rapport, bortsett från landindelningen. På listan över utvecklingsländer pekar han bland annat på Sydkorea, landet som gett oss elektronikjätten Samsung. Singapore, som har världens lägsta barnadödlighet anses också vara ett utvecklingsland, liksom världens rikaste land, Qatar. Hans Rosling ifrågasätter hur dessa länder kan betraktas som utvecklingsländer och förkastar hela landindelningen: ”Den är bara skräp!”



Hans Rosling
Självutnämnd ”edutainer” och professor i Global hälsa vid Karolinska institutet i Stockholm.

Medgrundare av stiftelsen Gapminder, vars mission är att ”Bekämpa skadlig okunskap med faktabaserad världsinsikt som alla kan förstå”.

2007 köpte Google programvaran Trendanalyzer från Gapminder. Den nuvarande versionen av Trendanalyser är tillgänglig på www.gapminder.org/world och visar tidsserier med utvecklingsstatistik för alla länder.

– Jag har en granne som vet allt om 200 olika sorters viner. Jag kan bara två: rött och vitt. Men min granne känner bara till två slags länder – industrialiserade länder och utvecklingsländer. Jag, däremot, kan en hel del om 200 länder och deras BNP, födelsetal, läs- och skrivkunnighet, barnadödlighet och så vidare.

Tillväxt och hastiga förändringar

Tillväxtmarknadsländer har inte byggt köpcentrum, mediehus och finansinstitutioner för silliarder kronor – utan kan hoppa rätt in i den digitala framtiden. Detta är ett av många exempel på saker som investerare på tillväxtmarknader missar.

– Kristoffer Stensrud

Foto: Shutterstock

OUPPTÄCKTA MÖJLIGHETER

UTBREDD SKEPSIS

Många investerare missar samband och fakta genom att se på världen utifrån gamla paradigmer och tidigare händelser. Så, trots ökad köpkraft, utveckling av servicesektorn, utbredning av digital handel, potential för bättre politiskt klimat – så är den investerande allmänheten trots allt detta skeptiska. Det kan därför vara så att denna konsensusskepsis öppnar för goda investeringsmöjligheter i väl utvalda bolag framöver.

Efter att under januari 2014 ha besökt SKAGENs årliga nyårskonferenser i Oslo, Köpenhamn och Stockholm*, alla med lite olika programinslag, lägger man märke till brister i förståelse för den globala ekonomin.

Det var upplysande att exempelvis åhörare i Köpenhamn trodde att mer än 50 procent av världens befolkning var analfabeter och att mindre än 50 procent av världens nyfödda barn får mässlingvaccination före ett års ålder. Rätt svar är att färre än 20 procent är analfabeter och mer än 80 procent blir vaccinerade. Att närmare en halv miljard människor förflyttats från fattigdom till medelklass verkar ha gått förbi merparten av en i allmänhet upplyst publik.

Riktigt intressant är att Nobelpristagaren Paul Krugman – i mina öron – inte hade fått med sig att kinesisk ekonomi är mer än tre gånger så stor som den japanska, mätt i köpkraft. En fråga om Kinas framtid avfärdades med att ”det kommer gå som Japan”. Kinas andel av global världshandel är för närvarande tre gånger så stor som den japanska. Råvarukonsumtionen är mellan tre och åtta gånger större än Japans – och dessutom väsentligt större än USA:s. Under 2013 gick dessutom Kina förbi USA och är nu världens största handelsnation mätt utifrån export och import.

En ny värld

Att Krugman är ansedd som en världens främsta ekonomer och tongivande opinionsbildare kan i sammanhanget tyckas skrämmande. Det visar emellertid att ekonomer och investerare fortsatt sitter fast i gamla fördomar som etablerades via skolböcker och medier under 70-talet och långt in under 90-talet. Världen har tveklöst förändrats i grunden sedan dess.

Digital vardag
Många tillväxtländer kan spara enorma resurser på att gå rätt in i en digital vardag. Ny teknik som smarttelefoner och information som är kostnadsfri och tillgänglig för alla kan vara avgörande.

Traditionellt sett har investeringar i globala tillväxtmarknader uppfattats som en hävstångsinvestering på globala konjunktur. Att investera i tillväxtmarknader när konjunkturen är på väg ner, kontracykliskt, kan generellt bli som att fånga en fallande kniv i luften.

Detta illustreras väl av perioden från 1993 fram till millennieskiftet. Tillväxten i den industrialiserade världen reflekterades i hög grad genom internetboomen. Globala tillväxtmarknader hade det däremot kämpigt. God tillgång på krediter hade drivit fram en överbelåning, främst i dollar. Kombinationen av sjunkande efterfrågan och övervärderade valutor kulminerade i Asienkrisen i 1997/98.

Samma typ av billiga krediter under de senaste fem åren har bidragit till inflaterade valutakurser i flera tillväxtländer och en försvagning av flera länders utrikeshandel sedan 2010. Detta har nog lockat till paralleller med 90-talet – vilka sannolikt inte är relevanta.

Tillväxtmarknader står starkare

Globala tillväxtmarknader av idag är mindre ett derivat på en global råvarucykel. Ländernas ekonomier är nu stora nog och inte längre lika exportberoende av västländer. De branta fall vi såg under 2013 i en rad tillväxtländers valutakurser var en välkommen korrektion och en naturlig stabilisator som inte infann sig på 90-talet då den förhärskande ekonomiska teologin var baserad på fasta valutakurser.

* Läs mer om SKAGENs Nyårskonferens på sid 24-25.

Tvärtom är kanske en majoritet av ekonomierna mer beroende av intern utveckling. Det pågår en intressant utveckling av tjänstesektorn, som i industrialiserade länder står för uppemot 80 procent av värdeskapandet. I globala tillväxtmarknader i stort är däremot tjänstesektorn ofta en del av den informella ekonomin. Men i takt med att denna del av ekonomin växer kommer den att behöva beskattas, vilket därmed ger ett bidrag till officiell BNP.

In i framtiden

Men kanske mer intressant, eftersom det inte har byggts köpcentrum, mediehus och finansinstitutioner för silliarder kronor, kan tillväxtländer hoppa över denna del av västvärldens ekonomi, och gå rakt över till den digitala versionen, baserad på full transparens och nya effektiva distributionssystem. På så sätt kan de göra våldsamma resursbesparingar, tillgängligheten finns där för allt fler, via smarta telefoner och gratis information till alla. Tveklöst missar många investerare samband och fakta genom att se på världen utifrån gamla paradigmer och tidigare händelser.

Men tillväxtmarknadernas omställning blir inte friktionsfri. Under 2013 såg vi tydliga signaler på otålighet bland den framstormande medelklassen i många tillväxtmarknader. Trots ett historiskt ekonomiskt gyllene decennium med politisk stabilitet, finns det starka önskemål om regimbyten i och med att den stabiliteten banat väg för stelhet och korruption.

Kombinationen av ekonomisk och politisk osäkerhet kommer sannolikt att bli större än vanligt under 2014 med en eventuell dämpande effekt på globala tillväxtmarknader. Under 2013 såg vi exempelvis ett policyskifte i Kina som kommer att förändra decenniegamla fördomar kring nationalstatens suveränitet i förhållande till globalisering. Det kommer läggas större vikt vid individuell ekonomisk frihet och kvalitativ tillväxt i förhållande till kvantitativ tillväxt.

Om globala tillväxtmarknader – så som definierade av index - blir ett bättre investeringsområde än traditionella, industrialiserade marknader under 2014 är därför osäkert. Utifrån nyckeltal för vad man betalar för värdeskapandet i företagen närmar vi oss en nivå där vi normalt skulle vara säkra på att globala tillväxtmarknader borde få ett bättre riskjusterat resultat på ett par års sikt. Men det kan vi på inget sätt garantera.

Det vi kan garantera är att osäkerheter som kan komma att uppstå under 2014 kan ge oss möjligheter att hitta bra företag med bra värdeskapande till ett lågt pris, med goda omvärderingsmöjligheter i ett förändrat klimat – så som vi gjorde 1998, 2002 och 2008. För många förvaltare skapar kortsiktig oro på marknader kriser, för SKAGEN har de under de senaste 21 åren gett möjligheter. Med en solid värdeförankring kommer vi fortsatt att vara redo att skapa överavkastning.

Så, trots ökad köpkraft, utveckling av servicesektorn, utbredning av digital handel, potential för bättre politiskt klimat, är den investerande allmänheten ändå skeptisk. Det kan innebära att denna koncensusskepsis öppnar för goda investeringsmöjligheter i väl utvalda bolag framöver.

Och detta händer i en värld som i stora drag går i högre hastighet än vad vi klarar att fatta.

Foto: Daniel Brokstad

DEMOGRAFI FASTIGHETER

NY MARKNADSLOGIK

Städer, inte länder

– Peter Almström

SKAGEN m² söker kontinuerligt efter de bästa fastighetsbolagen i världens tillväxtstäder – inte tillväxtländer.

Storstäder står för en ökande andel av världens BNP. Platser som attraherar många människor och företag har visat sig växa i det närmaste exponentiellt, då koncentrationen av människor och verksamheter i sig ger underlag för ännu fler företag, nya invånare och mer välstånd i en positiv spiral. Vissa städer lyckas över flera sekel växa ekonomiskt mycket fortare än de länder de tillhör. Andra städers välstånd har kortare livslängd. Städer som är för beroende av en eller ett fåtal näringar löper en stor risk att förr eller senare konkurreras ut eller bli omoderna, i takt med att världen utvecklas och förändras.

När städer växer sig stora snabbt i fattiga områden förknippas dessa med slumområden, fattigdom, sanitära problem och dålig livskvalitet i den tidiga tillväxtfasen. Det har visat sig att stadsbebyggelse trots detta faktiskt är effektivaste sättet att hantera dessa problem över tid, genom till exempel bättre tillgång till rent vatten, bra hälsovård, avloppsrening och sophantering. När välståndet växer i framgångsrika städer bidrar mjuka värden som livskvalitet till att dessa städer också utövar stark dragningskraft på människor med egenskaper som kreativitet, innovationskraft och entreprenörskap. Koncentrationen av sådana människor är sannolikt det bästa receptet för fortsatt ekonomisk tillväxt och långsiktigt uthålligt välstånd.

Etiketten "utvecklad" eller "emerging" saknar betydelse på stadsnivå. Växande välstånd i städer är bra för fastighetsvärden. På alla inkomstnivåer. I Stockholm, New York, Istanbul, Mumbai. Överallt.

Foto: Shutterstock

En värld av möjligheter

Kriser är alla framgångars moder, enligt Kristoffer Stensrud. Det som ser ut att vara en dålig tidpunkt för att starta en ny aktiefond kan i efterhand visa sig vara lyckad timing.

– Tore Bang

Under många år har vi tjänat stora pengar åt våra andelsägare genom att ta fasta på förhållanden som andra bortsett från. Under Asienkrisen blickade vi österut medan andra investerare i stället såg åt väst, berättar Kristoffer Stensrud apropå starten av SKAGEN Global 1997.

Sedan SKAGEN grundades för drygt 20 år sedan har våra förvaltare hela tiden haft ögonen på företag i delar av världen som andra investerare undvikit.

– Etablerade sanningar kan alltid omprövas och den matematiska tyngdlagen pekar på att marknadens bedömning av företag konvergerar över tid. Det ger utrymme för generalister som har ett brett mandat och viljan att undersöka vad som ligger dolt för många andra på marknaden, säger Kristoffer Stensrud.

Även om SKAGENs aktiefonder har olika mandat och ger de olika förvaltarna en hög grad av frihet har de minst en sak gemensamt: de har alla haft en tuff start.

1993
NORSKT LÅGVATTENMÄRKE

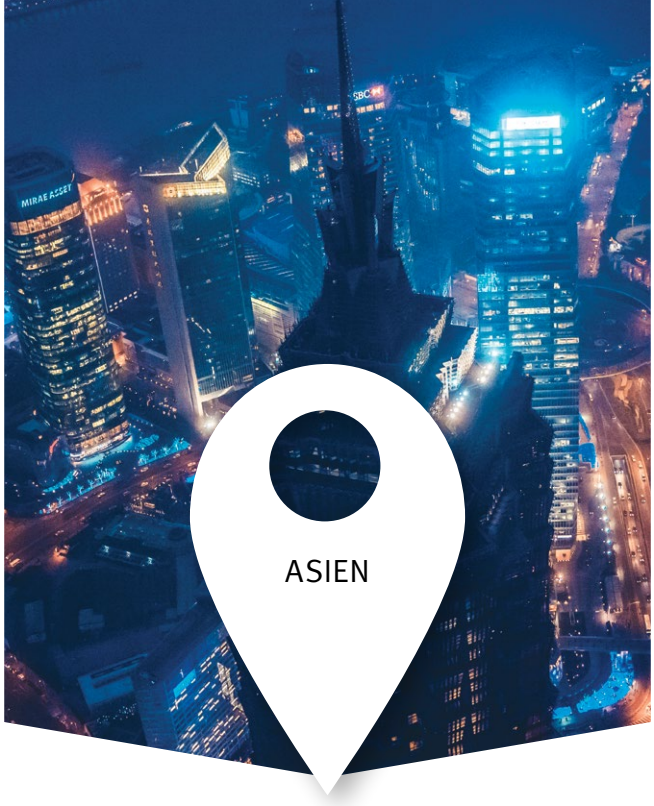
SKAGEN Vekst

Förutsättningar vid starten: Avregleringen på den norska kreditmarknaden i mitten av 80-talet fick landets bostadspriser att skjuta i höjden när välvilliga banker lät bostadsköpare skuldsätta sig högt över öronen. Uppgången höll i sig fram till vintern 1988; sedan var det ridå. Under de fem följande åren föll realpriserna på den norska bostadsmarknaden mer än 40 procent. De dittills säkra storbankerna gick omkull, aktieägarna förlorade allt och kreditmarknaden var lamslagen. Till skillnad från andra aktiemarknader i världen tog det lång tid innan Oslobörsen hämtade sig från börsraset den svarta måndagen på New York-börsen den 19 oktober 1987.

Fram till augusti 1992 blev det rena ökenvandringen för investerare i norska aktier. Men 1993 återfick de tron på att det över tid lönar sig att investera i företags egna kapital. Det året stängde Oslobörsen upp hela 65 procent. Även för de globala aktiemarknaderna var 1993 ett glädjens år.

Missade ett kanonår: I och med att SKAGEN Vekst startade den 1 december 1993 missade fonden det fantastiska börsåret. Men fonden fick ut en hel del av resten av det glada 1990-talet. Bortsett från 1998 kunde SKAGEN Vekst andelsägare glädja sig åt en enastående utveckling, både i absolut avkastning och relativt jämförelseindexet. Höjdpunkten kom 1999, när fonden noterade en uppgång på 75 procent medan jämförelseindexet steg 44 procent.

20 år efter starten finns flera av företagen från SKAGEN Vekst tidigaste barndom fortfarande kvar i fonden. Fred-Olsen-tvillingarna Bonheur och Ganger Rolf, Olav Thon Eiendom och Wilhelm Wilhelmsen är norska klassiker. Överst bland utlänningarna tronar Samsung Electronics som SKAGEN Vekst största investering, och företaget kan efter 2013 än en gång berömma sig av ett mycket gott bidrag till avkastningen.



1997
ASIENKRISEN

2002
BÖRSRAS

Foton: Daniel Brokstad och Shutterstock

SKAGEN Global

Förutsättningar vid starten: Asienkrisen pågick som bäst och investerarna flydde från de skuldtyngda asiatiska marknaderna. Många länder i Asien hade stora problem på grund av höga skulder i en stark dollar. Men bland företagen var det inte lika illa ställt. Många av dem kunde visa upp relativt låga skulder och tillräcklig likviditet för att klara krisen. Tuffa kostnadsnedskärningar och en svag valuta gjorde att dessa framstod som blivande vinnare när ljuset i slutet av tunneln började synas.

Hittade guld under Asienkrisen: Att starta en ny global aktiefond i augusti 1997, mitt under Asienkrisen, sågs av många som klart ofördelaktigt. Men just det draget blev guld värt för oss i en tid när andra investerare vände ryggen åt regionen.

Under krisen kunde vi plocka åt oss starka men undervärderade, underanalyserade och impopulära företag av första klass – till riktiga reapriser. Ett av dem var Samsung Electronics, som SKAGEN Global köpte sina första aktier i runt julen 1997. Bättre julklapp hade vi knappast kunnat hitta. Den varade inte bara till påsk, utan skänkte glädje i många år.

Till och med 2013, ett år som har gått i de mogna marknadernas tecken, finns Samsung Electronics med på listan över de innehav som bidragit mest till avkastningen i tre av våra fyra aktiefonder.

De andelsägare som fanns med redan från start fick acceptera en nedgång på en procent under SKAGEN Globals första fem levnadsmånader, medan världsindex samtidigt backade fem procent. Men under de två följande åren fick de god valuta för pengarna, med värdeökningar på fantastiska 46 respektive 112 procent, mot 25 respektive 30 för jämförelseindexet.

Decenniet som följde blev på det hela taget också en bra period för SKAGEN Global, som med tiden fick god utdelning på sin relativt tunga satsning på undervärderade företag på tillväxtmarknaderna.

SKAGEN Kon-Tiki

Förutsättningar vid starten: Terrorattacken den 11 september 2001 ledde till ökad penningpolitisk stimulans från den amerikanska centralbanken. USA:s ekonomi hade då gått trögt sedan våren 2000, men mot slutet av 2001 pekade centrala indikatorer på en uppgång i världsekonomin och optimismen började återvända. Kina var i starten av sin ekonomiska guldålder. 2002 såg ljust ut och investerarna noterade positiv avkastning för första gången på länge. Men så briserade två amerikanska räkenskapsbomber. Energijätten Enron och USA:s näst största telebolag, WorldCom, visade sig vara luftslott som blåsts upp med hjälp av lögner och bedrägerier. Så kollapsade börserna än en gång.

Billiga brasilianare: Sjösättningen av SKAGEN Kon-Tiki planerades till den 5 april 2002 och tidpunkten för att starta en renodlad tillväxtmarknadsfond tycktes perfekt. Men efter bara några få månader stod mer än 40 procent av flotten under vatten. När stämningen förbättrades en aning mot slutet av året kunde SKAGEN Kon-Tiki notera en nedgång på 25 procent under sitt första levnadsår. Av det ursprungliga fondkapitalet på runt 500 miljoner norska kronor återstod bara 250 miljoner när året var till ända.

Värst blev utvecklingen i råvarulandet Brasilien, som annars hade sett ut att ha konjunkturen på sin sida. Efter valet 2002 kom fackföreningsledaren Lula da Silva till makten, något som inte direkt fick investerarna att trycka på köpknappen.

Kombinationen av billiga företag och en pressad valuta gjorde att Kristoffer Stensrud kunde plocka åt sig kvalitetsföretag från den översta hyllan. Bolag som Petrobras, Eletrobras, Vale, Antofagasta och Unibanco tog plats i portföljen.

När rädslan släppte under 2003 fick SKAGEN Kon-Tikis andelsägare lön för sitt tålamod: fonden steg 75 procent medan tillväxtmarknadsindexet klättrade 29 procent. Fondens förvaltade kapital ökade från 250 miljoner norska kronor till 1,7 miljarder och antalet andelsägare mer än fördubblades till nästan 10 000.

Foto: Shutterstock

Den som väntar

Det händer inte ofta att vi hittar varaktiga vinnare bland de företag som ligger i täten på en ny marknad. Därför brukar vi satsa på den andra vågen, när marknaden hunnit mogna och pionjärerna inte längre mäktar med.

– Christian Jessen

Fallgropar för first movers
Historien visar att bara ett fåtal aktörer överlever i pionjärbranscher, och att det kan ta flera år innan man kan identifiera hållbara marknader med någorlunda säkerhet.

Fördelar för second movers
Konkurrenterna lär av pionjärernas erfarenheter. Det avgörande är att komma in när tekniken, randvillkoren och marknaden förbättras.

Historien visar att investerare bör vara försiktiga med att placera i nystartade företag i syfte att komma först till ett nytt segment eller marknad. Hör man dessutom *”This time it’s different”* finns all anledning att vara på sin vakt. Vad som krävs är en verklig värdering som tar hänsyn till både tidigare erfarenheter och situationsspecifika förhållanden. Ofta är chansen större att hitta bra investeringar bland ”fallna änglar” än i samtidens senaste och hetaste trender.

De forna favoriter som förlorat marknadens gunst faller ofta avgrundsdjupt när desillusionerade investerare kastar in handduken. Lösningen är att i rätt tid försöka fånga de förändringar i företaget som leder till en bättre vinstutveckling. Det handlar alltså om att hoppa på tåget när tekniken, förutsättningarna och marknaderna förbättras, innan andra investerare kommit över sin oro och sina dystra upplevelser.

Tro på innovatörer

Ofta har aktörer i näringslivet och på börserna en grundmurad tro på att de företag som bryter ny mark också blir långsiktiga vinnare. När banbrytande uppfinningar sätts i produktion före andra kan verksamheten räkna med en rejäl vinst många år framöver.

Det är fascinerande när en framgångsrik innovation omsätts i en livskraftig pionjärverksamhet och produkterna börjar saluföras. Näringslivsledare och press gillar den sortens berättelser. De vet ju att det krävs stenhårt arbete, initiativ och kreativitet för att slå igenom med något nytt.

Såväl aktieanalytiker som investerare måste lägga manken till för att få en överblick av möjligheterna i en ny bransch. Men potentialen finns där, för annars skulle företagen inte ta sig förbi startskedet och in på börsnoterade marknader.

Många aktieinvesterare slåss om företagen och fruktar att bli kvar på perrongen. Plötsligt har tåget gått, rakt in i framtiden. När så företagens kvartalsrapporter gör investerarna besvikna och tillväxtutsikterna bleknar börjar tillnyktrandet. Utan förvarning har en succé förvandlats till börsfiasko, med huvudvärk för investerarna.

Sunt förnuft

Låter historien bekant? Troligen. Solcellsindustrin är ett utmärkt exempel på hur SKAGEN fått möjlighet att samla på sig billiga företag i en sektor som alltjämt har medvind.

Hur kommer det sig då att vi lyckas med detta gång efter annan? Vi menar att många marknadsaktörer ser bakåt i stället för framåt och låter sig styras av känslor i alltför hög grad. Har man tidigare gjort stora förluster i ett företag eller en sektor ska det mycket till innan man ger sig ut på banan igen. Även professionella aktörer kan falla offer för känslorna på bekostnad av en mer nyanserad syn.

MOGNANDE TEKNIK

Vilka blir då vinnarna om det inte är de som kommer först till kvarnen? Ofta är det tvåan. Visst finns fördelar med att vara först ut på marknaden, en *”first mover”*. Dit hör att kunna binda upp kunderna utan att hindras av konkurrens, ett tekniskt försprång och den självförstärkande process som kommer av att ha användare och kunder. Men varaktiga vinnare blir de som först får en kritisk massa. Tänk bara på Google som sopade banan med Yahoo och Alta Vista.

Foto: Shutterstock

Solenergitekniken är visserligen avancerad men principen bakom den är både enkel och logisk. Urufolket, som redan före inkatiden levde på flytande öar i Titicacasjön, skapade sina unika boplatser för många hundra år sedan av försvarsskäl. Om de hotades kunde de flytta öarna till andra platser.

Den så kallade totoravassen används inte bara till att bygga öar, utan även till hus och båtar – och vissa delar av den äter man. I dag finns omkring 2 000 uruer, som lever under mycket enkla förhållanden.

Till de få moderniteterna hör en FM-radiostation som sänder från öarna – och på några av öarna kan man se solpaneler utanför vasshyddorna vilka ger tillräckligt med ström för en liten tv.

Vilka blir då vinnarna om det inte är de som kommer först till kvarnen? Ofta är det tvåan. Visst finns fördelar med att vara först ut på marknaden, en *”first mover”*. Dit hör att kunna binda upp kunderna utan att hindras av konkurrens, ett tekniskt försprång och den självförstärkande process som kommer av att ha användare och kunder. Men varaktiga vinnare blir de som först får en kritisk massa. Tänk bara på Google som sopade banan med Yahoo och Alta Vista.

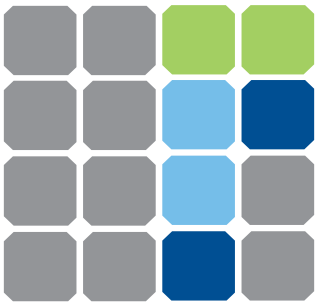
Singer och Hoover, pionjärer inom symaskiner och dammsugare, är exempel på bolag som visar fördelarna med att vara först på plan. Men de här företagen uppfann faktiskt inte produkterna, utan var först med lanseringen och en kommersiell framgång. De var alltså inte *”first movers”* utan *”second movers”*.

Fallgropar

Fallgroparna är många. Stora investeringar i teknik och innovation kan vara till fördel, men glädjen riskerar att bli kortvarig om konkurrenterna senare kan kopiera och producera till en lägre kostnad. Har man överskattat marknadens storlek kan verksamheten gå under av för höga utvecklingskostnader i förhållande till intäkterna.

Ett annat problem kan uppstå när ett visionärt företag lanserar innovativa produkter som är långt före sin tid. Konsumenterna behöver ofta tid för att ta till sig helt nya tekniker och i mellantiden hinner konkurrenterna lära av föregångarens erfarenheter. Elbilar är en sådan bransch, där många av de tidiga aktörerna, som Buddy och Think, tvingades ge upp. Vi överdriver nämligen lätt betydelsen av situationsspecifika förhållanden, samtidigt som vi undervärderar vikten av hur liknande situationer brukat utveckla sig över tiden.

Vi kan inte låta bli att nämna it-bubblan i slutet av 1990-talet. De tidiga internetföretagen framhöll vikten av att vara först i sitt segment, och investerarna gick i fällan, trots historiens lärdom om hur svårt det är att välja ut vinnare i tidiga faser på en ny marknad. Bil- och flygbranscherna är två andra belysande exempel från förra seklet. I efterhand visade det sig att bara några få aktörer klarade sig, och det tog många år innan man kunde identifiera bestående marknadsledare med någorlunda säkerhet. Livet som pionjär är verkligen ingen dans på rosor.



DEN RÄTTA MIXEN

Solen värmer våra aktiefonder

– Ole Søeberg

Många solenergiproducenter uppfyller SKAGENs kriterier på en god investering: de är impopulära bland aktieinvesterare efter ett kursras på 80 procent och lågt prissatta baserat på beräknad framtida vinst.

Solenergi håller snabbt på att bli världens billigaste energiform eftersom kostnaderna för att producera den sjunker i ett rasande tempo. Till och med det traditionella olje- och energibolaget BP räknar med att solenergi år 2020 kommer att utgöra cirka två procent av världens samlade energiproduktion, utan stöd från subventioner.

SKAGENs investeringsfilosofi är värdebaserad och bygger på sunt förnuft. Därför har vi nu valt att i viss mån frångå vårt vanliga tillvägagångssätt – där vi letar upp enskilda företag som är undervärderade – och i stället investera i flera företag i solenergisektorn. Investeringsidén grundar sig på att hela solcellsindustrin är missförstådd. Därför finns en poäng med att sprida risken genom att gå in i flera företag som alla har en stark konkurrensställning.

Norska REC, som under en tid var rena börskatastrofen, producerar polykristallint kisel till mycket låga kostnader, i likhet med koreanska OCI och kinesiska GCL. Vi bedömer att det inom just detta segment sker ett stort värdeskapande och att det finns en instegsbarriär som man inte hittar i branschen i övrigt. De tre företagen har en sammanlagd produktionskapacitet på 150 000 ton om året. Vi har även investerat i kinesiska Yngli, som tillverkar solcellsmoduler, och europeiska ABB, som bland annat tillverkar växelriktare för solcellsanläggningar och nästa generations ”smarta” elnät.

Polykristallint kisel framställs av sand. Förenklat innebär den traditionella produktionen att man hettar upp sand till 1 600 grader för att sedan filtrera den och rena kiselmaterialet. Med nya metoder kan detta dock göras vid 400 grader, vilket sänker produktionskostnaderna.

Utmaningar kvarstår

Det finns alltjämt flera utmaningar med att använda solenergi i ett traditionellt elnät som är konstruerat för stora produktionsenheter som kol- och kärnkraftsverk, från vilka elen distribueras till företag och hushåll via högspänningsnät och lokala nät. I glesbefolkade områden kan solen vara en bra energikälla dagtid, men det behövs el även om natten. Därför får vi troligen se en snabb utveckling på batterimarknaden parallellt med ökningen av sol- och vindenergi.

Det här är en trend som borde inge entusiasm, men de senaste årens kursutveckling för solenergiföretag har skrämt många investerare på flykten.

För tio år sedan byggdes solcellsanläggningar med hjälp av subventioner, vilka som bekant är en oberäknelig finansieringskälla eftersom de fastställs av politiker. Efterfrågan på kort sikt blev för hög och priset på råvaran polykristallint kisel sköt i höjden – från 50 dollar per kilo 2004 till 475 dollar i början av 2008. Produktionskostnaderna var på den tiden ungefär 35 dollar, så många nya producenter gav sig in på marknaden. Det pressade ner priserna, och fallet blev både hårt och kostsamt: många producenter tvingades kasta in handduken och botten gick ur aktiekurserna, med följden att dessa företag blev impopulära bland investerarna.

Men även om företagen är impopulära drar sig SKAGEN inte för att analysera deras räkenskaper och affärsplaner, och nu ser vi åter ”värdefickor”. I dag kan de effektivaste företagen tillverka ett kilo polykristallint kisel för runt 15 dollar, en nivå inte långt från marknadspriset på 20 dollar. Marknaden väntas växa med 45 procent fram till utgången av 2015 och ge ett jämviktspris på omkring 30 dollar. Något som bådar ganska gott för de effektivaste producenterna.

Bilindustrin växlar upp

Så skapar utbud och efterfrågan nya förutsättningar för bilindustrin i tillväxtmarknaderna.

– Knut Harald Nilsson

För tio år sedan var USA den dominerande bilmarknaden i världen, med närmare en tredjedel av den globala efterfrågan. Då skulle inte många, om ens någon, ha förutspått att Kina på bara sju år skulle passera USA. Det var just vad som skedde redan 2010.

Under tredje kvartalet 2013 svarade bilförsäljningen i tillväxtländerna för 52 procent av den globala fordonsförsäljningen, och framöver väntas den öka två, tre gånger snabbare än i utvecklade länder. Det är denna strukturella tillväxt som gör att bilföretagen hör till SKAGENs bästa investeringar någonsin.

Lokalisering och kundanpassning – nycklar till framgång

I många år har en av de viktigaste trenderna i bilbranschen varit att flytta produktionen till andra länder för att förkorta ledtiderna och, väl så viktigt, minska valutaexponeringen. I dag producerar alla globala tillverkare av originalutrustning (OEM) minst 60 procent av sina bilar utanför hemmamarknaden och några, som Honda, hela 80 procent. Hyundai Motor har inte utökat sin kapacitet på hemmamarknaden under de gångna 16 åren och lär knappast göra det de närmaste åren.

Både modellnamn och fordon måste anpassas till olika marknader. Exempelvis lyckades Chevrolet inget vidare med marknadsföringen av Nova i Central- och Sydamerika, eftersom ”No Va” betyder ”den går inte” på spanska. I skarp kontrast till Henry Fords vision om en enda svart T-modell vill köpare av exklusivare bilar i allt större utsträckning kunna välja färg, fälgar och klädsel. Det finns även en tydlig trend att kunderna, åtminstone när det gäller C-segmentet och större bilar, föredrar en nedskalad modell med fler utrustningsalternativ, vilket bidrar till klart ökande marginaler för OEM-tillverkare.

För 20 år sedan kunde utvecklingskostnaderna för en ny modell uppgå till 6 miljarder dollar. I dag utvecklar och lanserar biltillverkare nya modeller till en bråkdel av den tid och de kostnader som krävdes förr. Förklaringen är gemensamma plattformar. Under 2002 tillverkade Hyundai Motor 28 modeller på 22 plattformar medan företaget i fjol klarade av 40 modeller på bara sex plattformar. Dessutom har samarbetet mellan biltillverkare ökat väsentligt, även när det inte finns några ägarband. Det gäller i synnerhet inom motorteknik, där exempelvis BMW har samarbetat med både Toyota och PSA.

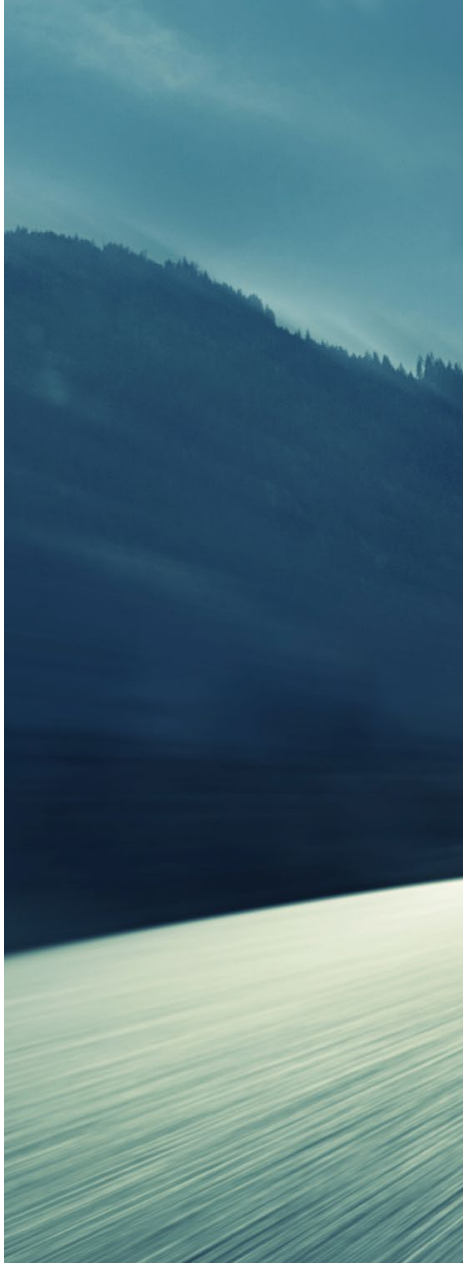
Lokaliseringen är också av stor vikt, och med gemensamma plattformar har detta blivit mycket billigare och enklare. BMW både bygger och säljer en förlängd version av sin 3-serie i Kina för att tillgodose efterfrågan på stora bilar. På liknande sätt inför nu Hyundai Motor en ny modell, Mista, som enbart tillverkas för den kinesiska marknaden. Ser vi västerut säljs inga kombimodeller i USA, och i större bilar finns inga motorer med runt 150 hästkrafter eller mindre. Annat är det i Norden där kombimodeller är mycket populära och ännu mindre motorer dominerar försäljningsstatistiken.

Missbedömd elfluga?

Alternativa bränslen är i ropet på vissa marknader. I Norge svarade elfordon för 12 procent av försäljningen i november, och hybrider stod för ytterligare 9 procent. Siffran skulle ha varit ännu högre om det inte varit för flaskhalsar i leveranskedjan.

Rusningen beror främst på att rena elbilar nu är skattebefriade i ett land där fordon med förbränningsmotorer beskattas med minst 100 procent, men det kan ändras. Tekniken kan visserligen vara miljövänlig att använda, men tillverkningen av batterier är mycket miljöfarlig. Dessutom kan förbrukningen av el i ett land leda till ökad kolanvändning i ett annat. Somliga studier har även funnit att dieselmotorer är mer skonsamma mot miljön.

Det är således inte säkert att elmotorer tar hem tekniktävlingen, och nu har också väte tagit upp kampen. Batteritekniken förbättras, men även traditionella motorer har utvecklats avsevärt. Utsläppen har minskat och enligt det amerikanska naturvårdsverket EPA har nya bilar



Tillväxtmarknad
På bara tio år har Kina gått om USA som den dominerande bilmarknaden i världen. Mer än hälften av världens bilförsäljning äger nu rum i tillväxtmarknaderna.

Foto: Daniel Brokstad

i USA blivit runt 20 procent bränslesnålare under de senaste åtta åren. Därför kan vi räkna med att förbränningsmotorer fortsatt kommer att användas i det stora flertalet fordon världen över under överskådlig tid.

Fem faktorer skapar tillväxt och lönsamhet i bilindustrin:

1. Differentierade produkter. En produkt med högre uppfattad kvalitet ger ökad prissättningsförmåga. Bra testomdömen och konkurrenskraftiga priser på andrahandsmarknaden är avgörande för företagen. Om marginalen är sex procent, vilket är genomsnittet i branschen, och det faktiska priset stiger med tre procent innebär det en vinstökning med 50 procent.
2. Förbättrad kundservice på områden som finansiering och garantier.
3. Högt eller högre kapacitetsutnyttjande eftersom fordonsbranschen har höga fasta kostnader. Om utnyttjandet ökar med en enda procentenhet kan rörelseresultatet förbättras med tre–fyra procent.
4. Positionering på tillväxtmarknader. Numera sker drygt halva den globala bilförsäljningen i tillväxtländer, så det är viktigt med en stark ställning för att upprätthålla en långsiktig tillväxt. Hela 83 procent av världens befolkning bor i dessa länder, där bilägarna är mycket få jämfört med utvecklade länder. Följaktligen är många av dessa marknader underpenetrerade.
5. Positionering inom tillväxtsegment. I Kina växer suv-försäljningen två, tre gånger snabbare än den övriga marknaden för passagerarfordon. Det beror dels på den låga penetrationen, dels på att kinesiska konsumenter vill ha stora bilar, särskilt när de ersätter sin första bil. Men generellt sett brukar småbilar sälja bäst på tillväxtmarknaderna och det är viktigt att ha ett konkurrenskraftigt erbjudande i segmentet.

I dag blickar alla OEM-tillverkare mot Kina. Den gigantiska kundkretsen lockar naturligtvis, men dessutom är lönsamheten per bil ovanligt hög jämfört med andra marknader, i synnerhet för

TILLVÄXT-LÄNDER

Under tredje kvartalet 2013 svarade bilförsäljningen i tillväxtländerna för 52 procent av den globala fordonsförsäljningen, och framöver väntas den öka två, tre gånger snabbare än i utvecklade länder. Det är denna strukturella tillväxt som gör att bilföretagen hör till SKAGENs bästa investeringar någonsin.

Tillväxtländer representerar idag 83 procent av världens befolkning, och potentialen kan illustreras genom att det fortfarande enbart är en liten del som äger ett fordon.

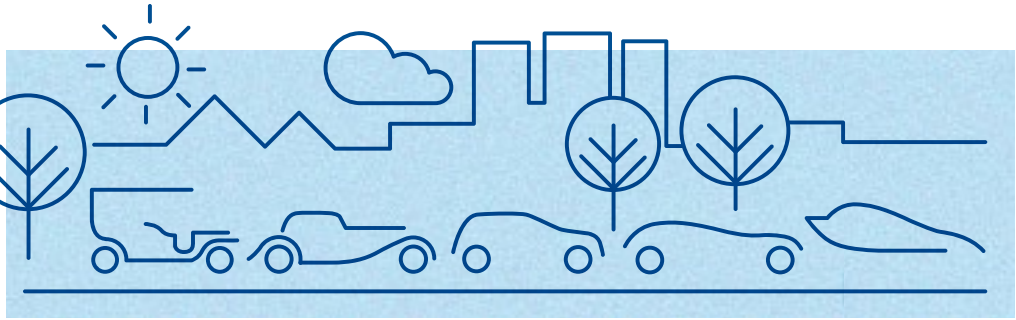
lyxbilar. Justerat för skatter är priserna på lyxbilar i Kina vanligen 10–15 procent högre än i Europa och 20–25 procent högre än i USA. Inte undra på att Audi, BMW och Mercedes storsatsar och att Kina, där väntelistan för lyxbilar är väsentligt kortare än i utvecklade länder, körde om USA och blev BMW:s största marknad 2013.

Bästa investeringen någonsin

Amerikanska konsumenter brukar höra till de mest prismedvetna i världen. Ett företag som får bra testresultat och skapar sig ett namn som borgar för kvalitet, service och tillförlitlighet har goda möjligheter att lyckas i USA, och om det lyckas där kan det säkert klara sig fint på annat håll. När vi köpte Hyundai Motor i maj 2009 berodde det delvis på företagets framgångar i USA, där dess marknadsandel hade ökat från 1,4 procent 2000 till 4,5 procent i början av 2008. Vi antog att marknadsandelen skulle öka på samma sätt i Europa, och det visade sig stämma: Den mer än fördubblades från 1,7 procent 2008 till 3,5 procent 2012.

Hyundai Motor är den bästa investeringen i Kon-Tikis historia mätt utifrån det absoluta bidraget om 499 miljoner euro fram till årsslutet. På andra plats finns Great Wall Motor, som gett 370 miljoner euro. Totalt sett har bilindustrin varit mycket lönsam för SKAGEN Kon-Tiki under de senaste fem åren. Under 2013 gav våra investeringar i branschen en avkastning om 473 miljoner euro, vilket motsvarar 40 procent av fondens värdeskapande.

Vi kan givetvis inte förutsäga precis vilken riktning bilindustrin kommer att ta, men vi kan räkna med att den till stor del påverkas av vad som sker i utvecklingsländerna. Vi bedömer att alla våra bilföretag har goda förutsättningar, på både framväxande och mogna marknader, att ligga kvar i det snabba körfältet och fortsätta ge våra kunder avkastning.



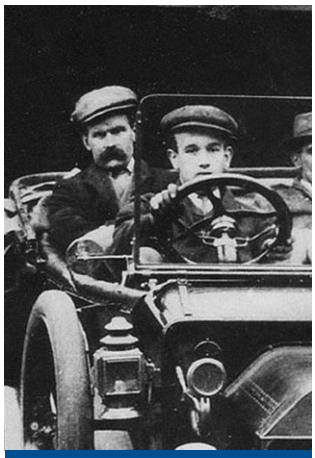


Foto: Shutterstock

HISTORIA

INFRASTRUKTUR

BILEVOLUTION

Teknikutvecklingen ger Continental skjuts

– Geir Tjetland

Continental har funnits med i SKAGEN Veksts portfölj sedan november 2011. Då sågs företaget främst som däcktillverkare, vilket gjorde att många investerare missbedömde och undervärderade det. Man tycktes inte vara medveten om Continentals möjligheter att dra nytta av den tekniska revolutionen inom bilindustrin, där säkerhet, miljö, information och ekonomi står i centrum.

Säkerhet: Continental har spetskompetens inom teknik och utrustning för fordonssäkerhet. Tack vare sitt stora utbud av aktiva och passiva säkerhetssystem är företaget på god väg mot sin nollvision för allvarliga trafikolyckor. Tekniskt sett är automatiserad körning nästa logiska steg i en utvecklingsprocess där förarstödssystem kopplas ihop med realtidsdata, förarinformation och körsystem. Som systemleverantör har Continental goda förutsättningar att utveckla lösningar för delvis automatiserade tillämpningar som kan börja produceras åt kunderna om några år. Vi räknar med att de första tillämpningarna för högautomatiserad körning ska vara klara 2020 och för helt automatiserad körning 2025.

Miljö: Continentals mål är att ytterligare reducera koldioxidutsläppen från motorfordon. Energi- och bränsleförbrukningen kan optimeras genom att minska motorstorleken med hjälp av avgasdrivna turbokompressorer och direktinsprutning. Elektrifiering av drivlinor med hybridkomponenter och elektrisk servostyrning, viktbesparande design och proaktiva förarstödssystem är andra miljösatsningar.

Information: Continentals motto *"Always on"* speglar förarnas ökade efterfrågan på informationshantering. Genom att föraren, passagerarna och fordonet kopplas upp mot infrastruktur, andra fordon och mobilutrustning kan föraren få relevant körinformation samtidigt som passagerarna förses med underhållning. Exempelvis används siktlinjesindikatorer, röstigenkänning och talsyntes.

Ekonomi: Efterfrågan ökar på mindre lågkostnadsbilar, inte bara i Asien och Latinamerika utan även i utvecklade länder. Den globala bilmarknaden förändras snabbt och billiga fordon väntas ha en global marknadsandel på 20 procent om ett par år. Definitionen av vad som anses överkomligt varierar med geografin: I Indien avses bilar för 2 000 euro, i Kina och Östeuropa 4 000 euro och i Västeuropa och Japan 10 000 euro. Continental har en skalbar produktportfölj för att tillgodose den växande marknaden för detta segment.

Continental sålde teknik och produkter för i snitt 300 euro till de 61 miljoner bilar som tillverkades i fjol, och i takt med att teknikdelen får allt större betydelse bör även intäkterna per bil öka. Bland annat utnyttjar Mercedes företagets teknik i sin nya S-klass till ett värde av rekordhöga 6 000 euro för varje bil.

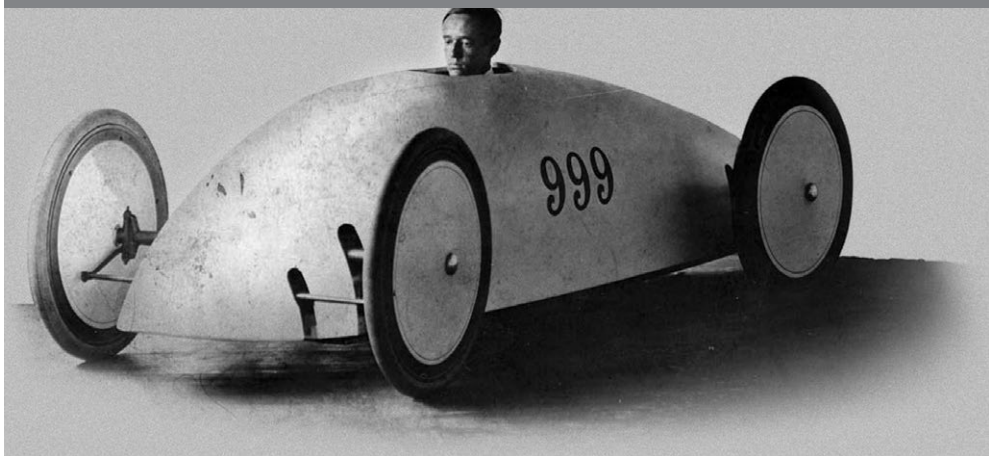
Framgångarna har gett Continentals aktiekurs en rejäl skjuts under 2013, med en uppgång på runt 80 procent mätt i euro. Vi tror på en fortsatt god utveckling, eftersom företaget ska ses som en teknikleverantör och således förtjänar högre värderingsmultiplar.

BILENS ÅRHUNDRADE

Omvälvande

– Anna Marcus

Att tillverka bilar var till en början en långsam och dyrbar process, och få hade råd att äga en bil. Med Henry Fords löpande band-tillverkade fordon ändrades det. Det har påverkat städernas utseende och människornas beteende under mer än 100 år – med bilens spridning kunde fler bosätta sig långt från stadskärnorna och köra in till centrum. I USA växte ett motorvägsnätverk fram.



Foton: Toyota och Shutterstock.

Så formas framtidens bilar

När den första elbilen tillverkades under 1800-talet var det få som anade att den skulle återkomma över 100 år senare som ett framtidskoncept.

– Anna Marcus

I dag körs nio av tio bilar, bussar eller lastbilar på bensin eller diesel och trafiken står för en stor del av utsläppen av växthusgaser, som bidrar till klimatomställningen i världen. På många håll hör smog, trängsel och en överbelastad kollektivtrafik till vardagens bekymmer.

I Sverige beslutade regeringen redan 2008 att framtidens bilar ska vara oberoende av fossila bränslen när vi träder in i 2030.

Lösningen kan stavas elbilar drivna med bränsleceller: en teknik hämtad från rymdforskningen, där vätgas omvandlas till elenergi. Bilen släpper enbart ut vattenånga, så om vätgasen framställs med förnyelsebar energi belastas inte miljön. En sådan bil klarar idag 50 mils körning och kan komma att massproduceras från 2020.

– Men det behövs en omfattande infrastruktur om vi ska kunna använda tekniken i stor utsträckning, säger Bengt Dalström, informationschef för Toyota i Sverige. Det finns ett EU-beslut att bygga ut infrastrukturen och i till exempel Danmark och andra länder har man en ambitiös utrullningsplan.

Ägar- och förarlösa

De dyra batterierna gör det lönsamt att pressa vikten på elbilarna genom att använda till

Elbils-pionjärerna

Franske uppfinnaren Nicolas-Joseph Cugnot tillverkade 1769 den första ångdrivna bilen som kunde transportera en människa. Vagnen kunde dra 4 ton och kunde framföras med en hastighet av drygt 4 km/h. Fordonet hade två hjul bak och ett fram som också var drivhjul. Med hjälp av ånga från en panna som hängde framför vagnen drev en 2-cylindrig motor framhjulet.

I USA växte ett motorvägsnätverk fram. Med dagens hårdare miljöpolitik där man på sikt vill minimera användandet av fossila bränslen har elbilen kommit tillbaka på marknaden, och det starkt.

Lösningen kan stavas elbilar drivna med bränsleceller: en teknik hämtad från rymdforskningen, där vätgas omvandlas till elenergi.

exempel kolfiber och komposit i karossen och bärande delar, och även biobaserade material slår igenom stort. De nya materialen kommer troligen att ha störst inverkan på hur bilar kommer att formges i framtiden. Enligt Bengt Dalström är det dock inte designen som kommer att vara den stora skillnaden i framtiden:

– En sak är säker, säger han, om vi vaknar upp om många, många år kommer vi ändå att känna igen framtidens bilar som koncept. De grundläggande funktionerna åka, transportera, skydda sig mot väder och vind kommer att finnas kvar.

Förutom drivmedel och batterikapacitet är det som kommer att förändras mest sättet på vilket vi använder bilarna. Vi kommer troligen att ha ett fordon för längre transporter och resor, och ett för stadstrafik.

– Redan under de närmaste fem åren kommer det att på samma sätt som hyrcyklar gå att låna lättparkerade, eldrivna stadsfordon som till storleken är ungefär som en stor motorcykel. De kommer att gå runt 45 km i timmen och vara avgasfria.

En trend är också att ägandet minskar och att allt färre själva vill ta ansvar för besiktning, service, reparationer och parkering. Därför arbetar många bilföretag nu med bilpooler och hyrbilar. Bilen kommer i framtiden i allt högre grad att sköta sig själv – ett exempel på det senare är Googles uppmärksammade självkörande bil, som kartlägger omgivningen med en laserradar.

Även Volvo och Scania har planer på förarlös trafik, och Toyota har experimenterat med förarlös kollektivtrafik sedan 2005. Förutom att man kommer att kunna ägna sig åt annat än själva bilkörningen kan tekniken minska antalet olyckor och belastningen på miljön genom att trafikrytmen blir jämnare.

Smutsig och bullrig

Redan runt förra sekelskiftet lyftes elmotorn fram som ett bättre alternativ till förbränningsmotorn, som ansågs både smutsig och bullrig. Den första eldrivna bilen tillskrivs flera olika europeiska innovatörer under 1800-talets första hälft, men den som gjorde den känd i en vidare krets var den teknikintresserade Abdul Hamid II, sultan av det Ottomanska riket.

1888 kunde sultanen läsa om den tysk-brittiske ingenjören Magnus Volks uppfinning – som hade en hästkraft – och blev så begeistrad att han genast beställde en egen. ”Vi behöver inte diskutera priset. Skicka vagnen så snart som möjligt”, lär han ha telegraferat. Ryktet om sultanens beställning ökade intresset stort för elbilar i Europa.

Tunga blybatterier och kort räckvidd gjorde dock att eldriften konkurrerades ut i takt med att förbränningsmotorn utvecklades.

Även idag är den största utmaningen för elbilstillverkare just batterikapaciteten. För att göra elbilen konkurrenskraftig krävs stora batterier, som i sin tur kräver stort utrymme och gör bilarna mer energikrävande. Men med ökad fokus på miljön och bred forskning på ny batteriteknik är bilindustrin sedan några år överens om att eldrift är framtiden.

– 2030 har vi sannolikt batterier som kan lagra mer. Hundratals forskare i världen arbetar med det nu, säger Bengt Dalström.

Kallelse till bolagsstämma i SKAGEN AS

Vi hälsar andelsägare i SKAGEN Fonder välkomna till bolagsstämma för SKAGEN AS i Stavanger Konserthus den 5 mars kl. 18:00.

Stämman kommer att sändas på vår norska webbplats www.skagenfondene.no.

Dagordning:

1. Val av mötesordförande och två andelsägare för att justera protokollen - beslutspunkt.
2. Styrelsens årsberättelse - orienteringspunkt.
3. Revisionsberättelse - orienteringspunkt.
4. Val av två styrelseledamöter för SKAGEN AS - beslutspunkt.
5. Val av en suppleant till styrelsen i SKAGEN AS - beslutspunkt.
6. Val av två ledamöter valberedningen - beslutspunkt.
7. Insända frågor från andelsägarna - beslutspunkt.

Valberedningen föreslår att Yuhong Jin Hermansen återväljs som andelsägarvald ledamot med mandat fram till 2016. Valberedningen föreslår även att Per Gustav Blom återväljs som andelsägarvald ledamot med mandat fram till 2016, samt att Martin Petersson återväljs som andelsägarvald suppleant med mandat fram till 2015.

Styrelsen föreslår Per Olof Höglund som ny ledamot i valberedningen fram till 2017 efter avgående ledamot Ola Lauritzson. Styrelsen föreslår även Barbro Johansson som ny ledamot i valberedningen med varaktighet till 2016 efter Mette Lundh Haakestad vars treåriga mandatperiod nu är slut.

Förhandsröstning

Andelsägare kan enkelt förhandsrösta genom att skicka e-post till legal@skagenfondene.no eller brev till SKAGEN AS, Postboks 160, N- 4001 Stavanger. Förhandsrösten måste vara SKAGEN tillhanda senast den 28 februari. Har du förhandsröstat är det inte nödvändigt att registrera dig vid ankomst.

För mer information, kontakta kundservice på telefon 0200-11 22 60. Sista anmälningsdag är den 28 februari. Mötet är öppet för alla, och vi serverar mat och dryck i Stavangers Konserthus.

Behållningen per den 28 februari är avgörande för antal röster. Vid omröstningen justeras röstlängden så att andelsägare med lika marknadsvärde får lika antal röster. Andelsägare kan rösta genom ombud. Godkänd fullmaktsblankett finns på www.skagenfondene.no. Du kan även kontakta kundservice på telefon 0200-11 22 60. Kom ihåg att ta med legitimation och eventuellt registreringsbevis till mötet.

Andelsägare har rätt att få en fråga behandlad, som lämnats skriftligen till styrelsen en vecka före årsstämman. Årsstämman kan inte fatta beslut som rör fonderna eller förvaltningsbolaget.

Fondsamtal

Efter den formella delen av mötet kommer investeringsdirektör Harald Espedal berätta om utsikterna framöver. Därefter blir det fondsamtal med portföljförvaltare och investeringsdirektören. Andelsägarna får möjlighet att ställa frågor.

Med vänlig hälsning
Styrelsen i SKAGEN AS

Martin Gjelsvik
Ordförande

Foton: CARF

Foto: CARF

Kolibri: Många av de barn som växer upp i favelan i São Paulo har aldrig varit utanför staden. I Kolibri Egget Itanhaém får de se havet och lära sig om bland annat regnskogen. Pojkarna på bilden besökte centret under skollovet och inspirerades att dekorera sig med färgad lera och material från skogen. **www.kolibricarf.no**

Foto: SOS-Barnbyar

Foto: CARF

För barn och unga

Samarbetet med Läkare utan gränser, SOS Barnbyar och Kolibri – Children at Risk Foundation har lärt oss hur värdefullt det är att söka efter det som är undervärderat, underanalyserat och impopulärt.

Samarbetet med de tre organisationerna lär oss mycket, till exempel att medicinsk hjälp till Afrika inte har särskilt högt anseende. Läkare utan gränser kallar det De glömda kriserna. Barn, unga och deras familjer har kanske också vuxit upp med fattigdom, drogproblem och kriminalitet. Gemensamt för våra tre samarbetspartner är att de arbetar inom områden eller med teman som är impopulära, underanalyserade och undervärderade. Kännetecknande är också deras glödande engagemang.

– Det har ett värde i sig att bidra till medicinsk nödhjälp, trygga hem för barn vars föräldrar inte kan ta hand om dem, och att ge barn som lever i fattigdom förutsättningar för ett värdigt liv, säger Margrethe Vika, SKAGENs kommunikationschef i Norge.

Förlänger samarbetet

Under 2013 förlängde vi samarbetet med organisationerna och sammanlagt 7 miljoner norska kronor som fördelas till olika projekt: Läkare utan gränser har öronmärkt medlen för att arbeta i Sierra Leone och Niger. SOS barnbyar kommer att använda pengarna i ryska Pskov. Kolibris projekt i Brasilien stärker utbudet för barn och unga, bland annat lov- och rekreationscentret Kolibri Egg Itanhaém, som öppnades 2010. Alla medel kommer från förvaltningsbolaget SKAGEN AS, med andra ord inte från andelsägarnas avkastning.

Sedan 2006 har SKAGEN samarbetat med dessa tre organisationer. Under åren har 60 miljoner norska kronor använts för barn och unga, bland annat i favelan utanför São Paulo i Brasilien, i Östeuropa och för medicinsk nödhjälp och mor/barn-program i Afrika via Läkare utan gränser.

SOS Barnbyar
Ett långvarigt samarbete har lett till en gåva på två miljoner norska kronor till barnbyn i Pskov i Ryssland.
www.sos-barnbyar.se

Läkare utan gränser
SKAGENs bidrag till Läkare utan gränser är öronmärkt för projekt i Sierra Leone och Niger. Hjälporganisationerna kallar dem ”de glömda kriserna”.
www.lakareutangranser.se

Därför hittar vissa möjligheter som andra inte ser

Åter har frågan aktualiserats om det går att slå genomsnittsutvecklingen på aktiemarknaden över tid. Från SKAGENs håll menar vi att svaret tveklöst är ja. Visst går det.

– Michael Metzler

AKTIV VS PASSIV

Det var i november 2013 som en dagstidning granskade en av storbankernas fondutbud. Granskningen visade att ett antal fonder marknadsförts som aktivt förvaltade – men att i praktiken hade kunderna istället fått något som mer eller mindre motsvarade så kallad indexförvaltning, som brukar vara förknippad med lägre avgifter. Dessutom hade storbanksfonderna i fråga bara slagit börsutvecklingen under ett år av tio.

Dessa avslöjanden ledde i sin tur till uttalanden från finansmarknadsminister Peter Norman som menade att myndigheterna bör utreda det som skett (Finansinspektionen och Konsumentverket har därefter inlett undersökningar).

Så, vad har det här med SKAGEN att göra?

Granskningarna har åter startat debatten om svårigheterna att över tid skapa en avkastning som är högre än den genomsnittliga börsutvecklingen. Just Sveriges finansmarknadsminister Peter Norman, tidigare vd för statliga Sjunde AP-fonden, är en känd kritiker av aktiv förvaltning och har en lång historia av att lyfta fram fördelarna med passiv indexförvaltning – det vill säga fondförvaltning som replikerar den genomsnittliga utvecklingen på börsen.

Svårt att lyckas

SKAGEN är en aktiv förvaltare och vi har därmed som mål att prestera bättre än genomsnittsavkastningen. Vad är då bäst – aktiv eller passiv förvaltning?

Det ligger självklart något i kritiken att det är svårt att slå snittavkastningen. En amerikansk undersökning som togs upp i SVT:s Uppdrag Granskning i januari 2008 visade att 86 procent av alla breda aktiefonder gått sämre än genomsnittet.

I samma program redovisades resultatet av en svensk undersökning av hur de 100 största fonderna i Sverige presterat de senaste tio åren. Ingen av storbanksfonderna hade slagit index enligt Jonas Lindmark, analyschef på Morningstar, företaget bakom analysen.

Inte omöjligt att lyckas

Trots alla exempel på många fondförvaltares svårigheter att prestera bättre än genomsnittet finns det förvaltare och investerare som har lyckats. Investeraren Warren Buffett är ett lysande exempel. Genom det amerikanska investmentbolaget Berkshire Hathaway har han visat att det under flera decenniers verksamhet gått att skapa bättre avkastning än marknadsgenomsnittet.

Ett annat exempel är SKAGEN. Utöver vår relativt nystartade globala fastighetsfond har samtliga av SKAGENs aktiefonder slagit sina jämförelseindex sedan start. Det gemensamma för SKAGEN Fonder och en investerare som Warren Buffett är att båda tar utgångspunkt i värdebaserade investeringsfilosofier. Enkelt beskrivet går det ut på en strävan att skilja på en akties aktuella pris och dess egentliga värde – och investera i aktier när priset är lägre än det uppfattade egentliga värdet. Att undersöka och analysera ett aktiebolag är därmed en nyckel till SKAGENs framgång.

Hur förklarar då kritikerna av aktiv förvaltning att förvaltare som SKAGEN lyckats slå index? Åter till Uppdrag Granskning från 2008. I pro-

TUR ELLER SKICKLIGHET?

SKAGENs portföljförvaltare Kristoffer Stensrud har exempelvis missat att slå index ett år av 20 i de fonder han förvaltat sedan han var med och grundade SKAGEN 1993. SKAGEN Global har under närmare 17 års tid missat att slå index vid tre tillfällen, och kan uppvisa en genomsnittlig avkastning på över 12 procent mer per år än vad index kan uppvisa sedan fondstarten sommaren 1997 fram till januari 2014.

Redningsbælterne spændes, 1901. Av Michael Ancher, en av Skagenmålarna. Bilden tillhör Skagens Museum (beskuren/manipulation).

grammet intervjuades ekonomiprofessorn Harry Flam, som konstaterade att ”det är tur om man lyckats hitta en av de få fonder som går bra på lång sikt.”

Harry Flams svar stödjer teorierna om effektiva marknader som grundas i sannolikhetsläran. På en stor marknad med många investerare kommer det att slumpa sig så att vissa lyckas bättre än andra.

Om det slumpar sig att vissa i stort sett klarar att slå index år efter år, när kan man utesluta tur som förklaringsgrund? Den frågan ställde jag till Harry Flam för en av SKAGENs tidigare Marknadsrapporter. Han svarade: ”Grovt räknat sex år, det vill säga, det är osannolikt att med ren tur slå genomsnittet sju år i rad. Forskningen har ingen förklaring till att vissa fondförvaltare lyckas slå index under längre tid…”.

SKAGENs portföljförvaltare Kristoffer Stensrud har exempelvis missat att slå index ett år av 20 i de fonder han förvaltat sedan han var med och grundade SKAGEN 1993. SKAGEN Global har under närmare 17 års tid missat att slå index vid tre tillfällen, och kan uppvisa en genomsnittlig avkastning på över 12 procent mer per år än vad index kan uppvisa sedan fondstarten sommaren 1997 fram till januari 2014.

Vad är det då SKAGENs förvaltare gör för att lyckas? Utöver investeringsfilosofin finns det en rad saker som SKAGEN gör annorlunda. Här är ett urval:

- **Inget överdrivet köp-och-sälj-beteende**
  I jämförelse med branschen som helhet har SKAGENs portföljförvaltare en strävan att behålla en låg omsättningshastighet. Detta innebär att aktieinnehaven finns kvar i fonderna under långa perioder, ofta på flera år. Det kan jämföras med investerare i de 100 största amerikanska bolagen vars aktier i snitt endast ägs i cirka 100 dagar. Ett överdrivet köp-och-sälj-beteende skapar transaktionskostnader och kan påverka avkastningen negativt.
- **Delägarskap**
  I SKAGEN har portföljförvaltarna en stor del av det egna sparkapitalet investerat i de fonder de förvaltar, och därmed intressen som går hand i hand med kundernas. Flera analyser från fondutvärderaren Morningstar visar att det är ett framgångsrecept.
- **Få och globala fonder**
  SKAGEN har ”bara” fyra aktiefonder. Det ser vi som en styrka – att vi ytterst sällan startar fonder beror på vår specialisering på breda och globala fondmandat. Via globala fonder blir det möjligt för våra förvaltare att investera i företag oavsett var i världen de har sitt huvudkontor och oberoende av i vilken bransch de är aktiva i.

En avslutande tanke – att hålla en någorlunda bra branschbalans i aktivt förvaltade fonder kan vara nog för att slå index över tid. Betänk att förvaltare av passiva indexfonder måste investera i bolag oavsett om förvaltaren tycker att det finns risk att det är en bubbla de investerar i. Så, bara att undvika de mest uppblåsta luftslotten kan vara nog för att visa ett bättre resultat än genomsnittsavkastningen över tid.

NYC2014 – KRUGMAN, MOYO & ROGERS

NYC2014

Hör Krugman, Moyo och Rogers

För nionde året i rad hölls SKAGENs Nyårskonferens i Stockholm den 10 januari i år. Nu kan du se och höra talarna, bland andra Paul Krugman, Dambisa Moyo och Jim Rogers:

www.skagenfonder.se/nyar

Utsikter från SKAGENs nyårskonferens

I början av varje år samlas experter i SKAGENs regi för att utbyta åsikter, tankar och analyser kring den världsekonomiska utvecklingen och investeringsutsikter för det kommande året.

– Jonas A Eriksson

Närmare 350 personer närvarade vid SKAGEN Fonders nyårskonferens i Stockholm den 10 januari 2014. SKAGEN Fonders vd i Sverige, Per Wennberg, inledde med att berätta om SKAGENs resa under sitt första decennium i Sverige: där bolaget har gått från att ha varit en helt okänd aktör till att bli en av de största utländska fondförvaltarna i Sverige.

Bostadsbubbla i Sverige?

Paul Krugman fick Nobelpriset i ekonomi 2008 för sin forskning inom handelsteori. Han är också känd som författare till skarpa och ofta kontroversiella krönikor i New York Times.

Under konferensens gång målar Paul Krugman upp bilden av en världsekonomi som sakta håller på att återhämta sig efter finanskrisen 2008 - den värsta nedgången i sedan 1930-talet. Uppgången går långsamt och en ny ekonomisk istid i världen bör inte uteslutas. För att förhindra detta måste västvärldens centralbanker fortsätta med sin lågräntepolitik under lång tid framöver menar Paul Krugman, som även har med sig konkreta råd till svenska ekonomiska beslutsfattare.

- Det är troligt att Sverige har en husbubbla och hushållen är högt skuldsatta. Men det blir ännu värre om den svenska ekonomin skulle hamna i deflation. Därför behövs en aggressiv penning- och finanspolitik så att ekonomin inte drabbas för hårt om ekonomin spricker, säger Paul Krugman.

Aktier i tillväxtmarknader impopulära

SKAGENs aktieförvaltare Kristian Falnes, Knut Harald Nilsson och obligationsförvaltaren Torgeir Høien anslår en mer positiv syn på läget än Paul Krugman. De menar att 2013 var ett bra år för globala aktieinvesterare, men sämre för obligationsinvesterare, med en global börsuppgång på över 20 procent. Skillnaden i avkastning mellan aktier i utvecklade länder är dock stor. Aktier i tillväxtmarknader har blivit förhållandevis billiga, vilket skapar investeringsmöjligheter. Det finns dock skäl till varför aktier i tillväxtmarknader gått sämre menar Kristian Falnes och det är för att avkastningen på eget kapital blivit lägre. Därför är det viktigt för investerare att försöka sålla agnarna från vetet genom att köpa aktier i bra bolag till låga priser var i världen de än finns, istället för att köpa geografiska marknader eller branscher urskillningslöst.

Goda möjligheter i Europa

Chen Zhao, global chefsstrateg för det kanadensiska analysinstitutet Bank Credit Analyst, räknar med en börsuppgång för globala aktier på cirka 6 procent under 2014. Låga räntor, hyggliga konjunkturutsikter och en stimulerande penningpolitik talar för fortsatta börsuppgångar, trots ett mycket starkt 2013, menar Chen Zhao. Han tycker inte dagens aktievärderingar är låga, men heller inte bekymmersamt höga. I mogna aktiemarknader ser han störst potential i Japan och i europeiska krisländer som Spanien, Portugal och Italien. Allra störst potential ser han i skuldtyngda Grekland. De branscher Chen Zhao anser vara mest köpvärda är verkstad, it och finans. För tillväxtmarknader förutser Chen Zhao ett tufft år, men med vissa selektiva möjligheter.

Det var ett stort intresse för konferensen med representanter från ekonomi- och dagspress, tv och radio. Nobelpristagaren Paul Krugmans utspel om att den svenska penningpolitiken borde ändra inriktning fick Riksbanksföreträdare att anlägga moteld i den ekonomiska debatten.

Globalisering på retur?

Den zambiska ekonomen och bästsäljande författaren Dambisa Moyo ser att det finns en risk för ökad protektionism i världen. Hon har en bakgrund som betraktare av den globala ekonomin från den akademiska världen, Världsbanken och investmentbanken Goldman Sachs. Som styrelseledamot i flera globala bolag som Barclays Bank, den globala dryckestillverkaren SAB Miller och världens största guldproducent Barrick Gold, har Dambisa Moyo en unik inblick i hur det globala affärslivet fungerar. Hon menar att västvärlden har varit dålig på att ”sälja in sin modell” av liberal ekonomi och demokrati. Länder som Kina, som snabbt lyckats lyfta många människor ur armod till en hygglig välståndsnivå, ses alltmer som förebilder av många länder i exempelvis Afrika. Det är därför viktigt att västvärlden inte vänder andra länder ryggen genom att resa olika typer av handelshinder.

Arbetslösa aktiemäklare

Jim Rogers är en legendarisk investerare och råvaruexpert, som grundade hedgefonden Quantum Fund tillsammans med finansmannen George Soros i slutet på 1960-talet. Han tycker att jordbruksvaror för tillfället är attraktiva investeringar. Han pekar på att världen konsumerat mer än vad som producerats under det senaste decenniet vilket gjort att lagren är nära historiska bottennivåer. Istället har andra branscher, som finanssektorn, svällt. Medelåldern hos jordbrukare blir allt äldre och det är numera mångfalt fler i USA som läser PR på universitetsnivå än som studerar vid lantbrukshögskolor. Detta kommer dock ändras menar Jim Rogers som förutser bistra tider för människor sysselsatta i finansbranschen.

- Om ett till två decennier kommer dagens aktiemäklare att köra traktor medan jordbrukarna kommer att köra Lamborghinis, förutspår Jim Rogers skämtsamt.

MER OM SKAGEN FONDERS NYÅRSKONFERENS

För att se och lyssna på talarnas presentationer från nyårskonferensen, gå till www.skagenfonder.se/nyar. Där finns webbsändningar av samtliga de presentationer som gavs på SKAGENs nyårskonferens – även SKAGENs förvaltare Kristian Falnes, Ole Søberg och Torgeir Höien och författaren till boken ”Världens 99 bästa investerare”, Magnus Angenfelt, finns med på dessa webbsändningar.

Portföljförvaltarnas berättelse

Introduktion

› ETT BRA ÅR
för utvecklade marknader tack vare bättre världsekonomi, låga räntor och bra företagsresultat.

› HISTORISKT HÖG SKILLNAD
mellan investerarnas värdering av bolagens vinster i utvecklade marknader jämfört med tillväxtmarknaderna.

› FORTSATT UTRYMME,
för uppgång för aktiemarknaderna, i synnerhet för tillväxtmarknaderna – om nödvändiga strukturändringar äger rum.

Foto: Bloomberg

Högtflygande: Kinesiska fönsterputsare vid Shanghai World Financial Center i Pudongområdet i Shanghai. Under 2013 ökade skillnaderna mellan investerarnas värdering av bolagens vinster i utvecklade respektive tillväxtmarknader.

Historiskt stor skillnad

Ännu ett år som slutar på siffran tre gick i aktieägarnas tecken. Men bara för de som investerat i de utvecklade aktiemarknaderna. Skillnaden i avkastning mot tillväxtmarknaderna var historiskt stor.

Det stora temat i 2013 i de globala kapitalmarknaderna var investerarnas vilja att betala mer för aktier i utvecklade delar av världen, med USA, Europa och Japan i spetsen. Samtidigt som priset på aktier i tillväxtmarknaderna föll. Sällan har vi upplevt ett börsår med så små kurssvängningar.

För obligationsinvesterarna blev 2013 ett mycket svårare och mer turbulent år. En kraftig ränteuppgång under våren för långa statsobligationer i så kallade trygga hamnar, som USA och Tyskland, kan vara början på slutet av ett 30 år långt rally för sådana lånepapper.

Med fortsatt stor osäkerhet i världsekonomin framöver dyker det emellertid säkert upp goda möjligheter – under kortare perioder – att tjäna goda pengar även på ”säkra” statsobligationer.

Under året föll de långa räntorna stundtals kraftigt i det krisdrabbade euroområdet – till glädje för investerare som hade satsat pengar på att det värsta var över.

Fortsatt fallande riskpremier för ”high-yield” företagsobligationer ledde generellt sett till ännu ett bra år för de som lånade ut pengar till företag i den högsta änden av riskskalan.

Överdriven fruktan

Världsekonomin gick 2013 in i en mer stabil och balanserad fas än tidigare. En bättre amerikansk ekonomi och fortsatt relativt hög tillväxt i Kina stämde bra med terrängen. Fruktan för åtstramningspolitiken i de krisdrabbade länderna i Europa verkade vara överdriven.

Visserligen blev den globala tillväxten något svagare än vad som antagits, men viktigare var att katastrofrisken avtog, speciellt i Europa.

Företagen har överlag haft ett stenhårt fokus på att skära kostnader, vilket i en tid av svag omsättningsökning lett till stabila och något stigande vinster.

En världsekonomi i förbättring, låga räntor och hyfsade företagsresultat var tre nyckelfaktorer till ett mycket bra aktieår för de utvecklade marknaderna. Världsindex steg med hela 21,4 procent.

Tre fjärdedelar av avkastningen i de globala aktiemarknaderna kan tillskrivas ökade aktiepriser, eller multipelexpansion på fackspråk (högre P/E). Utdelningar och små vinstökningar stod för resten (se graf).

Trendbrott och gap

Medan vi under de tio åren mellan 2002 och 2012 upplevde en global konvergens i aktiepriser, bröts trenden under 2013. Vi såg stundtals betydande skillnader i prissättningen av aktier, både mellan sektorer och geografiska områden.

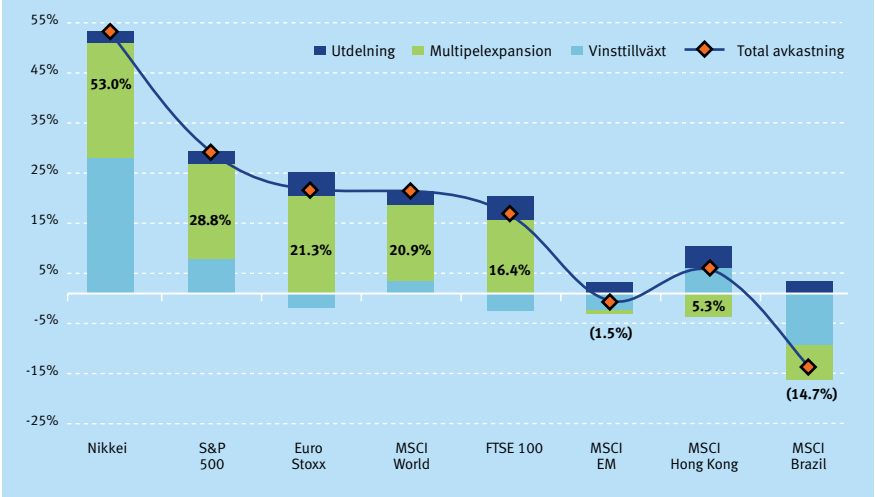
Företag med stabila vinster och hög direktavkastning var speciellt populära till sommaren. När de långa räntorna steg, föll emellertid dessa aktier. Prissättningen av sådana företag hade länge varit för hög för vår smak.

Medan aktieinvesterare i utvecklade marknader fick ett mycket bra år, fick de som satsade på tillväxtmarknader se sina investeringar falla i värde, mätt i dollar. Företagen blev billigare och aldrig förr har avkastningsgapet mellan utvecklade marknader och tillväxtmarknader varit större.

Medan utvecklade marknader prissätts i nivå med sitt historiska genomsnitt, handlas företagen i tillväxtmarknader med stor rabatt (se graf). Orsaken till rabatten i tillväxtmarknader kan förklaras med följande:

- Nedjusteringar av förväntningarna på den ekonomiska tillväxten, speciellt i Indien och Sydamerika.
- Bristande strukturella reformer och politisk oro har lett till att tron på den långsiktiga tillväxthistorien i denna del av världen har försvagats.

AVKASTNING GLOBALA AKTIEMARKNADER



Baserat på lokal valuta kan tre fjärdedelar av avkastningen i de globala aktiemarknaderna tillskrivas ökade priser på aktier, det vill säga multipelexpansion (högre P/E). Utdelning och lite vinsttillväxt stod för resten.

- Företagens avkastning på det egna kapitalet har de senaste åren varit fallande.

Rum för både tro och tvivel

2014 förväntar vi oss en viss förbättring i världsekonomin, först och främst driven av USA och Europa.

Fortsatt fallande inflation gör att deflation är ett större hot än inflation i de flesta länder. Globala räntor kommer därför fortsatt att vara låga, både i den korta och långa änden.

Företagsvinsterna förväntas öka, men inte så mycket att det finns anledning att ropa hurra.

Företagens finanser är solida och de har historiskt välfyllda kassakistor. Därför finns det anledning att tro att fusions- och förvärvsaktiviteten kommer att öka ytterligare. Dessutom kommer sannolikt företag som inte hittar investeringar som tillfredsställer avkastningskraven att öka sina utdelningar till aktieägarna.

Förutsättningen för fortsatt stigande aktiekurser är med andra ord på plats. I den uppgångsfas vi nu är inne i visar historien att prislappen på aktier ofta slutar väl över det historiska genomsnittet.

För oss är det emellertid alltid priset på de enskilda företagen som räknas, oavsett vilken väg marknaden tar. Det är därför betryggande att veta att våra aktiefonder prissätts med stora rabatter i förhållande till sina respektive jämförelseindex.

Dyrare aktier ger emellertid utrymme för såväl hopp som förtvivlan, och vi bör förvänta oss ökad volatilitet under 2014.

Den största riskfaktorn är ett kraftigt bakslag för världsekonomin, som skulle slå direkt på företagens vinster. Kraftiga ränteökningar som gör riskfria investeringar mer attraktiva, är också ett hot.

Trots att dessa hot inte helt kan uteslutas, ter sig inte faran överhängande för 2014.

– Harald Espedal
Verkställande direktör

I stort sett nöjda med våra fonder

Tre av våra globala aktiefonder hade en bra absolut avkastning under 2013. Överst på listan tronar SKAGEN Global A med 18,9 procent, något svagare än jämförelseindex 21,4.

SKAGEN Vekst A steg med 13,3 procent och såg sig slagen av sitt jämförelseindex med 3,3 procentenheter.

SKAGEN Kon-Tiki A slutade året med en värdeökning på 8,4 procent för 2013, hela 12,2 procentenheter före tillväxtmarknadsindex.

Vi skulle självklart gärna ha sett både SKAGEN Vekst och SKAGEN Global slå sina jämförelseindex. Men i ljuset av vår investeringsfilosofi- och process är vi ändå nöjda med resultaten.

I en aktiemarknad som blev allt mer selektiv, där företag som inte levererade straffades hårt, var de negativa bidragsgivarna i fonderna både få och små. Kursuppgångens bredd var stor och flertalet av företagen bidrog till resultatet.

Inte minst kom avkastningen av en kombination av generellt god vinsttillväxt i företagen och en omvärdering från mycket låga till mera moderata nivåer.

Företag vi bedömde som fullvärderade blev (som vanligt) ersatta med mer attraktiva alternativ, så att aktiefonderna vid utgången av 2013 kunde stå med prislappar nästan på samma nivå som vid början av året. Rabatten i förhållande till respektive jämförelseindex är betryggande stor.

Vår globala fastighetsfond SKAGEN m² hade ett svagt år. Avkastningen slutade på -5,3 procent, mot jämförelseindexets 1,5 procent. Exponeringen mot asiatiska länder som under sommaren och hösten drabbades av politisk oro samt försvagade valutakurser slog relativt hårt.

Obligationsfonden SKAGEN Tellus portföljförvaltare Torgeir Høien var medveten om risken för ökade långa statsobligationsräntor. Innan den kraftiga ränteuppgången som ägde rum i slutet av andra kvartalet hade han därför minskat portföljens löptid betydligt. Därmed undvek Tellus att gå på en kurssmäll. Avkastningen slutade på -1,0 procent, medan jämförelseindex slutade på -5,3 procent.

Sett i ljuset av lågräntеregimen kunde SKAGENs nästan riskfria svenska penningmarknadsfond SKAGEN Krona notera ännu ett bra år. Avkastningen i fonden uppgick till 2,3 procent vilket var klart över jämförelseindex 0,9 procent.

Skuld är inte att förakta

– Får jag låna din penna? Jag vill bara anteckna lite när jag läser den här artikeln.

Du får låna pennan, och har på så vis bidragit till att öka den samlade skuldnivån. Var det fel?

Finanskrisen har lett till att skuld nu ses som en styggelse. Hur ofta läser vi inte att skuldnivån har nått en viss nivå och att ett land är på fallrepet?

Fattiga länder har små skulder, rika länder har stora. Varför är det så? Viljan att bevilja krediter är beroende av tydliga regler för privat äganderätt och att människor litar på varandra. Det kräver rättsliga och sociala normer, som fattiga länder saknar. Kreditgivning är avgörande för välståndsutvecklingen och kanaliserar sparande till investeringar. Men allt sparande kan inte sluta som eget kapital. Ibland går det snett, och när det egna kapitalet försvinner får fordringsägarna ta smällen. Man lär sig dock av sina misstag och kan successivt komma fram till en bättre resursanvändning.

Offentlig skuld måste inte heller vara av ondo. Stater kan använda pengarna förnuftigt och utgifterna växlar med konjunkturen. Om man inte kan emittera skuld uppstår svängningar i skatter och avgifter, som då blir oförutsägbara. Men är inte euroskuldkrisen ett bevis på att offentliga skulder snabbt kan bli alldeles för stora? Självklart är det så. Den offentliga sektorn har inga kapitalägare som kan ta den första stöten; om statsfinanserna kollapsar drabbas fordringsägarna. Så vad är då för mycket offentlig skuld? När framtida intäkter inte räcker för att driva staten och betala skulderna. Och det i sin tur beror på hur mycket – och vad – politikerna spenderar pengar på, samt hur skatteunderlaget utvecklas.

I många länder har det varit nödvändigt att strama åt finanspolitiken. Utgifterna har skenat iväg och en alldeles för liten del använts till produktiva investeringar. Men ofta underskattas betydelsen av tillväxten i skatteunderlaget för de offentliga finanserna. Skatteunderlaget är den ekonomiska aktivitet som människor bidrar med. Med en växande ekonomi ökar skatteintäkterna snabbt utan skattehöjningar. Även ett blygsamt uppsving kan göra stor skillnad. Det har vi sett i USA. Där har man i viss mån dämpat ökningen av de offentliga utgifterna, men först och främst är det ökad ekonomisk aktivitet som har minskat underskottet på senare år. I år väntas ett överskott i primärbalansen, vilket betyder att staten inte behöver låna pengar för att finansiera sina utgifter och investeringar.

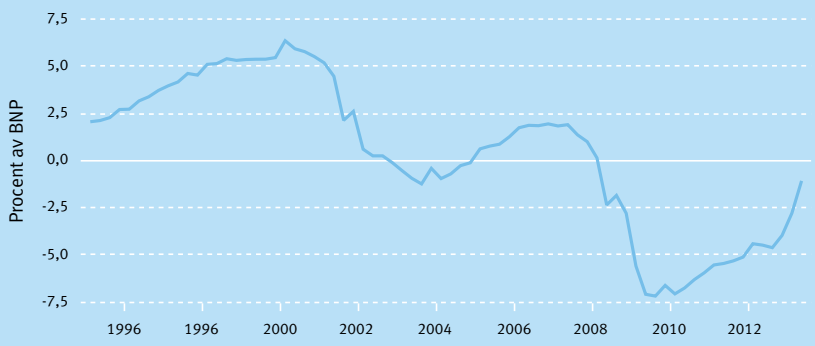
Det här är av stor betydelse – för obligationsinvesterare. Det betyder nämligen att risken för inflation på grund av att staten inte klarar av att betala sina skulder troligen är på väg att försvinna. ”Troligen” – eftersom utvecklingen i statsfinanserna är beroende av att ekonomin fortsätter att växa, och mycket tyder på det.

Även i euroområdet märks en politisk eftertänksamhet och det finns förutsättningar för mer hållbara statsfinanser framöver. Problemet är dock att det handlar om 18 olika länder, som vart och ett hanterar situationen på sitt eget sätt. Men genom den europeiska centralbanken är ländernas öden sammanflätade, och om ett land får hygglig fart på sin ekonomi kommer även de andra att gynnas. Euroområdet har minst lika goda chanser som USA att uppnå ett primäröverskott 2014.

Av de stora ekonomierna är det bara i Japan det kan sluta illa. Där är den offentliga sektorns skuld mycket hög. Även med riktigt låga räntor slukar räntebetalningarna en stor del av statens utgifter. Fastän ekonomin har börjat växa igen är det långt kvar till ett primäröverskott. Utgifterna växer för mycket.

Men inte heller i soluppgångens land är skuld i sig något problem. Japan som nation är inte slav under sina skulder, det är den japanska staten som är ute och cyklar. Politikerna i Tokyo har tagit sig an fler förpliktelser än de kan stå för. Så låna inte ut pennan till japanske premiärministern Shinzo Abe.

OFFENTLIG PRIMÄRBALANS I USA



Källa: Macrobond

– Torgeir Høien
Makroekonom
och portföljförvaltare

SKAGEN Vekst
En handplockad bukett

Børn og unge piger plukker blomster på en mark nord for Skagen, 1887.
Av Michael Ancher, en av Skagenmålarna. Bilden tillhör Skagens Museum (beskuren).

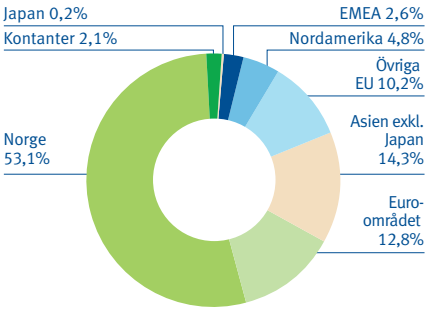
Portföljförvaltarnas berättelse
SKAGEN Vekst

› Omplaceringar och färre aktier i portföljen sedan 2012 har börjat ge resultat.

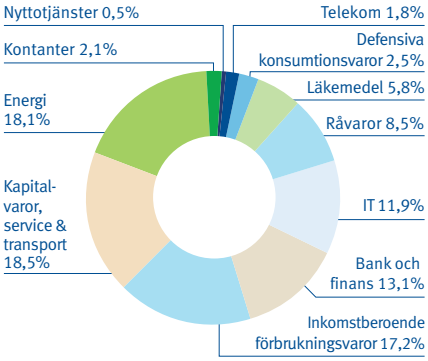
› De statistiskt förväntade kurssvängningarna är mindre i SKAGEN Vekst än för marknaden i övrigt.

› Vi tror på en fortsatt uppgång. Vi går in i 2014 med lågt värderade och väl positionerade bolag. Det ger goda möjligheter för en god absolutavkastning.

GEOGRAFISK FÖRDELNING (avrundat)



BRANSCHFÖRDELNING (avrundat)



Fondens startdatum	1 december 1993
Avkastning sedan start	1 397%
Genomsnittlig avkastning per år	14,43%
Totalkostnad 2013	2,75%
Förvaltningskapital	8 521 miljoner SEK
Antal fondsparare	75 218

SKAGEN VEKST 2013 (MILJ. NOK)

DE FEM STÖRSTA POSITIVA BIDRAGSGIVARNA

Continental AG	229
Royal Caribbean Cruises Ltd	205
Samsung Electronics Co Ltd Pref	140
Danske Bank A/S	87
Hexagon Composites ASA	79

DE FEM STÖRSTA NEGATIVA BIDRAGSGIVARNA

Agrinos AS	-26
Electromagnetic Geoservices AS	-26
Marine Accurate Well ASA	-26
AirAsia Bhd	-23
Eurasian Natural Resources Corp Plc	-19

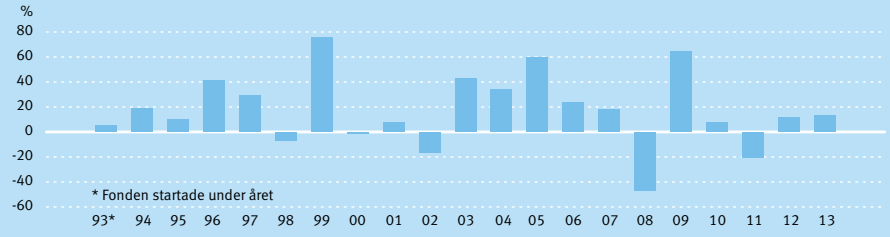
5 STÖRSTA KÖP

Kia Motors Corporation	193
Sberbank of Russia Pref	174
Norsk Hydro ASA	170
Statoil ASA	118
AirAsia Bhd	90

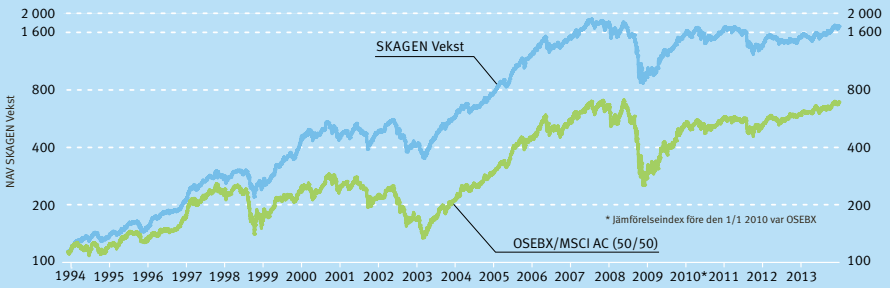
5 STÖRSTA FÖRSÄLJNINGAR

Baker Hughes Inc	-174
Akzo Nobel NV	-159
Cermaq ASA	-114
Sistema Jsfc GDR	-106
Transocean Ltd	-91

AVKASTNING PER ÅR



HISTORISK KURSUTVECKLING



SKAGEN Vekst
Portföljförvaltare
Geir Tjetland och Ole Søeberg.

Stark utveckling med låg risk

Det blev ett framgångsrikt år för andelsägarna med goda resultat från många välbekanta portföljföretag.

SKAGEN Vekst levererade en absolut avkastning på 13,3 procent för 2013. Det var något lägre än vårt jämförelseindex, som steg 16,6 procent.

I synnerhet på Oslobörsen finns en mängd starka företag och branscher som historiskt sett har haft ganska kraftiga kurssvängningar och som kan väntas fluktuera även i framtiden. Eftersom dessa företag utgör en stor del av indexet svänger Oslobörsen generellt sett mer än många andra börser.

SKAGEN Vekst hade däremot lägre risk än marknaden som helhet under 2013, något som var ett resultat av vår investeringsfilosofi med fokus på de enskilda företagens absoluta avkastning och lågt värderade bolag.

Eftersom vi fäster stor vikt vid värderingen av de företag vi investerar i hade Vekst låg exponering mot amerikanska företag och minimal mot japanska. Den starka uppgången på dessa marknader var därför en viktig faktor bakom fondens relativa underavkastning. Vi undervärderade effekten av Abenomics, och de japanska företagen omvärderades kraftigt till följd av effekterna av en mer expansiv ekonomisk politik och att en svagare yen ökade konkurrensförmågan.

Skillnaderna mellan olika marknader är större nu än under de senaste åren, både som helhet och på företagsnivå. Hur ett enskilt företag presterar betyder mer för dess aktiekurs nu än tidigare. Positiva överraskningar och besvikelser får stort kursgenomslag, och det finns ett tydligare fokus på företagsvärden och värderingar. Vi ser många möjligheter för oss som investerare och ser fram emot att kunna ta vara på dem när vi nu går in i 2014 med en väl sammansatt portfölj.

Goda bidrag

Det största bidraget till fondens avkastning under året kom från Continental. Det tyska bil- och däckföretaget uppvärderades kraftigt när fler investerare insåg att Continental är så mycket mer än bara en däcktillverkare, och kurslyftet blev en bekräftelse på att vår investeringsanalys varit riktig. Efter en uppgång på 82 procent är prissättningen nu mer normal med hänsyn till verksamheten, men vi anser trots det att aktien fortsatt har potential.

Royal Caribbean Cruise var ett annat bolag i portföljen som bidrog fint till avkastningen. Såsom vi tidigare nämnt är orderboken för nya kryssningsfartyg extremt tunn inför de närmaste åren. Högre biljettpriser, ökad konsumtion ombord och god kostnadskontroll bådar också gott för kryssningsindustrin i allmänhet och RCL i synnerhet, eftersom företaget inte har haft samma operativa utmaningar som konkurrenten Carnival. Lägger man dessutom till det förväntade uppsvinget i resandet bland miljontals kineser som vill ut och se världen, ser vi goda utsikter för stora delar av turistindustrin framöver.

Samsung Electronics bidrog även under 2013 positivt till portföljen och aktien ter sig nu i början av 2014 billigare än någonsin. Preferensaktierna handlas i skrivande stund till fem gånger 2013 års vinst och 4,7 gånger 2014 års beräknade vinst.

Det gör det svårt att hitta ett företag med samma kvalitet och storlek som är lägre värderat. Samsung Electronics har levererat fantastisk avkastning sedan företaget kom in i portföljen strax före jul 1997. Sett till nyckeltalen har aktien hela tiden varit billig och kursutvecklingen

Foto: Continental

Bäst i klassen: Den tyska bil- och däcktillverkaren Continental blev årets bästa bidragsgivare i SKAGEN Vekst. Bolaget omvärderas kraftigt efter att investerarna fick upp ögonen för verksamheten.

har drivits av att vinsten per aktie ökat. Samsung Electronics förblir en tung post i SKAGEN Vekst portfölj också under det kommande året.

Små men naggande goda

Bland de mindre företagen finns en rad investeringar som har gett god avkastning, men som får betydligt mindre uppmärksamhet på grund av att den totala exponeringen är mycket lägre. Det bästa exemplet är Hexagon Composites.

Företagets kursuppgång beror främst på förväntningarna på det som kallas ”gasifieringen” på lastbilsmarknaden i USA. Företaget Lincoln, som är ett helägt dotterbolag till Hexagon, är den ledande tillverkaren av gastankar för lastbilar i USA. Låga gaspriser och – än viktigare – ett distributionsnät som gör att man kan köra från kust till kust på gas i USA gör att vi räknar med en enastående tillväxt på den här marknaden framöver. Aktien steg över 600 procent under 2013 och bidrog med 80 miljoner norska kronor i absolut avkastning till fonden.

Ett annat mindre företag i portföljen är DNO, ett Oslobaserat oljebolag vars värde till större delen utgörs av en ägarandel på 55 procent i Tawke-fältet i Kurdistan. SKAGEN Vekst gick in i DNO i februari med förväntningen om att företaget skulle uppvärderas när villkoren för oljeexport från Kurdistan via Turkiet förbättrades. Så skedde mycket riktigt mot slutet av 2013, och samtidigt skrevs siffran för de uppskattade reserverna på Tawke-fältet upp. Vid årets slut bedömde vi dock att en tids kraftiga kursuppgångar gjort att förhållandet mellan risk och avkastning i aktien försämrats så att vi inte längre fick tillräcklig kompensation för den politiska risken i Kurdistan. Vi valde därför att ta hem vår vinst efter en uppgång på drygt 100 procent.

Renewable Energy Corporation (REC) måste också nämnas bland de aktier som gett ett exceptionellt starkt bidrag till avkastningen. Visserligen blev det ingen kraftig prisuppgång på kisel under året, men omstruktureringen av företaget, avknoppningen av divisionen REC Solar och en stärkt balansräkning bidrog till en stark kursutveckling för båda REC-företagen.

I andra änden av spektrumet

Bland de företag som drog ned fondens avkastning finns Agrinos, Marine Accurate Well och EMGS. Dessa tre innehav kostade portföljen 26 miljoner norska kronor vardera. En gemensam nämnare är att alla tre har nya produkter/lösningar och en förhållandevis oprövad affärsmodell.

En rad bolag bidrog positivt men ökade mindre procentuellt än jämförelseindex: Norsk Hydro, Teva Pharmaceutical, Statoil, Royal Sun Insurance, SAP, Kongsberg

Gruppen och Olsen-tvillingarna Bonheur och Ganger Rolf.

Vi ökade fondens innehav i Norsk Hydro mot slutet av 2013 när Vale sålde sina aktier. Norsk Hydro är mycket lågt värderat, men går å andra sidan inte heller med vinst. Att sia om när aluminiumpriset ska börja stiga är svårt, men vad vi däremot vet är att Norsk Hydro är duktiga rent operativt och hör till de bästa i klassen när det gäller kostnader. Dessutom har företaget stora tillgångar inom kraftproduktion.

Vi ökade även innehavet i Statoil. Det finns ett allt tydligare fokus på värdeskapande hos både Statoil och andra oljejättar, och det kommer att leda till lägre investeringsnivåer och starkare kassaflöde och utdelningspotential. Det är en faktor som vi inte anser speglas i den aktuella prissättningen av Statoil och andra stora oljebolag. I december ökade vi även vår post i läkemedelsföretaget Teva. Skälet är att företaget är extremt lågt prissatt, även om intäkterna från MS-läkemedlet Copaxone gradvis kommer att minska under loppet av 2014 efter patentutgången. Företaget ser också ut att vara på väg att få en ny vd efter den senaste tidens turbulens. Förhoppningsvis ska Teva nu få tillräcklig ro för att kunna fortsätta utvecklas, samtidigt som kostnaderna skärs ner kraftigt.

Försäkringsbolaget RSA Insurance hade flera utmaningar i fjol, i synnerhet i form av stora förluster i den irländska delen av verksamheten. I en rapport från PwC nyligen bekräftas lyckligtvis att de oegentligheter som uppdagats i en revision på Irland inte gällde resten av koncernen.

Utvidgat mandat

2014 blir ett spännande år för SKAGEN Vekst. Vi har ändrat investeringsmandatet till 50/50 Norden/globalt från det tidigare 50/50 Norge/globalt. Det gör att vi som förvaltare får ett större investeringsunivers och inte minst att vi kan minska portföljens exponering mot olje- och energisektorn. Vid ingången av 2014 är drygt 50 procent av SKAGEN Vekst portfölj investerad i norska företag. Den norska dominansen kommer successivt att minska i takt med att vi hittar kvalitetsföretag som är tillräckligt billiga för att kunna ersätta våra befintliga innehav.

En annan god nyhet är att SKAGEN Vekst från årsskiftet har infört en så kallad *high watermark* och därmed förbättrat avgiftsstrukturen för andelsägarna.

Inför 2014 förväntar vi oss att våra företags vinster ska stiga med över 20 procent och att detta leder till stigande aktiekurser. Förväntningarna på tillväxten i den globala ekonomin blir alltmer positiva, och det bådar gott för cykliska branscher. Högre tillväxt kan dock samtidigt vara en risk eftersom obligationsräntorna på sikt kommer att stiga och aktier som tillgångsslag därmed blir mindre attraktiva. Det kan ge ett scenario som påminner om situationen för 20 år sedan, då de kraftiga kursuppgångarna under 1993 följdes av måttlig avkastning 1994, trots betydligt högre vinster i företagen.

I början av det nya året prissätts SKAGEN Vekst portfölj till drygt elva gånger vinsten, baserat på resultaten från det senaste året. Ser man i stället till företagens förväntade vinster för 2014 är priset på portföljen i stället knappt nio gånger vinsten. Skillnaden mellan de båda siffrorna visar att vi räknar med en stark vinstutveckling. Vi anser att vi befinner oss på goda nivåer.

Som jämförelse prissätts den breda marknaden (vårt jämförelseindex) till drygt 14 gånger vinsten 2014. Även om aktier generellt sett inte längre kan betraktas som billiga utan snarare som normalvärderade, ser vi det nya året an med optimism.

NYCKELTAL FÖR DE STÖRSTA INNEHAVEN I SKAGEN VEKST (PER 31 DEC 2013)

Företag	Postens storlek, %	Kurs	P/E 2013E	P/E 2014E	P/B senaste	Kursmål
Samsung Electronics	7,2	1 013 000	5,1	4,7	1,1	1 500 000
Royal Caribbean Cruises Ltd.	7,1	47	19,4	14,9	1,2	62
Continental AG	5,4	159	14,7	12,7	3,3	200
Norsk Hydro	4,7	27	36,1	20,1	0,8	42
Kongsberg Gruppen	4,7	128	13,1	12,4	2,3	160
Teva Pharamaceutical	4,1	40	8	8,6	1,4	52
Statoil	3,7	147	9,8	9,5	1,4	185
Norwegian Air Shuttle	3,4	188	17,1	7,4	2,3	340
Danske Bank A/S	3,3	124	15,9	10,4	0,9	175
SAP	3,2	62	18,6	16,6	4,6	95
Topp 10 vägt genomsnitt	**46,8**		**11,4**	**9,7**	**1,4**	**40%**
Topp 35 vägt genomsnitt	**84,3**		**11,3**	**8,8**	**1,4**	**48%**
Jämförelseindex (MSCI ACWI/OSEBX)			**14,7**	**12,8**	**1,8**	

P/E-talen kan skilja sig från andra källor, eftersom dessa är baserade på SKAGENs estimat.

SKAGEN Global
En värld full av möjligheter

Fra heden nord for Skagen, 1885. **Av P.S. Krøyer, en av Skagenmålarna.**
Bilden tillhör Skagens Museum (beskuren).

Portföljförvaltarnas berättelse

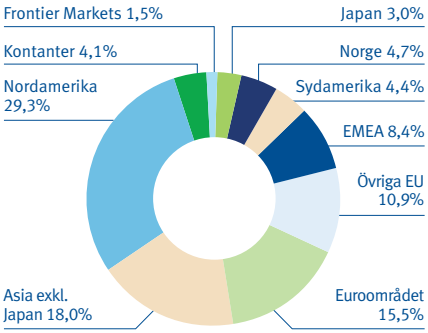
SKAGEN Global

› Dubbelt så hög exponering mot de svaga tillväxtmarknaderna än världsindex gör att vi er nöjda med avkastningen under 2013.

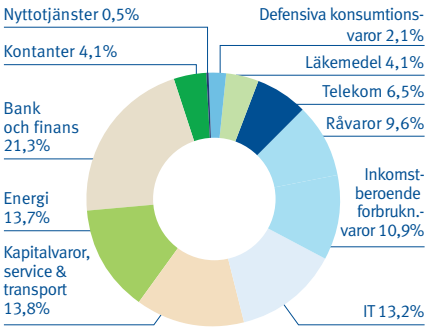
› Vi undvek stora negativa överraskningar på resultatfronten.

› Portföljen vid årets slut var nästan lika lågt prissatt som vid starten, genom att ha skiftat ut dyrare företag mot billigare.

GEOGRAFISK FÖRDELNING (avrundat)



BRANSCHFÖRDELNING (avrundat)



Fondens startdatum	7 augusti 1997
Avkastning sedan start	1 012%
Genomsnittlig avkastning per år	15,82%
Totalkostnad 2013	1%
Förvaltningskapital	49 472 miljoner SEK
Antal fondsparare	99 075

SKAGEN GLOBAL 2013 (MILJ. NOK)

DE FEM STÖRSTA POSITIVA BIDRAGSGIVARNA

Samsung Electronics Co Ltd Pref	882
Citigroup Inc	806
Tyco International Ltd	541
Renault SA	362
American International Group Inc	337

DE FEM STÖRSTA NEGATIVA BIDRAGSGIVARNA

Indosat Tbk PT	-100
Banco Do Estado Rio Grande Do Sul SA Pref	-73
State Bank of India	-63
Electromagnetic Geoservices AS	-53
Asya Katilim Bankasi AS	-50

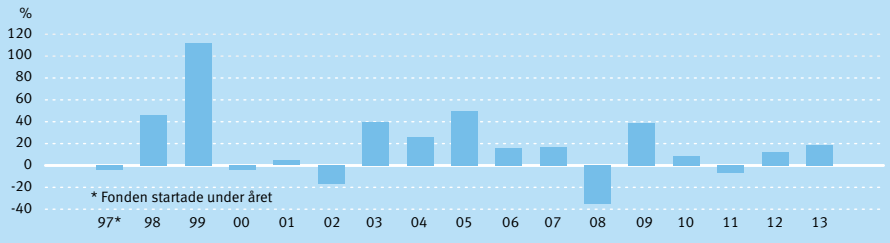
5 STÖRSTA KÖP

Nordea Bank AB	1 048
State Bank of India	491
Technip SA	466
Mosaic Co/The	362
Vale Sa Spons ADR	348

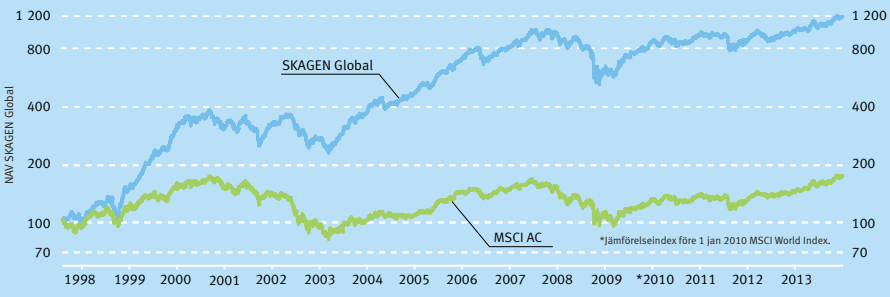
5 STÖRSTA FÖRSÄLJNINGAR

Svenska Cellulosa AB-B	-763
Oracle Corp	-743
Gjensidige Forsikring ASA	-484
TE Connectivity Ltd	-452
Pentair Inc	-400

AVKASTNING PER ÅR



HISTORISK KURSUTVECKLING



SKAGEN Global
Portföljförvaltare
Kristian Falnes, Søren Milo Christensen

Stark utveckling

Med en avkastning på 18,9 procent blev 2013 ett mycket bra år för SKAGEN Global absolut sett. Men självklart är vi inte nöjda med att bli slagna av världsindex med 2,5 procentenheter.

2013 är det tredje året sedan starten i augusti 1997 som SKAGEN Global avslutar med svagare avkastning än sitt jämförelseindex. Orsaken är att fonden i slutet av året hade 31 procent av tillgångarna investerade i bolag i världens tillväxtmarknader – mer än det dubbla jämfört med världsindex.

Medan världsindex steg med 21,4 procent backade tillväxtmarknadsindex med närmare fyra procent. Om vi ser till det historiskt stora gapet, och vår viktning, är vi nöjda med valen av företag.

Fondens avkastning var jämnt fördelad under året, även mellan sektorer och företag. Mer än hälften av företagen visade en värdeökning på över 30 procent.

Lyckligtvis handlas fonden med omkring 50 procents rabatt i förhållande till världsindex, baserat både på företagens vinster och bokfört eget kapital.

Dyrare på utvecklade marknader

En stor del av avkastningen på de utvecklade aktiemarknaderna kan relateras till att företagen blev dyrare i form av högre vinstmultiplar (P/E-tal). Bara en mindre del av kursuppgången berodde på högre vinster. På tillväxtmarknaderna, däremot, var bilden den motsatta.

Mot slutet av året nådde SKAGEN Global en ny högstanotering och alla fondens andelsägare kunde glädja sig åt kursuppgång på sina andelar.

Den långsiktiga avkastningshistoriken för SKAGEN Global är mycket god i såväl absoluta som relativa termer. Andelsägare som varit med sedan starten har fått en årlig genomsnittlig avkastning på 15,8 procent mot världsindex 3,2 procent.

Nästan lika billigt

Trots att fonden steg med 18,9 procent under 2013 var priset på företagens vinster (P/E) bara marginellt högre vid utgången av året än vid början av året. Det beror på att vi under året har sålt eller minskat posterna i de högst värderade företagen och tagit in lägre prissatta företag med större kurspotential.

Den förväntade framtida vinsttillväxten i företagen är drygt tio procent för 2014 vilket motsvarar nivån för ett år sedan.

Underskattat Gazprom

Oljepriset var relativt stabilt runt 105-110 dollar fatet under året. Våra energiaktier steg i linje med det amerikanska oljeserviceindexet. Baker Hughes och Weatherford var de bästa bidragsgivarna.

Gazprom, däremot, hade en ganska nedslående kursutveckling under 2013. Oron för lägre gaspriser i Europa menar vi är överdriven. Och tvärtemot vad de flesta hade väntat sig höll sig de europeiska gaspriserna på en hög nivå och förväntningarna på Gazproms vinster steg väsentligt under det andra halvåret.

En strålande kursuppgång för solenergiaktierna REC Silicon och REC Solar, båda nykomlingar i portföljen, bidrog fint till sektoravkastningen.

Vi fördubblade posten i ryska Surgutneftegas, som vi anser är klart undervärderat. In kom franska Technip som ett nytillskott, medan vi gick ur Nabor Industries och Noble.

Medvind för råvaror

Till skillnad från 2012 gav råvarusektorn ett bidrag som var över genomsnittet för fonden. Nykomlingar var det sydkoreanska kemikalieföretaget OCI och brasilianska gruvaktören Vale. I förhoppning om en konjunkturförbättring dubblade vi innehavet i Lundin Mining och Norsk Hydro.
Industrikonglomeratet Tyco International

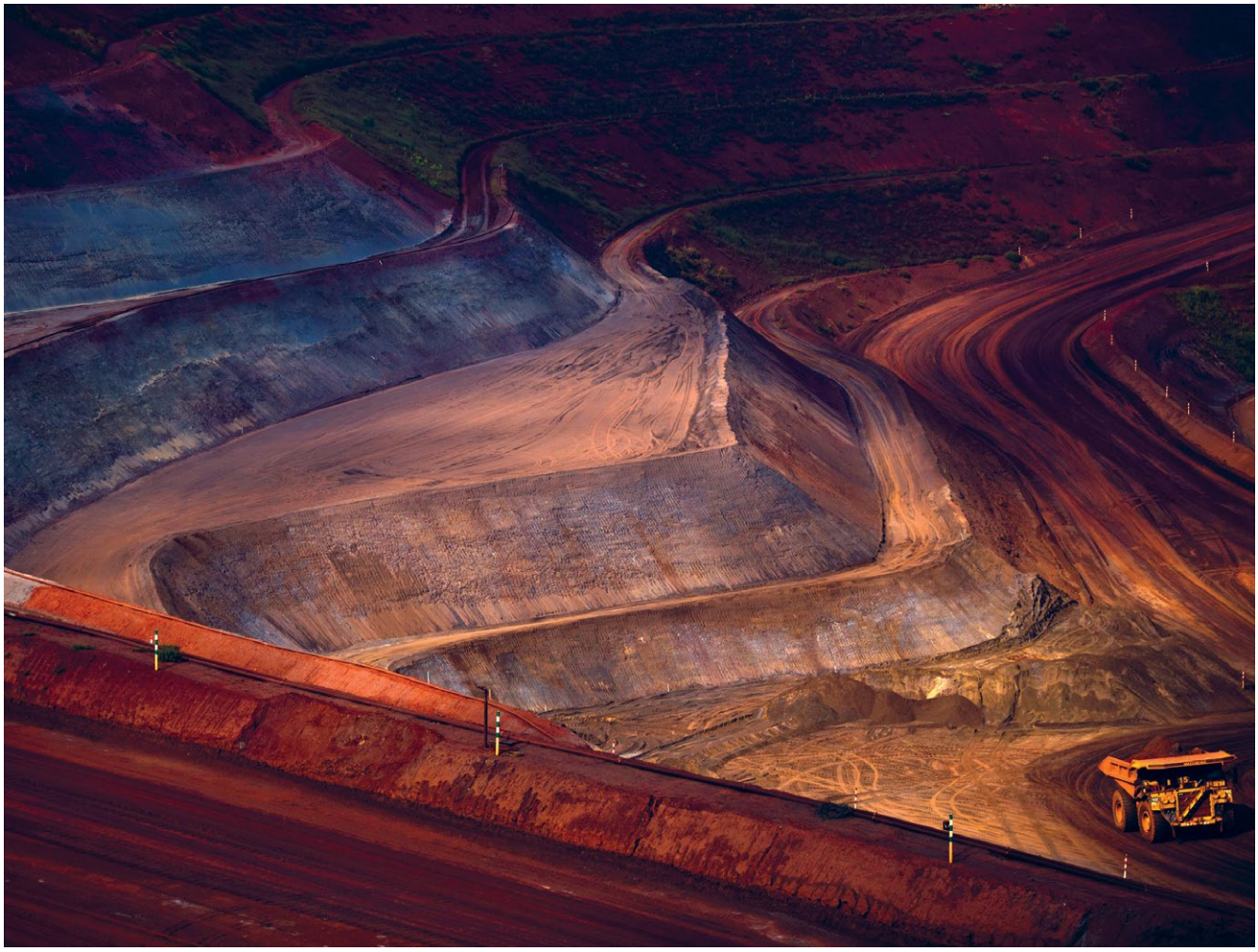


Foto: Bloomberg

Över snittet: Till skillnad från 2012 gav råvarusektorn ett bidrag som var över genomsnittet för fonden. Det brasilianska gruvbolaget Vale var en av nykomlingarna i portföljen.

delades upp i tre företag 2012. Vi sålde innehavet i ett av företagen, Pentair, och bantade posten i ADT Corp. Vi behöll ägandet i ”moderbolaget” Tyco International, som var en av fondens bästa bidragsgivare.

TE Connectivity och TRW Automotive, som är underleverantörer till bilindustrin, fick ett rejält kurslyft och båda såldes med god förtjänst.

Våra biltillverkare Renault, GM, Toyota Industries och Hyundai Motor tog sig alla in på fondens vinnarlista. Dessa företag var den främsta förklaringen till att cykliska konsumtionsvaror blev fondens bästa enskilda sektor, med en avkastning på över 45 procent mätt i svenska kronor. Ett annat positivt inslag var det ryska medieföretaget CTC Media, som visade en värdeökning på drygt 65 procent mätt i svenska kronor.

En utbredd skepsis på börserna i Brasilien och Indien gav oss tillfälle att köpa aktier till mycket attraktiva priser i den brasilianska bostadsbyggaren Gafisa och i indiska Tata Motors.

Mindre konsumtion och läkemedel

Sedan några av våra företag med stabila vinster blivit allt för populära och prislappen på deras framtida vinster fått SKAGEN-kalkylatorn att blinka rött, gjorde vi oss av med hela innehavet i amerikanska Pfizer och svenska SCA. Bägge har funnits i portföljen i åratal och bidragit starkt till avkastningen.

En utmaning under 2014 blir att hitta defensiva företag med fördelaktig värdering som ger gott skydd på nedsidan i en miljö med stigande obligationsräntor.

På bankfronten fick vi, precis som under 2012, bra betalt för investeringen i amerikanska Citigroup, AIG och Goldman Sachs. Sämre gick det för finansaktierna på tillväxtmarknaderna – Banrisul, State Bank of India, Sabanci och Bank Asya/Albaraka – som alla hamnade på förlorarlistan.

Vi investerade i Nordea Bank i samband med att den svenska staten sålde av sitt innehav. Förväntningar om högre avkastning på eget kapital framöver gjorde att vi bedömde att priset var intressant.

Stort tapp för irländskt dotterbolag

Sedan Gjensidige nått vårt kursmål och haft mycket god inverkan på förra årets resultat sålde vi de resterande aktierna i företaget, medan vi fördubblade posten i RSA Insurance Group. Ny i fonden var det norska livförsäkringsbolaget Storebrand.

RSA Insurance Group har hittills varit en stor besvikelse, främst på grund av en betydande nedgång för det irländska dotterbolaget. Flera gånger under hösten tvingades företaget skriva ned förväntningarna på framtida vinster. Ledningen fick gå och vi får vara beredda på en väsentligt lägre utdelning.

Eftersom RSA Insurance Group nu framstår som en uppköpskandidat, i synnerhet för aktörer som vill ha en position på den attraktiva skandinaviska marknaden för skadeförsäkring, behöll vi våra aktier.

Det tyska fastighetsbolaget GSW Immobilien köptes upp av konkurrenten Deutsche Wohnen till i vårt tycke hyggliga villkor. Vi räknar med att det sammanslagna företaget klarar av att genomföra kostnadssynergier som gynnar alla aktieägare. När det gäller bostadsmarknaden i Tyskland i allmänhet och Berlin i synnerhet talar mycket för att den senaste tidens goda prisutveckling fortsätter.

Dignande kassakistor

Samsung Electronics uppvisade en vinsttillväxt på hela 25 procent. Aktien steg dock bara med 20 procent, mätt i lokal valuta. 2013 tycks alltså varit ett år då Samsung Electronics-aktien värderades lågt i förhållande till vinsten.

Våra preferensaktier värderas nu i nivå med bokfört eget kapital. Trots allt mer dignande kassakistor lyckas Samsung Electronics förränta det egna kapitalet med runt 20 procent årligen. En mer investerarvänlig utdelningspolitik kan göra företaget populärare bland investerarna och leda till en välkommen omvärdering av aktien.

Ett företag som investerarna fick en ny och bättre syn på var börsgiganten Microsoft som rusade med hela 38 procent mätt i svenska kronor. På senare år har oron för hur mycket pc-försäljningen ska sjunka globalt styrt värderingen av Microsoft. Men nu riktas fokus i stället på företagets lovande utsikter inom programvara för företagsmarknaden. Andra faktorer bakom Microsoft-aktiens kurslyft var ledningsskiftet och en mer effektiv kapitalstruktur genom ökad utdelning och återköp av egna aktier.

Kombinationen av högre P/E-tal och risken för att kunderna går över till mer nätbaserade lösningar (moln) gjorde att vi halverade posten i det amerikanska mjukvaruföretaget Oracle.

Uppåt för Kinnevik och Vivendi

Vår exponering mot rysk telekommunikation genom investeringarna i Vimpelcom och Sistema gav god utdelning under 2013. Att dessa företag blivit mer populära har främst att göra med viljan att dela ut mer till aktieägarna.

Svenska Kinnevik, vars investeringar är värdemässigt koncentrerade till bland annat mobiltelefoni, var obestridd vinnare i sektorn och aktien stack iväg med hela 120 procent mätt i svenska kronor. En stor del av den fantastiska värdeökningen kan relateras till företagets satsningar på e-handelsportaler. Men prislappen på Kinnevik börjar bli svår att försvara, och vi mer än halverade vårt innehav.

Vår investeringshypotes om en renodling av bolagsstrukturen i franska Vivendi infriades. Aktiekursen steg betydligt samtidigt som konglomeratrabatten sjönk till en nivå där vi ansåg att det var klokt att sälja positionen.

Vi har behållit ett mindre innehav i 2012 års bottennapp, brasilianska Eletrobras. Företaget har alltjämt kapitalreserver för att uppfylla sin skyldighet att betala utdelning på våra preferensaktier. Vid årsskiftet speglade aktiekursen en direktavkastning i form av förväntad utdelning på 14 procent.

Inget varningsljus

Fastän värderingarna på de globala aktiemarknaderna för flera länder ligger runt eller över det historiska genomsnittet lyser inte varningslampan rött. Avgörande är förstås hur företagens vinster utvecklas framöver för kostnaderna kan inte pressas så mycket mer.

Fortsatta förbättringar i världsekonomin bör dock så småningom visa sig på den översta raden i form av ökad omsättning. I fjol var fallande riskpremier den största bidragsgivaren till god aktieutveckling. I år tror vi att motsvarande faktor blir vinstökningarna.

De 35 största investeringarna i SKAGEN Global, som utgör drygt 64 procent av fonden, värderas till 8,6 gånger den förväntade vinsten under 2014, och bara marginellt högre än bokfört eget kapital. Det bör begränsa nedsiderisken, samtidigt som det absolut finns förutsättningar för en god kursutveckling. En rabatt på 50 procent i förhållande till världsindexet bör också borga för en bättre relativ avkastning.

Aktieåret 2013 präglades av historiskt låga kurssvängningar. 2014 får vi vara beredda på ökad volatilitet.

NYCKELTAL FÖR DE STÖRSTA INNEHAVEN I SKAGEN GLOBAL (PER 31 DEC 2013)

Företag	Postens storlek, %	Kurs	P/E 2013E	P/E 2014E	P/B senaste	Kursmål
Samsung Electronics	7,6	1 013 000	5,1	4,5	1,1	1 500 000
Citigroup	5,7	52,1	11,3	9,8	0,8	75
Tyco International	3,1	41	19,2	16,1	3,7	45
Nordea	2,6	86,7	12,3	11	1,4	100
Gazprom	2,2	8,6	3	3,3	0,4	12
AIG	2,2	51,1	11,8	11,9	0,8	70
Akzo Nobel	2	56,3	19,7	16,7	2,4	60
China Unicom	2	11,6	19,9	14,2	1	17
Microsoft	2	37,4	14,1	12,8	3,8	40
Renault	1,9	58,5	11,9	6,8	0,7	80
Topp 10 vägt genomsnitt	**29,6**		**8**	**7,4**	**1**	**33%**
Topp 35 vägt genomsnitt	**64,3**		**9,7**	**8,6**	**1,1**	
Jämförelseindex (MSCI ACWI)			**16,9**	**14,4**	**2,1**	

P/E-talen kan skilja sig från andra källor, eftersom dessa är baserade på SKAGENs estimat.

SKAGEN Kon-Tiki
Visar kursen mot nya vatten

Skagen Rev Fyrskib, 1892. **Av Carl Locher, en av Skagenmålarna.**
Bilden tillhör Skagens Museum (beskuren).

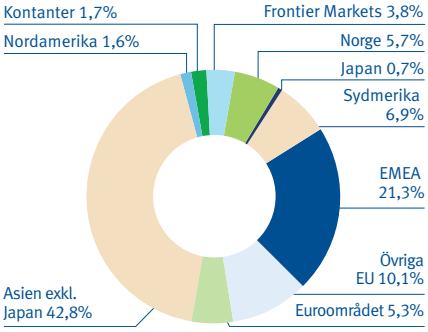
Portföljförvaltarnas berättelse
SKAGEN Kon-Tiki

› Under 2013 betydde vår *stockpicking* mer för avkastningen än vad vi sett på ett tag.

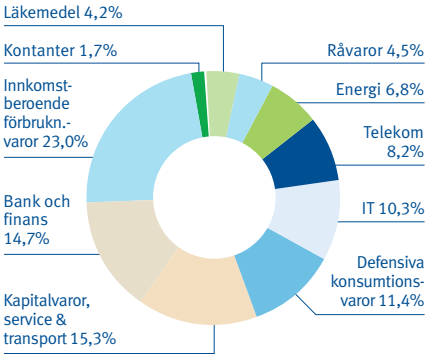
› Flera av våra kärninnehav gynnades av ökad konsumtion i hemmamarknaderna och en starkare global ställning.

› Tillväxtmarknaderna har inte varit blida mot investerare på senare tid. Men låga värderingar tyder på bättre tider framöver för tålmodiga investerare.

GEOGRAFISK FÖRDELNING (avrundat)



BRANSCHFÖRDELNING (avrundat)



Fondens startdatum	5 april 2002
Avkastning sedan start	458%
Genomsnittlig avkastning per år	15,76%
Totalkostnad 2013	3,27%
Förvaltningskapital	53 055 miljoner SEK
Antal fondsparare	86 803

SKAGEN KON-TIKI 2013 (MILJ. NOK)

DE FEM STÖRSTA POSITIVA BIDRAGSGIVARNA

Hyundai Motor Co Pref	2 459
Great Wall Motor Co Ltd	1 331
Samsung Electronics Co Ltd Pref	1 047
Sistema Jsfc GDR	967
AP Moeller - Maersk A/S	529

DE FEM STÖRSTA NEGATIVA BIDRAGSGIVARNA

Indosat Tbk PT	-326
State Bank of India	-308
Vale SA-Pref A	-260
Haci Omer Sabanci Holding AS	-251
Mafrig Alimentos Sa	-180

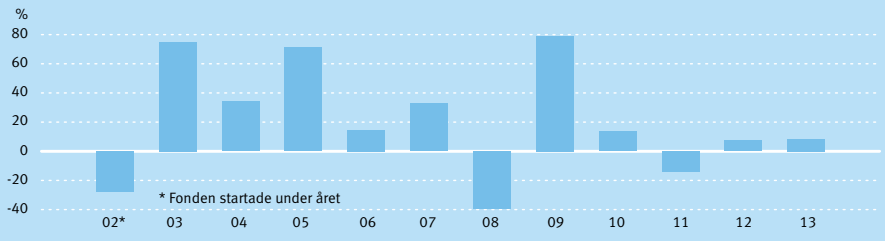
5 STÖRSTA KÖP

State Bank of India	789
Mafrig Alimentos Sa	509
X 5 Retail Group NV GDR	488
Kinnevik Investment AB-B	349
Raiffeisen Bank International AG	328

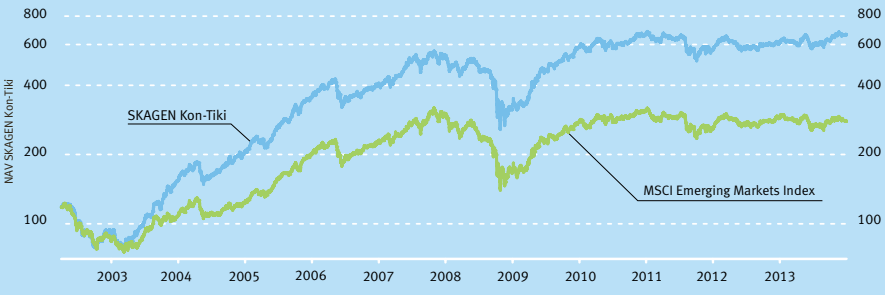
5 STÖRSTA FÖRSÄLJNINGAR

Baker Hughes Inc	-1 797
Hon Hai Precision Industry Co Ltd	-1 418
Hanmi Pharm Co Ltd	-636
HSBC Holdings PLC	-635
Great Wall Motor Co Ltd	-592

AVKASTNING PER ÅR



HISTORISK KURSUTVECKLING



SKAGEN KON-TIKI
Portföljförvaltare
Kristoffer Stensrud, Knut Harald Nilsson,
Cathrine Gether, Erik Landgraff och Hilde Jenssen

Investeringsfilosofin rider ut stormen i tillväxtmarknaderna

SKAGEN Kon-Tiki levererade starkt under 2013 medan turbulensen var stor i tillväxtmarknaderna. Sedan starten i april 2002 har fonden uppnått en årlig genomsnittlig avkastning på 15,8 procent, jämfört med 7,6 procent för tillväxtmarknadsindex.

Avtagande tillväxt, politiska oroligheter och fallande valutor bidrog till ett svagt år för tillväxtmarknaderna – som föll med -3,8 procent medan utvecklade marknader steg med 21,4 procent. Men trots att ett antal makrohändelser dominerade nyhetsflödet från tillväxtländerna betydde företagens utveckling mer för avkastningen under 2013 än vad vi sett under lång tid. I det klimatet gav vår investeringsfilosofi resultat, och vi slog vårt jämförelseindex med 12,2 procent.

Vi kan glatt konstatera att många av våra kärninnehav inte bara dragit nytta av fortsatt konsumtionstillväxt i sina hemmamarknader, utan också av att de stärkt sin globala position i både utvecklade och tillväxtmarknader. Företag som Samsung Electronics och Hyundai Motor är formidabla konkurrenter var de än befinner sig.

Vi håller obevekligen fast vid sökandet efter undervärderade bolag, och Kon-Tikis portfölj är fortfarande attraktivt värderad. Den handlas till ett P/E på 5,9 för 2014e och P/B på 1,2, medan tillväxtmarknadsindex motsvarande tal är 10,8 och 1,5. Även om vi inte kan förutse kortsiktiga resultat, tenderar sådana värderingar att på sikt ge en mycket tillfredsställande avkastning för tålmodiga investerare.

Minskat stöd och politisk oro

Tillväxtmarknadsbörserna inledde året med nolltillväxt och föll sedan successivt, för att i slutet av maj drabbas av en betydande nedgång. Oro över Federal Reserves planer på att minska stödköpen ledde till stora flöden från upplevt mer riskfyllda tillgångar såsom tillväxtmarknadsaktier, obligationer och valutor till förmån för så kallade säkrare tillflyktsorter i utvecklade länder. De svagare valutorna förvärrade nedgången i aktiekurserna, vilket drabbade flera stora tillväxtmarknadsbörser. Marknaderna återhämtade sig något under hösten men tillväxtmarknadsindex avslutade året med fyra procents nedgång.

Under året såg vi politisk oro i flera tillväxtmarknader. Taksim Gezi Park-demonstrationerna i Turkiet visade på den stora klyftan mellan en allt mer auktoritär och konservativ premiärminister och en yngre, mer progressiv del av befolkningen. Turkiet avslutade året med ännu mer turbulens, då ett antal uppmärksammade gripanden markerade vad som verkar vara en maktkamp mellan nyckelfraktioner i det turkiska samhället. Även i Brasilien och Thailand gav missnöje med den styrande klassen upphov till omfattande demonstrationer under året.

Ett år av divergens

2013 var också ett år av stora skillnader i tillväxtmarknaderna. Denna trend är inte förvånande, eftersom länder med etiketten Tillväxtmarknader skiljer sig avsevärt när det gäller utmaningar och möjligheter.

BRICS fick ett tufft år. Börserna i Brasilien, Ryssland, Indien, Kina och Sydafrika föll mellan -6 och -33 procent mätt i euro. Tillväxten har i allmänhet varit en besvikelse och det finns farhågor för att bristen på politiska och ekonomiska reformer kommer att göra det svårt för flera av dessa länder att återgå till tidigare tillväxttakt.

Flera av börserna i ASEAN-regionen gav också dåliga resultat. Kombinationen av höga värderingar i början av året och ett betydande underskott i bytesbalansen i till exempel i Indonesien, var en ganska giftig blandning.

Trots tillväxtmarknadernas dåliga resultat hade Frontier Markets ett starkt år, och

Foto: Bloomberg

Solenergi: Våra solenergibolag, med bland andra kinesiska Yingli Green Energy i spetsen, har dragit nytta av marknadens insikt att priset på solenergi nu är konkurrenskraftigt även utan subventioner på flera marknader.

marknader som Nigeria, Ghana, Kenya och Vietnam avslutade alla året betydligt bättre än de började.

From Korea with love

De bolag som bidragit mest positivt till avkastningen under året var Hyundai Motor, Great Wall Motor och Samsung Electronics. Vi är glada över att de idéer som vi varit så starkt övertygade om och i början av året grupperade i storleksordning enligt denna – betalade sig så bra.

I Hyundai Motor överträffade våra preferensaktier (+70 procent)* markant stamaktierna (+8 procent), vilket bekräftar vår tes att den lilla nackdelen med lägre likviditet som kommer av att inneha preferensaktier på intet sätt motiverar en rabatt på 50 eller till och med 70 procent. Kombinera detta med en ögonöppnande värdering av mindre än tre gånger vinsten för ett högkvalitativt bolag, och det är uppenbart att grunden till en bra investering var – och är – på plats.

Great Wall Motor fortsatte att öka kraftigt, 81 procent upp, och drog nytta av sin utmärkta position i det snabbväxande SUV-segmentet. Med stöd av storskalig och billig tillverkning i Kina och genom att öka den tekniska förfiningen, har Great Wall också en god chans att lyckas på exportmarknaderna. Under 2013 gynnades vår investering i Great Wall Motor även av en uppgradering av aktierna.

Samsung Electronics fortsatte sin framgång på smarttelefon-marknaden. Bolaget är fortfarande attraktivt värderat och fortsätter att göra sig gällande i ett antal andra segment och branscher. Precis som med Hyundai Motor innehar vi Samsungs preferensaktier (+19 procent), som överträffade stamaktien med nästan 30 procent.

Perceptionsförändringar

De nya innehav vi la till strax före eller under 2013 presterade också bra. För Kinnevik har vår tes att bolagets attraktiva tillgångar inom e-handel och andra onlinetjänster inte var helt inprisade, hittills fallit väl ut. Det svenska bolaget som grundades 1936 och som utvecklats till en ledande aktör inom internetbranschen är ett bra exempel på hur det kan ta tid för uppfattningar att förändras. Investerare som identifierar sådana förändringar före andra gynnas vanligtvis. Vår investering i Naspers, som levererade en mycket god avkastning under 2013, upp med 99 procent, är ett liknande exempel.

Våra solenergibolag, med Yingli Green Energy och REC i spetsen, har dragit nytta av marknadens insikt att priset på solenergi nu är konkurrenskraftigt även utan subventioner på flera marknader. Detta har naturligtvis stor betydelse för efterfrågan. Vidare är marknadsbakgrunden för att investera i solenergi intressant. Efter många år av minussiffror, konkurser och nedslående avkastning för investerarna, var förväntningarna på branschen mycket låga.

*All bolagsavkastning mätt i lokal valuta.

Vårt ryska holdingbolag Sistema var en utmärkt bidragsgivare under 2013 då bolaget bland annat genom att fokusera sin portfölj, visade sin förmåga att skapa avkastning och ge utdelning till investerarna. AP Møller-Mærsk hade också stark utveckling. Som världens ledande inom containerfartyg visade de ledarskap på kostnadssidan på en marknad som lider av tillfällig överkapacitet. Företaget behagade även investerare genom att fokusera sin portfölj på viktiga affärsområden.

Lärdomar

Bland våra förlorare finner vi företag som indonesiska telekomoperatören Indosat, State Bank of India, brasilianska järnmalmsbolaget Vale och turkiska konglomeratet Sabanci Holding. Det finns ingen enskild förklaring till dessa felsteg. Några orsaker var svaga resultat och valutakursernas utveckling, eller att investerarna fick en sämre uppfattning av ett visst land eller sektor som företagen verkar i. Vi tror att de flesta av prisnedgångarna är tillfälliga, i och med att operationella trender och investerares uppfattningar förändras.

Men en lärdom är att vara mer försiktiga med affärsmodellers inneboende oförutsägbarhet. Vi har därför minskat vår exponering mot företag vars inkomster är starkt påverkade av statlig reglering eller råvaruprisers utveckling. Detsamma gäller för företag med alltför många osäkerheter, där vi inte har en stark övertygelse om företagets övergripande potential. Under året har vi sålt av ett antal sådana företag, och omplacerat till idéer vi tror mer starkt på.

Vi uppnådde goda relativa resultat för 2013 men är inte nöjda med vår absolutavkastning. Vårt fokus är tillväxtmarknaderna, men med facit i hand borde vi ha dragit större nytta av vårt flexibla mandat för att utnyttja en starkare aktieavkastning i USA, Europa och Japan.

Vi håller oss till det vi känner till

Tillväxtmarknaderna har inte varit blida mot investerare de senaste tre åren. Medan investerare tidigare har haft en tendens att belöna hög exponering mot snabbväxande tillväxtmarknader, har vi nyligen sett en omvänd utveckling. Avtagande tillväxt och investerarnas försämrade hållning gentemot tillväxtmarknaderna har omvandlat tidigare premier till rabatter, och företag som är baserade i tillväxtmarknaderna belönas nu för sin exponering mot utvecklade marknader.

En omdiskuterad fråga är om tillväxtmarknader för närvarande är billiga. Måttliga värderingsnivåer både historiskt sett och i förhållande till utvecklade marknader tyder på att tålmodiga investerare kan räkna med god avkastning på längre sikt.

Däremot ger de genomsnittliga värderingsmåtten inte hela historien i tillväxtmarknaderna. Först och främst utgör bolag med stor exponering mot råvarupriser, eller bolag som domineras av statligt ägande, en stor andel av det totala börsvärdet. I allmänhet handlas dessa företag till lägre priser, och så bör det vara. Privata bolag av hög kvalité handlas å andra sidan till betydligt högre multipler.

För det andra har sjunkande marginaler och höga investeringsnivåer fått avkastningen på eget kapital i tillväxtmarknaderna att konvergera mot de utvecklade marknadernas nivåer, vilket naturligtvis resulterar i lägre värderingar. Men det är också en källa till möjligheter. Minskade inflöden av kapital bör moderera investeringarna, vilket tillsammans med stabiliserade valutor kan ge avkastning framöver.

I SKAGEN Kon-Tiki följer vi en sådan utveckling med intresse för att förstå det sammanhang inom vilket våra företag verkar. Att förutspå den ekonomiska tillväxten eller resultaten av politiska val är dock varken vårt fokus eller vår styrka. I stället fortsätter vi att leta efter bra företag – de som har uthålliga fördelar gentemot sina konkurrenter - och köpa dem när de handlas med rabatt i förhållande till sitt konservativt beräknade underliggande värde.

NYCKELTAL FÖR DE STÖRSTA INNEHAVEN I SKAGEN KON-TIKI (PER 31 DEC 2013)

Företag	Postens storlek, %	Kurs	P/E 2013E	P/E 2014E	P/B senaste	Kursmål
Hyundai Motor	8,8	125 000	3,6	3,1	0,6	195 000
Samsung Electronics	8,2	1 013 000	4,8	4,2	1,1	1 500 000
Great Wall Motor	4,5	42,8	11,9	9,5	4,3	55
Sistema	4,1	32,1	12,8	12,8	1,5	32
ABB	3	170	17	13,1	3,6	195
AP Moller-Maersk	2,8	58 850	12,5	10,3	1,2	75 000
Richter Gedeon	2,5	4 399	14,7	13,3	1,5	5 000
Sabanci Holding	2,3	8,6	6,9	6,2	1	12
Vale	2,3	32,7	6	6	1	50
Mahindra & Mahindra	2,2	944	12,6	11,1	3,5	1 200
Naspers	2,3	1 096	54,8	34,3	7,1	1 200
State Bank of India	2	1 767	5,9	5	0,9	3 000
Topp 10 vägt genomsnitt	**45**		**6,7**	**5,9**	**1,2**	
Topp 35 vägt genomsnitt	**75**		**7,7**	**6,7**	**1,2**	
Jämförelseindex (MSCI EM)			**11,3**	**10,8**	**1,5**	
Topp 35 @ kursmål			**10,4**	**9**	**1,6**	

P/E-talen kan skilja sig från andra källor, eftersom dessa är baserade på SKAGENs estimat.

SKAGEN m²
En del av den globala fastighetsmarknaden

Arkitekten Ulrik Plesners første tilbygning til Brøndums Hotel, 1892. **Av Johan Peter von Wildenradt, en av Skagenmålarna.** Bilden tillhör Skagens Museum (beskuren).

Portföljförvaltarnas berättelse

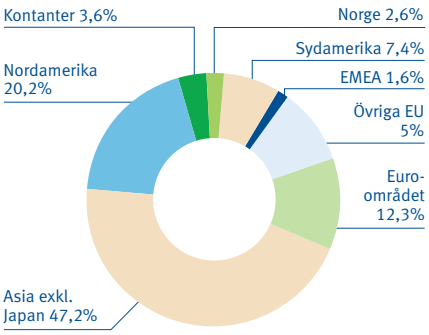
SKAGEN m²

› Under året påverkades fonden av stora svängningar i efterfrågan på fastighetsaktier och makro-oro i de asiatiska marknaderna.

› Brittiska fastighetsaktier, ett par US REITs och Olav Thon hör till portföljens vinnare 2013.

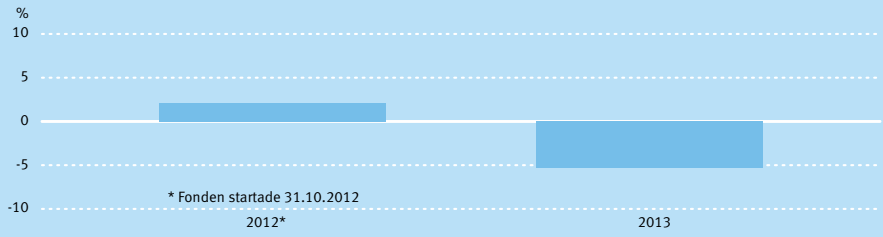
› Mycket talar för en långsamt starkare global tillväxt 2014, vilket i så fall också kommer gynna fastighetsaktier.

GEOGRAFISK FÖRDELNING (avrundat)

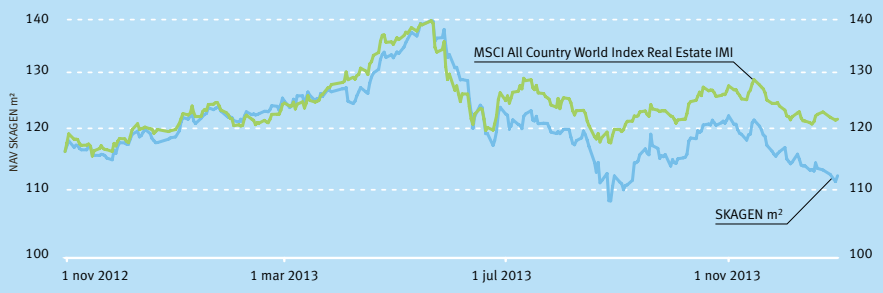


Fondens startdatum	31 oktober 2012
Avkastning sedan start	-3%
Genomsnittlig avkastning per år	-2,88%
Totalkostnad i år	0,85%
Förvaltningskapital	537 miljoner SEK
Antal fondsparare	5 629

AVKASTNING PER ÅR



HISTORISK KURSUTVECKLING



SKAGEN m²
Portföljförvaltare
Peter Almström, Harald Haukås
och Michael Gobitschek

Berg- och dalbana för globala fastighetsaktier

För att börsnoterade fastighetsaktier ska uppnå en avkastning mer lik fastigheter än aktier behövs en lång investeringshorisont, helst fem år eller mer. Det krävs alltså tålamod. Men utvecklingen under 2013 har verkligen varit en prövning av detta tålamod.

Fram till 21 maj 2013 var avkastningen nästan 20 procent. Därefter föll fastighetsaktier kraftigt och hela uppgången försvann på en månad. Avkastningen för helåret slutade upp 1,5 procent för vårt globala jämförelseindex, och fondens avkastning -5,3 procent.

Negativ spiral

Utvecklingen hänger samman med centralbankers hantering av den globala finanskrisen. Extremlåga räntor ökade efterfrågan på högavkastande tillgångar som fastigheter och fastighetsaktier. Extremlåga räntor i USA och Japan skapade också förutsättningar för så kallade *carry trades*, där investerare i stor skala lånade i lågräntevalutor för att investera i högavkastande värdepapper i andra länder, däribland Sydostasien. Effekten blev att fastighetsaktier värderades allt högre i förhållande till sin intjäning, så kallad multipelexpansion. Vi var medvetna om problemet, men vi underskattade effekterna på marknader utanför USA, Japan och Hongkong.

När US Federal Reserve den 22 maj offentliggjorde att de planerade för att börja dra tillbaka stödköpen av obligationer vände efterfrågan på fastighetsaktier snabbt ner – framförallt hos räntekänsliga investerare som obligationsinvesterare och de som gjort *carry trades*. När fastighetsaktierna inte återhämtade sig snabbt började fondsparare att flytta pengar ur långsiktiga fastighetsaktiefonder, som tvingades sälja aktier för att hantera negativa fondflöden. Parallellt med detta förlopp skapade utflöden av kapital ur flera tillväxtmarknader nya problem, särskilt för länder som Indien och Indonesien med stora bytesbalansunderskott.

SKAGEN m² drabbades direkt av nedgången i hela den globala fastighetsaktiemarknaden, men i förhållande till vårt jämförelseindex dessutom mycket hårdare av nedgången i de asiatiska tillväxtmarknaderna, främst i Indonesien men också i Thailand, Indien och Filippinerna. SKAGEN m² har under året haft cirka 50 procent total exponering mot tillväxtmarknader, mot mindre än tio procent för vårt jämförelseindex.

En grundläggande idé med SKAGEN m² är att kombinera SKAGENs beprövade värdebaserade aktiefilosofi med tematiska fastighetsinvesteringsstrategier. Ett sådant tema är värdeskapande fastighetsbolag i starka storstadsregioner (inte länder!), där den ekonomiska tillväxten är snabbare till följd av urbanisering, ansamling av kompetens och ökande välstånd. Ett annat tema är utvecklingen av e-handel och dess påverkan på fysiska handelsplatser och logistiksystem. Under 2013 dominerades dock avkastningen av globala, gränsöverskridande aktiemarknadstrender. Geografi och valutor hade också stor inverkan på det samlade utfallet, medan bolags- som segmentsspecifika skillnader i intjäning och värdering av framtida kassaflöden hade relativt sett mindre genomslag. Vi fick under 2013 bäst avkastning på våra investeringar i Europa och USA, och tappade mest i Sydostasien och i Brasilien.

Bra USA-portfölj, missat Japanrally

De tre bästa geografiska fastighetsaktiemarknaderna 2013 var Japan, upp 37 procent, Storbritannien 25 procent och Sverige 20 procent. Japanska fastighetsaktier överträffade det breda aktieindexet i Japan med tio procent och bidrog starkt till avkastningen i vårt jämförelseindex.

Foto: Bloomberg

Förädlat bestånd: Brittiska Segro och British Land med fastigheter vid Piccadilly i centrala London bland annat, hör till portföljens vinnaraktier 2013. Sämst gick fastighetsaktiemarknaderna i Turkiet, Indien och Brasilien under året.

Kraftfulla stimulanser från Bank of Japan försvagade den japanska yenen och skapade negativ realränta, vilket orsakade ett mycket starkt aktierally. Vi valde att inte investera i Japan då det såg dyrt ut redan före rallyt, och fundamenta för Japan ser svaga ut inte minst demografiskt. Under 2013 har detta kostat oss ungefär fyra procent negativ relativ avkastning mot vårt jämförelseindex. Vi har indirekt exponering mot logistikfastigheter och äldreomsorg i Japan via två Singapore-baserade bolag, Global Logistic Properties och Parkway REIT, som båda visat en stabil operativ utveckling under året.

Brittiska Segro och British Land, tillhör vinnarna i portföljen under året, men vi har minskat exponeringen något på grund av höga värderingar. I Sverige hade vi en bra utveckling i våra innehav i Sagax och Balder i början av året, men med facit i hand sålde vi för tidigt när båda aktierna snabbt nådde våra målkurser under våren.

Sämst fastighetsaktiemarknader under året var Turkiet, Indien och Brasilien, alla ner runt 40 procent. Indonesien hade de största kursrörelserna under året med en topp på +73 procent och årsavslut nära noll. Dessutom föll valutan med 20 procent. Mot slutet av året försämrades den relativa avkastningen av den ökande politiska oron i Thailand och Turkiet.

Amerikanska REITs (Real Estate Investment Trusts) gav negativ avkastning 2013, mer än 30 procent sämre än S&P 500 i USD. Vi lyckades bra med aktieurvalen i USA, fyra av våra tio innehav i USA steg mellan 15 och 20 procent i USD. Hotellbolaget Ashford och SL Green med kontor på Manhattan var med på portföljens topp tio-lista.

I Kina lyckades vi väl trots svag marknad, och två av våra innehav, SOHO China och Shimao var bland de bästa kinesiska fastighetsaktierna på Hongkongbörsen.

I Indien har kursutvecklingen i DLF varit kraftigt negativ trots ökande intjäning och stora övervärden, medan Indiabulls och Phoenix Mills båda gått bättre än lokala fastighetsaktieindex under året. I Brasilien har alla våra innehav haft en bra underliggande utveckling, men aktiemarknaden har försämrats kraftigt under året i takt med att den brasilianska centralbanken tvingats till nya stora räntehöjningar för att bromsa stigande inflation. Tillsammans med Indien och Turkiet är Brasilien det land där regeringens agerande skapat störst ekonomisk skada under 2013, med kraftiga kursnedgångar trots fundamentalt goda förutsättningar och bra intjäning i våra investeringar.

Starkare tillväxt i sikte

I Indonesien hade vi en mycket positiv utveckling under våren, och det var ett misstag att vi inte tog hem mycket mer av den vinsten när vi hade chansen i april och maj. Under perioden hade vi kraftiga inflöden i fonden, samtidigt som i princip alla

fastighetsaktier steg kraftigt (i synnerhet lågriskbolagen) under kort tid, så det var inte enkelt att se vart kapitalet borde ha flyttats utifrån ett värderingsperspektiv. Vi har skärpt rutinerna för successiv vinsthemtagning och geografisk riskstyrning, och vi kommer att kunna hantera liknande marknadsutveckling betydligt bättre framöver.

Högutdelande, obligationsliknande fastighetsaktier har de senaste åren attraherat fler investerare, men samtidigt blivit mer volatila i takt med ökad osäkerhet om framtida räntor. Vi har därför aktivt minskat vår andel av dessa aktier, och istället ökat portföljens fokus ytterligare på det vi kallar värdeskapande fastighetsbolag, där en större del av löpande intjäning aktivt återinvesteras i utveckling av verksamheten.

Inför 2014 så kan konstateras att fastighetsaktier i flertalet mogna marknader blivit dyrare i förhållande till sin intjäning (USA ett undantag), medan flertalet tillväxtmarknader blivit billigare. Mycket talar för en långsamt starkare global tillväxt 2014, vilket i så fall också kommer gynna fastighetsaktier

Historiskt har fastighetsaktier ofta gått ner initialt i samband med en ränteuppgång, men har sedan snabbt vänt upp antingen som en följd av högre ekonomisk tillväxt eller stigande inflation. I USA har vi sett både högre räntor och högre tillväxt, vilket kan indikera försiktigt positiva marknadsförutsättningar för fastighetsbolagen särskilt som räntorna kan förväntas vara kvar på historiskt attraktivt låga nivåer. Värderingen av flera amerikanska fastighetsaktier är mer attraktiv idag jämfört med tidigare, och vi har successivt ökat USA-exponeringen under året från ca 15 till 20 procent.

I Europa förväntar vi oss att Frankrike är relativt svagt under 2014, men med betydligt starkare fastighetsmarknad i Paris. I Storbritannien finns risk för stigande låneräntor, men goda värdeskapare kan fortfarande utvecklas starkt. Bostadsmarknaden i England stöttas fortsatt av förmånlig finansiering och stark efterfrågan i London från utländska investerare. Tyska bostäder, särskilt i Berlin, är fortsatt intressanta. I Sverige ser underliggande marknadsförutsättningar i storstadsregionerna, främst Stockholm, starka ut, men de börsnoterade fastighetsaktierna ser dyra ut särskilt om marknadsräntorna börjar röra sig uppåt på sikt.

Värden i centrum

I marknader som Indonesien, Thailand, Brasilien och Indien är många negativa scenarier för fastighetsaktier inprisade, men vi ska nog ändå förvänta oss att det negativa marknadssentimentet kan hålla i sig ett tag till, åtminstone tills vi får mer klarhet kring valutgångarna i dessa länder. I Kina tror vi att många lokala fastighetsmarknader fortsätter växa snabbt och inom underutvecklade fastighetssegment som logistik. Vi räknar också med att redan implementerade åtstramningar i Kina kommer fortsätta bromsa upp de ohållbara prisökningar vi har sett tidigare, vilket i så fall är positivt. Samtidigt bör pågående reformer och avregleringar kunna gagna en långsiktig utveckling av många städer och delmarknader.

Prissättningen på japanska fastighetsaktier förutsätter mycket stark tillväxt eller evigt negativa realräntor, och vi tror inte på något av dessa scenarion. Men det finns mycket kapital i Japan på bankkonton eller i obligationer som borde flyttas in i aktier. Tokyo växer, liksom behovet av äldreomsorg, och det finns förutsättningar för skickliga företagsledningar att skapa god fastighetsavkastning också i Japan.

Med vårt långsiktiga fokus på värdeaktier, med fundamentala drivkrafter fortsatt på plats och mot bakgrund av utvecklingen under förra året så förväntar vi oss att vår portfölj börjar leverera överavkastning under 2014. En kvalificerad gissning är också att flera av vinnarna 2014 finns på listan över de tio sämsta aktierna 2013.

NYCKELTAL FÖR DE STÖRSTA INNEHAVEN I SKAGEN m² (PER 31 DEC 2013)

Företag	Postens storlek, %	Kurs	Dividend Yield 2013E	EBITDA 2013E/EV	P/NAV Senaste
Brandywine	3,50	14,09	4,30%	8,00%	95%
Deutsche Wohnen	3,40	13,49	1,50%	3,00%	102%
Mercialys	3,20	15,25	4,50%	5,90%	89%
Capitamalls Asia	3,20	1,96	1,80%	1,70%	81%
British Land	3,00	6,29	4,30%	4,30%	110%
Lexington	3,00	10,21	6,50%	8,70%	80%
Global Logistic	3,00	2,89	1,40%	3,20%	87%
AIV	3,00	25,91	3,70%	6,60%	80%
Lippo Malls	3,00	0,41	8,50%	11,10%	91%
PS Business Park	2,80	76,42	2,30%	6,80%	105%
Topp 10 vägt genomsnitt	**31,10**		**3,90%**	**5,90%**	**92,10%**

EBITDA 2013e kan skilja sig från andra källor, eftersom dessa är baserade på SKAGENs estimat.

SKAGEN Tellus
Dörröppnaren till globala räntemarknader

Interiør. Brøndums anneks, cirka 1920. **Av Anna Ancher, en av Skagenmålarna.**
Bilden tillhör Skagens Museum (beskuren).

Fondens startdatum	29 september 2006
Avkastning sedan start	36,45%
Genomsnittlig avkastning per år	4,38%
Förvaltningskapital	537 miljoner SEK
Antal fondsparare	2 219

Portföljförvaltarnas berättelse

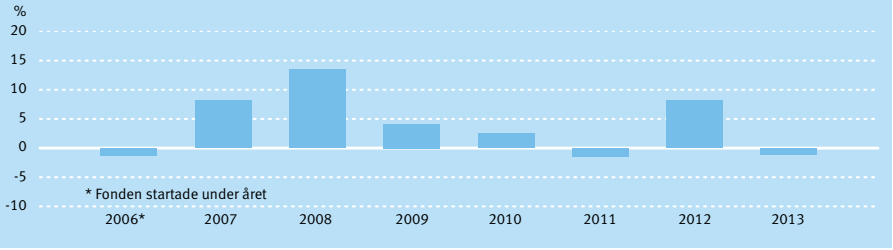
SKAGEN Tellus

› Det lönade sig att vi höll oss borta från långa amerikanska och tyska obligationer.

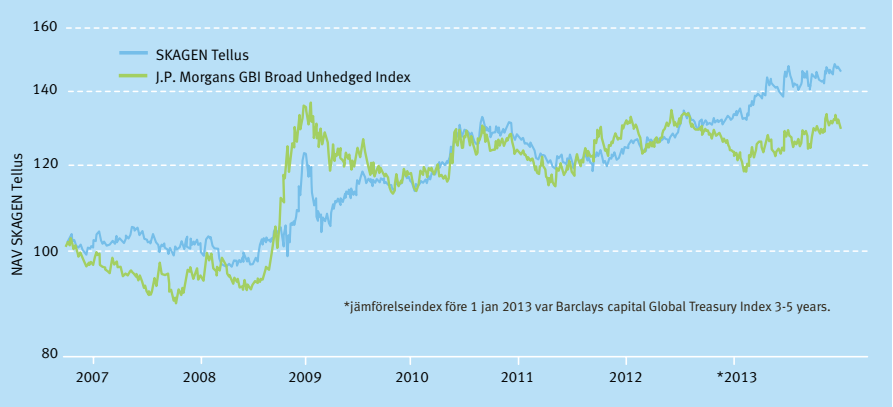
› Vi tror på fortsatt låga räntor under 2014, trots förväntningarna på den globala tillväxten.

› 2014 bör bli ett år med goda avkastningsmöjligheter för statsobligationer.

AVKASTNING PR ÅR



HISTORISK KURSUTVECKLING



SKAGEN Tellus
Portföljförvaltare
Torgeir Høien

Ännu ett år med låga räntor

De riskfria räntorna steg under 2013. SKAGEN Tellus tjänade på det i förhållande till sitt jämförelseindex då vi höll oss borta från långa amerikanska och tyska obligationer.

Så vad händer i år?

Vi tror att den globala ekonomiska tillväxten blir bättre än vad flertalet analytiker förutspår. Ändå räknar vi med en mycket begränsad uppgång i de långa riskfria räntorna. Hur hänger det ihop? Brukar inte högre tillväxt dra upp räntorna?

Till skillnad från analytikerna tror vi att räntemarknaden redan har prisat in en relativt kraftig ekonomisk tillväxt i år. Det är just därför räntan på en amerikansk 10-årig statsobligation steg från cirka 1,6 procent i början av förra året till runt 3 procent vid ingången av 2014. Vi tar också centralbankscheferna på orden när de säger att de korta räntorna kommer att förbli låga i flera år. De senaste signalerna från USA tyder på att man inte tänker höja styrräntan förrän 2017.

Varför höjer man inte räntan snabbare? Därför att arbetslösheten väntas vara hög framöver och inflationen ligger under centralbankernas mål. I euroområdet var arbetslösheten 12,1 procent i december, och kärninflationen föll till 0,7 procent.

Vi har också en annan syn på effekterna av en period av näst intill nollränta. ”Alla” säger att nollräntepolitiken är mycket expansiv och kommer att pressa upp inflationen. Men ”alla” kan också ha fel. Tänk om nollräntan faktiskt leder till lägre, och inte högre inflation? Man kan hävda att det var vad som hände i Japan. Den japanska centralbanken har hållit räntan närmare noll i flera år och ekonomin har varit i nästan ständig deflation ända till nyligen.

Det finns två saker som leder låga räntor till låg inflation. Den första är förväntningarna. Över tid är förväntad inflation lika med skillnaden mellan nominell ränta och realränta. Centralbankerna kan inte styra realräntan i det långa loppet. När realräntan drivs upp av ekonomisk tillväxt betyder det att den förväntade inflationen sjunker vid en given nominell ränta. Det andra är att en nollräntepolitik påverkar finanspolitiken. Lägre ränta över tid innebär sjunkande räntor på statsobligationer, vilket i sin tur medför att statens kostnader minskar. Det sistnämnda är förklaringen till att Japan klarat av att finansiera sin skuld – tack vare Bank of Japan är den genomsnittliga kupongräntan bara 1,2 procent.

Medan realräntan troligen stiger lite under året räknar vi alltså med att fallande inflation och lägre inflationsförväntningar håller de långa nominella räntorna i schack.

Med hyggligt stabila riskfria räntor ser vi betydande vinstmöjligheter i länder som har stora räntespreadar gentemot Tyskland och USA. Detta gäller såväl euroområdet som tillväxtmarknaderna. Var det finns mest pengar att hämta kommer att variera under året. Men det ser ut att bli ett år med många goda avkastningsmöjligheter på statsobligationsmarknaderna. Som alltid är det valutakurserna som är den största osäkerhetsfaktorn. 2013 var mot alla odds eurons år. Vi tror inte på en repris.

SKAGEN Krona
Tillsammans för bättre räntor

Fiskere trækker vod på Skagen Nordstrand, Sildig eftermiddag, 1883. **Av Peder Severin Krøyer, en av Skagenmålarna.** Bilden tillhör Skagens Museum (beskuren).

Fondens startdatum	29 juni 2007
Avkastning sedan start	19,12%
Genomsnittlig avkastning per år	2,73%
Förvaltningskapital	856 miljoner SEK
Antal fondsparare	374

Portföljförvaltarnas berättelse

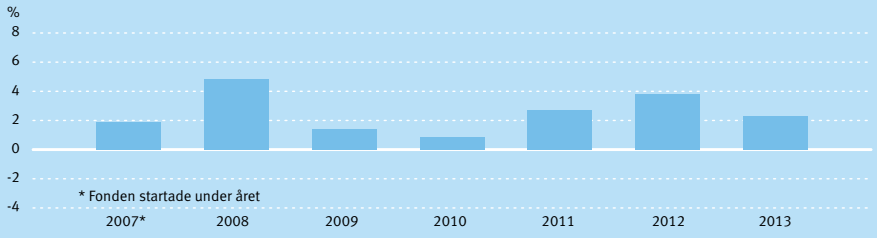
SKAGEN Krona

› 2013 blev ännu ett år med låga centralbanksräntor i Europa och andra håll i världen.

› Många av de längre investeringarna gav bra avkastning på grund av lägre kreditpåslag.

› Vår förhoppning är att Kronas avkastning även 2014 ska ge en avkastning som överstiger fondens effektiva ränta.

AVKASTNING PER ÅR



SKAGEN Krona
Portföljförvaltare
Ola Sjöstrand, Tomas Nordbø Middelthon
och Elisabeth Gausel

Stabil avkastning bland låga räntor

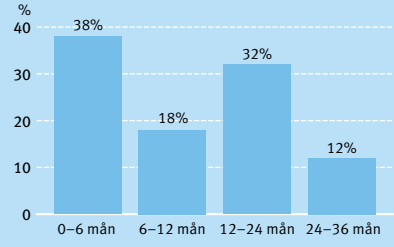
2013 blev ännu ett år med låga centralbanksräntor i Europa och andra håll i världen. De svenska interbankräntorna höll sig därför låga och tre månaders STIBOR var i genomsnitt 1,2 procent. Avkastningen på 2,3 procent i Krona hamnade med nöd och näppe inom intervallet 2–3 procent som vi förutspådde i årsrapporten för ett år sedan.

Under 2013 har vi minskat andelen investeringar med förfall längre än tolv månader från 58 procent till 44 procent. Många av de längre investeringarna har gett bra avkastning på grund av lägre kreditpåslag. Just den minskningen i kreditpåslag har dock också inneburit att det blivit allt svårare att hitta bra (prisvärda) alternativ. Problemet är att nästan alla företag får lägre kreditpåslag i goda tider och vi har minskat fondens genomsnittliga löptid från 1,36 till att per årsskiftet ligga strax under ett år. Räntebindningstiden har vi däremot valt att hålla jämnt låg på runt 0,2 år genom hela året.

Riksbanken slet utan framgång med att få upp inflationen och sänkte till slut reporäntan med 25 punkter ned till 0,75 procent. Interbankräntorna följde reporäntan och var således stabila fram till slutet på året då de minskade likt reporäntan. De låga nivåerna genom året gjorde att fondens effektiva ränta minskade från 1,9 procent till 1,3 procent under 2013. I genomsnitt var den effektiva räntan 1,7 procent i 2013. De 2,3 procent som andelsägarna i fonden fick blev alltså 0,6 procentenheter högre än vad som indikerades. Minskning i kreditpåslag var den största anledningen till det här ”överskottet”. En inte obetydlig del kom sig dock av att investeringarna gjordes där företagens kreditkurvor var som brantast. Förenklat innebär det att fonden köpte papper i en viss löptid och sedan sålde när de blivit kortare.

Tyvärr ser det ut som även 2014 kommer bjuda på låga räntor så troligtvis blir det svårt att uppnå en absolutavkastning som är högre än årets 2,3 procent. Vår förhoppning är att Krona likt året som gått skall mäkta med att ge en avkastning som överstiger fondens effektiva ränta, utan att för den skull öka risken i investeringarna.

ANDEL INVESTERINGAR MED OLIKA FÖRFALL



Aktiv och värdebaserad förvaltning

För att kunna uppnå bästa möjliga riskjusterade avkastning använder vi en värdebaserad och aktiv investeringsfilosofi med breda mandat – en filosofi som bygger på sunt förnuft.

Vår investeringsfilosofi går ut på att leta efter bra företag med en aktiekurs som av något skäl inte speglar företagets rätta värde i vår mening. Värderingen av aktier görs utifrån egna analyser och förståelsen för hur företag skapar och tillvaratar värden. Vi föredrar företag med väl beprövade affärsmodeller som genererar goda kassaflöden, och anser att impopulära, underanalyserade eller felanalyserade företag ofta är attraktiva.

Fokus på företagen

Våra portföljförvaltare gör sina egna värderingar utan hänsyn till kortsiktiga trender. Vi ser till företagets faktiska potential och tror att det är en fördel att vara generalister. Portföljförvaltarna för samtliga fonder samarbetar och utbyter investeringsidéer.

Aktiv förvaltning

Aktiv förvaltning innebär att förvaltarna investerar i ett företag på dess egna meriter – inte för att det finns representerat i fondens jämförelseindex. Med sunt förnuft och långsiktighet går det att undvika bubblor som uppstår när populära aktier och branscher får ett för högt pris i förhållande till företagens fundamentala värden och resultat.

Långsiktighet

På SKAGEN eftersträvar vi att vara tålmodiga i våra investeringar så att vår investeringsfilosofi får tid att verka. En överdriven omsättning av portföljen kan ge ett sämre resultat. I snitt brukar våra fonder vara investerade i företagen i tre till fem år. Företagens resultat uppnås över tid, och detsamma gäller fondernas avkastning.

Breda mandat

Vår specialitet är globala investeringar. Vi anser att var ett bolag har sin verksamhet är mer intressant än var det är noterat.
Våra portföljförvaltare kan fritt investera i företag i olika branscher och länder i hela världen, samtidigt som vi också eftersträvar en förnuftig spridning mellan olika branscher och regioner för att minska investeringens risk.

Värdebaserad förvaltning, fokus på företag, aktiv förvaltning, långsiktighet, breda mandat och att vi själva investerar i våra fonder – det är sunt förnuft för oss.

Varför välja SKAGEN?

SUNT FÖRNUFT Vår filosofi går ut på att investera i undervärderade, underanalyserade och impopulära aktier. Genom att vi köper in oss i bra företag till ett förnuftigt pris minimerar vi risken för uppblåsta priser och därmed bubblor. Det har visat sig ge utdelning ända sedan 1993 då vi grundades. Det tycker vi är sunt förnuft.

GEMENSAMMA INTRESSEN Prestationsbaserade avgifter i kombination med att våra förvaltare investerar en stor del av sina egna pengar i fonderna de förvaltar, gör att vi strävar mot samma mål som våra kunder.

OBEROENDE Vi ägs av våra grundare och nyckelmedarbetare och är inte knutna till någon finansiell institution. Därför är vi fria att fatta de beslut som bäst gynnar våra kunder på sikt.

PERSPEKTIV Med rötter och huvudkontor i Stavanger på Norges västkust är vi placerade långt från världens finanscentrum och går vår egen väg, ofta mot strömmen.

ENKELHET Fondförvaltning är vår enda verksamhet. Vi har bara några få, enkla produkter och koncentrerar oss på kvalitet i stället för kvantitet.

GLOBAL INRIKTNING Vi investerar globalt med breda mandat.

ÖPPENHET Målet är alltid att kommunicera öppet och ärligt med våra kunder.

PORTFÖLJFÖRVALTARTEAMET

Peter Almström

Beate Bredesen

Søren Milo Christensen

Harald Espedal

Kristian Falnes

Elisabeth A. Gausel

Cathrine Gether

Michael Gobitschek

Harald Haukås

Torgeir Høien

Hilde Jenssen

Erik Landgraff

Knut Harald Nilsson

Tomas Nordbø Middelthon

Chris-Tommy Simonsen

Ola Sjöstrand

Kristoffer Stensrud

Ole Søeberg

Jane Tvedt

Geir Tjetland

Avkastnings- och riskredovisning

	2013	SENASTE 2 ÅR	SENASTE 3 ÅR	SENASTE 5 ÅR	SENASTE 7 ÅR	SENASTE 10 ÅR	SEDAN START
SKAGEN Vekst	13,3%	12,3%	0,2%	12,2%	1,6%	11,4%	14,4%
MSCI Nordic/MSCI AC ex. Nordic*	16,6%	15,1%	6,4%	19,0%	3,1%	12,5%	9,4%
SKAGEN Global	18,9%	15,4%	7,4%	13,4%	5,1%	12,0%	15,8%
MSCI World AC**	21,4%	15,6%	8,2%	9,6%	2,3%	5,4%	3,2%
SKAGEN Kon-Tiki	8,4%	7,9%	0,0%	15,2%	7,2%	15,7%	15,8%
MSCI Emerging Markets	-3,8%	3,9%	-3,5%	10,2%	2,9%	9,9%	7,6%
SKAGEN m²	-5,3%						-2,9%
MSCI All Country World Index Real Estate IMI	1,5%						4,0%
SKAGEN Krona	2,29%	3,06%	2,95%	2,21%			2,73%
OMRX-TBILL	0,88%	1,05%	1,24%	0,89%			1,63%
SKAGEN Tellus (EUR)	-4,10%	3,68%	2,21%	6,77%	5,02%		5,04%
JPM GBI Broad (EUR)	-8,19%	-4,70%	-0,70%	2,18%	3,82%		3,37%

* Jämförelseindex före 1 jan 2010 var OSEBX och före 1 jan 2014 OSEBX/MSCI AC (50/50).

** Jämförelseindex innan 1 jan 2010 var MSCI World Index (Daily Traded Net Total Return).

Risk- och prestationsmått	SKAGEN VEKST	SKAGEN GLOBAL	SKAGEN KON-TIKI	SKAGEN TELLUS (EURO)
TRADITIONELLA RISK- OCH PRESTATIONSMÅTT SENASTE 5 ÅREN				
Standardavvikslse, fond	15,5%	12,3%	15,4%	6,8%
Standardavvikslse, jämförelseindex	14,9%	9,1%	14,6%	10,1%
Sharpekvot, fond	0,69	0,95	0,86	0,22
Sharpekvot, jämförelseindex	1,11	0,91	0,61	-0,29
Relativ volatilitet	6,6%	5,6%	4,6%	6,4%
Informationskvot	-0,88	0,61	0,96	0,68
Korrelation	0,91	0,91	0,95	0,78
Alfa	-4,9%	1,4%	4,3%	
Beta	0,94	1,22	1,01	
R2	82%	82%	91%	
VINST OCH FÖRLUSTANALYS SENASTE 5 ÅREN				
Relativ vinst	91%	125%	114%	95%
Relativ förlust	123%	112%	93%	65%
Relativ vinst/relativ förlustkvot	0,74	1,12	1,23	1,47
Positiv indexavvikelse	6,6	9,3	8,9	10,8
Negativ indexavvikelse	12,6	5,7	4,2	6,4
Indexavvikelsekvot	0,53	1,62	2,10	1,69
Mängd positiv avvikelse	35%	62%	68%	63%
Mängd positiv avvikelse, uppgång	31%	70%	70%	33%
Mängd positiv avvikelse, nedgång	42%	49%	66%	90%
Konsistens	37%	55%	57%	62%
Konsistens, uppgång	30%	61%	63%	38%
Konsistens, nedgång	48%	45%	50%	89%
VALUE AT RISK 5 ÅR				
Value at risk: observerat, NAV	-7,4%	-4,5%	-5,9%	-3,1%
Value at risk: observerat, jämförelseindex	-5,1%	-3,8%	-6,8%	-5,0%
Relativ Value at Risk, observerat	-3,7%	-2,2%	-1,6%	-3,5%
VINST OCH FÖRLUSTANALYS SEDAN START				
Relativ vinst	96%	158%	123%	59%
Relativ förlust	77%	102%	99%	57%
Relativ vinst/relativ förlustkvot	1,24	1,54	1,25	1,02
Positiv indexavvikelse	14,37	19,39	12,69	14,17
Negativ indexavvikelse	9,86	8,25	5,51	15,63
Indexavvikelsekvot	1,46	2,35	2,30	0,91

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. Faktablad och övrig fondinformation finns på www.skagenfonder.se.

ORDFÖRKLARINGAR

Standardavvikelse är ett mått på variationen i den årliga avkastningen. Det är omkring 65 procents 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 oberoende 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 oberoende 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).

Mängd är summan av positiva och negativa avvikelser och är ett mått på fondens oberoende av jämförelseindex.

Konsistens är andelen månader med meravkastning i förhållande till index.

Ved frokosten. 1883. Av P.S. Krøyer, en av Skagenmålarna. Bilden tillhör Skagens Museum (beskuren/manipulerad).

ÄGARSTRUKTUR

SKAGEN AS ägs av:	
T.D Veen AS	25,69 %
Solbakken AS	18,40 %
MCM Westbø AS	9,84 %
Harald Espedal AS	8,31 %
Kristian Falnes AS	8,31 %
Månebakken AS	7,29 %
Westbø Finans AS	7,29 %
Övriga	14,88 %

STYRELSENS OCH NYCKELPERSONERS ANDELAR I SKAGENS FONDER

Namn	**Antal andelar**	**Funktion**
Martin Gjelsvik	6 429	Styrelseordförande och ägare
Tor Dagfinn Veen	556 553	Styrelseledamot och ägare
Barbro Johansson	253	Styrelseledamot, ägarvald
Yuhong Jin Hermansen	542 401	Styrelseledamot, andelsägarvald
Per Gustav Blom	52 697	Styrelseledamot, andelsägarvald
Jesper Rangvid	55	Suppleant, ägarvald
Anne Sophie K. Stensrud	193 360	Suppleant och ägare
Martin Petersson	4 920	Suppleant, andelsägarvald
Harald Espedal	309 132	Verkställande direktör och ägare
Kristian Falnes	1 660 197	Portföljförvaltare och ägare
J. Kristoffer C. Stensrud	3 329 009	Portföljförvaltare och ägare

VALBEREDNING

Sigve Erland (ordförande) och Mette Lundh Håkestad.

Valberedningens uppgift är att föreslå kandidater till andelsägarvalda styrelseledamöter.

Styrelsens rapport 2013

För SKAGENs fondandelsägare var 2013 ett av de minst volatila åren i företagets 20-åriga historia. Skillnaden mellan utvecklade- och tillväxtmarknader ökade, och det fick konsekvenser för avkastningen i flera av fonderna.

Vad hände under 2013?

2013 var ett år med stabilisering av världsekonomin och mer optimism. Det blev dessutom ett år utan stora marknadskorrigeringar, men med stor variation i avkastningen på de olika aktiemarknaderna. De utvecklade aktiemarknaderna utvecklades starkt, medan tillväxtmarknaderna utvecklade sig oväntat svagt, och ett stort avkastningsgap uppstod mellan utvecklade marknader och tillväxtmarknader. Försvagningen av den norska kronan medförde att bägge marknaderna likväl gav positiv absolut avkastning. SKAGEN KonTikis goda avkastning visade att SKAGENs investeringsfilosofi gjorde det möjligt att uppnå god avkastning även i de impopulära tillväxtmarknaderna.

Vad kan vi vänta oss 2014?

Vi tror på ytterligare stabilisering av världsekonomin och något starkare tillväxt. Det ser ut som om att räntorna fortsatt blir låga och vi förväntar oss en förbättring av företagsresultaten, både som följd av starkare tillväxt och kostnadsfokus. Relativt sett lite dyrare aktier kan emellertid ge mer rum för tro och tvivel, och därmed mer svängningar än under 2013.

Som alltid finns emellertid också några bekymmer. Vi kan få bakslag i den ekonomiska tillväxten, räntorna kan stiga mer än väntat och den finns alltid osäkerhet kring den geopolitiska utvecklingen.

Nytt mandat för SKAGEN Vekst

SKAGENS äldsta fond, SKAGEN Vekst, utvidgar efter mer än 20 år sitt mandat från minst 50 procent Norge till minst 50 procent Norden, med start 1 januari 2014. Bakgrunden till denna förändring är bland annat att Oslobörsen på dessa 20 år har utvecklats till att bli allt mer dominerad av energirelaterade företag, så att riskprofilen inte längre ger det förhållande mellan avkastning och risk som SKAGEN önskar. Med det utvidgade mandatet blir det enklare att hitta företag som uppfyller de tre U:na i SKAGENs investeringsfilosofi. Samtidigt beslutades att införa en så kallad high watermark vid beräkning av fondens rörliga förvaltningsavgift, som kan ge andelsägarna lägre förvaltningsavgift i volatila marknader. Med ett high watermark beräknas rörlig förvaltningsavgift inte innan fondkursen är högre än vid föregående beräkning.

Andelsklasser

I enskilda länder använder SKAGEN distributörer och rådgivare, och dessa får returprovision från SKAGEN för sitt arbete. I enlighet med nya regleringar i Nederländerna och Storbritannien kan distributörer och rådgivare i dessa länder inte längre ta emot returprovision för enskilda kundgrupper. Som en anpassning till dessa regleringar har SKAGEN under 2013 etablerat en så kallad nettoandelsklass i de tre äldsta aktiefonderna. Detta gäller från 1 januari 2014.

Förvaltat kapital

Det förvaltade kapitalet ökade under 2013 med 18,8 miljarder norska kronor från 109,3 miljarder till 128,1 miljarder norska kronor (135,8 miljarder svenska kronor). Sammantaget var nettoinlösen 6,3 miljarder norska kronor (7,0 miljarder svenska kronor), huvudsakligen som följd av generell minskning av exponering mot tillväxtmarknaderna både i Norge och internationellt. Värdeökningen var således 25,1 miljarder norska kronor (15,0 miljarder svenska kronor).

SKAGEN har behållit sin position som den största aktiefondsförvaltaren i Norge, trots att aktiefonderna hade en nettoinlösen på 6,1 miljarder norska kronor (6,7 miljarder svenska kronor) under 2013.

Räntefonderna hade en nettoinlösen på 0,3 miljarder norska kronor, medan kombinationsfonden SKAGEN Balanse hade nettonyteckning på 0,1 miljarder.

SKAGENs marknader utanför Norge blir allt viktigare för bolaget. Norska kunder stod vid utgången av 2013 för 40 procent av det samlade förvaltningskapitalet, övriga nordiska kunder för 35 procent, medan kunder utanför Norden utgjorde 25 procent.

Det har inte varit extraordinärt stora inlösningar i aktie- eller räntefonderna under 2013.

Fondernas avkastning

Även 2013 blev ett krävande år för värdeförvaltare och flera av SKAGENs aktiefonder

Martin Gjelsvik
Styrelseordförande och ägare

Tor Dagfinn Veen
Styrelseledamot och ägare

Barbro Johansson
Styrelseledamot, ägarvald

Yuhong Jin Hermansen
Styrelseledamot, andelsägarvald

levererade inte tillräckligt väl, mätt i relativ avkastning.
Alla fonder gav emellertid bra absolut avkastning under 2013. SKAGEN Kon-Tiki blev bästa aktiefonden relativt sett, med en överavkastning på 12,2 procentenheter i förhållande till jämförelseindex, medan SKAGEN Global och SKAGEN Vekst var lite svagare än sina jämförelseindex. SKAGEN m² hade ett relativt svagt första hela driftår. Alla räntefonderna, samt kombinationsfonden SKAGEN Balanse 60/40 presterade bättre än sina jämförelseindex.

Andelsägarstämmor

Den norska lagen om värdepappersfonder som trädde i kraft 1 januari 2012 har stärkt andelsägardemokratin genom att andelsägarstämman införts som nytt organ. Fondandelsägarna har genom andelsägarstämman fått befogenhet att godkänna ändringar av fondbestämmelser och sammanslagning av fonder, där det krävs att 75 procent av de andelar som finns representerade röstar för förändringen. Den norska finansinspektionen Finanstilsynet ska som tidigare kontrollera att ändringarna är lagenliga och att förvaltningsbolagen har följt alla obligatoriska förfaranden, men de nya reglerna ger andelsägarna möjlighet att själva bedöma och rösta för ändringar som de anser gynnar dem.

Under 2013 hölls flera andelsägarstämmor, bland annat för att etablera nettoandelklasser som nämnts ovan. Den fanns också möjlighet att förhandsrösta via SKAGENs webbsidor för att så många andelsägare som möjligt skulle kunna delta.

Kunddialog i fokus

SKAGEN ska ge kunderna bästa möjliga service, uppföljning och kommunikation, och vill vara innovativa och annorlunda i sin kundservice och kommunikation.

SKAGENs webbsidor ger en god överblick över fondernas utveckling och kurser. På den norska webbplatsen ger chattfunktionen och nyhetstjänsten möjligheten att kommunicera direkt med SKAGENs rådgivare och medarbetare. Nätmötena med förvaltarna fortsatte också under 2013, medan ”Mina sidor” ger andelsägarna skräddarsydd information, rapporter och analyser av behållningen i SKAGENs fonder.
Det har varit hög aktivitet i alla de länder där SKAGEN marknadsför sina fonder. På kontoren i Norge, Sverige och Danmark har inspirationsmöten, lunch- och temamöten samlat många. Kontoret i Nederländerna som etablerades 2011 har kommit en god bit med kundkontakter i flera kanaler. I Storbritannien har SKAGEN huvudsakligen institutionella kunder som ofta har lagstadgade krav att ta hänsyn till i sin förvaltning. De anställda på Londonkontoret har ägnat mycket tid tillsammans med kunderna och deras konsulter åt att gå igen SKAGENs investeringsfilosofi, riskhantering och internkontroll. SKAGEN satsar också betydande resurser på att se till att fondernas distributörer i de olika länderna har tillräckliga kunskaper om SKAGENs fonder, och att kunderna ska få den riktiga upplevelsen av SKAGEN även när de handlar genom distributörer.

SKAGEN har anpassat sina webbsidor till läsplattor och mobiltelefoner. För norska kunder har en lösning för handel via mobiltelefon och BankID tagits fram. I de nordiska marknaderna är sociala medier en allt viktigare kommunikationskanal med våra kunder.

SKAGEN genomför varje år en kundundersökning i Norge och Sverige, där vi har flest privata direktkunder, för att se om bolaget uppfyller målsättningen om bästa möjliga service och uppföljning. Kundundersökningen 2013 visar att kunderna fortsatt är nöjda med SKAGEN.

SKAGENs medarbetare

Vid utgången av 2013 har SKAGEN 179 medarbetare fördelade på sex kontor i Norge (Stavanger, Trondheim, Ålesund, Bergen, Oslo och Tønsberg), två kontor i Sverige (Stockholm och Göteborg), ett kontor i Danmark (Köpenhamn), i Storbritannien (London) och i Nederländerna (Amsterdam). SKAGENs fonder marknadsförs också i Finland, Schweiz, Luxemburg, Belgien och Island.

Medarbetarnas kunskaper och kompetensutveckling är helt avgörande för SKAGEN och för våra kunder. Vid utgången av 2013 är i det närmaste alla SKAGENs kundrådgivare auktoriserade finansiella rådgivare. Auktorisationen ställer höga krav på teoretiska och praktiska kunskaper. Dessa testas i prov som bedöms av en oberoende kommitté och som alla medarbetar med kundansvar deltar i. I Sverige infördes auktorisationen 2005, och alla våra svenska rådgivare är auktoriserade.

Under sin 20-åriga verksamhet har SKAGEN tillämpat en incitament- och ägarmodell som främjar långsiktigt tänkande och ett hållbart risktagande. Förvaltningsbolagets vinst fluktuerar kraftigt i takt med finansmarknaderna, och det har varit nödvändigt att ha en låg fast kostnadsbas för att hålla organisationen och kompetensen intakt under sämre tider. För att kunde rekrytera och behålla de bästa medarbetarna på en global marknad måste SKAGEN dock ha möjlighet på att betala rörlig ersättning när företagets resultat är goda.

SKAGENs ersättningsmodell ska sporra medarbetarna att samarbeta med målet att skapa högsta möjliga riskjusterade avkastning åt kunderna. Modellen ska stimulera till samarbete mellan alla avdelningar för att kunderna ska få bästa möjliga upplevelse av SKAGEN, även när det gäller service, kompetent uppföljning och kommunikation. Inga medarbetare har sin lön direkt kopplad till antalet tecknade andelar. På så vis undviker bolaget osund intern konkurrens och säljpress, revirtänkande och dåligt utnyttjande av medarbetarnas resurser.

SKAGEN rekryterar medarbetare med olika bakgrund och söker uppnå en balans mellan manliga och kvinnliga medarbetare. Vid utgången av året var 63 kvinnor och 116 män anställda i verksamheten. Likabehandling av könen tillämpas i fråga om arbetsvillkor och lön. Sjukfrånvaron i SKAGEN var 3,4 procent under 2013.

Styrelsen vill tacka alla medarbetare för utmärkta insatser under 2013. Medarbetarnas kompetens och inställning är avgörande för SKAGENs resultat.

Organisation

SKAGEN Fonder drivs av förvaltningsbolaget SKAGEN AS, som är underställt den norska

Martin Petersson
Suppleant, andelsägarvald

Per Gustav Blom
Styrelseledamot, andelsägarvald

Jesper Rangvid
Styrelseledamot, ägarvald

Anne Sophie K. Stensrud
Suppleant och ägare

tillsynsmyndigheten Finanstilsynet. SKAGENs förvaringsinstitut är Handelsbanken och SKAGENs andelsägarregister förs av Verdipapirsentralen (VPS).

Riskkontroll

Styrelsen har godkänt fondernas riskprofil, som ska ses över minst en gång om året, och tar emot riskrapporter inför varje styrelsemöte. SKAGEN kontrollerar marknadsrisk, kreditrisk, likviditetsrisk, operativ risk, juridisk risk och ryktesrisk för samtliga fonder utifrån en helhetssyn. De risk- och complianceansvariga har ett nära samarbete med affärsområdena men har samtidigt en självständig ställning och rapporterar direkt till styrelsen.

Finansiell risk

Det finansiella risken i fonderna är låg och består enbart av ränterisk eftersom fonderna inte har några andra skulder än de kortsiktiga skulder som uppstår i samband med värdepappershandeln.

Marknadsrisk, kreditrisk och likviditetsrisk

Investeringar i fonderna är förknippade med risker som hänger samman med marknadens utveckling, växelkursförändringar, räntor, konjunktursvängningar samt bransch- och företagsspecifika faktorer. Under 2013 låg den förväntade risken på portföljnivå ovanligt lågt. Faktisk risk höll sig inom förväntade nivåer, utom för fastighetsfonden SKAGEN m². Här var den faktiska risken högre än förväntat på grund av en kombination av fondens höga exponering mot asiatiska marknader med svag utveckling och stor turbulens i Indien, Indonesien och Thailand. Marknadsrisken förväntas vara något högre 2014 än 2013 på grund av att aktier generellt har blivit dyrare i förhållande till värdemultipler, samt de förestående politiska valen i flera viktiga marknader. Detta ger mer utrymme för tro och tvivel, och vad som kommer att fånga investerarna intresse och riskaversion kan bli mer otydligt. Utöver de lagenliga kraven har SKAGEN även andra metoder för att kontrollera relevanta risker. Vi strävar efter att reducera marknadsrisken genom att sprida investeringarna mellan olika branscher, länder och valutor. I linje med investeringsfilosofin analyserar SKAGEN företagens värdering, produkt- och marknadsmatris, skuldsättning och de finansiella instrumentens likviditet. Räntefondernas investeringar beslutas utifrån en bedömning av enskilda utgivares kreditvärdighet och det ekonomiska och institutionella läget i det land där utgivaren finns, och kreditrisken begränsas genom minimikrav på kreditvärdighet och typ av motpart. Kreditrisk i form av motpartsrisk vid handel reduceras genom leverans samtidigt som betalning, så kallad delivery vs payment, samt kontroll av kvalitén på mäklarmotparternas kreditvärdighet och räkenskaper.

Likviditetsrisken övervakas löpande, bland annat genom att historiskt stora nettoförsäljningar analyseras med utgångspunkt i konservativa prognoser för möjligheten att avyttra varje enskilt värdepapper.

Operationell risk övervakas och styrs genom uppdaterade handelsregister och samtal på detaljnivå med ansvariga ledare i de olika marknaderna. De olika operationella riskbidragarna hanteras därefter av verkställande direktören på övergripande nivå och eventuella insatser övervägs.

SKAGEN har utarbetat interna rutiner för att minska risken för operativa fel som kan påverka fonderna.

Både lagstadgade krav och interna riktlinjer har följts under 2013.

Styrelsen bekräftar att förutsättning finns för fortsatt drift av förvaltningsbolaget.

Investeringsfilosofi

Styrelsen håller fast vid SKAGENs investeringsfilosofi och affärsidé. Vi tror att det bästa sättet att skapa överavkastning åt 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 utifrån egna analyser av marknaden, utställarna och de enskilda värdepappren.

Förslag till fördelning av fondernas överskott:

RESULTATRÄKNING 2013 (I TUSENTAL NOK)	SKAGEN VEKST	SKAGEN GLOBAL	SKAGEN KON-TIKI	SKAGEN m²	SKAGEN AVKASTNING	SKAGEN HØYRENTE	SKAGEN HØYRENTE INSTITUSJON	SKAGEN TELLUS	SKAGEN KRONA (SEK)	SKAGEN BALANSE 60/40
ÅRSRESULTAT	**1 660 057**	**11 055 789**	**8 327 903**	**-20 399**	**31 003**	**90 947**	**28 820**	**42 765**	**20 129**	**17 884**
Som disponeras										
Överfört till/från reserver	1 660 057	11 055 789	8 327 903	-20 399	- 6 176	4 777	-3 454	-11 769	945	17 884
Avsatt till utdelning till andelsägarna	-	-	-	-	37 179	86 170	32 273	54 535	-	-
Netto utdelning till andelsägarna under året	-	-	-	-	-	-	-	-	19 184	-
SUMMA	**1 660 057**	**11 055 789**	**8 327 903**	**-20 399**	**31 003**	**90 947**	**28 820**	**42 765**	**20 129**	**17 884**

Stavanger den 30 januari 2014
Styrelsen för SKAGEN AS

Martin Gjelsvik | Tor Dagfinn Veen | Martin Petersson | Yuhong Jin Hermansen | Barbro Johansson | Anne S.K. Stensrud | Jesper Rangvid | Per Gustav Blom

Årsbokslut 2013

RESULTATRÄKNING (i hela tusental NOK)	Noter	SKAGEN Vekst 2013	SKAGEN Vekst 2012	SKAGEN Global 2013	SKAGEN Global 2012	SKAGEN Kon-Tiki 2013	SKAGEN Kon-Tiki 2012	SKAGEN m²* 2013	SKAGEN m²* 2012	SKAGEN Balanse** 2013	SKAGEN Balanse** 2012
Portföljintäkter och -kostnader											
Ränteintäkter/-kostnader		678	-2 024	7 066	-5 913	7 947	5 790	-29	50	1 216	693
Aktieutdelningar		185 561	195 731	1 002 452	884 975	974 735	1 195 258	20 490	427	–	–
Vinst/förlust vid försäljning		45 664	-37 525	2 100 568	590 257	560 193	273 256	12 861	41	2 664	-104
Förändring orealiserade kursvinster/-förluster	7	1 632 804	652 076	8 353 608	2 222 686	8 451 539	1 589 782	-47 481	3 585	14 318	930
Garantiprovision		195	–	370	–	536	–	–	–	–	–
Courtage		-5 438	-7 640	-33 751	-26 867	-54 579	-47 478	-2 167	-474	–	–
Agio/disagio		23 759	-21 866	159 551	-101 630	68 446	-80 649	1 318	-185	–	–
PORTFÖLJRESULTAT		**1 883 224**	**778 751**	**11 589 864**	**3 563 508**	**10 008 817**	**2 935 959**	**-15 008**	**3 444**	**18 198**	**1 518**
Förvaltningsintäkter och kostnader											
Intäkter från försäljning och inlösen av andelar		–	–	-1	–	–	–	–	–	–	–
Förvaltningsavgifter, fasta	8	-74 800	-74 873	-412 391	-330 487	-955 657	-888 357	-8 307	-466	–	–
Förvaltningsavgifter, rörliga	8	-136 194	-25 740	–	-63 312	-633 789	222 463	4 126	183	–	–
FÖRVALTNINGSRESULTAT		**-210 994**	**-100 613**	**-412 392**	**-393 799**	**-1 589 447**	**-665 894**	**-4 181**	**-283**	**–**	**–**
RESULTAT FÖRE SKATT		**1 672 229**	**678 139**	**11 177 472**	**3 169 709**	**8 419 371**	**2 270 065**	**-19 189**	**3 161**	**18 198**	**1 518**
Skattekostnad	10	-12 173	-11 600	-121 683	-96 849	-91 468	-130 070	-1 210	-45	-314	-236
ÅRETS RESULTAT		**1 660 057**	**666 539**	**11 055 789**	**3 072 860**	**8 327 903**	**2 139 995**	**-20 399**	**3 116**	**17 884**	**1 282**
Disposition av årets resultat											
Överfört till/från reserver	9	1 660 057	666 539	11 055 789	3 072 860	8 327 903	2 139 995	-20 399	3 116	17 884	1 282
Avsatt för utdelning till andelsägare	9	–	–	–	–	–	–	–	–	–	–
Nettoutdelning till andelsägare under året	9	–	–	–	–	–	–	–	–	–	–
SUMMA		**1 660 057**	**666 539**	**11 055 789**	**3 072 860**	**8 327 903**	**2 139 995**	**-20 399**	**3 116**	**17 884**	**1 282**

BALANSRÄKNING		31.12.2013	31.12.2012	31.12.2013	31.12.2012	31.12.2013	31.12.2012	31.12.2013	31.12.2012	31.12.2013	31.12.2012
Tillgångar											
Norska värdepapper till inköpspris	3,7	2 558 016	3 448 770	1 479 170	914 112	1 307 106	1 042 332	11 330	4 720	175 097	68 277
Utländska värdepapper till inköpspris	3,7	3 283 566	3 178 796	32 526 759	29 264 262	34 803 657	38 524 216	520 320	191 991	–	–
Orealiserade kursvinster/förluster	7	2 028 704	398 998	10 756 595	2 403 282	13 100 771	4 657 004	-43 897	3 585	15 247	930
Intjänade räntor värdepapper	7	–	–	–	–	–	–	88	–	–	–
SUMMA VÄRDEPAPPERSPORTFÖLJ		**7 870 285**	**7 026 564**	**44 762 524**	**32 581 656**	**49 211 534**	**44 223 552**	**487 841**	**200 296**	**190 344**	**69 207**
Tillgodohavande, aktieutdelningar		17 589	8 091	108 153	150 691	166 010	137 273	499	151	–	–
SUMMA INTJÄNADE, EJ MOTTAGNA INTÄKTER		**17 589**	**8 091**	**108 153**	**150 691**	**166 010**	**137 273**	**499**	**151**	**–**	**–**
Uppskjuten skattefördel	10	–	–	–	–	–	–	1 865	–	18	–
Tillgodohavande från mäklare		–	794	86 544	16 912	166 170	14 210	2 654	–	–	–
Tillgodohavande från förvaltningsbolaget		4	1	18	4	26	8	1 954	5	–	–
Tillgodohavande, skatt på aktieutdelningar		6 441	5 602	43 429	30 658	5 248	2 284	848	–	–	–
Övriga fordringar		–	–	–	–	–	–	202	–	–	–
SUMMA ANDRA FORDRINGAR		**6 445**	**6 398**	**129 991**	**47 574**	**171 445**	**16 503**	**7 522**	**5**	**18**	**–**
Banktillgodohavanden		306 670	190 556	1 841 208	1 726 057	1 478 438	1 973 195	13 569	14 583	2 561	408
SUMMA TILLGÅNGAR		**8 200 989**	**7 231 609**	**46 841 877**	**34 505 978**	**51 027 427**	**46 350 522**	**509 430**	**215 034**	**192 923**	**69 615**
Eget kapital											
Andelsägarkapital, nominellt värde	9	500 868	559 112	4 262 254	4 103 250	8 056 199	8 889 649	478 320	210 869	162 382	68 116
Överkurs	9	-2 330 671	-1 588 476	18 482 830	17 287 148	20 158 787	23 779 564	45 874	7	10 993	-43
TILLSKJUTET EGET KAPITAL		**-1 829 803**	**-1 029 364**	**22 745 084**	**21 390 398**	**28 214 987**	**32 669 214**	**524 194**	**210 876**	**173 375**	**68 073**
Reserver	9	9 871 410	8 211 354	23 938 254	12 882 465	21 846 541	13 518 639	-17 283	3 116	19 167	1 282
Avsatt till andelsägare för återinvestering i nya fondandelar	9	–	–	–	–	–	–	–	–	–	–
SUMMA EGET KAPITAL		**8 041 607**	**7 181 990**	**46 683 338**	**34 272 863**	**50 061 528**	**46 187 853**	**506 911**	**213 992**	**192 542**	**69 356**
Skulder											
Uppskjuten skatt	10	–	–	–	–	–	–	–	12	–	29
Skulder till mäklare		–	4 334	3 688	50 841	53 916	127 765	71	607	–	–
Skulder till förvaltningsbolaget		156 162	43 379	114 983	147 900	882 652	2 589	–	283	–	–
Övriga skulder	10	3 220	1 905	39 868	34 373	29 331	32 316	2 448	140	381	230
SUMMA ÖVRIGA SKULDER		**159 382**	**49 619**	**158 539**	**233 114**	**965 899**	**162 670**	**2 519**	**1 042**	**381**	**259**
SUMMA SKULDER OCH EGET KAPITAL		**8 200 989**	**7 231 609**	**46 841 877**	**34 505 978**	**51 027 427**	**46 350 522**	**509 430**	**215 034**	**192 923**	**69 615**

* Fonden startade 31.10.2012
** Verksamheten startade 29.02.2012

Stavanger 30 januari 2014
Styrelsen för SKAGEN AS

Martin Gjelsvik | Tor Dagfinn Veen | Martin Petersson | Yuhong Jin Hermansen | Barbro Johansson | Anne S.K. Stensrud | Jesper Rangvid | Per Gustav Blom

RESULTATRÄKNING (i hela tusental NOK)	Noter	SKAGEN Tellus 2013	SKAGEN Tellus 2012	SKAGEN Avkastning 2013	SKAGEN Avkastning 2012	SKAGEN Høyrente 2013	SKAGEN Høyrente 2012	SKAGEN Høyrente Institusjon 2013	SKAGEN Høyrente Institusjon 2012	SKAGEN Krona* 2013	SKAGEN Krona* 2012
Portföljintäkter och -kostnader											
Ränteintäkter/-kostnader		14 910	18 315	37 181	37 264	102 957	135 347	32 259	47 518	21 672	18 933
Aktieutdelningar		–	–	–	–	–	–	–	–	–	–
Vinst/förlust vid försäljning		47 765	5 898	18 656	5 506	-2 226	1 456	199	-566	–	–
Förändring orealiserade kursvinster/-förluster	7	-20 438	8 035	-7 989	21 251	-743	15 772	-1 852	4 511	246	1 732
Garantiprovision		–	–	–	–	–	–	–	–	–	–
Courtage		-26	-15	-10	-10	-5	-99	-3	-64	-33	-97
Agio/disagio		4 587	-1 022	-10 696	13 451	–	–	–	–	–	–
PORTFÖLJRESULTAT		**46 798**	**31 210**	**37 141**	**77 463**	**99 984**	**152 475**	**30 603**	**51 399**	**21 885**	**20 569**
Förvaltningsintäkter och kostnader											
Intäkter från försäljning och inlösen av andelar		–	–	–	–	–	–	–	–	–	–
Förvaltningsavgifter, fasta	8	-4 033	-3 889	-6 138	-5 225	-9 036	-10 096	-1 783	-2 225	-1 757	-1 094
Förvaltningsavgifter, rörliga	8	–	–	–	–	–	–	–	–	–	–
FÖRVALTNINGSRESULTAT		**-4 033**	**-3 889**	**-6 138**	**-5 225**	**-9 036**	**-10 096**	**-1 783**	**-2 225**	**-1 757**	**-1 094**
RESULTAT FÖRE SKATT		**42 765**	**27 322**	**31 003**	**72 238**	**90 947**	**142 379**	**28 820**	**49 173**	**20 129**	**19 475**
Skattekostnad	10	–	-78	–	–	–	–	–	–	–	–
ÅRETS RESULTAT		**42 765**	**27 244**	**31 003**	**72 238**	**90 947**	**142 379**	**28 820**	**49 173**	**20 129**	**19 475**
Disposition av årets resultat											
Överfört till/från reserver	9	-11 769	27 244	-6 176	35 632	4 777	23 093	-3 454	10 662	945	-9 056
Avsatt för utdelning till andelsägare	9	54 535	–	37 179	36 606	86 170	119 286	32 273	38 511	–	–
Nettoutdelning till andelsägare under året	9	–	–	–	–	–	–	–	–	19 184	28 531
SUMMA		**42 765**	**27 244**	**31 003**	**72 238**	**90 947**	**142 379**	**28 820**	**49 173**	**20 129**	**19 475**

BALANSRÄKNING		31.12.2013	31.12.2012	31.12.2013	31.12.2012	31.12.2013	31.12.2012	31.12.2013	31.12.2012	31.12.2013	31.12.2012
Tillgångar											
Norska värdepapper till inköpspris	3,7	34 253	–	789 381	793 547	2 378 339	2 984 971	714 565	797 137	–	–
Utländska värdepapper till inköpspris	3,7	458 920	439 235	139 365	153 977	–	–	–	–	837 349	795 819
Orealiserade kursvinster/förluster	7	-5 720	14 717	5 179	13 168	9 908	10 651	1 628	3 480	1 804	1 558
Intjänade räntor värdepapper	7	8 146	7 940	5 383	6 950	7 011	13 202	2 335	5 193	2 653	3 359
SUMMA VÄRDEPAPPERSPORTFÖLJ		**495 599**	**461 892**	**939 308**	**967 642**	**2 395 258**	**3 008 825**	**718 528**	**805 810**	**841 806**	**800 736**
Tillgodohavande, aktieutdelningar		–	–	–	–	–	–	–	–	–	–
SUMMA INTJÄNADE, EJ MOTTAGNA INTÄKTER		**–**	**–**	**–**	**–**	**–**	**–**	**–**	**–**	**–**	**–**
Uppskjuten skattefördel	10	–	–	–	–	–	–	–	–	–	–
Tillgodohavande från mäklare		–	–	–	–	–	–	–	–	–	–
Tillgodohavande från förvaltningsbolaget		5	1	2	–	7	–	5	–	2	–
Tillgodohavande, skatt på aktieutdelningar		955	852	–	–	–	–	–	–	–	–
Övriga fordringar		–	–	–	–	–	179	–	–	–	–
SUMMA ANDRA FORDRINGAR		**960**	**854**	**2**	**–**	**7**	**179**	**5**	**–**	**2**	**–**
Banktillgodohavanden		11 094	8 951	260 080	148 923	1 044 806	850 446	547 768	489 951	23 075	29 083
SUMMA TILLGÅNGAR		**507 653**	**471 696**	**1 199 390**	**1 116 565**	**3 440 071**	**3 859 449**	**1 266 301**	**1 295 761**	**864 882**	**829 819**
Eget kapital											
Andelsägarkapital, nominellt värde	9	416 855	423 042	852 668	788 149	3 309 524	3 693 165	1 235 057	1 256 286	848 159	818 539
Överkurs	9	45 046	44 285	302 771	277 172	29 180	33 864	-2 995	-2 937	6 382	6 171
TILLSKJUTET EGET KAPITAL		**461 900**	**467 327**	**1 155 438**	**1 065 321**	**3 338 705**	**3 727 029**	**1 232 062**	**1 253 349**	**854 541**	**824 710**
Reserver	9	-10 184	3 301	5 594	13 420	10 025	10 274	1 260	3 123	1 918	1 647
Avsatt till andelsägare för återinvestering i nya fondandelar	9	54 494	-41	36 578	36 124	85 983	119 583	32 512	38 750	–	–
SUMMA EGET KAPITAL		**506 210**	**470 588**	**1 197 611**	**1 114 865**	**3 434 713**	**3 856 886**	**1 265 834**	**1 295 222**	**856 459**	**826 357**
Skulder											
Uppskjuten skatt	10	–	–	–	–	–	–	–	–	–	–
Skulder till mäklare		–	–	–	–	–	–	–	–	–	–
Skulder till förvaltningsbolaget		1 036	959	1 566	1 373	2 227	2 563	467	539	473	363
Övriga skulder	10	407	150	214	327	3 130	–	–	–	7 951	3 099
SUMMA ÖVRIGA SKULDER		**1 443**	**1 109**	**1 780**	**1 700**	**5 358**	**2 563**	**467**	**539**	**8 424**	**3 462**
SUMMA SKULDER OCH EGET KAPITAL		**507 653**	**471 696**	**1 199 390**	**1 116 565**	**3 440 071**	**3 859 449**	**1 266 301**	**1 295 761**	**864 882**	**829 819**

* Angett i hela tusental SEK

Stavanger 30 januari 2014
Styrelsen för SKAGEN AS

Martin Gjelsvik | Tor Dagfinn Veen | Martin Petersson | Yuhong Jin Hermansen | Barbro Johansson | Anne S.K. Stensrud | Jesper Rangvid | Per Gustav Blom

Generella noter 2013

NOT 1: REDOVISNINGSPRINCIPER

Alla tal uppges i hela tusental om inget annat anges.

Räkenskaperna för 2013 är upprättade i enlighet med norska lagen om räkenskaper och föreskrifter för årsräkenskaper med mera för värdepappersfonder.

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 2013.

Obligationer och certifikat, för vilka det inte existerar market maker-kurser, värderas enligt gällande aktuella kreditspreadar och yieldkurva.

Onoterade aktier är värderade efter senaste aktiekurs, värderingar utförda av mäklarkontakter och/eller interna värderingar.

Valutakurser:
Värdepapper och banktillgodohavanden/-underskott i utländsk valuta är värderade till gällande valutakurs vid tidpunkten för fastställd kurs per den 31 december 2013.

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

Avsatt för utdelning till andelsägare:
För räntefonder består skattemässigt resultat av ränteintäkter, realiserade vinster/förluster samt andra intäkter med avdrag för förvaltningskostnader och transkationsdrivna kostnader till förvaringsinstitut, utdelat till andelsägarna i form av nya andelar per den 31 december 2013.

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

NOT 2: FINANSIELLA DERIVAT

Ingen av fonderna har använt sig av finansiella derivat under 2013.

NOT 3: FINANSIELL MARKNADSRISK

Aktiefonderna är genom investeringar i norska och utländska verksamheter exponerade för aktiekurs-, valuta- och likviditetsrisk. Räntefonderna är exponerade för ränterisk, kreditrisk, likviditetsrisk och valutarisk i de fall fonderna investerar i annan valuta än norska kronor, NOK.

Förutom lagar, föreskrifter och stadgar som reglerar fondernas risk, styrs fondernas risk utifrån erkänd kunskap om bolagsspecifika risker till bolagen som ingår i fondernas portföljer.

NOT 4: DEPÅKOSTNADER

Fonderna belastas inte med depåkostnader, med undantag för transaktionsdrivna depåkostnader.

NOT 5: OMSÄTTNINGSHASTIGHET

Omsättningshastighet är ett mått på genomsnittlig omsättning av fondernas investeringar.

Omsättningshastigheten beräknas som lägsta summa av respektive samlade köp och samlade försäljningar av värdepapper i portföljen, under året dividerat med genomsnittligt förvaltat kapital under året. Formeln är ett tillvägagångssätt för att beräkna fondens omsättningshastighet.

Fondernas omsättningshastighet för 2013 var:

SKAGEN Vekst	29%
SKAGEN Global	20%
SKAGEN Kon Tiki	21%
SKAGEN m²	52%
SKAGEN Balanse 60/40	36%
SKAGEN Avkastning	68%
SKAGEN Høyrente	33%
SKAGEN Høyrente Institusjon	68%
SKAGEN Tellus	358%
SKAGEN Krona	116%

NOT 6: KÖPAVGIFTER

Inga köp- eller försäljningsprovisioner.

NOT 7: SE SIDORNA 61–73

SKAGEN Vekst Not 8, 9, 10 och 11

NOT 8. FÖRVALTNINGSAVGIFT

Den fasta förvaltningsavgiften uppgår till 1 procent per år av det dagliga förvaltningskapitalet och den rörliga förvaltningavgiften uppgår till 1/10 av den avkastning som överstiger 6 procent per år mätt i norska kronor.

NOT 9. EGET KAPITAL

	Andelskapital	Överkurs	Reserver	Summa
EGET KAPITAL PER DEN 1 JANUARI 2013	559 112	-1 588 476	8 211 354	7 181 990
Utfärdade andelar	48 034	640 780		688 814
Inlösen av andelar	-106 278	-1 382 974		-1 489 252
Årsresultat			1 660 057	1 660 057
EGET KAPITAL PER DEN 31 DECEMBER 2013	**500 868**	**-2 330 671**	**9 871 410**	**8 041 607**

	2013-12-31	2012-12-31	2011-12-31
Antal andelar	5 008 679	5 591 123	6 243 962
Basiskurs per andel (angett i hela kronor)*	1 605,2264	1 284,4768	1 173,0200

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

NOT 10. SKATT

Aktiefonder är generellt befriade från skatt på vinster och har inte avdragsrätt för förluster vid realisation av aktier. Vidare är utdelning från bolag inom EU/EES i utgångsfallet undantagna från skattepliktig. 3 procent av dessa utdelningar behandlas dock som skattepliktiga. Utdelning mottaget från aktiebolag utanför EU/EES är skattepliktiga. Fonden kan i tillägg belastas med källskatt på utdelning mottagen från alla utländska bolag. Faktisk skattekostnad i SKAGEN Vekst för åren 2013 och 2012 avser källskatt på utländska utdelningar.

NOT 11. RISKBELOPP (angett i hela kronor)

Fastställt riskbelopp 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 8, 9 och 10

NOT 8. FÖRVALTNINGSAVGIFT

Den fasta förvaltningsavgiften uppgår till 1 procent 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 9. EGET KAPITAL

	Andelskapital	Överkurs	Reserver	Summa
EGET KAPITAL PER DEN 1 JANUARI 2013	4 103 250	17 287 148	12 882 465	34 272 863
Utfärdade andelar	940 053	7 989 200		8 929 253
Inlösen av andelar	-781 049	-6 793 519		-7 574 568
Årets resultat			11 055 789	11 055 789
EGET KAPITAL PER DEN 31 DECEMBER 2013	**4 262 254**	**18 482 830**	**23 938 254**	**46 683 338**

	2013-12-31	2012-12-31	2011-12-31
Antal andelar	42 622 543	41 032 500	41 481 231
Basiskurs per andel (angett i hela kronor)*	1 095,2810	835,3336	758,2843

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

NOT 10. SKATT

Aktiefonder är generellt befriade från skatt på vinster och har inte avdragsrätt för förluster vid realisation av aktier. Vidare är utdelning från bolag inom EU/EES i utgångsfallet undantagna från skattepliktig. 3 procent av dessa utdelningar behandlas dock som skattepliktiga. Utdelning mottaget från aktiebolag utanför EU/EES är skattepliktiga. Fonden kan i tillägg belastas med källskatt på utdelning mottagen från alla utländska bolag. Faktisk skattekostnad i SKAGEN Global för åren 2013 och 2012 avser källskatt på utländska utdelningar.

SKAGEN Kon-Tiki Not 8, 9, 10 och 11

NOT 8. FÖRVALTNINGSAVGIFT

Den fasta förvaltningsavgiften uppgår till 2 procent per år av det dagliga förvaltningskapitalet utöver den rörliga förvaltningsavgiften: 1/10 av den avkastning utöver tillväxmarknadsindexet MSCI Emerging Markets Index Daily Traded Net Total Return $ uttryckt i norska kronor. Vid sämre värdeutveckling än jämförelseindex dras 10 procent av underavkastningen från den fasta förvaltningsavgiften.Dock begränsat uppåt och nedåt så att total förvaltningsavgift inte kan överstiga 4 procent per år och inte lägre än 1 procent per år av genomsnittligt förvaltningskapital.

NOT 9. EGET KAPITAL

	Andelskapital	Överkurs	Reserver	Summa
EGET KAPITAL PER DEN 1 JANUARI 2013	8 889 649	23 779 564	13 518 639	46 187 853
Utfärdade andelar	1 488 075	6 927 199		8 415 274
Inlösen av andelar	-2 321 525	-10 547 976		-12 869 501
Årets resultat			8 327 903	8 327 903
EGET KAPITAL PER DEN 31 DECEMBER 2013	**8 056 199**	**20 158 787**	**21 846 541**	**50 061 528**

	2013-12-31	2012-12-31	2011-12-31
Antal andelar	80 561 992	88 896 486	82 687 385
Basiskurs per andel (angett i hela kronor)*	621,4137	519,6300	492,0310

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

NOT 10. SKATT

Aktiefonder är generellt befriade från skatt på vinster och har inte avdragsrätt för förluster vid realisation av aktier. Vidare är utdelning från bolag inom EU/EES i utgångsfallet undantagna från skatteplikt. 3 procent av dessa utdelningar behandlas dock som skattepliktiga. Utdelning mottaget från aktiebolag utanför EU/EES är skattepliktiga. Fonden kan i tillägg belastas med källskatt på utdelning mottagen från alla utländska bolag. Faktisk skattekostnad i SKAGEN Kon-Tiki för åren 2013 och 2012 avser källskatt på utländska utdelningar.

NOT 11. RISKBELOPP (angett i hela kronor)

Fastställt riskbelopp per den 1 januari:

2003	2004	2005	2006
3,26	1,80	-0,11	0,00

SKAGEN Høyrente Not 8, 9 och 10

NOT 8. FÖRVALTNINGSAVGIFT

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

NOT 9. EGET KAPITAL

	Andels-kapital	Överkurs	Reserver	Avsatt till andelsägare för återinvestering i nya fondandelar	Summa
EGET KAPITAL PER DEN 1 JANUARI 2013	3 693 165	33 864	10 274	119 583	3 856 886
Utfärdade andelar	2 614 630	33 421	32 454		2 680 505
Inlösen av andelar	-2 998 271	-38 105	-37 479		-3 073 855
Återinvesterat för andelsägarna				-119 770	-119 770
Avsatt till återinvestering för andelsägarna				86 170	86 170
Årets resultat efter utbetalning till andelsägarna			4 777		4 777
EGET KAPITAL PER DEN 31 DECEMBER 2013	**3 309 524**	**29 180**	**10 025**	**85 983**	**3 434 713**

	2013-12-31	2012-12-31	2011-12-31
Antal andelar	33 095 242	36 931 648	40 190 371
Basiskurs per andel (angett i hela kronor)*	103,7847	104,4340	104,1241

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

NOT 10. SKATT

Räntefonder är skattepliktiga med 28 procent av nettot av realiserade kursvinster på räntebärande värdepapper, upplupna periodiserade ränteintäkter, valutakursvinster/förluster, minus avdragsgilla kostnader vilket bland annat innefattar förvaltningsavgiften. Skattepliktiga resultatet utdelas i praktiken till andelsägarna vilket medför att fonden inte hamnar i skatteposition.

SKAGEN Høyrente Institusjon Not 8, 9 och 10

NOT 8. FÖRVALTNINGSAVGIFT

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

NOT 9. EGET KAPITAL

	Andels-kapital	Överkurs	Reserver	Avsatt till andelsägare för återinvestering i nya fondandelar	Summa
EGET KAPITAL PER DEN 1 JANUARI 2013	1 256 286	-2 937	3 123	38 750	1 295 222
Utfärdade andelar	402 892	-261	6 559		409 189
Inlösen av andelar	-424 120	203	-4 969		-428 886
Återinvesterat för andelsägarna				-38 511	-38 511
Avsatt till återinvestering för andelsägarna				32 273	32 273
Årets resultat efter utbetalning till andelsägarna			-3 454		-3 454
EGET KAPITAL PER DEN 31 DECEMBER 2013	**1 235 057**	**-2 995**	**1 260**	**32 512**	**1 265 834**

	2013-12-31	2012-12-31	2011-12-31
Antal andelar	12 350 572	12 562 857	16 667 559
Basiskurs per andel (angett i hela kronor)*	102,4937	103,1008	103,0476

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

NOT 10. SKATT

Räntefonder är skattepliktiga med 28 procent av nettot av realiserade kursvinster på räntebärande värdepapper, upplupna periodiserade ränteintäkter, valutakursvinster/förluster, minus avdragsgilla kostnader vilket bland annat innefattar förvaltningsavgiften. Skattepliktiga resultatet utdelas i praktiken till andelsägarna vilket medför att fonden inte hamnar i skatteposition.

SKAGEN Avkastning Not 8, 9, 10 och 11

NOT 8. FÖRVALTNINGSAVGIFT

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

NOT 9. EGET KAPITAL

	Andels-kapital	Överkurs	Reserver	Avsatt till andelsägare för återinvestering i nya fondandelar	Summa
EGET KAPITAL PER DEN 1 JANUARI 2013	788 149	277 172	13 420	36 124	1 114 865
Utfärdade andelar	553 927	204 419	9 221		767 567
Inlösen av andelar	-489 408	-178 821	-10 872		-679 101
Återinvesterat för andelsägarna				-36 725	-36 725
Avsatt till återinvestering för andelsägarna				37 179	37 179
Årets resultat efter utbetalning till andelsägarna			-6 176		-6 176
EGET KAPITAL PER DEN 31 DECEMBER 2013	**852 668**	**302 771**	**5 594**	**36 578**	**1 197 611**

	2013-12-31	2012-12-31	2011-12-31
Antal andelar	8 526 677	7 881 492	8 746 638
Basiskurs per andel (angett i hela kronor)*	140,4571	141,457	131,963

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

NOT 10. SKATT

Räntefonder är skattepliktiga med 28 procent av nettot av realiserade kursvinster på räntebärande värdepapper, upplupna periodiserade ränteintäkter, valutakursvinster/förluster, minus avdragsgilla kostnader vilket bland annat innefattar förvaltningsavgiften. Skattepliktiga resultatet utdelas i praktiken till andelsägarna vilket medför att fonden inte hamnar i skatteposition.

NOT 11. VALUTARISK

SKAGEN Avkastning använder inte valutasäkringsinstrument mot norska kronor men har per den 31 december 2013 nyttjat vår kredit på EUR- och MXN-bankkonton för att reducera valutaexponeringen på investeringarna i Portugese Government och Mexican Government.

SKAGEN Tellus Not 8, 9 och 10

NOT 8. FÖRVALTNINGSAVGIFT

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

NOT 9. EGET KAPITAL

	Andels-kapital	Överkurs	Reserver	Avsatt till andelsägare för återinvestering i nya fondandelar	Summa
EGET KAPITAL PER DEN 1 JANUARI 2013	423 042	44 285	3 301	-41	470 588
Utfärdade andelar	205 605	23 634	13 868		243 106
Inlösen av andelar	-211 792	-22 874	-15 584		-250 249
Avsatt till återinvestering för andelsägarna				54 535	54 535
Årets resultat efter utbetalning till andelsägarna			-11 769		-11 769
EGET KAPITAL PER DEN 31 DECEMBER 2013	**416 855**	**45 046**	**-10 184**	**54 494**	**506 210**

	2013-12-31	2012-12-31	2011-12-31
Antal andelar	4 168 548	4 230 420	5 089 726
Basiskurs per andel (angett i hela kronor)*	121,4385	111,2406	104,8583

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

NOT 10. SKATT

Räntefonder är skattepliktiga med 28 procent av nettot av realiserade kursvinster på räntebärande värdepapper, upplupna periodiserade ränteintäkter, valutakursvinster/förluster, minus avdragsgilla kostnader vilket bland annat innefattar förvaltningsavgiften. Skattepliktiga resultatet utdelas i praktiken till andelsägarna vilket medför att fonden inte hamnar i skatteposition.

SKAGEN Tellus hade ett skattemässigt underskott på 6 MNOK per den 31 december 2012. Denna uppskjutna skattefordran var inte bokförd i balansräkningen, då det rådde osäkerhet om denna kommer att kunna utnyttjas i framtiden.

Det skattemässiga underskottet användes i sin helhet under 2013.

SKAGEN Krona Not 8, 9 och 10 (alla tal i hela tusental SEK)

NOT 8. FÖRVALTNINGSAVGIFT

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

NOT 9. EGET KAPITAL

	Andelskapital	Överkurs	Reserver	Summa
EGET KAPITAL PER DEN 1 JANUARI 2013	818 539	6 171	1 647	826 357
Utfärdade andelar	734 920	6 547	8 764	750 231
Inlösen av andelar	-724 306	-6 514	-9 438	-740 258
Återinvesterat för andelsägarna	19 006	178		19 184
Årets resultat			945	945
EGET KAPITAL PER DEN 31 DECEMBER 2013	**848 159**	**6 382**	**1 918**	**856 459**

	2013-12-31	2012-12-31	2011-12-31
Antal andelar	8 481 594	8 185 390	3 900 661
Basiskurs per andel (angett i hela kronor)*	100,9781	100,9874	100,7418

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

NOT 10. SKATT

Räntefonder är skattepliktiga med 28 procent av nettot av realiserade kursvinster på räntebärande värdepapper, upplupna periodiserade ränteintäkter, valutakursvinster/förluster, minus avdragsgilla kostnader vilket bland annat innefattar förvaltningsavgift. Skattepliktiga resultatet utdelas i praktiken till andelsägarna vilket medför att fonden inte hamnar i skatteposition.

SKAGEN Balanse 60/40 Not 8, 9 och 10

NOT 8. FÖRVALTNINGSAVGIFT

I SKAGEN Balanse 60/40 tas ingen förvaltningsavgift ut, men i de underliggande fonderna tas förvaltningsavgift ut enligt varje fonds prospekt. Den procentuella förvaltningsavgiften i potentiellt underliggande fonder är som följer:

	Fast förvaltningsavgift i procent av det dagligt förvaltade kapitalet	Rörlig förvaltningsavgift
SKAGEN Avkastning	0,5%	–
SKAGEN Tellus	0,8%	–
SKAGEN Høyrente	0,25%	–
SKAGEN Høyrente Institusjon	0,15%	–
SKAGEN Vekst	1,0%	1/10 av avkastningen utöver 6 % per år
SKAGEN Global	1,0%	*
SKAGEN Kon-Tiki	2,0%	**

* 1/10 av den avkastning utöver jämförelseindex MSCI All Country World Daily Total return Net $ uttryckt i norska kronor.
** 1/10 av den avkastning utöver jämförelseindex MSCI Emerging Markets Index Daily Traded Net Total Return $ uttryckt i norska kronor. Vid sämre värdeutveckling än jämförelseindex dras 10 procent av underavkastningen från den fasta förvaltningsavgiften. Dock begränsat uppåt och nedåt så att total förvaltningsavgift inte kan överstiga 4 procent per år och inte lägre än 1 procent per år av genomsnittligt förvaltningskapital.

NOT 9. EGET KAPITAL

	Andelskapital	Överkurs	Reserver	Summa
EGET KAPITAL PER DEN 1 JANUARI 2013	68 116	-43	1 282	69 356
Utfärdade andelar	173 877	19 781		193 658
Inlösen av andelar	-79 611	-8 745		-88 356
Årets resultat			17 884	17 884
EGET KAPITAL PER DEN 31 DECEMBER 2013	**162 382**	**10 993**	**19 167**	**192 542**

SKAGEN Balanse 60/40:s verksamhet startade den 2012-02-29.

	2013-12-31	2012-12-31
Antal andelar	1 623 820	681 158
Basiskurs per andel (angett i hela kronor)*	118,5793	101,8231

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

NOT 10. SKATT

SKAGEN Balanse 60/40 är undantagen från skatteplikt på realiserade vinster och har inte avdragsrätt för realiserade förluster på aktiefondsandelar inom EU/EES. Fonden är skattepliktig för realiserade vinster och har avdragsrätt för realiserade förluster av räntefondsandelar. Upplupna periodiserade ränteintäkter ingår också i skatteunderlaget.

Beräkningunderlag för aktuell skatt	**2013**	**2012-02-29–2012-12-31**
Netto ränteintäkter	1 217	693
Realiserade vinster/förluster räntefondsandelar	70	46
Summa skattepliktiga intäkter	**1 287**	**739**
Kostnader med skattepliktigt avdragsrätt	–	–
Netto skattepliktiga intäkter	1 287	739
Beräkningsgrund betalbar skatt (A)	**1 287**	**739**
Aktuell skatt i resultaträkningen		
Aktuell skatt (A x 28%)	360	207
Skattemässiga korrigeringar från tidigare år	–	–
Aktuell skatteskuld	**360**	**207**
Underlag beräknad skatt/-skattefördel i balansräkningen		
Orealiserade vinster/förluster ränteandelsfonder (B)	-65	103
Bokförd skatt/-skattefördel i balansräkningen (B x 27%)	**-18**	**29**
Skattekostnad i resultaträkningen		
Aktuell skatt	360	207
Ändring i aktuell skatt/-skattefördel	-47	29
Summa skattekostnad	**314**	**236**

Aktuell skatteskuld ingår i övriga skulder.

SKAGEN m² Not 8, 9 och 10

NOT 8. FÖRVALTNINGSAVGIFT

Den fasta förvaltningsavgiften uppgår till 1,5 procent per år av det dagliga förvaltningskapitalet utöver den rörliga förvaltningsavgiften: 1/10 av överavkastningen i andelsvärde jämfört med referensindex MSCI ACWI Real Estate IMI Net total return index USD mätt i norska kronor. Vid sämre värdeutveckling i andelsvärde än referensindex, dras 10 procent underavkastningen av från den fasta förvaltningsavgiften. Den totala förvaltningsavgiften är dock begränsad upp och ned så att total förvaltningsavgift inte kan överstiga 3 procent per år och inte kan bli lägre än 0,75 procent per år av genomsnittligt förvaltat kapital.

NOT 9. EGET KAPITAL

	Andelskapital	Överkurs	Reserver	Summa
EGET KAPITAL PER DEN 31 OKTOBER 2013	210 869	7	3 116	213 992
Utfärdade andelar	724 055	90 321		814 376
Inlösen av andelar	-456 603	-44 454		-501 058
Årets resultat			-20 399	-20 399
EGET KAPITAL PER DEN 31 DECEMBER 2013	**478 320**	**45 874**	**-17 283**	**506 911**

Fonden SKAGEN m² startade 2012-10-31

	2013-12-31	2012-12-31
Antal andelar	4 783 203	2 108 687
Basiskurs per andel (angett i hela kronor)*	105,9746	101,4865

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

NOT 10. SKATT

Aktiefonder är generellt befriade från skatt på vinster och har inte avdragsrätt för förluster vid realisation av aktier. Vidare är utdelning från bolag inom EU/EES i utgångsfallet undantagna från skatteplikt. 3 procent av dessa utdelningar behandlas dock som skattepliktiga. Källskatt på utdelningar inom EU/EES dras av med hänvisning till domen i Asker og Bærum Tingsrätt den 19 november 2012. Utdelning från aktiebolag utanför EU/EES är skattepliktig. Fonden kan i tillägg belastas med källskatt på utdelning från alla utländska bolag.

Beräkningunderlag för aktuell skatt	**2013**	**2012-10-31–2012-12-31**
Ränteintäkt/-kostnad	-29	50
Skattepliktiga aktieutdelningar	13 325	221
3 % av skattefria aktieutdelningar	215	–
Skattepliktiga realisationsvinster/förluster utanför "Fritaksmetoden"	-2 040	18
3 % av skattefria utdelningar från transparenta skatteobjekt	–	6
Valutakursvinster/förluster	1 318	-185
Summa skattepliktiga intäkter	**12 789**	**110**
Fast förvaltningsavgift	-8 307	-466
Rörligt förvaltningsavgift	4 126	183
Källskatt på utdelningar inom EES	-927	
Summa avdragsgilla kostnader	**-5 108**	**-283**
Netto skattepliktiga intäkter	**7 681**	**-173**
Beräkningsunderlag aktuell skatt (A)	**7 681**	**–**
Aktuell skatt i resultaträkningen		
Aktuell skatt (A x 28%)	2 151	–
Kreditavdrag betald källskatt utanför EES	-734	
Användning av kreditavdrag	-3	
Aktuell skatteskuld	1 413	–
Underlag uppskjuten skatt/-skattefördel i balansräkningen		
Orealiserade vinster/förluster utanför "Fritaksmetoden"	-6 906	254
Använda underskott		-173
Summa underlag för bokförd skatt/-skattefördel (B)	**-6 906**	**81**
Bokförd skatt (B x 27%)	-1 865	23
Avdrag för betald källskatt	–	-11
Netto bokförd uppskjuten skatt/-skattefördel i balansräkningen	**-1 865**	**12**
Skattekostnad i resultaträkningen		
Aktuell skatt	1 413	–
Ändring i aktuell skatt/-skattefördel	-1 877	23
Inbetald källskatt	1 673	33
Summa skattekostnad	**1 210**	**56**

Aktuell skatteskuld ingår i övriga skulder.

SKAGEN m²

Not 7. Värdepappersportfölj per den 31 december 2013 (angett i hela NOK)

Värdepapper	Antal	Köpvärde NOK	Marknadskurs	Valuta	Marknadsvärde NOK	Orealiserad vinst/ förlust	Andel av fonden	Ägarandel i bolag/ aktieklass	Börs
Fastighetsföretag inkl REITs [2]									
Brandywine Realty Trust	208 000	17 949 713	14,09	USD	17 783 495	-166 217	3,51 %	0,13 %	New York
Deutsche Wohnen AG	150 450	13 571 960	13,49	EUR	16 979 082	3 407 121	3,35 %	0,13 %	Frankfurt
Mercialys SA	128 400	15 900 860	15,25	EUR	16 375 101	474 241	3,23 %	0,14 %	Paris
Capitamalls Asia Ltd	1 710 000	15 783 731	1,96	SGD	16 115 163	331 432	3,18 %	0,04 %	Singapore
British Land Co Plc	243 826	12 308 570	6,29	GBP	15 413 185	3 104 615	3,04 %	0,02 %	London
Lexington Realty Trust	247 000	16 265 277	10,21	USD	15 302 609	-962 668	3,02 %	0,11 %	New York
Global Logistic Properties Ltd	1 094 000	13 681 784	2,89	SGD	15 201 894	1 520 109	3,00 %	0,02 %	Singapore
Apartment Investment & Management Co	96 097	16 193 664	25,91	USD	15 108 454	-1 085 210	2,98 %	0,07 %	New York
Lippo Malls Indonesia Retail Trust	7 484 000	18 294 225	0,41	SGD	14 933 596	-3 360 628	2,95 %	0,31 %	Singapore
PS Business Parks Inc	31 000	13 340 290	76,42	USD	14 375 121	1 034 831	2,84 %	0,12 %	New York
Ashford Hospitality Trust	277 300	12 305 129	8,28	USD	13 932 306	1 627 177	2,75 %	0,34 %	New York
Franshion Properties China Ltd	6 284 000	12 075 296	2,70	HKD	13 281 611	1 206 315	2,62 %	0,07 %	Hong Kong
Olav Thon Eiendomsselskap ASA	12 400	11 330 452	1 070	NOK	13 268 000	1 937 548	2,62 %	0,12 %	Oslobörsen
Citycon Oyj	525 958	9 096 633	2,56	EUR	11 260 045	2 163 412	2,22 %	0,12 %	Helsingfors
Ananda Development PCL-Nvdr	30 719 200	19 072 450	1,90	THB	10 824 064	-8 248 386	2,14 %	0,92 %	Bangkok
Soho China Ltd	2 037 500	9 835 250	6,68	HKD	10 654 299	819 049	2,10 %	0,04 %	Hong Kong
BR Properties SA	220 000	14 576 798	18,60	BRL	10 514 394	-4 062 404	2,08 %	0,07 %	Sao Paulo
Mapletree Logistics Trust	2 028 557	11 687 648	1,05	SGD	10 290 162	-1 397 487	2,03 %	0,08 %	Singapore
Segro Plc	300 000	7 459 189	3,34	GBP	10 070 000	2 610 811	1,99 %	0,04 %	London
SL Green Realty Corp	17 000	8 322 549	92,38	USD	9 529 490	1 206 941	1,88 %	0,02 %	New York
Ticon Industrial Connection Pcl-Nvdr	3 242 600	10 949 839	15,80	THB	9 501 175	-1 448 665	1,88 %	0,36 %	Bangkok
CapitaLand Ltd	650 000	10 094 334	3,03	SGD	9 469 750	-624 584	1,87 %	0,02 %	Singapore
Affine SA	79 497	8 037 353	13,94	EUR	9 267 501	1 230 148	1,83 %	0,88 %	Paris
Bekasi Fajar Industrial Estate Tbk PT	40 835 000	15 782 104	445,00	IDR	9 058 530	-6 723 574	1,79 %	0,42 %	Indonesien
SM Prime Holdings Inc	4 500 000	11 116 731	14,68	PHP	9 027 099	-2 089 632	1,78 %	0,02 %	Filippinerna
HCP Inc	40 500	9 063 237	36,32	USD	8 925 728	-137 508	1,76 %	0,01 %	New York
Indiabulls Real Estate Ltd	1 219 883	8 156 955	69,00	INR	8 259 843	102 888	1,63 %	0,29 %	National Indien
Vista Land & Lifescapes Inc	11 517 700	8 604 748	5,20	PHP	8 184 247	-420 500	1,62 %	0,13 %	Filippinerna
Gecina SA	10 116	6 756 658	96,03	EUR	8 123 906	1 367 247	1,60 %	0,02 %	Paris
DLF Ltd	494 914	10 536 158	166,70	INR	8 095 988	-2 440 170	1,60 %	0,03 %	National Indien
Yuexiu Property Co Ltd	5 077 000	8 541 707	1,91	HKD	7 590 866	-950 841	1,50 %	0,05 %	Hong Kong
BR Malls Participacoes SA	170 000	11 546 295	17,05	BRL	7 447 696	-4 098 599	1,47 %	0,04 %	Sao Paulo
Ascendas India Trust	2 254 000	8 596 417	0,68	SGD	7 369 624	-1 226 793	1,46 %	0,25 %	Singapore
First Real Estate Investment Trust	1 402 000	7 668 002	1,06	SGD	7 145 562	-522 440	1,41 %	0,20 %	Singapore
General Shopping Brasil SA	282 000	8 535 629	9,43	BRL	6 832 969	-1 702 661	1,35 %	0,56 %	Sao Paulo
Lippo Karawaci Tbk PT	14 579 500	10 400 055	910,00	IDR	6 613 771	-3 786 283	1,31 %	0,06 %	Indonesien
Emlak Konut Gayrimenkul Yatirim Ortakligi AS	1 100 000	8 241 465	2,10	TRY	6 524 779	-1 716 686	1,29 %	0,03 %	Istanbul
Phoenix Mills Ltd	275 000	7 551 670	227,65	INR	6 143 344	-1 408 326	1,21 %	0,19 %	National Indien
IJM Land Bhd	1 300 000	5 926 934	2,55	MYR	6 131 424	204 490	1,21 %	0,08 %	Kuala Lumpur
Summarecon Agung Tbk PT	15 460 000	9 230 690	780,00	IDR	6 011 312	-3 219 378	1,19 %	0,11 %	Indonesien
Parkway Life Real Estate Investment Trust	472 000	5 731 747	2,35	SGD	5 333 255	-398 491	1,05 %	0,08 %	Singapore
Keppel Land Ltd	325 000	5 733 134	3,34	SGD	5 219 301	-513 833	1,03 %	0,02 %	Singapore
Shimao Property Holdings Ltd	351 000	4 458 318	17,82	HKD	4 896 273	437 955	0,97 %	0,01 %	Hong Kong
Bumi Serpong Damai PT	7 406 000	6 346 152	1 290	IDR	4 762 539	-1 583 613	0,94 %	0,04 %	Indonesien
Surya Semesta Internusa PT	15 123 500	12 552 718	560,00	IDR	4 221 876	-8 330 842	0,83 %	0,32 %	Indonesien
Rockwell Land Corp	20 000 000	8 186 790	1,49	PHP	4 072 170	-4 114 620	0,80 %	0,33 %	Filippinerna
Hovnanian Enterprices Inc	100 000	3 068 328	6,62	USD	4 016 990	948 663	0,79 %	0,08 %	New York
Irsa Sa ADR	54 534	3 839 802	12,11	USD	4 007 322	167 521	0,79 %	0,09 %	New York
Century Properties Group Inc	21 832 000	4 197 753	1,32	PHP	3 938 012	-259 741	0,78 %	0,23 %	Filippinerna
Ticon Property Fund	1 798 697	4 339 219	10,70	THB	3 569 181	-770 037	0,71 %	0,16 %	Bangkok
Ashford Hopsitality Prime Inc	30 328	3 486 153	18,20	USD	3 349 330	-136 823	0,66 %	0,19 %	New York
Parque Arauco SA	300 000	3 509 761	965,37	CLP	3 345 441	-164 320	0,66 %	0,04 %	Santiago
Siam Future Development NVDR	3 000 000	3 723 383	5,65	THB	3 143 377	-580 006	0,62 %	0,23 %	Bangkok
Torunlar Gayrimenkul Yatirim	200 000	2 659 231	2,76	TRY	1 559 168	-1 100 063	0,31 %	0,04 %	Istanbul
General Shopping Finance (finansobligasjon)	1 000 000	5 429 495	88,69	USD	5 469 171	-47 972	1,08 %	0,40 %	Euroclear
Summa egendom		**531 650 434**			**487 840 595**	**-43 897 486**	**96,37 %**		
SUMMA VÄRDEPAPPERSPORTFÖLJ[1]		**531 650 434**			**487 840 595**	**-43 897 486**	**96,37 %**		

[1] För värdet av likvida medel i portföljen per den 31 december 2013, se balansräkningen.

[2] REITs (Real Estate Investment Trusts) är börsnoterade, juridiska strukturer som är underställda gynnsamma skatteregler i sina hemland. Villkoren för att uppnå gynnsam skatt är bland annat att företaget uppfyller minimikrav för fastighetsexponering och att en minimiandel av överskottet delas ut till ägarna.

Beräkning av anskaffningskostnad:
För SKAGEN m² används beräkningsprincipen FIFO för beräkning av realiserad kursvinst/förlust vid försäljning.

SKAGEN Vekst

Not 7. Värdepappersportfölj per den 31 december 2013 (angett i hela NOK)

Värdepapper	Antal	Köpvärde NOK	Marknadskurs	Valuta	Marknadsvärde NOK	Orealiserad vinst/ förlust	Andel av fonden	Ägarandel i bolag/ aktieklass	Börs
Energi									
Statoil ASA	1 997 489	286 217 479	147,00	NOK	293 630 883	7 413 404	3,65%	0,06 %	Oslobörsen
Solstad Offshore ASA	1 938 650	95 343 907	120,50	NOK	233 607 325	138 263 418	2,91%	5,01 %	Oslobörsen
DOF ASA	5 762 213	110 021 666	31,70	NOK	182 662 152	72 640 486	2,27%	5,19 %	Oslobörsen
Ganger Rolf ASA	1 273 817	130 404 738	127,50	NOK	162 411 667	32 006 929	2,02%	3,76 %	Oslobörsen
Bonheur ASA	1 192 594	88 117 205	128,50	NOK	153 248 329	65 131 124	1,91%	2,92 %	Oslobörsen
Siem Offshore Inc	8 036 317	68 364 907	9,65	NOK	77 550 459	9 185 552	0,96%	2,06 %	Oslobörsen
Rec Silicon ASA	29 162 486	42 189 645	2,44	NOK	71 214 791	29 025 146	0,89%	1,26 %	Oslobörsen
Sevan Drilling ASA	13 252 171	83 460 363	4,95	NOK	65 598 246	-17 862 117	0,82%	2,23 %	Oslobörsen
Eidesvik Offshore ASA	1 587 641	60 594 698	34,50	NOK	54 773 614	-5 821 084	0,68%	5,27 %	Oslobörsen
Baker Hughes Inc	150 000	36 383 089	55,26	USD	50 297 330	13 914 241	0,63%	0,03 %	New York
REC Solar AS	502 801	10 056 020	84,00	NOK	42 235 284	32 179 264	0,53%	1,26 %	Oslobörsen
Electromagnetic Geoservices AS	5 029 207	68 319 497	7,87	NOK	39 579 859	-28 739 638	0,49%	2,52 %	Oslobörsen
Northern Offshore Ltd	2 750 000	26 551 574	9,45	NOK	25 987 500	-564 074	0,32%	1,68 %	Oslobörsen
Remora ASA	828 465	26 108 037	0,46	NOK	379 934	-25 728 103	0,00%	0,95 %	Onoterat
Summa energi		**1 132 132 827**			**1 453 177 375**	**321 044 548**	**18,07 %**		
Råvaror									
Norsk Hydro ASA	14 042 679	355 935 581	27,07	NOK	380 135 321	24 199 739	4,73 %	0,68 %	Oslobörsen
Akzo Nobel NV	303 804	91 338 330	56,34	EUR	143 139 483	51 801 153	1,78 %	0,13 %	Amsterdam
Hexagon Composites ASA	2 833 473	4 283 776	32,30	NOK	91 521 178	87 237 401	1,14 %	2,13 %	Oslobörsen
OCI Co Ltd	39 000	33 002 671	191 000	KRW	42 936 781	9 934 110	0,53 %	0,16 %	Seoul
Nordic Mining ASA	17 428 114	20 579 819	1,27	NOK	22 133 705	1 553 886	0,28 %	6,21 %	Oslo Axess
Agrinos AS	817 242	23 068 088	6,89	NOK	5 630 797	-17 437 291	0,07 %	1,83 %	Onoterat
Summa råvaror		**528 208 266**			**685 497 265**	**157 288 999**	**8,53 %**		
Kapitalvaror, service och transport									
Kongsberg Gruppen ASA	2 940 497	122 134 038	127,50	NOK	374 913 367	252 779 330	4,66 %	2,45 %	Oslobörsen
Norwegian Air Shuttle ASA	1 448 775	86 454 943	188,20	NOK	272 659 455	186 204 512	3,39 %	4,12 %	Oslobörsen
Wilh. Wilhelmsen Holding ASA	1 064 275	76 006 038	202,00	NOK	214 983 550	138 977 512	2,67 %	3,07 %	Oslobörsen
Stolt-Nielsen Ltd	781 341	96 891 665	167,00	NOK	130 483 947	33 592 282	1,62 %	1,22 %	Oslobörsen
ABB Ltd	607 625	78 497 573	170,00	SEK	97 449 682	18 952 109	1,21 %	0,03 %	Stockholm
AirAsia Bhd	16 364 100	90 073 480	2,20	MYR	66 587 487	-23 485 993	0,83 %	0,59 %	Kuala Lumpur
Avance Gas Holdings Ltd	434 974	44 712 000	123,00	NOK	53 501 802	8 789 802	0,67 %	1,78 %	Onoterat
Odfjell SE-A	1 222 521	54 729 571	41,00	NOK	50 123 361	-4 606 210	0,62 %	1,86 %	Oslobörsen
LG Corp Pref	224 482	25 796 379	35 700	KRW	46 193 540	20 397 161	0,57 %	6,77 %	Seoul
LG Corp	98 000	20 305 365	64 000	KRW	36 152 435	15 847 070	0,45 %	0,06 %	Seoul
Goodtech ASA	2 116 842	48 134 917	15,90	NOK	33 657 788	-14 477 130	0,42 %	6,51 %	Oslobörsen
FLSmidth & Co A/S	100 000	30 332 146	296,10	DKK	33 191 330	2 859 183	0,41 %	0,19 %	Köpenhamn
Norwegian Car Carriers ASA	11 920 305	36 476 952	1,71	NOK	20 383 722	-16 093 230	0,25 %	4,92 %	Oslobörsen
TTS Group ASA	3 222 553	32 175 187	6,20	NOK	19 979 829	-12 195 358	0,25 %	3,72 %	Oslobörsen
Frontline 2012 Ltd	370 500	14 820 000	50,00	NOK	18 525 000	3 705 000	0,23 %	0,15 %	Onoterat
I.M. Skaugen SE	1 294 257	16 227 008	9,45	NOK	12 230 729	-3 996 279	0,15 %	4,78 %	Oslobörsen
DO & CO AG	16 650	4 753 125	105,00	TRY	4 938 071	184 946	0,06 %	0,17 %	Istanbul
Viti Invest AS	931 782	5 643 663	0,47	NOK	437 938	-5 205 725	0,01 %	5,95 %	Onoterat
Summa kapitalvaror, service och transport		**884 164 050**			**1 486 393 031**	**602 228 982**	**18,49 %**		
Inkomstberoende konsumtionsvaror									
Royal Caribbean Cruises Ltd	1 993 021	305 591 208	47,42	USD	573 477 280	267 886 072	7,13 %	0,94 %	New York
Continental AG	323 500	162 432 640	159,40	EUR	431 232 730	268 800 090	5,36 %	0,16 %	Frankfurt
Kia Motors Corporation	643 000	192 623 806	56 100	KRW	207 924 344	15 300 538	2,59 %	0,16 %	Seoul
Hurtigruten ASA	22 671 503	81 526 374	3,47	NOK	78 670 115	-2 856 259	0,98 %	5,39 %	Oslobörsen
Mahindra & Mahindra Ltd GDR	672 000	16 600 999	15,25	USD	62 184 466	45 583 467	0,77 %	0,11 %	London Int
Fjord Line AS	2 850 000	28 500 000	5,00	NOK	14 250 000	-14 250 000	0,18 %	3,57 %	Onoterat
Nippon Seiki Co Ltd	99 999	9 356 203	2 034	JPY	11 752 029	2 395 827	0,15 %	0,16 %	Tokyo
Summa inkomstberoende konsumtionsvaror		**796 631 231**			**1 379 490 966**	**582 859 735**	**17,16 %**		
Defensiva konsumtionsvaror									
Royal Unibrew A/S	100 000	30 967 217	736,00	DKK	82 501 920	51 534 703	1,03 %	0,90 %	Köpenhamn
Austevoll Seafood ASA	1 718 200	54 151 853	35,50	NOK	60 996 100	6 844 247	0,76 %	0,85 %	Oslobörsen
Yazicilar Holding AS	689 169	23 544 261	18,75	TRY	36 498 987	12 954 726	0,45 %	0,43 %	Istanbul
Deoleo SA	5 000 000	12 554 532	0,47	EUR	19 652 463	7 097 930	0,24 %	0,43 %	Madrid
R. Domstein & Co AS Convertible	3 750 000	3 750 000	90,00	NOK	3 376 027	-373 973	0,04 %	15,00 %	Onoterat
Genomar AS	463 407	11 585 175	0,29	NOK	134 388	-11 450 787	0,00 %	6,31 %	Onoterat
Norsk Marin Fisk AS	354 000	7 338 000	0,01	NOK	3 540	-7 334 460	0,00 %	3,13 %	Onoterat
Summa defensiva konsumtionsvaror		**143 891 038**			**203 163 425**	**59 272 387**	**2,53 %**		

Not 7. Värdepappersportfölj per den 31 december 2013 (angett i hela NOK)

Värdepapper	Antal	Köpvärde NOK	Marknadskurs	Valuta	Marknadsvärde NOK	Orealiserad vinst/ förlust	Andel av fonden	Ägarandel i bolag/ aktieklass	Börs
Läkemedel									
Teva Pharmaceutical-Sp ADR	1 361 530	361 874 143	40,08	USD	331 129 383	-30 744 760	4,12 %	0,16 %	NASDAQ
Novo Nordisk A/S-B	58 050	62 217 876	994,00	DKK	64 680 721	2 462 845	0,80 %	0,00 %	Köpenhamn
Medi-Stim ASA	1 465 625	18 313 038	23,00	NOK	33 709 375	15 396 337	0,42 %	7,77 %	Oslobörsen
Photocure ASA	920 401	37 075 126	25,70	NOK	23 654 306	-13 420 820	0,29 %	4,30 %	Oslobörsen
Karolinska Development AB	384 619	13 405 742	30,90	SEK	11 212 052	-2 193 690	0,14 %	0,82 %	Stockholm
PCI Biotech ASA	75 000	1 723 784	22,00	NOK	1 650 000	-73 784	0,02 %	0,97 %	Oslobörsen
Norchip AS	1 200 000	18 000 000	0,01	NOK	12 000	-17 988 000	0,00 %	6,66 %	Onoterat
Summa läkemedel		**512 609 708**			**466 047 836**	**-46 561 872**	**5,80 %**		
Bank och finans									
Danske Bank A/S	1 900 000	195 059 849	124,40	DKK	264 947 742	69 887 893	3,30 %	0,19 %	Köpenhamn
Sberbank of Russia Pref	11 470 000	173 557 344	80,03	RUB	169 498 378	-4 058 966	2,11 %	1,15 %	Moskva
RSA Insurance Group Plc	12 231 142	120 400 129	0,91	GBP	112 350 483	-8 049 646	1,40 %	0,33 %	London
Olav Thon Eiendomsselskap ASA	100 509	18 889 866	1 070	NOK	107 544 630	88 654 764	1,34 %	0,94 %	Oslobörsen
Tribona AB	2 728 689	94 155 883	39,30	SEK	101 167 836	7 011 954	1,26 %	7,01 %	Stockholm
Korean Reinsurance Co	1 466 760	49 965 587	11 450	KRW	96 804 613	46 839 025	1,20 %	1,22 %	Seoul
Norwegian Finans Holding ASA	6 565 356	12 872 945	12,50	NOK	82 066 950	69 194 005	1,02 %	3,86 %	Onoterat
Sparebanken Øst	1 413 500	25 052 791	43,00	NOK	60 780 500	35 727 709	0,76 %	6,82 %	Oslobörsen
Hitecvision AS	762 746	5 183 496	74,00	NOK	56 443 204	51 259 708	0,70 %	4,14 %	Onoterat
Zoncolan ASA	730 000	4 045 513	5,20	NOK	3 796 000	-249 513	0,05 %	4,90 %	Oslo Axess
Summa bank och finans		**699 183 403**			**1 055 400 336**	**356 216 934**	**13,13 %**		
Informationsteknologi									
Samsung Electronics Co Ltd Pref	99 660	589 917 231	1 013 000	KRW	581 918 059	-7 999 172	7,24 %	0,44 %	Seoul
SAP AG	490 000	196 372 096	62,31	EUR	255 330 647	58 958 551	3,18 %	0,04 %	Frankfurt
Q-Free ASA	3 182 604	44 687 622	14,00	NOK	44 556 456	-131 166	0,55 %	4,68 %	Oslobörsen
Proact IT Group AB	458 101	15 214 172	81,00	SEK	35 005 971	19 791 799	0,44 %	4,91 %	Stockholm
PSI Group ASA	3 796 612	43 430 508	5,62	NOK	21 336 959	-22 093 548	0,27 %	8,56 %	Oslobörsen
Bang & Olufsen A/S	220 375	16 862 279	45,80	DKK	11 313 945	-5 548 334	0,14 %	0,56 %	Köpenhamn
Precise Biometrics AB	2 362 593	2 436 168	1,63	SEK	3 633 058	1 196 891	0,05 %	0,68 %	Stockholm
Oter Invest AS	2 468 164	6 930 569	0,50	NOK	1 234 082	-5 696 487	0,02 %	8,09 %	Onoterat
Ceetron ASA	60 622	935 943	1,50	NOK	90 933	-845 010	0,00 %	2,53 %	Onoterat
Summa informationsteknologi		**916 786 587**			**954 420 110**	**37 633 523**	**11,87 %**		
Telekom									
Orange	1 842 000	181 070 523	9,00	EUR	138 637 670	-42 432 853	1,72 %	0,07 %	Paris
Indosat Tbk PT	4 205 085	15 438 255	4 150	IDR	8 699 375	-6 738 880	0,11 %	0,08 %	Indonesien
Summa telekom		**196 508 777**			**147 337 044**	**-49 171 733**	**1,83 %**		
Nyttotjänster									
Fortum Oyj	283 000	31 465 343	16,63	EUR	39 357 527	7 892 184	0,49 %	0,03 %	Helsingfors
Summa nyttotjänster		**31 465 343**			**39 357 527**	**7 892 184**	**0,49 %**		
SUMMA VÄRDEPAPPERSPORTFÖLJ[2)]		**5 841 581 229**			**7 870 284 915**	**2 028 703 686**	**97,89 %**		

[1)] För värdet av likvida medel i portföljen per den 31 december 2013, se balansräkningen.

Beräkning av anskaffningskostnad: För SKAGEN Vekst används genomsnittligt anskaffningsvärde för att beräkna realiserad kursvinst/förlust vid försäljning av aktier.

SKAGEN Global

Not 7. Värdepappersportfölj per den 31 december 2013 (angett i hela NOK)

Värdepapper	Antal	Köpvärde NOK	Marknadskurs	Valuta	Marknadsvärde NOK	Orealiserad vinst/ förlust	Andel av fonden	Ägarandel i bolag/ aktieklass	Börs
Energi									
Gazprom Oao ADR	20 237 618	1 341 337 548	8,55	USD	1 049 949 235	-291 388 313	2,25 %	0,17 %	London Int
Baker Hughes Inc	2 400 304	625 704 821	55,26	USD	804 859 217	179 154 397	1,72 %	0,54 %	New York
Weatherford Intl Ltd	7 016 525	575 664 070	15,49	USD	659 502 259	83 838 188	1,41 %	0,91 %	New York
OMV AG	2 131 595	462 052 943	34,79	EUR	620 166 404	158 113 461	1,33 %	0,65 %	Wien
Ensco Plc Class A	1 392 400	429 466 518	57,18	USD	483 115 485	53 648 968	1,04 %	0,60 %	New York
Surgutneftegas OAO Pref	96 926 900	368 470 884	25,88	RUB	463 188 648	94 717 764	0,99 %	1,26 %	Moskva
Technip SA	771 254	466 276 054	69,86	EUR	450 583 335	-15 692 719	0,97 %	0,68 %	Paris
Afren Plc	23 356 508	246 480 940	1,69	GBP	397 164 124	150 683 184	0,85 %	2,13 %	London
Kazmunaigas Exploration GDR	3 401 603	419 105 565	15,70	USD	324 060 480	-95 045 085	0,69 %	0,81 %	London Int
BP Plc	4 317 010	215 354 079	4,88	GBP	211 743 025	-3 611 055	0,45 %	0,02 %	London
Petroleo Brasileiro Pref ADR	2 240 773	363 958 776	14,69	USD	199 738 807	-164 219 969	0,43 %	0,08 %	New York
BP Plc ADR	618 040	180 221 116	48,61	USD	182 299 299	2 078 183	0,39 %	0,00 %	New York
Pacific Drilling SA	2 159 403	123 780 169	11,46	USD	150 162 369	26 382 199	0,32 %	1,03 %	New York
Rec Silicon ASA	50 877 884	68 504 656	2,44	NOK	124 243 793	55 739 137	0,27 %	2,20 %	Oslobörsen
Electromagnetic Geoservices AS	10 124 112	157 087 703	7,87	NOK	79 676 761	-77 410 941	0,17 %	5,07 %	Oslobörsen
Surgutneftegas OAO ADR	1 304 540	67 586 829	8,64	USD	68 393 359	806 530	0,15 %	0,04 %	London Int
Renewable Energy Corp ASA 09/18 6,5%	11 849 882	71 552 995	94,50	USD	68 205 968	-3 347 027	0,15 %		Onoterat
REC Solar AS	705 733	14 114 660	84,00	NOK	59 281 572	45 166 912	0,13 %	1,76 %	Oslobörsen
Summa energi		**6 196 720 326**			**6 396 334 140**	**199 613 813**	**13,71 %**		
Råvaror									
Akzo Nobel NV	2 014 190	614 985 904	56,34	EUR	949 000 393	334 014 488	2,03 %	0,83 %	Amsterdam
Ternium SA ADR	3 053 223	456 317 626	31,30	USD	579 890 048	123 572 422	1,24 %	1,52 %	New York
Heidelbergcement AG	1 255 040	399 375 209	55,15	EUR	578 831 555	179 456 346	1,24 %	0,67 %	Frankfurt
Norsk Hydro ASA	20 865 878	563 982 989	27,07	NOK	564 839 317	856 328	1,21 %	1,01 %	Oslobörsen
OCI Co Ltd	336 568	314 713 154	191 000	KRW	370 542 217	55 829 064	0,79 %	1,41 %	Seoul
Mayr-Melnhof Karton AG	481 146	222 870 505	90,00	EUR	362 133 334	139 262 829	0,78 %	2,41 %	Wien
Lundin Mining Corp SDR	10 865 046	276 551 458	27,50	SEK	281 877 321	5 325 862	0,60 %	1,86 %	Stockholm
Vale Sa Spons pref ADR	2 670 526	202 841 948	14,01	USD	227 027 119	24 185 171	0,49 %	0,13 %	New York
Lundin Mining Corp	8 120 335	210 416 443	4,60	CAD	213 417 589	3 001 146	0,46 %	1,39 %	Toronto
UPM-Kymmene Oyj	1 796 493	119 101 841	12,28	EUR	184 490 076	65 388 236	0,40 %	0,34 %	Helsingfors
Vale Sa Spons ADR	1 717 891	145 339 253	15,25	USD	158 967 462	13 628 209	0,34 %	0,05 %	New York
Evonik Industries AG	51 752	12 222 594	29,63	EUR	12 823 539	600 946	0,03 %	0,01 %	Xetra
Summa råvaror		**3 538 718 924**			**4 483 839 971**	**945 121 047**	**9,61 %**		
Kapitalvaror, service och transport									
Tyco International Ltd	5 812 262	626 239 089	41,04	USD	1 447 422 527	821 183 438	3,10 %	1,25 %	New York
LG Corp	2 450 793	686 437 409	64 000	KRW	904 103 420	217 666 011	1,94 %	1,42 %	Seoul
Bunge Ltd	1 210 668	414 426 808	82,11	USD	603 203 577	188 776 769	1,29 %	0,82 %	New York
ADT Corp	1 835 667	254 619 985	40,47	USD	450 785 458	196 165 473	0,97 %	0,91 %	New York
Siemens AG	516 969	294 386 567	99,29	EUR	429 258 720	134 872 153	0,92 %	0,06 %	Frankfurt
Stolt-Nielsen Ltd	2 429 079	396 454 476	167,00	NOK	405 656 193	9 201 717	0,87 %	3,79 %	Oslobörsen
Mosaic Co/The	1 140 401	350 849 607	47,27	USD	327 104 098	-23 745 510	0,70 %	0,38 %	New York
Koninklijke Philips NV	1 229 000	206 400 359	26,64	EUR	273 852 507	67 452 149	0,59 %	0,13 %	Amsterdam
Prosegur Cia de Seguridad Sa	6 506 714	211 174 524	4,98	EUR	270 981 832	59 807 308	0,58 %	1,05 %	Madrid
China Communications Services Corp Ltd	65 239 720	240 314 508	4,80	HKD	245 134 334	4 819 825	0,53 %	2,73 %	Hong Kong
Metso Oyj	882 429	182 289 857	31,02	EUR	228 913 117	46 623 261	0,49 %	0,59 %	Helsingfors
BW LPG Ltd	3 562 500	167 437 500	57,75	NOK	205 734 375	38 296 875	0,44 %	2,61 %	Oslobörsen
Autoliv Inc	345 467	118 275 590	91,80	USD	192 438 535	74 162 945	0,41 %	0,36 %	New York
BayWa AG	507 873	151 672 883	37,76	EUR	160 374 836	8 701 952	0,34 %	1,48 %	Frankfurt
Autoliv Inc SDR	247 842	86 021 762	592,00	SEK	138 417 973	52 396 211	0,30 %	0,26 %	Stockholm
Finnair Oyj	4 650 212	239 128 478	2,77	EUR	107 721 312	-131 407 166	0,23 %	3,63 %	Helsingfors
Avance Gas Holdings Ltd	333 900	34 558 650	123,00	NOK	41 069 700	6 511 050	0,09 %	1,36 %	Onoterat
LG Corp Pref	20 240	2 399 103	35 700	KRW	4 164 954	1 765 851	0,01 %	0,61 %	Seoul
Summa kapitalvaror, service och transport		**4 663 087 157**			**6 436 337 468**	**1 773 250 311**	**13,79 %**		
Inkomstberoende konsumtionsvaror									
Renault SA	1 861 779	487 037 072	58,45	EUR	910 042 672	423 005 600	1,95 %	0,63 %	Paris
General Motors Co	3 493 080	496 224 396	40,87	USD	866 275 362	370 050 965	1,86 %	0,25 %	New York
Comcast Corp	1 754 229	185 121 503	49,88	USD	530 952 321	345 830 818	1,14 %	0,37 %	NASDAQ
Toyota Industries Corp	1 600 102	267 359 741	4 745	JPY	438 682 336	171 322 595	0,94 %	0,49 %	Tokyo
Hyundai Motor Co Pref (2pb)	565 937	159 608 475	130 500	KRW	425 706 329	266 097 854	0,91 %	1,50 %	Seoul
Dixons Retail Plc	76 463 194	107 355 956	0,49	GBP	372 773 860	265 417 904	0,80 %	2,09 %	London
CTC Media Inc	3 720 817	184 890 231	13,89	USD	313 718 157	128 827 925	0,67 %	2,39 %	NASDAQ
Tesco Plc	7 199 966	257 772 279	3,34	GBP	241 932 110	-15 840 169	0,52 %	0,09 %	London
Gafisa Sa	20 661 100	186 009 079	3,53	BRL	187 403 098	1 394 019	0,40 %	4,74 %	Sao Paulo
Yamaha Motor Co Ltd	2 055 311	166 387 566	1 577	JPY	187 273 144	20 885 578	0,40 %	0,59 %	Tokyo
LG Electronics Inc Pref	1 090 448	278 239 007	26 350	KRW	165 621 642	-112 617 365	0,35 %	0,75 %	Seoul
Tata Motors Ltd-A- DVR	7 709 256	101 055 860	192,55	INR	145 666 772	44 610 912	0,31 %	1,60 %	Bombay
Royal Caribbean Cruises Ltd	492 053	69 854 993	47,42	USD	141 584 668	71 729 675	0,30 %	0,23 %	New York
Hyundai Motor Co Pref (1p)	115 835	40 301 020	125 000	KRW	83 460 565	43 159 546	0,18 %	0,46 %	Seoul
Television Broadcasts Ltd	1 264 462	30 609 422	51,85	HKD	51 322 211	20 712 790	0,11 %	0,29 %	Hong Kong
Gafisa Sa ADR	1 055 790	18 039 498	3,13	USD	20 052 322	2 012 824	0,04 %	0,48 %	New York
Summa inkomstberoende konsumtionsvaror		**3 035 866 100**			**5 082 467 571**	**2 046 601 471**	**10,89 %**		

Not 7. Värdepappersportfölj per den 31 december 2013 (angett i hela NOK)

Värdepapper	Antal	Köpvärde NOK	Marknadskurs	Valuta	Marknadsvärde NOK	Orealiserad vinst/ förlust	Andel av fonden	Ägarandel i bolag/ aktieklass	Börs
Defensiva konsumtionsvaror									
Unilever NV-Cva	968 146	172 539 122	29,27	EUR	237 021 026	64 481 904	0,51 %	0,06 %	Amsterdam
Yazicilar Holding AS	3 988 265	96 595 743	18,75	TRY	211 221 966	114 626 223	0,45 %	2,49 %	Istanbul
Royal Unibrew A/S	250 058	63 417 204	736,00	DKK	206 302 651	142 885 447	0,44 %	2,25 %	Köpenhamn
United Intl Enterprises	149 768	26 906 303	1 120	DKK	188 028 332	161 122 029	0,40 %	3,48 %	Köpenhamn
Chiquita Brands International Inc	1 655 233	120 412 717	11,70	USD	117 513 508	-2 899 210	0,25 %	3,53 %	New York
Apetit OYJ	228 600	25 383 210	19,45	EUR	37 183 044	11 799 835	0,08 %	3,62 %	Helsingfors
Summa defensiva konsumtionsvaror		**505 254 299**			**997 270 528**	**492 016 229**	**2,14 %**		
Läkemedel									
Roche Holding AG-Genusschein	479 783	424 948 170	249,20	CHF	815 866 654	390 918 485	1,75 %	0,07 %	Zürich
Teva Pharmaceutical-Sp ADR	3 067 930	665 433 694	40,08	USD	746 132 490	80 698 796	1,60 %	0,36 %	NASDAQ
Rhoen-Klinikum AG	2 083 941	235 099 533	21,25	EUR	370 421 036	135 321 503	0,79 %	1,51 %	Frankfurt
Summa läkemedel		**1 325 481 397**			**1 932 420 181**	**606 938 785**	**4,14 %**		
Bank och finans									
Citigroup Inc	8 451 582	1 907 220 431	52,11	USD	2 672 402 537	765 182 105	5,73 %	0,28 %	New York
Nordea Bank AB	14 913 000	1 047 647 749	86,65	SEK	1 219 072 282	171 424 533	2,61 %	0,37 %	Stockholm
American International Group Inc	3 369 347	684 945 060	51,05	USD	1 043 720 657	358 775 597	2,24 %	0,23 %	New York
Hannover Rueckversicherung AG	1 101 269	243 586 571	62,38	EUR	574 497 177	330 910 606	1,23 %	0,91 %	Frankfurt
Goldman Sachs Group Inc	506 133	368 177 016	177,26	USD	544 400 095	176 223 078	1,17 %	0,11 %	New York
Cheung Kong Holdings Ltd	5 202 014	403 377 515	122,40	HKD	498 429 515	95 052 000	1,07 %	0,22 %	Hong Kong
RSA Insurance Group Plc	40 617 663	407 943 282	0,91	GBP	373 097 955	-34 845 327	0,80 %	1,10 %	London
State Bank of India	1 840 430	378 651 057	1 767	INR	319 034 355	-59 616 702	0,68 %	0,27 %	Indien
Banco Do Estado Rio Grande Do Sul SA Pref	9 632 640	223 855 050	12,60	BRL	311 863 463	88 008 413	0,67 %	2,36 %	Sao Paulo
Storebrand ASA	7 500 000	263 563 425	37,90	NOK	284 250 000	20 686 575	0,61 %	1,67 %	Oslobörsen
Sparebank 1 SR-Bank ASA	3 943 743	117 820 315	60,25	NOK	237 610 516	119 790 201	0,51 %	1,54 %	Oslobörsen
Sberbank of Russia Pref	15 793 109	193 786 139	80,03	RUB	233 383 292	39 597 153	0,50 %	1,58 %	Moskva
Haci Omer Sabanci Holding AS	8 351 939	186 838 088	8,64	TRY	203 823 783	16 985 695	0,44 %	0,41 %	Istanbul
Japan Securities Finance Co	4 192 475	239 849 446	817,00	JPY	197 905 927	-41 943 519	0,42 %	3,91 %	Tokyo
TAG Immobilien AG	2 469 243	142 387 142	8,78	EUR	181 304 032	38 916 890	0,39 %	1,88 %	Frankfurt
Talanx AG	805 319	111 843 782	24,65	EUR	166 009 898	54 166 116	0,36 %	0,32 %	Frankfurt
EFG-Hermes Holding SAE	21 408 078	263 142 910	8,68	EGP	162 324 910	-100 817 999	0,35 %	3,73 %	Kairo
Industrial Bank of Korea	2 076 655	150 393 451	12 150	KRW	145 436 072	-4 957 379	0,31 %	0,38 %	Seoul
Deutsche Wohnen AG	1 213 736	81 756 800	13,49	EUR	136 976 554	55 219 754	0,29 %	1,03 %	Frankfurt
Irsa Sa ADR	1 839 371	152 910 200	12,11	USD	135 162 517	-17 747 683	0,29 %	3,18 %	New York
Albaraka Turk Katilim Bankasi AS	30 787 252	205 218 909	1,54	TRY	133 920 002	-71 298 906	0,29 %	3,42 %	Istanbul
State Bank Of India GDR	306 450	112 359 173	57,15	USD	106 271 951	-6 087 223	0,23 %	0,09 %	Indien
Asya Katilim Bankasi AS	17 112 388	157 711 211	1,45	TRY	70 086 185	-87 625 025	0,15 %	1,90 %	Istanbul
EFG-Hermes Holding GDR	338 100	3 434 928	2,24	USD	4 605 792	1 170 863	0,01 %	0,12 %	London Int
Summa bank och finans		**8 048 419 650**			**9 955 589 466**	**1 907 169 816**	**21,33 %**		
Informationsteknologi									
Samsung Electronics Co Ltd Pref	549 080	1 329 923 546	1 013 000	KRW	3 206 096 404	1 876 172 858	6,87 %	2,40 %	Seoul
Microsoft Corp	4 114 742	654 322 867	37,41	USD	934 056 421	279 733 554	2,00 %	0,05 %	NASDAQ
Oracle Corp	2 879 925	466 469 350	38,26	USD	668 603 947	202 134 597	1,43 %	0,06 %	NASDAQ
Kyocera Corp	1 890 536	497 242 132	5 250	JPY	573 469 755	76 227 623	1,23 %	0,49 %	Tokyo
Google Inc	64 975	227 242 861	1 121	USD	441 857 599	214 614 738	0,95 %	0,02 %	NASDAQ
Samsung Electronics Co Ltd Pref GDR	118 762	120 020 146	483,60	USD	348 503 053	228 482 908	0,75 %	0,26 %	London Int
Kyocera Corp ADR	10 000	3 682 670	50,14	USD	3 042 476	-640 195	0,01 %	0,00 %	New York
Summa informationsteknologi		**3 298 903 572**			**6 175 629 655**	**2 876 726 083**	**13,23 %**		
Telekom									
Vimpelcom Ltd-Spon ADR	10 613 761	809 447 725	12,94	USD	833 386 331	23 938 606	1,79 %	0,60 %	New York
China Unicom Hong Kong Ltd	78 599 030	695 410 054	11,60	HKD	713 716 920	18 306 866	1,53 %	0,33 %	Hong Kong
Sistema Jsfc GDR	1 703 004	175 287 115	32,12	USD	331 920 440	156 633 325	0,71 %	0,35 %	London Int
First Pacific Co Ltd	45 234 923	285 824 808	8,82	HKD	312 315 298	26 490 490	0,67 %	1,05 %	Hong Kong
Kinnevik Investment AB-B	874 395	45 708 311	297,90	SEK	245 738 974	200 030 663	0,53 %	0,37 %	Stockholm
China Unicom Hong Kong Ltd ADR	2 506 883	231 256 739	15,06	USD	229 087 730	-2 169 009	0,49 %	0,11 %	New York
Global Telecom Holding	38 328 039	100 420 322	4,69	EGP	157 028 040	56 607 718	0,34 %	0,73 %	Kairo
Indosat Tbk PT	65 928 725	227 989 201	4 150	IDR	136 391 698	-91 597 503	0,29 %	1,21 %	Indonesien
Global Telecom Holding GDR	3 499 613	48 958 233	3,35	USD	71 138 978	22 180 745	0,15 %	0,33 %	London Int
Sistema Jsfc	3 200 000	19 507 173	44,72	RUB	26 424 154	6 916 980	0,06 %	0,03 %	Moskva
Summa telekom		**2 639 809 682**			**3 057 148 563**	**417 338 881**	**6,55 %**		
Nyttotjänster									
Centrais Eletricas Brasileiras SA Pref	7 617 985	471 058 091	9,93	BRL	194 373 916	-276 684 175	0,42 %	2,87 %	Sao Paulo
Centrais Eletricas Brasileiras SA	3 388 765	282 609 926	5,87	BRL	51 112 624	-231 497 302	0,11 %	0,31 %	Sao Paulo
Summa nyttotjänster		**753 668 016**			**245 486 540**	**-508 181 477**	**0,53 %**		
SUMMA VÄRDEPAPPERSPORTFÖLJ[1)]		**34 005 929 123**			**44 762 524 083**	**10 756 594 961**	**95,91 %**		

[1)] För värdet av likvida medel i portföljen per den 31 december 2013, se balansräkningen.

Beräkning av anskaffningskostnad: För SKAGEN Global används genomsnittliganskaffningsvärde för att beräkna realiserad kursvinst/förlust vid försäljning av aktier.

SKAGEN Kon-Tiki

Not 7. Värdepappersportfölj per den 31 december 2013 (angett i hela NOK)

Värdepapper	Antal	Köpvärde NOK	Marknadskurs	Valuta	Marknadsvärde NOK	Orealiserad vinst/ förlust	Andel av fonden	Ägarandel i bolag/ aktieklass	Börs
Energi									
Gazprom Oao ADR	18 487 299	1 239 037 642	8,55	USD	959 140 816	-279 896 826	1,92 %	0,16 %	London Int
Tullow Oil Plc	8 111 624	765 457 532	8,55	GBP	697 004 636	-68 452 896	1,39 %	0,89 %	London
Afren Plc	28 782 928	356 400 261	1,69	GBP	489 437 308	133 037 047	0,98 %	2,62 %	London
Pacific Drilling SA	4 583 777	274 975 641	11,46	USD	318 750 512	43 774 871	0,64 %	2,18 %	New York
GCL-Poly Energy Holdings Ltd	123 090 000	189 580 659	2,40	HKD	231 251 645	41 670 986	0,46 %	0,79 %	Hong Kong
Rec Silicon ASA	80 201 594	124 338 862	2,44	NOK	195 852 293	71 513 430	0,39 %	3,47 %	Oslobörsen
Deep Sea Supply Plc	12 229 431	125 765 711	11,45	NOK	140 026 985	14 261 273	0,28 %	9,61 %	Oslobörsen
Archer Ltd	25 327 048	405 547 179	4,97	NOK	125 875 429	-279 671 750	0,25 %	4,37 %	Oslobörsen
REC Solar AS	1 382 786	27 655 720	84,00	NOK	116 154 024	88 498 304	0,23 %	3,46 %	Oslobörsen
Siem Offshore Inc	10 977 629	94 336 405	9,65	NOK	105 934 120	11 597 715	0,21 %	2,82 %	Oslobörsen
Summa energi		**3 603 095 613**			**3 379 427 767**	**-223 667 846**	**6,75 %**		
Råvaror									
Vale Sa Spons pref ADR	12 022 805	1 247 590 946	14,01	USD	1 022 084 333	-225 506 613	2,04 %	0,57 %	New York
Exxaro Resources Ltd	4 669 011	596 419 520	146,46	ZAR	395 694 382	-200 725 138	0,79 %	1,30 %	Johannesburg
OCI Co Ltd	250 000	201 965 743	191 000	KRW	275 235 775	73 270 032	0,55 %	1,05 %	Seoul
Asia Cement China Holdings	48 607 500	178 677 291	4,89	HKD	186 064 260	7 386 969	0,37 %	3,12 %	Hong Kong
LG Chem Ltd Pref	211 049	128 888 866	152 500	KRW	185 517 400	56 628 534	0,37 %	2,77 %	Seoul
Vale SA-Pref A	1 231 900	210 807 094	32,73	BRL	103 602 464	-107 204 630	0,21 %	0,06 %	Sao Paulo
Drdgold Ltd ADR	3 724 701	206 449 868	3,69	USD	83 398 948	-123 050 919	0,17 %	9,66 %	NASDAQ
Summa råvaror		**2 770 799 328**			**2 251 597 562**	**-519 201 766**	**4,50 %**		
Kapitalvaror, service och transport									
ABB Ltd	9 353 727	930 339 494	170,00	SEK	1 500 132 029	569 792 535	3,00 %	0,40 %	Stockholm
AP Moeller - Maersk A/S	21 558	868 049 001	58 850	DKK	1 422 136 150	554 087 149	2,84 %	0,98 %	Köpenhamn
Frontline 2012 Ltd	12 005 000	315 940 571	50,00	NOK	600 250 000	284 309 429	1,20 %	4,82 %	Onoterat
CNH Industrial NV	7 310 545	449 860 075	11,35	USD	503 487 171	53 627 096	1,01 %	0,54 %	New York
OCI NV	1 825 927	455 606 325	32,73	EUR	499 855 955	44 249 630	1,00 %	0,89 %	Amsterdam
Bidvest Group Ltd	2 878 881	335 297 044	268,35	ZAR	447 034 736	111 737 692	0,89 %	0,88 %	Johannesburg
AirAsia Bhd	80 571 200	296 216 076	2,20	MYR	327 853 881	31 637 805	0,66 %	2,90 %	Kuala Lumpur
Enka Insaat Ve Sanayi AS	19 223 614	226 359 111	6,02	TRY	326 877 728	100 518 616	0,65 %	0,60 %	Istanbul
Aveng Ltd	21 017 094	617 358 060	26,44	ZAR	321 551 156	-295 806 905	0,64 %	5,39 %	Johannesburg
Golden Ocean Group Ltd	21 821 808	93 557 529	14,54	NOK	317 289 088	223 731 559	0,63 %	4,88 %	Oslobörsen
Empresas ICA S.A.B	22 401 721	327 103 771	26,95	MXN	279 761 993	-47 341 778	0,56 %	3,69 %	Mexiko
Harbin Electric Company Ltd	68 000 000	614 366 467	5,02	HKD	267 216 608	-347 149 859	0,53 %	4,94 %	Hong Kong
Abengoa Sa- B Shares	12 195 948	202 440 756	2,18	EUR	221 933 861	19 493 105	0,44 %	3,37 %	Madrid
Norwegian Air Shuttle ASA	997 061	73 389 109	188,20	NOK	187 646 880	114 257 771	0,37 %	2,84 %	Oslobörsen
Yingli Green Energy Holding Co Ltd ADR	5 925 439	137 448 191	5,05	USD	181 574 435	44 126 245	0,36 %	3,56 %	New York
LG Corp Pref	808 430	118 266 161	35 700	KRW	166 357 408	48 091 246	0,33 %	24,39 %	Seoul
Avance Gas Holdings Ltd	546 386	46 575 000	123,00	NOK	67 205 478	20 630 478	0,13 %	2,23 %	Onoterat
Kuribayashi Steamship Co Ltd	288 000	5 769 611	255,00	JPY	4 243 253	-1 526 358	0,01 %	2,26 %	Tokyo
Summa kapitalvaror, service och transport		**6 113 942 352**			**7 642 407 810**	**1 528 465 457**	**15,27 %**		
Inkomstberoende konsumtionsvaror									
Hyundai Motor Co Pref (2pb)	3 139 823	501 307 364	130 500	KRW	2 361 822 115	1 860 514 751	4,72 %	8,35 %	Seoul
Great Wall Motor Co Ltd	67 765 000	122 922 429	42,80	HKD	2 270 387 718	2 147 465 288	4,54 %	2,47 %	Hong Kong
Hyundai Motor Co Pref (1p)	2 864 684	460 148 253	125 000	KRW	2 064 040 631	1 603 892 377	4,12 %	11,41 %	Seoul
Naspers Ltd	1 791 520	524 354 814	1 096	ZAR	1 136 193 067	611 838 253	2,27 %	0,43 %	Johannesburg
Royal Caribbean Cruises Ltd	3 496 839	628 973 526	47,42	USD	1 006 189 960	377 216 434	2,01 %	1,65 %	New York
Mahindra & Mahindra Ltd GDR	8 254 190	192 306 749	15,25	USD	763 813 092	571 506 343	1,53 %	1,34 %	London Int
LG Electronics Inc Pref	3 050 000	823 954 276	26 350	KRW	463 246 307	-360 707 970	0,93 %	2,11 %	Seoul
DRB-Hicom Bhd	88 408 800	365 449 189	2,82	MYR	461 128 985	95 679 795	0,92 %	4,57 %	Kuala Lumpur
Mahindra & Mahindra Ltd	3 734 550	301 682 680	944,20	INR	346 024 445	44 341 766	0,69 %	0,61 %	Indien
Apollo Tyres Ltd	27 020 843	209 933 585	107,20	INR	284 248 503	74 314 918	0,57 %	5,36 %	Indien
Hengdeli Holdings Ltd	162 572 800	256 631 920	1,83	HKD	232 889 438	-23 742 482	0,47 %	3,38 %	Hong Kong
Ghabbour Auto	3 114 064	73 860 444	36,00	EGP	97 930 462	24 070 018	0,20 %	2,41 %	Kairo
Summa inkomstberoende konsumtionsvaror		**4 461 525 230**			**11 487 914 721**	**7 026 389 491**	**22,95 %**		
Defensiva konsumtionsvaror									
Heineken NV	2 216 744	682 261 045	49,08	EUR	909 848 765	227 587 720	1,82 %	0,38 %	Amsterdam
Cosan Ltd	10 319 782	577 466 683	13,72	USD	859 146 900	281 680 216	1,72 %	5,92 %	New York
Distribuidora Internacional de Alimentacion SA	12 266 933	417 656 693	6,50	EUR	666 804 411	249 147 718	1,33 %	1,88 %	Madrid
X 5 Retail Group NV GDR	4 836 025	487 680 658	16,77	USD	492 112 495	4 431 838	0,98 %	1,78 %	London Int
Yazicilar Holding AS	8 741 860	216 728 152	18,75	TRY	462 976 471	246 248 319	0,92 %	5,46 %	Istanbul
Royal Unibrew A/S	431 112	72 364 382	736,00	DKK	355 675 677	283 311 295	0,71 %	3,88 %	Köpenhamn
Mafrig Alimentos Sa	32 036 800	508 815 753	4,00	BRL	329 274 230	-179 541 522	0,66 %	6,15 %	Sao Paulo
Familymart Co Ltd	1 176 500	326 160 786	4 805	JPY	326 626 627	465 842	0,65 %	1,20 %	Tokyo
Kulim Malaysia BHD	50 827 600	160 451 024	3,44	MYR	323 396 908	162 945 884	0,65 %	3,97 %	Kuala Lumpur
PZ Cussons Plc	7 625 746	127 930 872	3,76	GBP	288 542 013	160 611 140	0,58 %	1,78 %	London
Cia Cervecerias Unidas SA ADR	1 538 270	280 090 167	24,11	USD	225 046 661	-55 043 506	0,45 %	0,83 %	New York
Tata Global Beverages Ltd	12 304 260	167 952 231	160,45	INR	193 731 271	25 779 040	0,39 %	1,99 %	Indien
Podravka Prehrambena Ind DD	406 584	111 935 175	254,55	HRK	113 532 204	1 597 029	0,23 %	7,50 %	Zagreb
United Intl Enterprises	68 500	12 938 797	1 120	DKK	85 999 284	73 060 487	0,17 %	1,59 %	Köpenhamn
East African Breweries Ltd	2 876 166	36 148 318	290,00	KES	58 678 101	22 529 783	0,12 %	0,36 %	Nairobi
Pivovarna Lasko	499 286	138 711 783	4,01	EUR	16 743 370	-121 968 413	0,03 %	5,71 %	Ljubljana
Kulim Malaysia BHD Warrants	8 437 550	-	0,69	MYR	10 768 204	10 768 204	0,02 %	5,40 %	Kuala Lumpur
Summa defensiva konsumtionsvaror		**4 325 292 518**			**5 718 903 592**	**1 393 611 074**	**11,43 %**		

Not 7. Värdepappersportfölj per den 31 december 2013 (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	10 116 722	1 098 439 617	4 399	HUF	1 252 794 653	154 355 036	2,50 %	5,43 %	Budapest
China Shineway Pharmaceutical	36 934 000	280 297 726	10,62	HKD	307 044 752	26 747 026	0,61 %	4,47 %	Hong Kong
Ranbaxy Laboratories Ltd	5 122 307	240 946 908	453,25	INR	227 828 433	-13 118 475	0,46 %	1,21 %	Indien
Supermax Corp BHD	30 573 600	117 547 743	2,77	MYR	156 640 538	39 092 795	0,31 %	4,50 %	Kuala Lumpur
Eis Eczacibasi Ilac Ve Sanayi	19 410 554	133 038 236	2,11	TRY	115 684 237	-17 353 999	0,23 %	3,54 %	Istanbul
Eczacibasi Yatirim Holding	3 362 732	39 931 421	5,20	TRY	49 391 180	9 459 759	0,10 %	4,80 %	Istanbul
Summa läkemedel		**1 910 201 651**			**2 109 383 793**	**199 182 141**	**4,21 %**		
Bank och finans									
Haci Omer Sabanci Holding AS	47 509 436	962 243 029	8,64	TRY	1 159 437 703	197 194 674	2,32 %	2,33 %	Istanbul
State Bank of India	5 872 082	1 450 751 715	1 767	INR	1 017 912 061	-432 839 654	2,03 %	0,86 %	National India
VTB Bank Ojsc GDR	45 401 213	1 353 743 121	2,99	USD	825 100 928	-528 642 193	1,65 %	0,70 %	London Int
Banco Do Estado Rio Grande Do Sul SA Pref	20 115 400	475 600 477	12,60	BRL	651 250 156	175 649 679	1,30 %	4,92 %	Sao Paulo
Haitong Securities Co Ltd	49 559 200	409 233 588	13,50	HKD	523 731 714	114 498 125	1,05 %	3,32 %	Hong Kong
HSBC Holdings PLC	7 000 000	410 146 809	6,62	GBP	465 993 763	55 846 954	0,93 %	0,04 %	London
Raiffeisen Bank International AG	1 634 031	328 454 185	25,62	EUR	350 097 114	21 642 929	0,70 %	0,84 %	Wien
JSE Ltd	6 464 519	249 899 375	89,73	ZAR	335 652 465	85 753 090	0,67 %	7,60 %	Johannesburg
Korean Reinsurance Co	4 860 366	181 996 624	11 450	KRW	320 779 048	138 782 425	0,64 %	4,04 %	Seoul
Kiwoom Securities Co Ltd	1 043 205	190 647 588	50 500	KRW	303 663 466	113 015 878	0,61 %	4,72 %	Seoul
Kiatnakin Bank Pcl	37 429 463	334 353 001	37,25	THB	258 563 198	-75 789 803	0,52 %	4,46 %	Bangkok
Ghana Commercial Bank Ltd	17 397 904	83 591 006	4,85	GHS	215 639 751	132 048 745	0,43 %	6,57 %	Ghana
VTB Bank Ojsc	21 701 144 197	165 581 900	0,05	RUB	198 913 252	33 331 352	0,40 %	0,17 %	Moskva
EFG-Hermes Holding SAE	17 939 257	353 506 510	8,68	EGP	136 022 875	-217 483 635	0,27 %	3,13 %	Kairo
Value Partners Group Ltd	26 290 000	101 073 037	6,00	HKD	123 478 872	22 405 835	0,25 %	1,50 %	Hong Kong
Nordnet AB	5 007 907	69 538 630	26,00	SEK	122 835 946	53 297 316	0,25 %	2,86 %	Stockholm
Dragon Capital – Vietnam Enterprise Investments	8 000 000	96 045 021	2,46	USD	119 660 194	23 615 173	0,24 %	4,60 %	Dublin
Diamond Bank Plc	378 971 941	79 309 879	7,35	NGN	105 289 774	25 979 895	0,21 %	2,62 %	Lagos
Turkiye Sinai Kalkinma Bankasi AS	11 545 017	59 565 733	1,83	TRY	59 675 969	110 236	0,12 %	0,89 %	Istanbul
VinaCapital Vietnam Opportunity Fund Ltd	2 752 000	26 575 716	2,26	USD	37 698 058	11 122 342	0,08 %	1,06 %	London
Trimegah Securities Tbk PT	700 000 000	67 131 002	59,00	IDR	20 588 050	-46 542 952	0,04 %	9,85 %	Jakarta
EFG-Hermes Holding GDR	202 863	8 188 185	2,24	USD	2 763 516	-5 424 669	0,01 %	0,07 %	London Int
Summa bank och finans		**7 457 176 131**			**7 354 747 873**	**-102 428 258**	**14,69 %**		
Informationsteknologi									
Samsung Electronics Co Ltd Pref	505 187	1 248 104 153	1 013 000	KRW	2 949 803 716	1 701 699 563	5,89 %	2,21 %	Seoul
Samsung Electronics Co Ltd Pref GDR	400 725	394 304 759	483,60	USD	1 175 913 896	781 609 136	2,35 %	0,88 %	London Int
Tech Mahindra Ltd	2 529 440	408 241 341	1 838	INR	456 182 847	47 941 506	0,91 %	1,08 %	Indien
Lenovo Group Ltd	57 990 000	286 694 048	9,43	HKD	428 070 814	141 376 766	0,86 %	0,56 %	Hong Kong
Skyworth Digital Holdings Ltd	37 020 411	107 848 397	4,27	HKD	123 742 797	15 894 400	0,25 %	1,32 %	Hong Kong
Ericsson Nikola Tesla	13 810	15 881 714	1 470	HRK	22 269 307	6 387 593	0,04 %	1,04 %	Zagreb
Summa informationsteknologi		**2 461 074 412**			**5 155 983 376**	**2 694 908 964**	**10,30 %**		
Telekom									
Sistema Jsfc GDR	10 568 574	843 713 770	32,12	USD	2 059 845 855	1 216 132 085	4,12 %	2,19 %	London Int
Bharti Airtel Ltd	31 681 489	1 257 059 136	330,25	INR	1 026 722 118	-230 337 018	2,05 %	0,79 %	Indien
Kinnevik Investment AB-B	2 124 324	349 482 579	297,90	SEK	597 017 595	247 535 017	1,19 %	0,90 %	Stockholm
Indosat Tbk PT	206 683 750	557 400 537	4 150	IDR	427 582 175	-129 818 362	0,85 %	3,80 %	Indonesien
Summa telekom		**3 007 656 021**			**4 111 167 743**	**1 103 511 721**	**8,21 %**		
SUMMA VÄRDEPAPPERSPORTFÖLJ[1)]		**36 110 763 257**			**49 211 534 236**	**13 100 770 979**	**98,32 %**		

[1)] För värdet av likvida medel i portföljen per den 31 december 2013, se balansräkningen.

Beräkning av anskaffningskostnad: För SKAGEN Kon-Tiki används genomsnittligt anskaffningsvärde för att beräkna realiserad kursvinst/förlust vid försäljning av aktier.

SKAGEN Høyrente

Not 7. Värdepappersportfölj per den 31 december 2013 (angett i hela NOK)

Värdepapper	Förfallodatum	Kupong	Räntereglerings-tidpunkt	Nominellt värde	Inköpspris	Effektiv ränta[3]	Duration[2]	Marknadskurs	Upplupen ränta	Marknadsvärde	Marknadsvärde inkl upplupen ränta	Orealiserad vinst/förlust	Andel av fonden	Risklass[4]
RÄNTEPAPPER MED RÖRLIG RÄNTA														
Finansobligationer														
BN Bank ASA	16.06.2014	2,47	17.03.2014	84 000 000	83 936 200	2,02	0,20	100,24	86 450	84 198 500	84 284 950	262 300	2,45 %	5
Sparebanken Sør	18.02.2015	2,92	18.02.2014	78 000 000	78 547 550	2,24	0,13	101,07	272 047	78 831 292	79 103 339	283 742	2,30 %	5
Skandinaviska Enskilda Banken AB	20.02.2015	2,92	20.02.2014	75 000 000	75 000 000	2,24	0,14	101,08	249 417	75 809 764	76 059 180	809 764	2,21 %	5
Sparebanken Sør	25.08.2014	2,48	25.02.2014	75 000 000	74 847 000	2,00	0,15	100,38	186 000	75 282 889	75 468 889	435 889	2,20 %	5
BN Bank ASA	19.03.2014	2,45	19.03.2014	75 000 000	74 985 000	1,96	0,21	100,11	66 354	75 080 899	75 147 254	95 899	2,19 %	5
Sparebank 1 SMN	16.03.2016	2,68	19.03.2014	68 000 000	68 720 800	2,58	0,21	101,13	65 809	68 766 747	68 832 556	45 947	2,00 %	5
Sparebanken Sør	17.10.2014	2,90	17.01.2014	55 000 000	54 992 500	2,09	0,05	100,76	332 292	55 419 201	55 751 492	426 701	1,62 %	5
Sparebank 1 SMN	19.03.2014	2,54	19.03.2014	55 000 000	55 202 500	1,90	0,21	100,14	46 567	55 075 753	55 122 319	-126 747	1,60 %	5
Sparebank 1 Buskerud-Vestfold	25.09.2015	2,90	25.03.2014	50 000 000	49 926 250	2,45	0,23	101,42	16 111	50 711 106	50 727 218	784 856	1,48 %	5
Sparebank 1 Østfold Akershus	20.09.2016	2,85	20.03.2014	50 000 000	50 760 000	2,82	0,21	101,34	43 542	50 670 831	50 714 373	-89 168	1,48 %	5
Totens Sparebank	23.11.2015	2,89	24.02.2014	50 000 000	49 800 000	2,70	0,15	101,33	144 500	50 663 252	50 807 752	863 252	1,48 %	5
BN Bank ASA	26.01.2015	3,18	27.01.2014	50 000 000	50 000 000	2,32	0,08	101,24	282 667	50 620 472	50 903 139	620 472	1,48 %	5
Sparebank 1 SMN	05.08.2014	2,63	05.02.2014	50 000 000	50 018 400	2,04	0,10	100,42	204 556	50 209 664	50 414 220	191 264	1,47 %	5
Kredittforeningen for Sparebanker	02.06.2014	2,46	03.03.2014	50 000 000	49 922 500	2,04	0,17	100,21	99 083	50 102 890	50 201 973	180 390	1,46 %	5
Bank 1 Oslo Akershus AS	22.10.2014	2,35	22.01.2014	41 500 000	41 094 200	2,09	0,06	100,32	189 632	41 632 861	41 822 493	538 661	1,22 %	5
Eiendomskreditt AS	08.05.2015	2,52	10.02.2014	40 000 000	40 000 000	2,45	0,10	100,21	148 400	40 083 108	40 231 508	83 108	1,17 %	5
Kredittforeningen for Sparebanker	10.02.2014	2,57	10.02.2014	35 000 000	35 005 950	1,99	0,11	100,07	124 931	35 023 929	35 148 860	17 979	1,02 %	5
Sparebank 1 Nord-Norge	17.08.2016	2,96	17.02.2014	34 000 000	34 659 600	2,74	0,14	101,81	120 209	34 613 822	34 734 031	-45 778	1,01 %	5
Sparebanken Sør	05.09.2016	3,08	05.03.2014	30 000 000	30 667 200	2,72	0,18	102,13	66 733	30 640 362	30 707 095	-26 838	0,89 %	5
Pareto Bank ASA	04.04.2014	3,05	06.01.2014	30 000 000	29 985 900	2,45	0,02	100,29	223 667	30 088 133	30 311 800	102 233	0,88 %	5
Sparebanken Sør	20.05.2014	2,47	20.02.2014	30 000 000	30 018 300	1,99	0,14	100,22	84 392	30 064 925	30 149 317	46 625	0,88 %	5
Sparebank 1 Gruppen AS	03.02.2014	2,86	03.02.2014	30 000 000	30 000 000	2,16	0,09	100,07	143 000	30 020 230	30 163 230	20 230	0,88 %	5
Sparebanken Sør	09.05.2016	2,70	10.02.2014	27 000 000	27 290 250	2,69	0,11	101,15	101 250	27 309 421	27 410 671	19 171	0,80 %	5
Sparebanken Møre	25.02.2014	2,39	25.02.2014	25 000 000	25 000 000	1,92	0,15	100,07	59 750	25 018 430	25 078 180	18 430	0,73 %	5
Fana Sparebank	19.02.2014	2,34	19.02.2014	25 000 000	24 986 250	1,98	0,13	100,05	68 250	25 013 031	25 081 281	26 781	0,73 %	5
Sparebank 1 Nord-Norge	19.02.2015	2,37	19.02.2014	22 500 000	22 267 500	2,24	0,13	100,45	62 212	22 601 751	22 663 964	334 251	0,66 %	5
Pareto Bank ASA	04.11.2014	3,61	04.02.2014	20 000 000	19 970 000	2,41	0,10	101,17	114 317	20 234 619	20 348 936	264 619	0,59 %	5
Sparebank 1 Telemark	21.12.2015	2,51	21.03.2014	20 000 000	20 126 000	2,66	0,21	100,57	11 156	20 113 743	20 124 899	-12 257	0,59 %	5
Totens Sparebank	02.12.2015	1,94	03.03.2014	16 000 000	15 852 800	2,70	0,15	99,46	25 004	15 912 895	15 937 900	60 095	0,46 %	5
Totens Sparebank	14.10.2016	3,53	14.01.2014	15 000 000	15 487 500	2,93	0,06	103,07	114 725	15 461 133	15 575 859	-26 367	0,45 %	5
Sparebanken Narvik	29.09.2014	3,06	31.03.2014	15 000 000	15 012 300	2,04	0,24	100,78	1 275	15 116 867	15 118 142	104 567	0,44 %	5
Helgeland Sparebank	21.11.2014	2,85	21.02.2014	10 000 000	10 082 500	2,07	0,14	100,83	31 667	10 082 953	10 114 620	453	0,29 %	5
Sparebank 1 Telemark	10.02.2015	2,39	10.02.2014	10 000 000	9 880 000	2,33	0,11	100,41	33 194	10 040 850	10 074 044	160 850	0,29 %	5
Industriobligationer														
AP Moeller - Maersk A/S	16.12.2014	3,50	17.03.2014	95 000 000	96 336 700	2,23	0,21	101,24	138 542	96 180 091	96 318 633	-156 609	2,80 %	6
Entra Eiendom AS	09.11.2015	2,89	10.02.2014	70 000 000	70 058 000	2,74	0,11	101,03	280 972	70 723 500	71 004 472	665 500	2,07 %	6
Felleskjopet Agri SA	15.02.2016	3,35	13.02.2014	60 000 000	60 000 000	3,00	0,11	100,97	268 000	60 583 652	60 851 652	583 652	1,77 %	6
Tele2 AB	24.02.2015	3,34	24.02.2014	50 000 000	50 460 000	2,83	0,14	100,69	167 000	50 346 877	50 513 877	-113 123	1,47 %	6
Vasakronan AB	30.05.2014	2,43	28.02.2014	50 000 000	49 915 500	2,11	0,16	100,14	108 000	50 069 872	50 177 872	154 372	1,46 %	6
Scania CV AB	17.06.2016	2,50	17.03.2014	50 000 000	50 000 000	2,54	0,22	99,94	48 611	49 969 157	50 017 768	-30 843	1,46 %	6
Entra Eiendom AS	25.11.2014	2,44	25.02.2014	45 000 000	44 854 250	2,33	0,15	100,26	109 800	45 117 356	45 227 156	263 106	1,32 %	6
Schibsted ASA	16.12.2015	3,70	17.03.2014	40 000 000	40 520 640	2,89	0,20	101,66	61 667	40 665 318	40 726 985	144 678	1,19 %	6
Olav Thon Eiendomsselskap ASA	15.09.2015	2,75	17.03.2014	39 000 000	39 289 750	2,75	0,20	100,75	44 687	39 291 624	39 336 311	1 874	1,14 %	6
Energiobligationer														
Agder Energi AS	25.08.2014	2,54	25.02.2014	102 000 000	102 357 212	2,12	0,15	100,36	259 080	102 372 188	102 631 268	14 976	2,99 %	6
BKK AS	26.08.2016	2,60	26.02.2014	100 000 000	100 395 000	2,80	0,15	100,87	252 778	100 874 667	101 127 445	479 667	2,94 %	6
BKK AS	20.11.2015	2,62	20.02.2014	100 000 000	100 005 600	2,49	0,14	100,87	298 389	100 870 981	101 169 370	865 381	2,94 %	6
BKK AS	12.02.2015	2,39	12.02.2014	65 000 000	64 949 500	2,27	0,11	100,41	211 449	65 263 873	65 475 322	314 373	1,91 %	6
BKK AS	29.05.2014	2,51	28.02.2014	55 000 000	55 025 000	2,06	0,16	100,21	122 711	55 117 616	55 240 328	92 616	1,61 %	6
Agder Energi AS	02.03.2016	2,58	03.03.2014	25 000 000	25 117 500	2,61	0,16	100,80	51 958	25 199 903	25 251 862	82 403	0,73 %	6
Finanscertifikat														
Skandiabanken	08.07.2014	2,01	08.07.2014	30 000 000	29 997 000	1,94	0,51	100,06	140 700	30 019 000	30 159 700	22 000	0,88 %	5
RÄNTEPAPPER MED FAST RÄNTA														
Industricertifikat														
Olav Thon Eiendomsselskap ASA	18.09.2014	2,46		30 000 000	30 000 000	2,24	0,70	100,21	210 279	30 064 433	30 274 713	64 433	0,88 %	6
Entra Eiendom AS	10.01.2014	2,30		25 000 000	25 012 500	2,21	0,03	100,00	417 466	25 000 493	25 417 959	-12 007	0,74 %	6
SUMMA VÄRDEPAPPERSPORTFÖLJ[5]					**2 378 339 102**				**7 011 245**	**2 388 246 928**	**2 395 258 173**	**9 907 826**	**69,69 %**	

Nyckeltal för portföljen	
Effektiv ränta	2,50%
Effektiv ränta till kunder[1]	2,25%
Duration[2]	0,11

[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 kreditrisk 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 2013, se balansräkningen.

Alla räntepapper omsätts på norska marknaden.

Andelskurs per den 31 december 2013 103,7847

Kr 86.170.081,- ska enligt beslut delas ut till andelsägarna. Detta medför en reduktion i andelskursen, motsvarande utbetalt belopp per andel, vid tidpunkten för utbetalningen.

Beräkning av anskaffningskostnad:
För SKAGEN Høyrente används beräkningsprincipen FIFO vid beräkning av realiserad kursvinst/förlust vid försäljning.

SKAGEN Høyrente Institusjon

Not 7. Värdepappersportfölj per den 31 december 2013 (angett i hela NOK)

Värdepapper	Förfallodatum	Kupong	Räntereglerings-tidpunkt	Nominellt värde	Inköpspris	Effektiv ränta[3]	Duration[2]	Marknadskurs	Upplupen ränta	Marknadsvärde	Marknadsvärde inkl upplupen ränta	Orealiserad vinst/förlust	Andel av fonden	Riskklass[4]
RÄNTEPAPPER MED RÖRLIG RÄNTA														
Finansobligationer														
Kredittforeningen for Sparebanker	08.03.2016	2,53	10.03.2014	50 000 000	50 020 500	2,74	0,18	100,60	77 306	50 299 425	50 376 731	278 925	3,98 %	5
Sparebanken Sør	20.05.2014	2,47	20.02.2014	45 000 000	45 209 610	1,99	0,14	100,22	126 587	45 097 388	45 223 976	-112 222	3,57 %	5
Eiendomskreditt AS	08.05.2015	2,52	10.02.2014	40 000 000	40 000 000	2,45	0,10	100,21	148 400	40 083 108	40 231 508	83 108	3,18 %	5
Sparebank 1 Østfold Akershus	20.09.2016	2,85	20.03.2014	37 000 000	37 562 400	2,82	0,21	101,34	32 221	37 496 415	37 528 636	-65 985	2,96 %	5
Sparebank 1 SMN	16.03.2016	2,68	19.03.2014	36 000 000	36 421 200	2,58	0,21	101,13	34 840	36 405 925	36 440 765	-15 275	2,88 %	5
Kredittforeningen for Sparebanker	10.02.2014	2,57	10.02.2014	35 000 000	35 199 150	1,99	0,11	100,07	124 931	35 023 929	35 148 860	-175 221	2,78 %	5
BN Bank ASA	26.08.2014	2,95	26.02.2014	30 000 000	30 264 480	2,05	0,15	100,65	86 042	30 193 842	30 279 883	-70 638	2,39 %	5
BN Bank ASA	07.03.2016	2,43	07.03.2014	29 000 000	29 069 820	2,74	0,17	100,38	43 065	29 111 300	29 154 365	41 480	2,30 %	5
Bank 1 Oslo Akershus AS	22.10.2014	2,35	22.01.2014	26 500 000	26 388 725	2,09	0,06	100,32	121 090	26 584 839	26 705 929	196 114	2,11 %	5
Sparebanken Møre	01.08.2014	1,94	03.02.2014	25 000 000	25 007 000	2,04	0,09	100,02	76 792	25 004 131	25 080 923	-2 869	1,98 %	5
Totens Sparebank	14.10.2016	3,53	14.01.2014	22 000 000	22 716 920	2,93	0,06	103,07	168 263	22 676 329	22 844 592	-40 591	1,79 %	5
Skandinaviska Enskilda Banken AB	20.02.2015	2,92	20.02.2014	21 000 000	21 000 000	2,24	0,14	101,08	69 837	21 226 734	21 296 571	226 734	1,68 %	5
Totens Sparebank	15.08.2014	2,50	17.02.2014	20 000 000	19 752 000	2,06	0,13	100,33	63 889	20 065 307	20 129 196	313 307	1,59 %	5
Pareto Bank ASA	04.04.2014	3,05	06.01.2014	20 000 000	19 990 600	2,45	0,02	100,29	149 111	20 058 756	20 207 867	68 156	1,58 %	5
Sparebanken Sør	04.02.2015	2,21	04.02.2014	20 000 000	19 620 600	2,24	0,09	100,28	69 983	20 055 944	20 125 928	435 344	1,59 %	5
Sparebank 1 Telemark	28.03.2014	2,41	28.03.2014	20 000 000	19 970 000	1,95	0,23	100,11	1 339	20 022 368	20 023 706	52 368	1,58 %	5
Skandiabanken	11.04.2014	2,23	13.01.2014	20 000 000	20 030 800	2,04	0,03	100,09	100 350	20 017 284	20 117 634	-13 516	1,58 %	5
Sparebanken Sogn og Fjordane	24.08.2016	3,05	24.02.2014	16 000 000	16 350 400	2,73	0,16	102,14	48 800	16 342 754	16 391 554	-7 646	1,29 %	5
Bank 1 Oslo Akershus AS	30.04.2015	2,83	30.01.2014	15 000 000	14 990 100	2,37	0,08	101,08	73 108	15 161 875	15 234 983	171 775	1,20 %	5
Sparebank 1 Østfold Akershus	10.02.2015	2,79	10.02.2014	10 000 000	9 983 300	2,33	0,11	100,85	38 750	10 085 348	10 124 098	102 048	0,80 %	5
Sparebanken Narvik	29.09.2014	3,06	31.03.2014	10 000 000	10 008 200	2,04	0,24	100,78	850	10 077 911	10 078 761	69 711	0,80 %	5
Sparebanken Sør	18.02.2015	2,92	18.02.2014	5 000 000	5 019 500	2,24	0,13	101,07	17 439	5 053 288	5 070 727	33 788	0,40 %	5
Finanscertifikat														
Sparebanken Møre	12.06.2014	1,84	12.03.2014	60 000 000	60 005 160	1,96	0,19	99,97	58 267	59 984 732	60 042 999	-20 428	4,74 %	5
Skandiabanken	08.07.2014	2,01	08.07.2014	30 000 000	29 998 340	1,94	0,51	100,06	140 700	30 019 000	30 159 700	20 660	2,38 %	5
RÄNTEPAPPER MED FAST RÄNTA														
Finanscertifikat														
Sparebank 1 SMN	25.08.2014	2,00		30 000 000	29 988 600	1,97	0,64	100,05	64 110	30 015 439	30 079 549	26 839	2,38 %	5
Skandiabanken	29.08.2014	2,19		20 000 000	20 000 000	1,94	0,65	100,16	148 800	20 031 840	20 180 640	31 840	1,59 %	5
Sparebanken Hedmark	02.05.2014	1,89		20 000 000	19 997 200	1,88	0,33	99,99	250 619	19 997 240	20 247 859	40	1,60 %	5
SUMMA VÄRDEPAPPERSPORTFÖLJ[5]					**714 564 605**				**2 335 488**	**716 192 452**	**718 527 940**	**1 627 847**	**56,73 %**	

Nyckeltal för portföljen	
Effektiv ränta	2,50%
Effektiv ränta till kunder[1]	2,35%
Duration[2]	0,11

[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 kreditrisk 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 2013, se balansräkningen.

Alla räntepapper omsätts på norska marknaden.

Andelskurs per den 31 december 2013 102,4937

Kr 32.273.279,- ska enligt beslut delas ut till andelsägarna. Detta medför en reduktion i andelskursen, motsvarande utbetalt belopp per andel, vid tidpunkten för utbetalningen.

Beräkning av anskaffningskostnad:
För SKAGEN Høyrente Institution används beräkningsprincipen FIFO vid beräkning av realiserad kursvinst/förlust vid försäljning.

SKAGEN Avkastning

Not 7. Värdepappersportfölj per den 31 december 2013 (angett i hela NOK)

Värdepapper	Förfallodatum	Kupong	Valuta	Räntereglerings-tidpunkt	Nominellt värde	Inköpspris	Effektiv ränta[3]	Duration[2]	Marknadskurs	Upplupen ränta	Marknadsvärde	Marknadsvärde inkl upplupen ränta	Orealiserad vinst/förlust	Andel av fonden	Riskklass[4]
RÄNTEPAPPER MED RÖRLIG RÄNTA															
Finansobligationer															
Sparebanken Sør	16.09.2015	2,65	NOK	19.03.2014	49 000 000	48 497 106	2,46	0,21	100,99	46 890	49 483 011	49 529 901	985 905	4,14 %	5
Sparebank 1 Nord-Norge	25.01.2016	2,77	NOK	27.01.2014	46 000 000	46 611 800	2,63	0,08	101,26	237 143	46 578 342	46 815 485	-33 458	3,91 %	5
Sparebank 1 Buskerud-Vestfold	25.09.2015	2,90	NOK	25.03.2014	40 000 000	40 416 000	2,45	0,23	101,42	12 889	40 568 885	40 581 774	152 885	3,39 %	5
BN Bank ASA	07.03.2016	2,43	NOK	07.03.2014	40 000 000	40 015 600	2,74	0,17	100,38	59 400	40 153 517	40 212 917	137 917	3,36 %	5
Sparebank 1 Nord-Norge	17.08.2016	2,96	NOK	17.02.2014	35 000 000	35 623 000	2,74	0,14	101,81	123 744	35 631 876	35 755 620	8 876	2,99 %	5
Totens Sparebank	08.06.2015	2,90	NOK	10.03.2014	35 000 000	35 418 500	2,49	0,19	101,17	62 028	35 410 330	35 472 358	-8 170	2,96 %	5
Bank 1 Oslo Akershus AS	15.02.2016	2,36	NOK	17.02.2014	35 000 000	35 043 000	2,62	0,12	100,41	105 544	35 141 939	35 247 483	98 939	2,94 %	5
Sparebank 1 SMN	23.03.2015	2,56	NOK	24.03.2014	34 000 000	34 201 150	2,22	0,22	100,71	19 342	34 241 727	34 261 069	40 577	2,86 %	5
Kredittforeningen for Sparebanker	01.10.2015	2,79	NOK	02.01.2014	31 000 000	31 272 700	2,75	0,01	101,04	218 628	31 322 017	31 540 645	49 317	2,62 %	5
Helgeland Sparebank	15.03.2017	3,35	NOK	17.03.2014	30 000 000	31 011 450	2,77	0,23	103,24	41 875	30 971 542	31 013 417	-39 907	2,59 %	5
Aurskog Sparebank	23.02.2015	2,96	NOK	24.02.2014	30 000 000	29 991 900	2,41	0,15	101,03	96 200	30 307 723	30 403 923	315 823	2,54 %	5
Sparebank 1 Buskerud-Vestfold	11.03.2016	2,36	NOK	11.03.2014	30 000 000	30 057 000	2,60	0,18	100,41	39 333	30 123 604	30 162 937	66 604	2,52 %	5
Pareto Bank ASA	04.04.2014	3,05	NOK	06.01.2014	30 000 000	29 985 900	2,45	0,02	100,29	223 667	30 088 133	30 311 800	102 233	2,51 %	5
Skandiabanken	16.01.2015	2,18	NOK	16.01.2014	30 000 000	29 995 500	2,25	0,04	100,22	138 067	30 065 393	30 203 460	69 893	2,52 %	5
Sparebank 1 Østfold Akershus	27.06.2016	2,29	NOK	27.03.2014	30 000 000	29 997 000	2,77	0,21	99,96	7 633	29 986 660	29 994 293	-10 340	2,50 %	5
Totens Sparebank	23.11.2015	2,89	NOK	24.02.2014	25 000 000	24 900 000	2,70	0,15	101,33	72 250	25 331 626	25 403 876	431 626	2,12 %	5
Bank 1 Oslo Akershus AS	16.09.2016	3,15	NOK	17.03.2014	20 000 000	20 465 200	2,70	0,22	102,41	26 250	20 481 238	20 507 488	16 038	1,71 %	5
Helgeland Sparebank	25.08.2016	3,02	NOK	25.02.2014	20 000 000	20 435 600	2,73	0,16	102,07	60 400	20 413 001	20 473 401	-22 599	1,71 %	5
Fana Sparebank	20.05.2015	3,02	NOK	20.02.2014	20 000 000	20 108 000	2,49	0,14	101,29	68 789	20 257 977	20 326 765	149 977	1,70 %	5
Sparebank 1 SMN	16.03.2016	2,68	NOK	19.03.2014	20 000 000	20 221 200	2,58	0,21	101,13	19 356	20 225 514	20 244 869	4 314	1,69 %	5
Kredittforeningen for Sparebanker	08.03.2016	2,53	NOK	10.03.2014	20 000 000	20 012 500	2,74	0,18	100,60	30 922	20 119 770	20 150 692	107 270	1,68 %	5
Sparebank 1 Østfold Akershus	15.05.2017	2,53	NOK	17.02.2014	20 000 000	20 086 000	2,97	0,10	100,25	64 656	20 049 282	20 113 938	-36 718	1,68 %	5
Sparebank 1 Søre Sunnmøre	15.09.2015	2,75	NOK	17.03.2014	19 500 000	19 706 400	2,61	0,20	101,02	22 344	19 698 869	19 721 213	-7 531	1,65 %	5
Sparebank 1 Nordvest	13.04.2015	2,93	NOK	13.01.2014	15 000 000	15 202 500	2,49	0,04	101,08	95 225	15 162 127	15 257 352	-40 373	1,26 %	5
Sparebank 1 Nord-Norge	19.02.2015	2,37	NOK	19.02.2014	15 000 000	14 880 600	2,24	0,13	100,45	41 475	15 067 834	15 109 309	187 234	1,26 %	5
Sparebanken Møre	05.12.2016	2,78	NOK	05.03.2014	12 000 000	12 022 400	2,74	0,17	101,36	24 093	12 163 360	12 187 453	140 960	1,02 %	5
BN Bank ASA	15.03.2017	3,40	NOK	19.03.2014	10 000 000	10 308 000	2,87	0,23	103,07	12 278	10 307 232	10 319 510	-768	0,86 %	5
Pareto Bank ASA	09.01.2017	3,53	NOK	09.01.2014	10 000 000	10 129 000	3,57	0,01	101,74	81 386	10 173 588	10 254 974	44 588	0,85 %	5
Sparebank 1 Østfold Akershus	20.09.2016	2,85	NOK	20.03.2014	10 000 000	10 152 000	2,82	0,21	101,34	8 708	10 134 166	10 142 875	-17 834	0,85 %	5
Sparebanken Sør	18.02.2015	2,92	NOK	18.02.2014	10 000 000	10 039 000	2,24	0,13	101,07	34 878	10 106 576	10 141 454	67 576	0,85 %	5
Sparebanken Narvik	09.02.2015	2,52	NOK	10.02.2014	5 500 000	5 519 250	2,41	0,11	100,50	19 250	5 527 237	5 546 487	7 987	0,46 %	5
Sparebank 1 Nordvest	29.06.2016	2,89	NOK	31.03.2014	5 000 000	5 069 250	2,76	0,24	101,40	401	5 070 169	5 070 571	919	0,42 %	5
Sparebank 1 Nord-Norge	12.10.2015	2,70	NOK	13.01.2014	2 000 000	1 986 400	2,59	0,04	101,01	11 700	2 020 202	2 031 902	33 802	0,17 %	5
RÄNTEPAPPER MED FAST RÄNTA															
Utländska statsobligationer															
Mexican Government	20.11.2036	10,00	MXN		100 000 000	60 297 314	7,63	9,93	58,99	115 848	58 985 403	59 101 251	-1 311 911	4,94 %	3
Slovenia Government	30.03.2026	5,12	EUR		6 000 000	46 778 495	5,08	8,61	839,30	1 944 511	50 358 139	52 302 650	3 579 644	4,37 %	2
Portugese Government	15.02.2024	5,65	EUR		4 000 000	32 288 988	6,14	7,21	804,91	1 196 125	32 196 588	33 392 713	-92 400	2,79 %	2
SUMMA VÄRDEPAPPERSPORTFÖLJ[5]						**928 745 703**				**5 383 228**	**933 924 598**	**939 307 826**	**5 178 895**	**78,38 %**	

Nyckeltal för portföljen	
Effektiv ränta	3,13%
Effektiv ränta till kunder[1]	2,63%
Duration[2]	1,17

[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 kreditrisk 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 2013, se balansräkningen.

Alla räntepapper omsätts i en telefonbaserad internationell marknad.

Andelskurs per den 31 december 2013 140,4571

Kr 37.178.870,- ska enligt beslut delas ut till andelsägarna. Detta medför en reduktion i andelskursen, motsvarande utbetalt belopp per andel, vid tidpunkten för utbetalningen.

Beräkning av anskaffningskostnad:
För SKAGEN Avkastning används beräkningsprincipen FIFO vid beräkning av realiserad kursvinst/förlust vid försäljning.

SKAGEN Tellus

Not 7. Värdepappersportfölj per den 31 december 2013 (angett i hela NOK)

Värdepapper	Förfallodatum	Kupong	Valuta	Nominellt värde	Inköpspris	Effektiv ränta[3]	Duration[2]	Marknadskurs	Upplupen ränta	Marknadsvärde	Marknadsvärde inkl upplupen ränta	Orealiserad vinst/förlust	Andel av fonden	Riskklass[4]
RÄNTEPAPPER MED FAST RÄNTA														
Obligationer utställda av överstatliga organisationer														
European Bank Recon & Dev	17.06.2015	0,50	CNY	43 000 000	41 462 381	1,39	1,44	98,94	116 302	42 545 112	42 661 414	1 082 730	8,43 %	1
European Bank Recon & Dev	06.06.2014	5,25	INR	175 000 000	19 814 789	8,35	0,40	9,68	513 774	16 947 893	17 461 667	-2 866 896	3,45 %	1
European Bank Recon & Dev	07.02.2014	5,25	INR	60 000 000	5 750 298	8,17	0,10	9,78	276 930	5 869 584	6 146 514	119 287	1,21 %	1
Utländska statsobligationer														
Slovenia Government	30.03.2026	5,12	EUR	5 400 000	39 295 664	5,08	8,61	839,30	1 750 060	45 322 325	47 072 385	6 026 662	9,30 %	2
Norwegian Government	24.05.2023	2,00	NOK	37 000 000	34 252 800	2,96	8,25	92,20	448 055	34 114 000	34 562 055	-138 800	6,83 %	2
Portugese Government	15.04.2021	3,85	EUR	4 600 000	34 116 297	5,84	5,90	739,58	1 054 990	34 020 712	35 075 702	-95 584	6,93 %	2
UK Government	07.03.2014	2,25	GBP	2 800 000	27 177 522	0,33	0,18	1 008,51	201 137	28 238 209	28 439 346	1 060 687	5,62 %	2
Chilean Government	05.08.2020	5,50	CLP	2 040 000 000	25 708 116	5,08	5,25	1,19	525 632	24 191 891	24 717 522	-1 516 225	4,88 %	3
Canadian Government	01.02.2014	1,00	CAD	4 200 000	23 583 678	0,85	0,08	571,36	99 116	23 997 090	24 096 206	413 412	4,76 %	3
Mexican Government	20.11.2036	10,00	MXN	40 000 000	24 368 325	7,63	9,93	58,99	46 339	23 594 161	23 640 500	-774 163	4,67 %	3
Brazilian Government	10.01.2028	10,25	BRL	9 000 000	25 299 099	10,87	6,58	250,53	1 125 923	22 547 362	23 673 285	-2 751 737	4,68 %	3
Colombian Government	14.04.2021	7,75	COP	5 400 000 000	19 255 462	5,91	5,32	0,35	941 161	18 786 934	19 728 095	-468 527	3,90 %	3
Turkish Government	08.03.2023	7,10	TRY	8 000 000	21 729 404	10,39	5,86	232,00	460 921	18 560 312	19 021 233	-3 169 092	3,76 %	3
Peruvian Government	12.08.2037	6,90	PEN	8 000 000	18 379 698	7,18	10,79	212,88	458 469	17 030 578	17 489 047	-1 349 120	3,45 %	3
New Zealand Government	15.04.2015	6,00	NZD	2 000 000	10 596 464	3,28	1,21	516,92	126 857	10 338 421	10 465 278	-258 043	2,07 %	3
Utländska statscertifikat														
US Government	06.03.2014	0,00	USD	20 000 000	122 383 313	0,05	0,18	606,74	-	121 348 381	121 348 381	-1 034 932	23,97 %	3
SUMMA VÄRDEPAPPERSPORTFÖLJ[5]					**493 173 308**				**8 145 665**	**487 452 967**	**495 598 632**	**-5 720 342**	**97,90 %**	

Nyckeltal för portföljen	
Effektiv ränta	3,73%
Effektiv ränta till kunder[1]	2,93%
Duration[2]	3,82

[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 kreditrisk 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 2013, se balansräkningen.

Alla räntepapper omsätts i en telefonbaserad internationell marknad.

Andelskurs per den 31 december 2013 121,4385

Kr 54.534.609,- ska enligt beslut delas ut till andelsägarna.

Beräkning av anskaffningskostnad:
För SKAGEN Tellus används beräkningsprincipen FIFO vid beräkning av realiserad kursvinst/förlust vid försäljning.

SKAGEN Krona

Not 7. Värdepappersportfölj per den 31 december 2013 (angett i hela SEK)

Värdepapper	Förfallodatum	Kupong	Räntereglerings-tidpunkt	Nominellt värde	Inköpspris	Effektiv ränta[3]	Duration[2]	Marknadskurs	Marknadsvärde	Summa upplupen ränta orealiserad vinst/förlust	Andel av fonden	Riskklass[4]
RÄNTEPAPPER MED RÖRLIG RÄNTA												
Finansobligationer												
Länsförsäkringar Bank AB	10.02.2015	2,61	10.02.2014	27 000 000	27 359 648	1,25	0,12	101,26	27 340 223	78 600	3,20 %	5
Danske Bank A/S	17.08.2015	3,02	18.02.2014	25 000 000	25 651 750	1,42	0,15	102,32	25 578 849	17 281	3,00 %	5
Ikano Bank SE	26.09.2016	2,07	26.03.2014	25 000 000	25 000 000	2,15	0,21	100,18	25 045 092	50 853	2,92 %	5
Nordea Bank AB	16.01.2015	2,76	16.01.2014	23 000 000	23 220 072	1,08	0,05	101,44	23 330 209	244 151	2,74 %	5
Sampo Oyj	28.05.2015	1,84	28.02.2014	23 000 000	23 000 000	1,54	0,16	100,32	23 074 048	112 947	2,70 %	5
Jyske Bank A/S	03.05.2016	2,21	03.02.2014	20 000 000	20 000 000	1,70	0,12	100,56	20 112 822	182 837	2,36 %	5
Sparebank 1 Nord-Norge	13.08.2014	2,23	13.02.2014	20 000 000	20 099 400	1,29	0,12	100,47	20 094 133	54 306	2,35 %	5
Swedbank AB	31.07.2015	2,31	03.02.2014	17 000 000	17 172 330	1,20	0,10	101,35	17 229 678	122 826	2,02 %	5
SBAB AB	20.01.2014	2,46	20.01.2014	16 000 000	16 166 540	1,09	0,05	100,08	16 012 468	-76 508	1,88 %	5
Sparebank 1 SMN	25.09.2015	1,87	25.03.2014	15 000 000	15 000 750	1,60	0,24	100,70	15 104 585	106 958	1,76 %	5
SBAB AB	24.03.2014	1,86	24.03.2014	11 000 000	11 034 930	1,27	0,22	100,16	11 018 017	-14 635	1,29 %	5
Jyske Bank A/S	22.02.2016	2,13	24.02.2014	10 000 000	10 046 100	1,67	0,15	100,71	10 071 498	48 516	1,18 %	5
Länsförsäkringar Bank AB	04.06.2014	2,08	04.03.2014	10 000 000	10 001 350	1,16	0,17	100,39	10 039 199	53 434	1,17 %	5
Industriobligationer												
Skanska Financial Services AB	27.06.2014	2,23	31.03.2014	43 000 000	43 219 340	1,47	0,24	100,44	43 188 552	-28 128	5,04 %	6
Svensk FastighetsFinansiering AB	24.08.2015	2,76	24.02.2014	37 000 000	37 215 385	2,12	0,17	100,88	37 324 193	210 964	4,37 %	6
Volvo Treasury AB	26.02.2016	2,11	26.02.2014	35 000 000	35 040 400	1,75	0,18	100,54	35 187 281	218 612	4,12 %	6
Getinge AB	29.05.2015	2,99	28.02.2014	33 000 000	33 177 740	1,93	0,16	101,41	33 465 239	375 264	3,92 %	6
NCC Treasury AB	02.10.2014	2,60	02.01.2014	29 000 000	29 069 490	1,66	0,25	100,61	29 178 114	297 486	3,43 %	6
Tele2 AB	06.03.2015	2,18	06.03.2014	20 000 000	20 000 000	1,58	0,17	100,67	20 133 030	163 349	2,35 %	6
Scania CV AB	30.04.2014	1,63	30.01.2014	20 000 000	20 000 000	1,18	0,08	100,08	20 016 023	72 236	2,34 %	6
Skanska Financial Services AB	25.04.2016	2,96	27.01.2014	19 000 000	19 085 400	1,82	0,08	102,00	19 380 026	399 330	2,28 %	6
Volvo Treasury AB	09.02.2015	2,41	10.02.2014	17 000 000	17 081 320	1,45	0,11	100,82	17 140 007	115 684	2,01 %	6
Securitas AB	19.01.2015	2,86	20.01.2014	15 000 000	15 219 740	1,27	0,06	101,37	15 204 920	69 729	1,79 %	6
Svensk FastighetsFinansiering AB	22.12.2014	2,68	24.03.2014	15 000 000	15 054 000	2,00	0,22	100,79	15 118 943	73 870	1,77 %	6
Vasakronan AB	06.10.2014	2,10	06.01.2014	14 000 000	13 999 580	1,20	0,02	100,43	14 060 480	130 416	1,65 %	6
Vasakronan AB	26.01.2015	2,51	27.01.2014	10 000 000	10 070 400	1,31	0,08	101,00	10 099 890	74 094	1,18 %	6
Volvo Treasury AB	16.07.2014	1,76	16.01.2014	10 000 000	10 007 950	1,27	0,04	100,11	10 010 552	39 758	1,17 %	6
Industricertifikat												
Trelleborg Treasury AB	04.04.2014	0,00		32 000 000	31 734 176	1,42	0,25	99,67	31 893 120	158 944	3,72 %	6
Holmen AB	05.06.2014	0,00		30 000 000	29 802 025	1,36	0,42	99,50	29 849 368	47 342	3,49 %	6
Arla Foods amba	09.01.2014	0,00		27 000 000	26 849 902	1,21	0,02	99,97	26 992 081	142 179	3,15 %	6
Fabege AB	20.02.2014	0,00		17 000 000	16 859 497	1,37	0,14	99,82	16 969 250	109 753	1,98 %	6
Intrum Justitia AB	13.05.2014	0,00		15 000 000	14 878 000	1,54	0,36	99,51	14 926 402	48 402	1,74 %	6
Volkswagen Finans Sverige AB	30.05.2014	0,00		15 000 000	14 892 935	1,45	0,41	99,48	14 922 461	29 526	1,74 %	6
Castellum AB	15.05.2014	0,00		12 000 000	11 916 638	1,59	0,36	99,48	11 937 915	21 277	1,39 %	6
Castellum AB	07.02.2014	0,00		11 000 000	10 916 444	1,34	0,10	99,87	10 985 370	68 926	1,28 %	6
Intrum Justitia AB	26.02.2014	0,00		10 000 000	9 917 230	1,33	0,15	99,80	9 980 444	63 215	1,17 %	6
Volkswagen Finans Sverige AB	12.03.2014	0,00		10 000 000	9 967 854	1,26	0,19	99,77	9 977 440	9 586	1,16 %	6
Fabege AB	17.03.2014	0,00		10 000 000	9 923 151	1,43	0,21	99,72	9 972 396	49 245	1,16 %	6
Fabege AB	10.04.2014	0,00		10 000 000	9 914 341	1,49	0,27	99,63	9 962 909	48 569	1,16 %	6
Arla Foods amba	23.04.2014	0,00		10 000 000	9 928 515	1,48	0,31	99,59	9 959 124	30 609	1,16 %	6
Castellum AB	10.03.2014	0,00		9 000 000	8 923 702	1,41	0,19	99,75	8 977 590	53 888	1,05 %	6
Getinge AB	08.04.2014	0,00		7 000 000	6 859 674	1,53	0,26	99,62	6 973 665	113 991	0,81 %	6
Trelleborg Treasury AB	14.08.2014	0,00		7 000 000	6 926 464	1,39	0,61	99,11	6 937 379	10 915	0,81 %	6
Finanscertifikat												
Ikano Bank SE	06.11.2014	0,00		42 000 000	41 197 834	1,56	0,84	98,59	41 407 465	209 631	4,83 %	5
Ikano Bank SE	17.02.2014	0,00		4 000 000	3 946 881	1,26	0,13	99,84	3 993 737	46 855	0,47 %	5
SUMMA VÄRDEPAPPERSPORTFÖLJ[5]					**837 348 877**				**840 176 188**	**4 457 086**	**98,29 %**	

Nyckeltal för portföljen	
Effektiv ränta	1,52%
Effektiv ränta till kunder[1]	1,32%
Duration[2]	0,21

[1] Effektiv ränta justerad för förvaltningsavgifter.

[2] Duration är ett förenklat uttryck för hur mycker 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 kreditrisk 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 2013, se balansräkningen.

Alla räntepapper omsätts på den svenska marknaden.

Andelskurs per den 31 december 2013 100,9781

Kr 19.183.899,- ska enligt beslut delas ut till andelsägarna. Detta medför en reduktion i andelskursen, motsvarande utbetalt belopp per andel, vid tidpunkten för utdelningen.

Beräkning av anskaffningskostnad:
För SKAGEN Krona används beräkningsprincipen FIFO vid beräkning av realiserad kursvinst/förlust vid försäljning.

SKAGEN Balanse 60/40

Not 7. Värdepappersportfölj per den 31 december 2013 (angett i hela NOK)

Värdepapper	Antal	Köpvärde NOK	Marknadskurs	Valuta	Marknadsvärde NOK	Orealiserad vinst/ förlust	Andel av fonden
Aktiefonder							
SKAGEN Global	53 592	50 212 532	1 095,28	NOK	58 698 035	8 485 504	30,58 %
SKAGEN Vekst	18 208	25 448 527	1 605,23	NOK	29 227 739	3 779 212	15,23 %
SKAGEN Kon-Tiki	45 994	25 533 095	621,41	NOK	28 581 115	3 048 021	14,89 %
Summa aktiefonder		**101 194 153**			**116 506 889**	**15 312 736**	**60,69 %**
Räntefonder							
SKAGEN Høyrente	270 411	27 383 079	101,16	NOK	27 355 471	-27 607	14,25 %
SKAGEN Høyrente Institusjon	270 619	27 044 113	99,87	NOK	27 027 444	-16 669	14,08 %
Summa räntefonder		**54 427 192**			**54 382 915**	**-44 276**	**28,33%**
Obligationsfonder							
SKAGEN Avkastning	142 969	19 475 374	136,07	NOK	19 454 315	-21 060	10,13 %
Summa obligationsfonder		**19 475 374**			**19 454 315**	**-21 060**	**10,13%**
SUMMA VÄRDEPAPPERSPORTFÖLJ[1)]		**175 096 719**			**190 344 119**	**15 247 400**	**99,15%**

[1)] För värdet av likvida medel i portföljen per den 31 december 2013, se balansräkningen.

Underliggande fonder är prissatta alla norska bankdagar av fondbolaget SKAGEN AS. Fondkurser är tillgängliga på webbplatsen www.skagenfondene.no och publiceras i relevanta dagstidningar.

Beräkning av anskaffningskostnad: För SKAGEN Balanse 60/40 används beräkningsprincipen FIFO vid beräkning av realiserad kursvinst/förlust vid försäljning.

Till styrelsen i SKAGEN AS

Revisionsberättelse

Rapport om årsredovisningen

Vi har reviderat de bifogade finansiella rapporterna för värdepappersfonderna, vilka består av balansräkningar per den 31 december 2013 och resultaträkningar, en sammanfattning av betydelsefulla redovisningsprinciper samt andra upplysningar. Resultaträkningarna visar följande resultat för redovisningsåret som avslutades den 31 december 2013:

SKAGEN Vekst	NOK	1 660 057 000
SKAGEN Global	NOK	11 055 789 000
SKAGEN Kon-Tiki	NOK	8 327 903 000
SKAGEN Avkastning	NOK	31 003 000
SKAGEN Høyrente	NOK	90 947 000
SKAGEN Høyrente Institusjon	NOK	28 820 000
SKAGEN Tellus	NOK	42 765 000
SKAGEN Krona	SEK	20 129 000
SKAGEN m²	NOK	-20 399 000
SKAGEN Balanse 60/40	NOK	17 884 000

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.

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 2013 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 förpliktelserna att säkerställa behörig och översiktlig registrering och dokumentation av fondernas redovisningsupplysningar i överensstämmelse med lag och god bokföringssed i Norge.

Stavanger, 2014-01-30
PricewaterhouseCoopers AS

Gunstein Hadland
Statsauktoriserad revisor (Norge)

Notera: Denna översättning från norska är endast för information

B

SVERIGE
PORTO BETALT

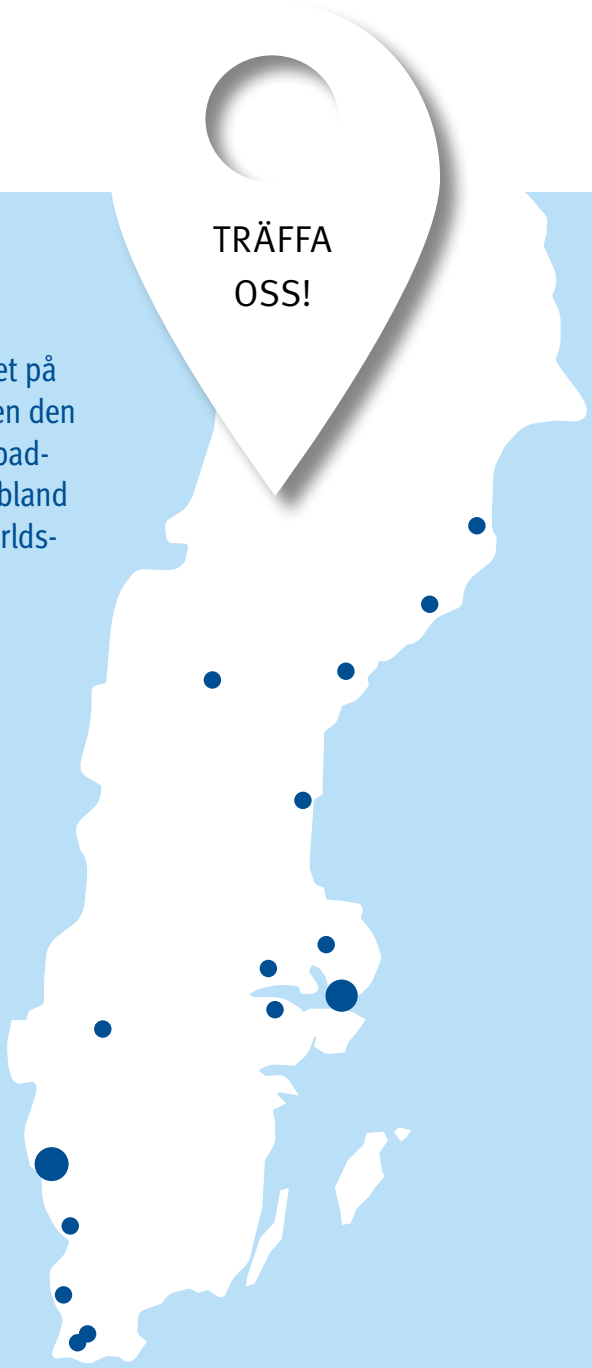
Bli först

Vi har lagt mycket tid och kreativitet på rapporten du håller i händerna. Men den digitala utgåvan är ännu bättre! I Ipad-versionen av Årsrapporten kan du bland annat se en filmad intervju med världsberömde forskaren Hans Rosling, och höra nobelpristagaren Paul Krugmans föredrag på SKAGENs Nyårskonferens.

Prenumerera via skagenfonder.se
Få våra nyheter,analyser och rapporter i din e-post, gå bara in på www.skagenfonder.se/prenumerera.

Du kan också få våra Marknads- och Årsrapporter i din iPad eller iPhone
1) Sök efter «skagen» i Apples App Store eller ladda ner via iTunes.
2) Ladda ner appen och börja läsa!

For Android och andra plattformar har vi en iPaper-version som du kan prenumerera på via vår nyhetstjänst, se ovan.



INSPIRATIONS-MÖTEN VÅREN 2014

Mars
18 Göteborg
21 Stockholm
25 Stockholm
27 Stockholm
31 Skellefteå

April
01 Umeå
02 Östersund, Örnsköldsvik, Sundsvall
03 Uppsala, Stockholm
04 Västerås
07 Göteborg, Karlstad
08 Halmstad, Helsingborg
09 Malmö, Lund
10 Eskilstuna

Ring och anmäl dig på telefon 0200-11 22 60

SKAGEN Fonder grundades i Stavanger 1993 och är idag en ledande nordisk fondförvaltare. En filial etablerades i Sverige 2004 med kontor i Stockholm och Göteborg.

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.twitter.com/skagenfonder
www.facebook.com/skagenfonder

Postadress
Box 11, 101 20 Stockholm

Redaktion
Anna S Marcus, redaktör
Christian Jessen
Parisa Kate Lemaire
Ole-Christian Tronstad
Form: Werksemd och Kaland Marketing.
Original: Create Great.
Framsidesbild: Daniel Brokstad

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 portföljförvaltarnas 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 inlaga: Bloomberg News samt SKAGEN Fonders bildarkiv om inget annat är angivet.

SKAGEN fonder

Returadress: SKAGEN Fonder
Drottninggatan 86, 111 36 Stockholm