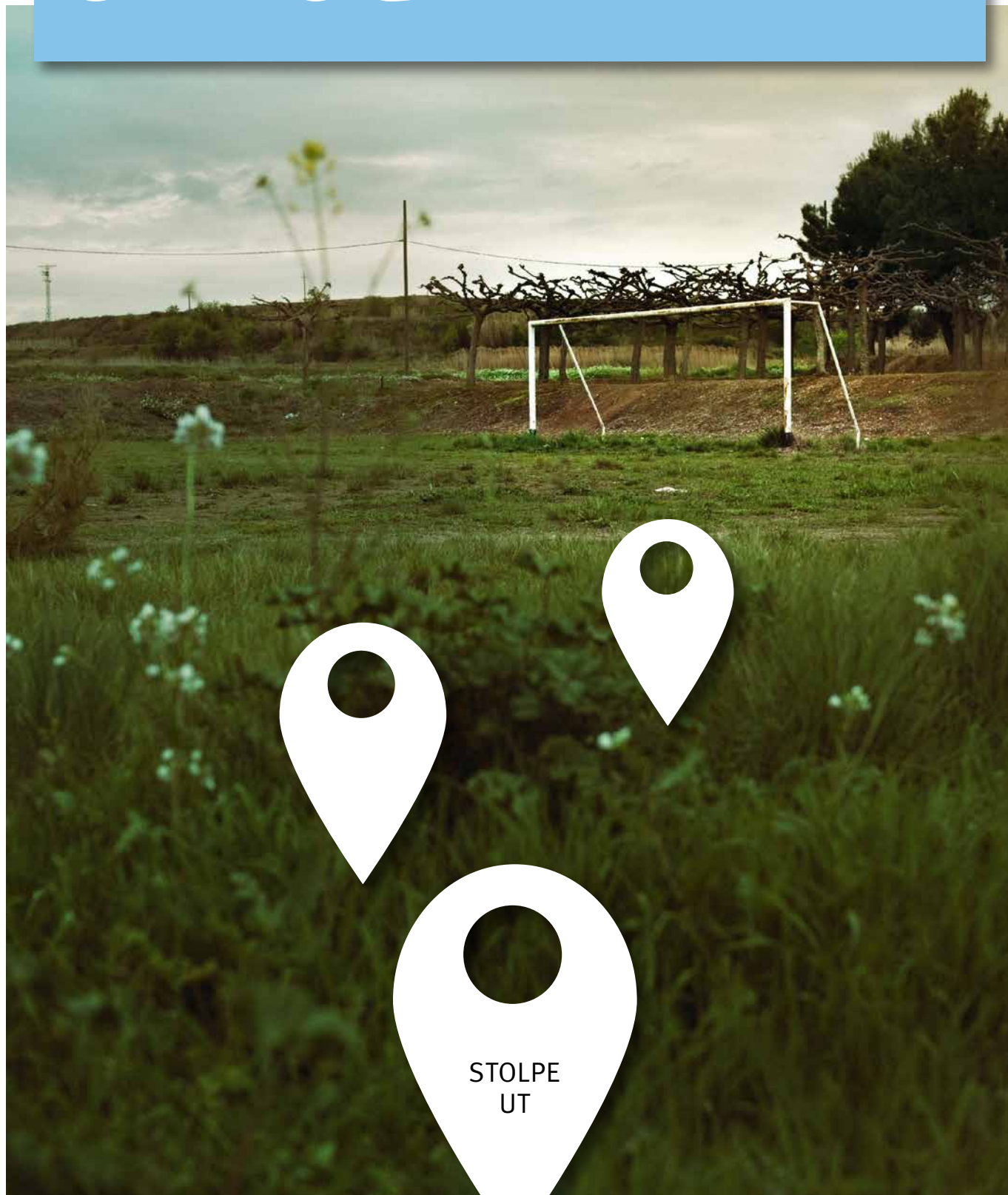


MARKNADSRAPPORT

SKAGEN



STOLPE
UT

DET ÄR RESULTATET PÅ SIKT SOM AVGÖR

Stolpe ut

En aktiv förvaltares långsiktiga resultat kan i första hand förklaras med skicklighet, eller brist på skicklighet. Men på kort sikt påverkas också resultaten av en portion tur eller otur.

Eller som de säger på fotbollsspråk, stolpe in eller stolpe ut. Ett resultat som kan vara avgörande för matchen men inte för lagets tabellplacering när säsongen är över.

För en aktiv förvaltare som vi på SKAGEN är varar säsongen i fyra till fem år, vilket motsvarar den genomsnittliga tiden vi har ett bolag i portföljen.

Vi kommer inte att låta oss påverkas av kortsiktiga resultat. Men naturligtvis är det aldrig trevligt att ligga bakom sitt jämförelseindex, som tre av våra fyra aktiefonder gör efter årets tredje kvartal. I år har vi generellt påverkats av en relativt hög exponering mot Ryssland – på pappret världens billigaste aktiemarknad. Även övervikten i Sydkorea har påverkat negativt.

I Ryssland är det i första hand investering- en i konglomeratet Sistema som har dragit ner avkastningen för både SKAGEN Global och SKAGEN Kon-Tiki. Gripandet av den uppenbart Putinvänliga oligarken och majoritetsägaren Vladimir Evtushenkov kom som en blixt från klar himmel. Regeringens möjliga konfiskering av oljebolaget Bashneft, liksom den tidigare utbetalda utdelningen på flera miljarder, har lett till en massaker av aktiekursen.

Fram tills detta hände var Sistema en av de bästa bidragsgivarna till SKAGEN Kon-Tikis resultat de senaste åren. Förra året bidrog bolaget med nästan en miljard norska kronor i avkastning.

Alla våra aktiefonder utom den globala fastighetsfonden SKAGEN m² har drabbats negativt av att sydkoreanska företag nu möts med misstro sedan de har behandlat aktieägarna illa. När Hyundai Motor-gruppen köpte en prestigefastighet i Seoul från ett statligt bolag – långt över marknadspriset – såg investerarna rätt. Det var pengar som vi som aktieägare förväntade oss att få i form av utdelning.

Hyundai Motor har sedan vi köpte de första aktierna under våren 2009 gett ett mycket bra bidrag till SKAGEN Kon-Tiki. Förra årets bidrag var 2,5 miljarder norska kronor.

Ibland blir det stolpe in, som förra året när SKAGEN Kon-Tiki slog sitt jämförelseindex med över 13 procent. Andra gånger stolpe ut, som i år. Investeringar på aktiemarknaden, och i synnerhet valet av enskilda företag, innebär alltid en stor osäkerhet. Därför är vi medvetna om att flera av våra investeringar kan utvecklas dåligt. Men om vi gör vårt jobb och står fast vid vår investeringsfilosofi, uppvägs de sämre investeringarna av de goda med god marginal.

De senaste åren har framförallt amerikanska storbolag med stabila kassaflöden och hög direktavkastning hört till börsens vinnare. Aktier som i utgångsläget varit högt värderade, och som efter ytterligare nedgång för de långa räntorna har fått ännu högre priser. Vi har dock hållit oss till vår filosofi, och köpt ”billiga”, undervärderade aktier. Under dessa marknadsförhållanden har SKAGEN Global inte riktigt lyckats hänga med världsindex, där amerikanska aktier står för över 50 procent. Vid utgången av tredje kvartalet var 28 procent av SKAGEN Globals portfölj placerad i USA.

Vår erfarenhet efter nästan 21 år på den globala aktiemarknaden är att undervärderade företag ger bättre avkastning över längre tidshorisoner. Även studier av parametrar som pris/vinst, pris/bokfört kapital och pris/försäljning stödjer detta.

Baserat på företagets förväntade vinst i år är våra fonder prissatta med en rabatt på 30-40 procent i förhållande till sina jämförelseindex. I absoluta tal handlar det om en avkastning från företagets vinster på cirka tio procent (E/P), jämfört med tioåriga statsobligationer i Tyskland och USA som ger en respektive knappa 2,5 procents löpande avkastning.

Det är en bra utgångspunkt för att lyckas i det långa loppet.

PS: Alla våra räntefonder utom nystartade SKAGEN Credit ligger före sina jämförelseindex, både på kort och lång sikt.



I takt med att våra fonder har blivit fler under årens lopp har också sidorna i Marknadsrapporten blivit fler. När vi nu tar med vår nya företagsobligationsfond SKAGEN Credit har vi valt att koncentrera innehåll till att endast omfatta portföljförvaltarens berättelser. I fortsättningen kommer du att kunna läsa våra temaartiklar på www.skagenfonder.se.



– Per Wennberg
VD, SKAGEN Fonder Sverige



Foto: Bloomberg

22

SKAGEN Credit. Vår globala företagsobligationsfond är nu med i Marknadsrapporten. Bilden är tagen i Bharti Airtels indiska flaggskeppsbutik i Mumbai. SKAGEN Credits investering i Bharti Airtel är fondens femte största.



Foto: Bloomberg

14

Lättantändlig cocktail: En laboratorietekniker håller upp en flaska bensin i ett av oljebolaget Bashnefts raffinaderier i Ufa i Ryssland. Bolaget står i centrum för utredningarna kring ryska konglomeratet Sistema, en investering i både SKAGEN Global och Kon-Tiki.

LEDARE

Stolpe ut › 2
Per Wennberg

PORTFÖLJ-FÖRVALTARNAS BERÄTTELSE

INLEDNING

Ett par månader kan göra stor skillnad › 5
Kriser är alla möjligheters moder, heter det. Om det stämmer har detta tredje kvartal varit rikt på möjligheter.

AKTIEFONDER

SKAGEN Vekst › 8
Skapligt från bolagen

SKAGEN Global › 11
Klent kvartal

SKAGEN Kon-Tiki › 14
Mycket nedslående

SKAGEN m² › 17
Fastigheter allt populärare investering

RÄNTEFONDER

Räntekommentar › 20
Propagera för prisflexibilitet, herr Draghi!

SKAGEN Tellus › 21
Hipp, hipp, hurra för Tellus

SKAGEN Krona › 21
Mot högre höjder

SKAGEN Credit › 22
Tuff start

RÄKENSKAPER

Avkastnings- och riskredovisning › 23

Räkenskaper › 34

SKAGEN har som mål att säkerställa att all information i Marknadsrapporten 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 förvarning.

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

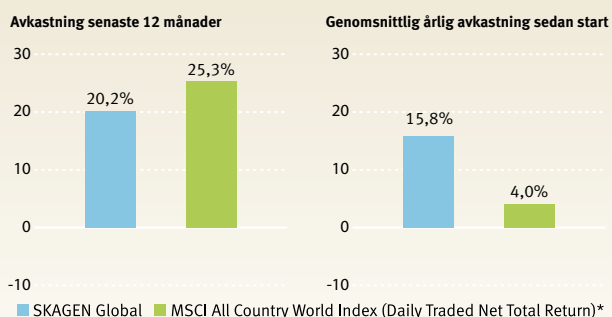
Utveckling

I diagrammen visas SKAGENS fondavkastning i förhållande till respektive jämförelseindex. I rapporten redovisas belopp och avkastningssiffror i svenska kronor och kopplade till andelsklass A om inget annat står skrivet. Fondernas avkastningssiffror är per den 30 september 2014.

■ Aktiefond ■ Räntefond

SKAGEN GLOBAL

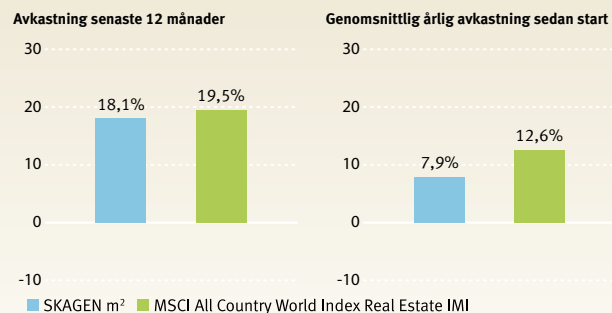
Förvaltare: Kristian Falnes **Start:** 7 augusti 1997



* Jämförelseindex före 1 jan 2010 MSCI World Index.

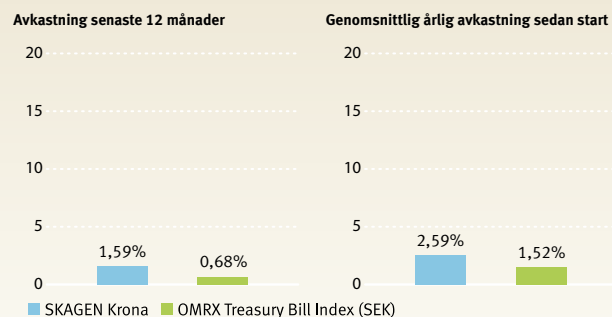
SKAGEN m²

Förvaltare: Michael Gobitscheck och Harald Haukås **Start:** 31 oktober 2012



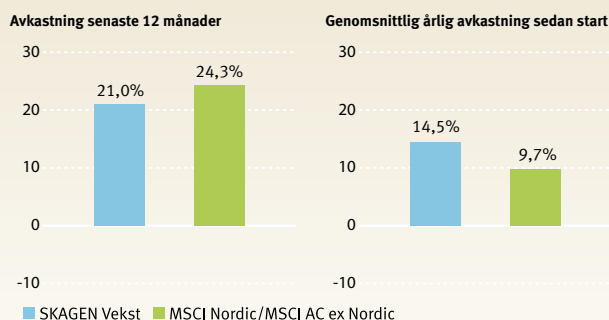
SKAGEN KRONA

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



SKAGEN VEKST

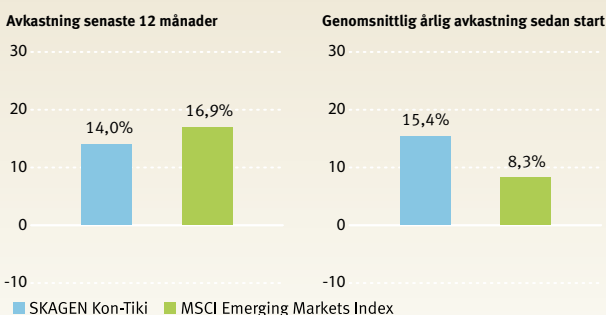
Förvaltare: Ole Sæberg och Geir Tjetland **Start:** 1 december 1993



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

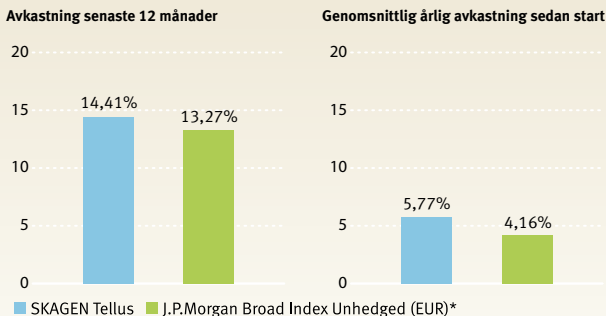
SKAGEN KON-TIKI

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



SKAGEN TELLUS

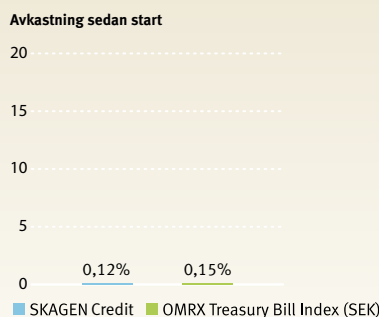
Förvaltare: Torgeir Høien **Start:** 29 september 2006



* Jämförelseindex före 1 jan 2013 var Barclay's Capital Global Treasury Index 3-5 yrs.

SKAGEN CREDIT SEK

Förvaltare: Ola Sjöstrand **Start:** 30 maj 2014





Även om omsättningen i Macao har fallit tre månader i rad, är staden fortsatt världens största spelcentrum. Varningar om strängare kontroll av verksamheten har fått ett rad kinesiska storspelare att ligga lågt den senaste tiden.

Portföljförvaltarnas berättelse

Introduktion

- › Vi ser möjligheter i Ryssland, Japan, Brasilien och Indien som kan skapa långsiktiga belöningar för noggranna aktieplockare.
- › Emissionerna av high yield-obligationer är rekordhöga och Mario Draghi börjar få ont om ammunition för att återuppliva euroområdets ekonomi.
- › Sydkorearabatten kommer att finnas kvar om inte företagen beslutar sig för att allokerera sitt kapital mer effektivt. De kinesiska reformerna fortsätter att göra avtryck.
- › SKAGENS portföljer förblir attraktivt värderade och är väl placerade för att dra fördel av skevheter i de globala marknaderna.



Den brasilianska presidentkandidaten Marina Silva skakade många händer under valkampanjen, men såg sig besegrad i första omgången av den sittande presidenten Dilma Rousseff.



Den Europeiska Centralbankens ordförande Mario Draghi har en lång lista med utmaningar framför sig. Ovan Draghi vid en presskonferens i Neapel i oktober i år, där han tillkännagav bankens räntebeslut.

Ett par månader kan göra stor skillnad

Kriser är alla möjligheters moder, heter det. I så fall har det tredje kvartalet varit rikt på möjligheter.

Under våren spekulerade medierna om att den amerikanska dollarns dagar som världsvaluta var över och att platsen skulle intas av bitcoin, det digitala betalssystemet. Istället stärktes den amerikanska dollarn kraftigt, med en 7,4 procents värdeökning i förhållande till större valutor i världen under det tredje kvartalet. Bitcoin å andra sidan tappade 58 procent av sitt värde från toppen i januari i år. Som vi brukar säga, det lönar sig att ifrågasätta etablerade sanningar. Under kvartalet steg tillväxtmarknadsaktier med 4,1 procent och aktier i utvecklade marknader med 5,6 procent.

Ryssland – tillbaka till medelvärdet?

På SKAGEN menar vi att kriser ofta skapar möjligheter. Denna tro har prövats flera gånger i Ryssland i år, framför allt under det tredje kvartalet då den ryska marknaden föll med 4,4 procent i lokal valuta. Som under alla perioder med stora omvälvningar finns det ingen tydlig lösning på uppkomna problem eftersom utvecklingen är i ständig förändring. Likaså finns det ingen uppenbar signal som talar om för oss när det är dags att gå in eller dags att dra sig ur.

Detta gör investerare förvirrade och benägna att överreagera, vilket får priset på de underliggande tillgångarna att avvika väsentligt från det egentliga värdet. I en sådan miljö lönar det sig att vara pragmatisk och långsiktig, som vi på SKAGEN är. Ryska aktier värderas till endast fem gånger kommande års vinst och hör till världens billigaste. Det speglar den historiskt negativa synen på landet. Men även om det finns risk för fortsatta straffåtgärder och konfiskationer, är världens länder ömsesidigt beroende av varandra och chansen för en långsiktig lösning är större. Under tiden

kan vissa ryska aktier ge möjligheter där avkastningsmöjligheterna ändå är större än risken. Noggranna bolagsval och en lagom storlek på positionerna är viktiga förutsättningar för långsiktiga resultat.

Utvecklingen i USA och Japan

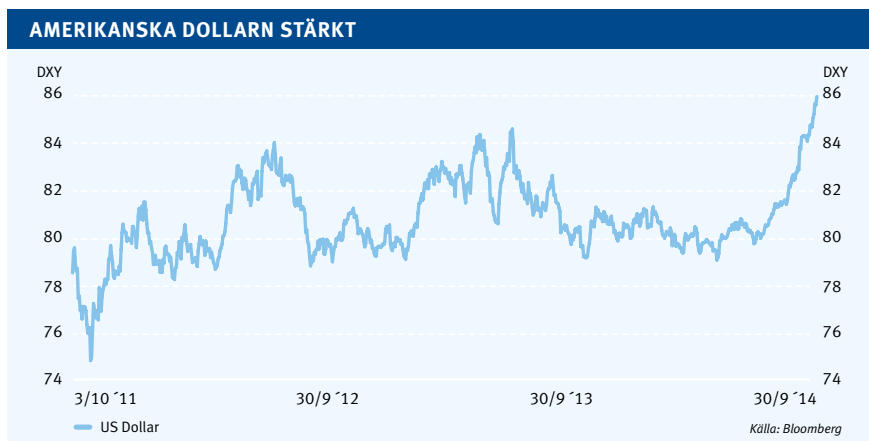
I USA ökade BNP med 4,6 procent under andra kvartalet, den snabbaste takten sedan 2011. Företagens investeringar fortsatte att öka under augusti, vilket signalerar ökat förtroende för den amerikanska ekonomin. Medan hjulen snurrar snabbare i den amerikanska ekonomin och amerikanernas framtidstro stärks, diskuterar Federal Reserves tjänstemän hur länge räntorna ska hållas nära noll. Mycket av detta beror på om det ljusnar på arbetsmarknaden, som tappat lite fart under augusti. För närvarande prisar marknaden in en räntehöjning från juni 2015.

Dollarn stärktes mot de flesta valutor, och främst mot den japanska yenen som föll till den lägsta nivån på sex år. Den senaste tidens statistik från Japan har

varit en besvikelse, men deflationshotet ser ut att ha minskat i och med att markpriserna har stabiliserats och företagens balansräkningar generellt ser bra ut. De japanska aktiekurserna återspeglar ännu inte denna positiva utveckling, trots att deras P/E-multiplar ligger i linje med de utvecklade marknaderna. Japanska företag har en tendens att underrapportera sina resultat av skatteskal och därför blir P/E-talen mycket lägre. Som en jämförelse handlas japanska företag med runt 15 procents rabatt på pris/kassaflödesbasis i förhållande till utvecklade marknader. Baserat på dagens värderingar tror vi att japanska aktier har stor potential.

Risntagare

ECB:s ordförande Mario Draghi och hans medarbetare saknar krut för att återuppliva euroområdet ekonomi. ECB har erkänt att det inte längre räcker med konventionell penningpolitik, och okonventionella metoder såsom lån och tillgångssvappar har haft försumbara effekter på inflationen och den ekonomiska aktiviteten. Pro-



Vårens spådomar om att dollarns dagar som världsvaluta var räknade visade sig felaktiga. Istället stärktes dollarn kraftigt under tredje kvartalet, såsom jämförelsen med en korg av sex andra valutor visar.

blemet är inte bristen på likviditet, utan bristen på riskaptit. Både Frankrike och Tyskland avvisade nyligen ett förslag om att låta ECB köpa värdepapper med bakomliggande tillgångar av lägre kvalitet, ungefär som Federal Reserve gjorde under den första omgången av kvantitativa lättnader i USA. Ett problem är också de höga nominella lönenivåerna i Europa.

Draghis gigantiska utmaning är nu att få beslutsfattare att förstå hur viktigt det är att deras arbetsmarknader avregleras. Det krävs att han spenderar dyrbart politiskt kapital på att få dem att vidta kontroversiella åtgärder såsom att liberalisera arbetslagstiftningen, och särskilt lagen om minimilöner. Samtidigt är emissionerna av europeiska *high yield*-obligationer på god väg att uppnå ännu en historiskt hög nivå, med en sammanlagd emission om 67,4 miljarder euro i september jämfört med sammanlagt 70,1 miljarder euro 2013. Medelgoda *investment grade*-obligationer är fortfarande de mest prisvärda.

Sydkorearabatten

I juli meddelade det sydkoreanska finansdepartementet att det skulle införa en straffskatt för att försöka förhindra att företagen samlar på sig likvida medel. Målet var att flytta pengarna från företagens balansräkningar för att stimulera ekonomin. Antingen genom högre löner, ökade investeringar eller genom större utdelningar till aktieägarna. Detta var välkomna nyheter, särskilt bland utländska investerare, vilka äger en tredjedel av Sydkoreas 200 största företag främst genom preferensaktier. Det fick Kospiindexet att öka med 3,7 procent i lokal valuta under juli.

Sydkoreanska bolag har en dyster utdelningshistorik med en utdelningsandel på endast 21 procent. Ungefär hälften av det globala genomsnittet. Men trots att de är snåla med utdelningar har sydkoreanska företag bidragit avsevärt till SKAGENS aktiefonders avkastning genom åren.

Under Asienkrisen 1997 hade många sydkoreanska företag farligt lite medel och vissa företag gick under på grund av plötslig kapitalbrist. Rädslan för att detta ska upprepas påverkar fortfarande många ledningsbeslut. Därför är en låg direktavkastning en av de största orsakerna till att sydkoreanska företag är lågt värderade jämfört med sina globala motsvarigheter – något som kallas Sydkorearabatten. Den-

na rabatt kommer dock sannolikt inte att försvinna om företagen inte väljer att allokera sitt kapital på ett mer effektivt sätt och undvika projekt med usel avkastning.

Sömnlös i Macau

I Kina fortsätter de statliga reformerna att göra avtryck på landet, bland annat den mycket efterlängtade översynen av bolagsstyrningen. Kinesiska företag ligger för närvarande på tredje plats från botten bland asiatiska länder, endast överträffade av Filippinerna och Indonesien när det gäller potentiella intressekonflikter, transparens och revisionskvalitet. Anti-korruptionsreformer sveper genom både offentlig och privat sektor. Den ökade granskningen får stor spelare att ligga lågt och att istället spela på casinon i Manila, Australien och Las Vegas. Som en följd har Macau haft en vikande försäljning tre månader i rad under det tredje kvartalet. Trots den senare tidens nedgång förblir Macau världens största spelcentrum med 45,2 miljarder dollar i kasinointäkter 2013, sju gånger mer än Las Vegas.

Storleken på den kinesiska marknaden har inte gått investerarna förbi utan har underblåst flera högprofilerade teknikbörsoptioner under kvartalet. Idag finns 618 miljoner internetanvändare i Kina. 2015 kan siffran vara mer än 850 miljoner. E-handelsmarknaden i Kina beräknas uppgå till 395 miljarder dollar år 2015, ungefär tre gånger större än 2011. Den starka tillväxten kommer också att gynna infrastruktur, mobila betalningar och logistikföretag.

Skakar hand i Brasilien

Det sägs att ett val inte ligger långt borta när kandidaten känner igen dig från andra sidan gatan. Den brasilianska presidentkandidaten Marina Silva har skakat en hel del händer, men blev besegrad i första omgången med knapp marginal av den sittande Dilma Rousseff, som varit det mest oförutsägbara i år. Silva har starka miljöband och ett rykte om sig att vara marknadsvänlig, vilket under det tredje kvartalet fick brasilianska aktier att stiga med 1,8 procent mätt i lokal valuta. Valets vinnare kommer dock att möta motvind i form av en ljummen ekonomi med en BNP-tillväxt på endast 0,5 procent i år. Detta återspeglas i Moodys senaste nedgradering till Baa2 negativt, två steg ovanför junk rating.

Som världens näst största järnmalmsproducent bakom Australien är Brasiliens ekonomi fortsatt känslig för svängningar i råvarupriser. Svagare efterfrågan från Kina i kombination med den senaste tidens ökade kapacitet fick järnmalmspriserna att nå den lägsta nivån på fem månader i september. Även kopparpriset föll med 4,2 procent i dollar under kvartalet, med ett nytt bottenrekord i september. Råvarornas deflationstrend signalerar en svagare global ekonomisk utveckling, vilket skulle kunna hålla de globala räntorna låga under en tid, och öka värderingen för aktier och obligationer.

Made in India

I Indien arbetar premiärminister Narendra Modi för att lyfta sitt land från tillväxtmarknadernas lägsta levnadsstandard. Den indiska ekonomin kämpar för att återställa tillväxttakten på över sju procent såsom tidigare detta årtionde, samtidigt som man tampas med en inflation på över sju procent.

För att lyckas behöver Indien locka till sig global tillverkning, eftersom nästan 300 miljoner indier – en fjärdedel av den totala ökningen av den globala arbetsstyrkan sedan 2010 – kommer att söka arbete under de tre årtiondena fram till 2040. Regeringen försöker öka tillverkningsindustrins andel av den 1,9 biljoner stora ekonomin till 25 procent från cirka 15 procent, jämfört med 32 procent i Kina. Det är dock fortfarande utmanande att göra affärer i Indien och landet rankas endast som nummer 134 av 189 länder i Världsbankens *Ease of Doing Business*-index. Bättre villkor kommer att vara ett centralt krav för att locka globala tillverkare till Indien och likaså en ytterligare omvärdering av indiska aktier.

Säkerhetsmarginal

SKAGENS portföljteam försöker ha en säkerhetsmarginal vid investeringar. Med andra ord försöker vi i högre grad ta del av vinsterna när en aktie eller obligation stiger än förlusterna när den faller. För att nå detta mål söker vi efter de aktier och obligationer som är undervärderade av marknaden och vi ger dem flera år för att uppenbara sitt inre värde. På så vis har vi både värdering och tid på vår sida för att kunna utnyttja skevheter i de globala marknaderna.

SKAGEN Vekst

- › Det geopolitiska klimatet fick generellt en negativ effekt.
- › Vi argumenterar fortsatt för att reducera exponeringen mot energibranschen.
- › Portföljen handlas till en kraftig rabatt i förhållande till jämförelseindex.

AVKASTNING	KV 3/-14*	12 M.*
SKAGEN Vekst	0,8%	21,0%
MSCI Nordic/MSCI AC ex. Nordic	3,2%	24,3%

* Per 30 september 2014.



Portföljförvaltare

Geir Tjetland, Ole Sjøberg, Erik Bergöö och Alexander Stensrud*

* Juniorförvaltare i SKAGEN Vekst under ett års tid.

Bolagen gjorde skapligt ifrån sig

SKAGEN Vekst fick en bra start på året, men utvecklingen i det tredje kvartalet var inte lika positiv.

Under perioden gynnades flera av våra portföljinnehav visserligen av verksamhetsförbättringar och ett tydligt kostnadsfokus. Men avkastningen från fonden som helhet påverkades negativt av att vissa företag värderades ned med hänsyn till risker som hänger samman med geopolitisk osäkerhet och oro över tillväxten i världsekonomin.

Lyft för aktivitetsnivån på sensommaren

Efter en varm och ganska lugn sommar i norra Europa blev det rena brittsommaren på börserna i slutet av det tredje kvartalet. Det var många nya bolagsaffärer och börsintroduktioner som bidrog till att driva upp aktivitetsnivån. Fortsatt låga räntenivåer har också gjort att företagen kunnat fortsätta lägga om sina lån till rekordlåga räntor och med allt längre löptider. Det visar att investerarna börjar ta intryck av centralbankernas löften om att räntorna ska förbli låga ett tag till.

Från investerarhåll ökar samtidigt påtryckningarna på företag som har byggt upp stora kassor under den gångna femårsperioden att använda pengarna klokt eller dela ut dem till aktieägarna. Att kapitalhanteringen hamnat i fokus har

i sin tur lett till många nya uppköp och samgåenden världen över och kommer sannolikt att rikta strålkastarljuset mot företagets förmåga att skapa avkastning på investerat kapital och tillvarata samtliga aktieägares intressen. Tyvärr har ett av våra koreanska företag inte riktigt förstått hur det här fungerar.

Bland de nordiska länderna blev Danmark fondens bästa marknad, med Sverige på andra och Norge på tredje plats. Sämst blev utvecklingen i Finland.

Världspolitiska orosmoln

I takt med att relationerna mellan Ryssland och Ukraina blev allt sämre under tredje kvartalet kunde vi se hur rädsla och osäkerhet drev upp riskpremierna – inte bara på ryska företag utan även på europeiska – eftersom situationen riskerar att påverka stora delar av den europeiska ekonomin.

Visserligen är endast 1,7 procent av tillgångarna i SKAGEN Vekst investerade i Ryssland (genom innehavet i Sberbank), men konflikten har även påverkat företag från andra länder som har stor exponering mot Ryssland, till exempel Raiffeisen International, Carlsberg, Nokian Tyres och Kinnevik.

NYCKELTAL FÖR DE STÖRSTA INNEHAVEN I SKAGEN VEKST (PER 30/9 2014)

Företag	Postens storlek, %	Kurs	P/E 2014E	P/E 2015E	P/BV senaste	Kursmål
Royal Caribbean Cruises Ltd	8,2	67,29	19,2	15,0	1,7	85
Samsung Electronics	6,5	898 000	6,0	5,3	0,8	1 500 000
Norsk Hydro	6,1	35,94	31,3	16,3	1,0	57,5
Teva Pharmaceutical	5,8	53,75	11,2	11,0	1,9	65
Continental AG	4,3	150,17	11,6	10,3	3,1	225
Norwegian Air Shuttle	4,0	224,10	64,0	10,2	2,7	340
Kia Motors	3,1	53 700	5,8	5,5	1,0	90 000
Philips	3,7	25,27	11,6	9,0	2,2	40
Danske Bank A/S	3,1	160,20	12,3	10,6	1,1	205
Teliasonera AB	2,9	49,92	12,3	11,7	1,9	70
Topp 10 vägt genomsnitt	47,9		11,9	9,5	1,4	46%
Topp 35 vägt genomsnitt	76,1		9,7	7,7	1,5	
Jämförelseindex (MSCI Nordic/MSCI AC ex. Nordic)			16,4	13,8	2,1	

P/E-talen kan skilja sig från andra källor när de är baserade på SKAGENS egna estimat.



Foto: Bloomberg

Bra bidragsgivare: Royal Caribbean Cruises, som utgör 8,2 procent av fonden, fortsatte sin goda utveckling under det tredje kvartalet. På bilden Voyager of the Seas för ankare i Tokyo.

Kostnadskontroll bland oljejättarna och sjunkande oljepris

På SKAGEN Vekst fortsätter vi att fokusera på absolut avkastning och värderingen av våra investeringar. Under de senaste åren har vi påpekat att oljejättarna måste öka avkastningen på sitt investerade kapital, och hittills under 2014 har vi minskat fondens exponering mot energisektorn till 10 procent. Under tredje kvartalet minskade vi vår position i det statligt kontrollerade norska oljebolaget Statoil, eftersom aktiekursen steg till en nivå där den lägre kostnadsbasen återspeglades. När priset låg nära vår riktkurs trimmade vi innehavet och investerade behållningen i företag där vi ser större avkastningspotential och mindre risker på nedsidan framöver.

Vår norska flotta med supply- och subsea-fartyg, som vi äger via Solstad, DOF och Siem (totalt 3,9 procent av fonden), fick ett svagt kvartal med värde-minskningar på mellan 15 och 26 procent. Företagens resultat har legat i linje med förväntningarna och de har långa kontrakt på sina fartyg (och således låg exponering mot spotmarknaden). Men trots det verkar investerarnas syn på dessa aktier påverkas av den senaste tidens nedgång för oljepriset och de stora oljebolagens kostnadsfokus. Vi anser att oljesektorn nu har goda möjligheter att fortsätta utvecklas i riktning mot en mindre cyklisk bransch, och konsolidering bör bli aktuellt inom de olika segmenten. Solstad Offshore är ett tydligt exempel

på ett bra företag som har fortsatt omdaning från supplyfartygsföretag till välskött subsea-företag med tydligt fokus på aktieägarna. Tyvärr var detta dock inget som belönades av aktiemarknaden i tredje kvartalet.

Lägre energipriser en god nyhet för resebranschen

Royal Caribbean Cruises (8,2 procent av fonden) har bidragit kraftigt till Veksts avkastning i år och aktien fortsatte uppåt under tredje kvartalet tack vare kryssningsoperatörens fina resultat. Rapporten för årets andra kvartal visade till exempel att företaget lyckats uppnå en imponerande ökning av antalet resenärer på hela 9 procent och samtidigt haft god kontroll på utgifterna. Under kvartalet fick vi se aktiekursen stiga med 21,5 procent, och samtidigt som utdelningen höjts med 20 procent klarar företaget att både betala av på sina lån och fortsätta investera för att skapa värde åt aktieägarna.

Norwegian Air Shuttle (3,9 procent av fonden) var ett annat företag i resesegmentet som noterade god utveckling under kvartalet. Bakom det låg dels kraftigt ökade passagerarsiffror, dels beslutet i somras om att inrätta en ny bas på London Gatwick för att förbättra servicen för kunder som flyger från Storbritannien. Många

SKAGEN VEKST 3Q 2014 (MILJ. NOK)

De 5 största positiva bidragsgivarna

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

De 5 största negativa bidragsgivarna

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

5 största köp

Tellisonera AB	159
Volvo AB	50
Golar LNG Ltd	27
Toto Ltd	22
Nokian Renkaat OY	20

5 största försäljningar

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



Photo: Bloomberg

Solstad-ägda fartyget Normand Flipper i Aberdeens hamn. Solstad Offshore är ett tydligt exempel på ett bra företag som har fortsatt omdaning från supplyfartygsföretag till välskött subsea-företag med tydligt fokus på aktieägarna. Tyvärr var detta dock inget som belönades av aktiemarknaden under tredje kvartalet.

hade befarat att långdistansrutterna skulle få en dramatisk värdeförstörande effekt, men hittills har passagerarsiffrorna varit hyfsade och det norska lågprisflygbolaget har kunnat flyga fler människor längre sträckor till lägre priser. Priskriget i Norge verkar nu vara på väg att avta och företaget bör därför kunna öka sin avkastning och fortsätta sin värdeskapande internationella expansion.

Även om vi inte har någon kristallkula som visar var oljepriset kommer att ligga den närmaste framtiden kan vi konstatera att 15 procent av företagen i vår portfölj påverkas positivt av lägre energipriser, medan 10 procent får det fortsatt tufft om oljepriset sjunker ytterligare.

Förbättringsåtgärder tar skruv

Det israelisk-amerikanska läkemedelsföretaget Teva (5,8 procent av fonden) följde upp första kvartalets starka siffror med en fortsatt organisk tillväxt som märktes i både intäkter och lönsamhet. Utvecklingen drevs främst av storsäljaren Copaxone och det faktum att man lyckades fortsätta styra om efterfrågan från tabletter som tas varje dag till den nya versionen som bara tas tre gånger i veckan. Patentet på den förra versionen gick ut tidigare i år, men den nya gör att Teva kan behålla greppet om marknaden. Dessutom är det positivt att man rekryterat nya erfarna personer till den högsta ledningen och att dessa förklarat att de behåller fokus på organisk tillväxt för att stärka och utveckla

segmentet för generiska läkemedel. Tevas läkemedelsportfölj håller nu på att få en bättre balans mellan specialläkemedel och generiska läkemedel.

Även om marknaden var skakig mot slutet av september fortsätter den starka utvecklingen på företagsnivå för våra portföljbolag. Med tanke på att räntorna väntas förbli låga under de närmaste åren borde det här göra att företagen kan leverera bättre resultat. Baserat på resultatprognoserna för 2014 har aktierna i SKAGEN Vekst nu ett genomsnittligt P/E-tal på 9,7. Det ska ses i relation till jämförelseindexets P/E på 16,4. Aktiernas pris genom bokfört värde (P/B) är samtidigt 1,4 för SKAGEN Vekst och 2,1 för jämförelseindexet.

SKAGEN Global

- › Fortsatt turbulent i Ryssland.
- › Vårt största innehav – Samsung – tappade 15 procent under kvartalet.
- › Vi sålde Dixons efter att bolagets värde fyrdubblats.

AVKASTNING	KV 3/-14*	12 M.*
SKAGEN Global	0,9%	20,2%
MSCI ACWI	5,6%	25,3%

* Per 30 september 2014.



Portföljförvaltare

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

Klent kvartal

En svag kursutveckling för flera av våra ryska företag och för fondens största investering, Samsung Electronics, ledde till ett klent kvartal för SKAGEN Global.

Upptrappningen av det spända läget mellan Ryssland och väst försvagade såväl den ryska aktiemarknaden som rubeln under kvartalet. Mätt i svenska kronor tappade den ryska börsen 12 procent.

SKAGEN Global hade vid utgången av kvartalet 4,8 procent av fondens medel placerade i ryska företag, med Gazprom som den största posten (1,9 %).

Relativt sett tyngdes fonden också av den fortsatta starka utvecklingen på USA-börsen, som steg med nio procent i svenska kronor. Amerikanska aktier värderas nu en bra bit över det historiska snittet samtidigt som resultatmarginalerna är rekordhöga.

SKAGEN Global har 28 procent av sina tillgångar investerade i amerikanska företag medan fondens jämförelseindex, MSCI All Country, har drygt 50 procent.

Citigroup bidrog mest

Kvartalets bästa bidragsgivare var fondens näst största investering (6,2 procent), den amerikanska banken Citigroup. Räknat i dollar klättrade aktien 11 procent. Banken rapporterade nämligen ett bättre resultat än väntat för andra kvartalet och särskilt starka siffror för *investment banking*-verksamheten. Att kostnaderna är på väg ned var också ett lugnande besked, eftersom kostnadsnedskärningar spelar en stor roll om Citigroup ska lyckas öka sin lönsamhet framöver.

Det sydkoreanska industrikonglomeratet LG Corp steg 23 procent i lokal valuta.

Avgörande var först och främst en minskad konglomeratrabatt. Även efter kursuppgången är rabatten i förhållande till underliggande värden 45 procent.

Kraftigt undervärderad

Samsung Electronics, som är fondens största investering på 6,7 procent, presenterade oväntat svaga siffror för andra kvartalet och avslutade med en nedgång på 15 procent i lokal valuta. En starkare won hade negativ resultat effekt, men i första hand var det marginalförsämringen inom smarttelefoner som ogillades av investerarna.

Den sämre lönsamheten inom mobiltelefoni har fått oss att skruva ned förväntningarna på årets resultat med 25 procent. Men på sikt räknar vi med att en ny generation minneskort kommer att lyfta vinsterna på det här området.

Eftersom Samsung Electronics styrelseordförande, Lee Kun-Hee, är svårt sjuk skjuter man på beslutet om vad som ska ske med företagets stora kassa. Samsung har sagt att man tänker öka utdelningen till aktieägarna framöver, men vi är inte övertygade. Företagets nettokassa motsvarar nu en tredjedel av marknadsvärdet på börsen.

Även efter nedskrivningen av resultatförväntningarna värderas våra preferensaktier till runt sex gånger årets förväntade vinst (p/e på 6). Osäkerhet kring utvecklingen för mobilverksamheten, utdelningspolicy, styrelseordförandens hälsa och ett kommande generationsskifte gör att

SKAGEN GLOBAL 3Q 2014 (MILJ. NOK)

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



Solid vinst: Citigroup är näst största posten i portföljen och levererade solid vinst under kvartalet. Vi förväntar oss ökad lönsamhet i och med kostnadsbesparingar.



Största innehavet: Samsung föll med 15 procent under kvartalet. Vi har sänkt våra förväntningar för årets resultat med 25 procent på grund av sämre lönsamhet för smartphones. Här en Samsung Galaxy Note Edge (till vänster) och två Galaxy S5 Active.

Samsung-aktien i våra ögon är ordentligt undervärderad.

Husarrest och kursras

Kvartalets näst största sänke, Sistema, drabbades av en kurskollaps på över 70 procent. Orsaken var att företagets majoritetsägare Vladimir Evtushenkov sattes i husarrest misstänkt för att ha tvättat stora penningbelopp i samband med köpet av oljeföretaget Bashneft för fem år sedan. Marknaden prisar nu in att både Bashneft och utbetalda utdelningar från företaget kommer att konfiskeras.

Detta drog ned den redan dystra stämningen för ryska aktier. Sistema prissätts

nu med en betydande rabatt i förhållande till marknadsvärdet på företagets 53,5-procentiga aktiepost i Rysslands största mobilaktör MTS. Turbulensen kring Sistema har pressat upp riskpremien för ryska aktier till historiskt höga höjder.

Störst i världen på lastbilar

Svenska Volvo är nykomling i portföljen. Företaget är världens största lastbilstillverkare och även ledande inom tillverkning av bussar och anläggningsmaskiner.

Lönsamheten i Volvo har länge varit svag men nu har man inlett ett omfattande program för att kapa kostnaderna. I kombination med lanseringen av nya modeller

bör detta ge skjuts åt lönsamheten framöver. Men på grund av omstruktureringskostnader får vi nog vänta till 2015 innan det syns på sista raden. På kort sikt påverkar också en svagare efterfrågan från den kinesiska byggbranschen och en knackig lastbilsmarknad i Brasilien.

Dagens låga marginaler och impopularitet anser vi är goda skäl att investera i ett företag som på några års sikt kommer att visa en klart bättre lönsamhet. Baserat på förväntad vinst för 2016/2017 ser vi möjligheter till en kursuppgång på 50 procent.

Nederländsk livförsäkrare

I samband med det nederländska livförsäkringsbolaget NN Groups börsnotering i juli tog vi in aktien i portföljen. Även här är en ökad effektivitet och bättre kapitaldisciplin viktiga inslag i investeringshypotesen. NN Group värderas till bara 0,5 gånger bokfört eget kapital, vilket speglar företagets låga avkastning på eget kapital som väntas hamna på blott fem procent nästa år.

Det finns dock förutsättningar för ökad lönsamhet. Efter avknoppningen från det nederländska finanskonglomeratet ING har NN Group inlett omfattande effektiviseringsprogram som vi inte anser återspeglas i dagens aktiekurs. Vi tror att en ökad avkastning på det egna kapitalet gör att förhållandet mellan pris och bokfört eget kapital ökar till 0,7 inom två år, vilket motsvarar en kursuppgång på 40 procent.

Ut efter fyrdubbling i Dixons

Efter en stark utveckling närmade sig Oracle och RCL vårt kursmål, och vi bestämde oss för att sälja båda innehaven, med god vinst. Vi bantade också positionerna i Bunge, Goldman Sachs, Microsoft, Cheung Kong, RSA och Hannover Re efter rejäla uppgångar. Precis som med Oracle och RCL stärktes inte vår grundsyn på företagen i samma takt som kursen på deras aktier.

Efter en fyrdubbling av investeringen i Dixons Retail sålde vi också en stor del av det innehavet. Dixons gick nyligen samman med Carphone Warehouse för att positionera sig bättre för mobiltelefonförsäljning och annan internetansluten elektronik. Vi menar att sammanslagningen försämrar de möjligheter till ökad lönsamhet som vi såg i "gamla" Dixons, samtidigt som vi befarar att de rätt höga marginalerna i "gamla" Carphone pressas ned.

Foto: Bloomberg

Foto: Bloomberg



Foto: Volvo

Lastbilstillverkaren Volvo är ny i portföljen. Företaget är impopulärt av flera anledningar och vi förväntar oss att en rad åtgärder kommer att driva aktiepriset uppåt med runt 50 procent fram till 2016–17.

Vale blev inte vad vi tänkt

Investeringen i det brasilianska gruvbolaget Vale blev inte vad vi tänkte oss när vi gick in i företaget för lite drygt ett år sedan. Företagets verksamhet bygger på järnmalmsförsäljning till Kina. Kombinationen av sjunkande järnmalmspriser till följd av ökat utbud och en klart svagare stålproduktion i Kina har slagit hårt mot gruvjättens resultat. Vi har svårt att se att den betydande överkapaciteten ska kunna vara till nytta på kort sikt, och beslutade därför att sälja våra Vale-aktier med förlust.

Gott stöd av rekordlåga räntor

Det finns visserligen delar av aktiemarknaden som är relativt högt prissatta, men överlag anser vi inte att priserna är särskilt höga historiskt sett. Mot bakgrund av de låga obligationsräntorna är det lätt att hävda att den globala aktiemarknaden skulle kunna värderas betydligt högre än idag.

SKAGEN Globals portfölj värderas, som alltid, klart lägre än världsindeket och erbjuder enligt vår mening fortsatt bra valuta för pengarna. Tittar man på vinstförväntningarna för innevarande år värderas de 35 största företagen i portföljen till bokfört eget kapital, och bara tio gånger vinsten.

Utdelningen från företagen är på många håll klart högre än räntan på statsobligationer. Även om vi får räkna med ytterligare kurssvängningar och korrigeringar på marknaden framöver är SKAGEN Global alltså en bra investering för värdeorienterade långsiktiga aktieinvestorer.

NYCKELTAL FÖR DE STÖRSTA INNEHAVEN I SKAGEN GLOBAL (PER 30/9 2014)

Företag	Postens storlek, %	Kurs	P/E 2014E	P/E 2015E	P/BV senaste	Kursmål
Samsung Electronics	6,7	898 000	6	6,2	0,8	1 300 000
Citigroup	6,3	51,8	10,8	9,6	0,8	75
Aig	3,6	54	11,7	10,8	0,7	80
LG Corp	2,5	76 800	13	10,9	1,1	100 000
Nordea	2,4	93,90	11,8	11	1,4	105
Microsoft	2,3	46,40	16,6	14,3	4,3	50
Teva	2,2	53,80	11	11	1,9	65
Roche	1,9	283,10	19,1	17,9	13,8	380
Gazprom	1,9	7,00	2,8	3	0,3	11
Renault	1,9	57,40	8,8	6,3	0,7	80
Topp 10 vägt genomsnitt	31,5		8,5	8,1	0,9	37%
Topp 35 vägt genomsnitt	62,5		10,1	9	1	
Jämförelseindex (MSCI ACWI)			15,3	13,7	2	

P/E-talen kan skilja sig från andra källor när de är baserade på SKAGENs egna estimat.

SKAGEN Kon-Tiki

- › Nedslående utveckling för Hyundai och Sistema.
- › Positivt bidrag från våra investeringar i Indien.
- › I rådande lågränteklimat är avkastningen från företagens vinster attraktiv.

AVKASTNING	KV 3/-14*	12 M.*
SKAGEN Kon-Tiki	-3,0%	14,0%
MSCI Emerging Markets	4,1%	16,9%

* Per 30 september 2014.



Portföljförvaltare

Kristoffer Stensrud, Knut Harald Nilsson, Cathrine Gether, Erik Landgraff och Hilde Jensen

Mycket nedslående

Det var särskilt två händelser som drabbade SKAGEN Kon-Tiki i september som gjorde att tredje kvartalet blev en besvikelse.

Vi fick två bistra besked bara inom loppet av ett par dagar. Ett från en av våra största investeringar, Hyundai Motor, och ett från ryska konglomeratet Sistema. Båda ledde – var och en för sig – till en förlust för fonden på drygt två procentenheter under kvartalet.

Monumental galenskap

För att stimulera investeringar har Sydkoreas regering signalerat att de ska införa en skatt på överskottslikviditet i sydkoreanska företag. Många sydkoreanska företag, däribland Hyundai Motor och Samsung Electronics, har stora kassor med "dött" kapital. Pengar som vi aktieägare hade förväntas oss i utdelning.

I stället gjorde Hyundai Motor ett föga aktieägarvänligt förvärv av en prestigefastighet i Seoul, till långt över det beräknade marknadsvärdet. Ett tio miljarder dollar stort monument över den egna galenskapen!

Vår investering i Hyundai Motor var främst baserad på god fundamental utveckling och en låg absolut värdering. En central kurstrigger var att bolaget sakta men säkert visade tecken på bättre bolagsstyrning.

Den senaste tidens prisfall mer än överstiger den ovan nämnda fastighetsinvesteringen, och Hyundai Motor framstår nu som mycket attraktivt prissatt. Med nya bilmodeller på gång ser också framtiden ljus ut. Även efter årets beklagliga tred-

je kvartal ter sig Hyundai Motor som en stöttepelare för SKAGEN Kon-Tikis resultat under de senaste fem åren.

För att vårt innehav i Hyundai Motor inte skulle bli för stort hade vi i takt med den starka kursutvecklingen, redan före fastighetsförvärvet, sålt av en del av aktierna. Under de senaste 12 månaderna har vi minskat antalet aktier med 25 procent.

Hyundai Motors märkliga köp har fått investerare att kräva en ännu högre riskpremie för sydkoreanska aktier i allmänhet. För vår del ledde det till en procentenhet "extra" kursfall under det tredje kvartalet i absoluta och relativa tal.

Dramatiskt för Sistema

Medan det som har hänt i Hyundai Motor kan karaktäriseras som ett tillfälligt bakslag, är situationen för vår investering i ryska Sistema mer dramatisk. Det var en investering som vi såg som relativt riskfri för att vara en rysk aktie.

Sistema har inte varit utsatt för sanktioner, och är ett bra exempel på en aktör i den privata sektorn som kan visa stark tillväxt och lönsamhet. Företaget var också politiskt neutralt i frågan om införandet av ett nytt tsarliknande välde i Ryssland.

Under perioden 2005–2009 var Sistema med om att privatisera det ryska oljebolaget Bashneft – med mycket goda resultat. Eftersom detta skedde under den nuvaran-



Foto: Bloomberg

Kursmassaker: Konglomeratet Sistemas aktie föll med över 70 procent efter att majoritetsägaren Vladimir Evtushenkov (bilden) anklagats för penningtvätt i samband med förvärvet av ett oljebolag för fem år sedan.



Oppan Gangnam style. Hyundai Motors styrelseordförande Chung Mong Koo förvärvade nyligen en fastighet för 10 miljarder dollar i Gangnamdistriktet i Seoul – priset låg på cirka tre gånger det beräknade marknadsvärdet. På bilden syns ledningen för Sydkoreas två största biltillverkare Hyundai och Kia vid ett möte i Seoul i januari i år.

Foto: Bloomberg

de regimen, trodde vi att processen skulle gå problemfritt politiskt. Vi tyckte att priset på Bashneft låg i underkant, även om det sattes under finanskrisen.

Övriga var alltså stor när Sistemas majoritetsägare, oligarken Vladimir Evtushenkov, sattes i husarrest för misstanken om penningtvätt i samband med förvärvet av Bashneft. Rädsla för att bolaget ska återlämnas till staten, och att tidigare utdelningar måste betalas tillbaka, har lett till en kursmassaker på Sistemaaktier.

Det som nu händer i Sistema sätter ett stort frågetecken för investeringar i ryska företag i allmänhet. Vi har varit försiktiga med att investera i företag där revanchism från 1990-talets privatiseringar skapar en fundamental risk.

Innan oligarken Evtushenkov sattes i husarrest hade vi minskat vårt innehav i Sistema, och realiserat stora vinster. Eftersom risken med vad som ska hända i Sistema är fortsatt hög har vi efter det kraftiga prisfallet för Sistema minskat vårt innehav ytterligare. Med ”vinst”. Vid slutet av september utgjorde Sistema 0,7 procent av fonden, jämfört med tre procent i början av 2014.

Hur slutet på Sistema-visan blir vet väl bara Putin och hans närmaste vapendragare. Händelsen får naturligtvis djupgående konsekvenser för värderingen av ryska aktier i allmänhet, som på pappret är världens billigaste.

Genom att sälja ner oss i bolag som verkar vara sanktionsutsatta har vi minskat risken i Ryssland. Vi har behållit positioner i företag där risken för sanktioner anses låg och prislappen likaså. Samtidigt som tillväxtutsikterna är goda framöver.

Den svaga ekonomiska utvecklingen i Ryssland har tyvärr också haft negativa

effekter på våra investeringar i Österrike och Ungern. För den som tycker om historiska paralleller.

I gammal god SKAGEN-anda gäller det i dessa osäkra tider att hålla huvudet kallt, hålla tungan rätt i munnen och ha ett gott hjärta för goda investeringar.

Minnet allt viktigare

Även Samsung Electronics var med i budrundan för nämnda fastighet i Seoul men vann inte, som tur var för aktieägarna. En planerad investering i en fabrik för tillverkning av minneskretsar verkar vara en mycket bättre användning av pengarna. Anläggningen beräknas kosta 15 miljarder dollar. Samsung Electronics sitter idag på en kassa om cirka 40 miljarder dollar.

Med sjunkande marginaler och marknadsandelar för mobildivisionen blir bidraget från minneskort allt viktigare i framtiden. Här går såväl försäljning som marginaler och marknadsandelar i rätt riktning, uppåt.

Den senaste tidens kursfall för Samsung Electronics kan skyllas på investerarnas ensidiga fokusering och rädsla för hur illa det kan gå med mobildivisionen, där billiga kinesiska tillverkare tar marknadsandelar. Samtidigt håller Apple fortfarande ställningarna i det övre segmentet. Kombinationen av ökat fokus på billigare smartphones och ökad lönsamhet för minneskort framöver kan överraska på uppsidan. Många negativa händelser ligger nu inbäddade i Samsungs kurs.

Ett par teman vi har i portföljen är europeiska företag med stora engagemang i globala tillväxtmarknader och alternativa energikällor. Dessa har inte heller gått lysande. För den förstnämnda beror det på allmän skepsis inför den europeiska

ekonomin, vilket egentligen gör vårt case bättre. Vad gäller alternativ energi beror besvikelsen på att Kina under första halvåret endast nådde 20 procent av årets mål för installerad solkapacitet. Men politiska beslut kan snabbt rätta till detta.

Uppåt i Indien

Under 2014 har politiska val varit högt upp på agendan i många tillväxtländer. Valresultaten i både Indien och Indonesien gav ett gott utfall på börsen. Våra investeringar i Indien, med Bahrti Airtel (3,6 procent), Mahindra & Mahindra (3,2 procent) och State Bank of India (2,9 procent) på topp tio-listan, har utvecklats särskilt väl på börsen i år.

Valresultatet i Turkiet var neutralt, och lägger inte något hinder för att våra investeringar i landet ska fortsätta att utvecklas väl. I skrivande stund är inte valresultatet i Brasilien klart. Aktiemarknaden har varit volatil. Våra företag kan i allmänhet uppvisa en god utveckling, och värderingarna är fortfarande måttliga.

Från optimism till pessimism

Många hade väntat sig att aktiemarknaderna i olika regioner i världen skulle utvecklas mer i takt i år. En viktig drivkraft var stigande optimism i Kina och Europa. Under årets första nio månader har så inte varit fallet.

Investerarnas fokus har förskjutits mot negativa realekonomiska förhållanden, samtidigt som den grundläggande värderingen av bolagen har kommit på andra plats. Det skapar goda möjligheter för aktiva värdeinvestorer som vi på SKAGEN.

Den kraftiga apprecieringen av dollarn under kvartalet har historiskt varit synonymt med svaga globala tillväxtmarknader. Som fallet var förra sommaren. Men

SKAGEN KON-TIKI 3Q 2014 (MILJ. NOK)

De 5 största positiva bidragsgivarna

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

De 5 största negativa bidragsgivarna

Sistema Jscf	-1 227
Hyundai Motor Co Pref	-1 113
Samsung Electronics Co Ltd Pref	-598
Raiffeisen Bank International AG	-182
Vale Sa Spons pref ADR	-181

5 största köp

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

5 största försäljningar

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

NYCKELTAL FÖR DE STÖRSTA INNEHAVEN I SKAGEN KON-TIKI (PER 30/9 2014)

Företag	Postens storlek, %	Kurs	P/E 2013	P/E 2014E	P/BV senaste	Kursmål
Hyundai Motor	6,9	118 000	3,6	3,3	0,5	250 000
Samsung Electronics	6,5	898 000	4,4	6,0	0,8	1500000
Bharti Airtel	3,6	405,2	57,7	16,9	2,7	450
Great Wall Motor	3,2	29,65	8,5	7,9	2,5	50
Mahindra & Mahindra	3,2	1 360,80	17,2	15,1	3,4	1500
State Bank of India	2,9	2 445,70	12,0	9,8	1,2	3600
AP Moller-Maersk	2,9	14 000	15,8	12,3	1,3	15000
Heineken	2,6	59,24	25,0	18,0	2,9	66
Sabanci Holding	2,4	9,58	11,3	8,0	1,1	12
ABB	2,3	162,30	20,6	18,0	3,1	190
Richter Gedeon	1,9	3 850	15,4	19,3	1,3	5000
Vale	1,9	23,78	4,2	4,3	0,8	40
Topp 12 vägt genomsnitt	40,2		7,4	7,1	1,1	49%
Topp 35 vägt genomsnitt	67,6		9,3	8,7	1,2	
Jämförelseindex (MSCI Emerging Markets)			12,0	11,6	1,4	

P/E-talen kan skilja sig från andra källor när de är baserade på SKAGENS egna estimat.

då var det snarare strukturella än konjunkturella faktorer som var förklaringen.

Årets dollaruppgång kan till stor del förklaras av skillnader i hastigheten för den ekonomiska tillväxten. Något kan också förklaras med kompensation för fallande råvarupriser. Liksom förra året menar vi att detta förbättrar konkurrenskraften och ger lägre inflation i tillväxtmarknaderna än vad vi traditionellt har sett.

Paradigmskifte

Den kinesiska ekonomin seglar upp till att bli världens största. 2014 ser ut att

bli det år då tillväxtmodellen ändras från kvantitativ fysisk tillväxt till kvalitativ tillväxt inom tjänster, miljö och ökad social trygghet. Det skapar stora friktionsproblem och får konsekvenser för vilka bolag investerarna väljer.

Därför är vi mycket försiktiga med investeringar i finanssektorn, men är mycket uppmärksamma på om det kommer särskilda åtgärder för att förbättra bolagsstyrningen i statsdominerade företag.

Under en längre period har vi varit skeptiska och underviktat bolag inom råvaror, energi och delvis även godstransporter.

Tillväxtmarknaderna ser allmänt ut att gå direkt till en mer digital och mindre resurskrävande tillväxtmodell. Det paradigmskifte som äger rum innebär att traditionella värderingsmodeller för företag är svåra att använda.

Större förändringar under kvartalet är Casino Guichard (nytt innehav inom detaljhandel), Massmart (samma Kerry Logistics (distribution av varor), brasilianska MRV Engenharia (socialt boende), Cosan Ltd (alternativ energi) Golar LNG (samma) och Hindalco Industries (återvinning).

Den största försäljningen har varit Sistema (tidigare nämnd), Exarro (råvaror) och Hyundai Motor (före raset). Den samlade värderingen av portföljen är lägre än föregående kvartal – naturligt nog – men mixen är förmodligen bättre.

Vår filosofi står fast

Vi balanserar portföljen så gott vi kan, med ett vakande öga på företag med för höga värderingar. I ett virrvarr av bristande bolagsstyrning och politiska sammanträffanden, är det av yttersta vikt att företagets värdeskapande är i linje med den risk vi tar.

Väsentligt för oss är att konstatera att förlusterna under det tredje kvartalet inte beror på att vi har agerat i strid med vår värdebaserade investeringsfilosofi – som har tjänat oss och andelsägarna gott i nästan 22 år. Men ibland måste vi vara beredda på att blixten kan slå ner från en till synes klar himmel, och att kraftigt undervärderade företag kan visa sig vara värdefällor.

Värdefällor eller inte, för oss värdeinvestorer är det betryggande att veta att företagen i portföljen är värderade med en solid rabatt i förhållande till tillväxtmarknaden i allmänhet. Men inte minst – i en värld full av låga räntor – att avkastningen från företagets förväntade vinst i år ligger på cirka elva procent (E/P).

Foto: Bloomberg



Mahindra & Mahindra-anställda monterar interiörpaneler i en XUV 500 i företagets fabrik i Chakan, Maharashtra i Indien, i september 2014.



Foto: Samsung Electronics

Samsung kommer att behöva förlita sig mer på sin minneskortsaffär framöver, snarare än på försäljningen av smartphones. Övan minneskortstillverkning i Samsungs fabrik i Xi'an, Kina.

SKAGEN m²

- › Nya kursrekord under kvartalet och god avkastning hittills i år.
- › Världens pensionärer blir fler och allt äldre, och fler och fler investerare söker sig till fastigheter som ett stabilt tillgångsslag.
- › Oro för räntehöjningar samt dollarförstärkning i USA, parat med svängningar på fastighetsmarknaden i Kina och Brasilien tyngde dock kvartalet.

AVKASTNING	KV 3/-14*	12 M.*
SKAGEN m ²	3,7%	18,1%
MSCI ACWI Real Estate IMI	4,5%	19,5%

* Per 30 september 2014.



Portföljförvaltare

Michael Gobitschek och Harald Haukås

Fastigheter en allt populärare investering

Under tredje kvartalet slog SKAGEN m² nya kursrekord innan världens börser föll tillbaka i september och uppgångstrenden bröts. Fonden har haft en mycket god avkastning hittills i år, till stor del på grund av globala investerares växande intresse för fastigheter.



Foto: Bloomberg

Investerare är beredda att betala allt större summor för fastigheter i centrala lägen. Ett exempel är den 180 meter höga skyskrapan i Londons finansdistrikt kallad The Gherkin (gurkan), som nyligen kom ut på marknaden. Byggnaden är ritad av brittiska arkitektkontoret Foster and Partners och invigdes 2004.

Ett aktuellt exempel på denna växande fastighetsvurm är den japanska statens pensionskassa (GPIF) som i september meddelade att de kommer att placera 63 miljarder dollar i fastigheter över hela världen under de närmaste åren. Initiativet kommer att göra GPIF till den största fastighetsinvesteringen i världen, före Norges Investeringsbank som "endast" placerar 60 miljarder dollar i fastigheter.

Trenden är tydlig, ökade investeringar i fastigheter drivs av en snabbt växande och åldrande befolkning vars pensionsåtaganden måste förräntas. Fastigheter är ett tillgångsslag som över tiden har gett god och stabil avkastning, och som också diversifierar risken i totalportföljen. Det historiskt låga ränteläget är naturligtvis en bidragande orsak till att långsiktiga investerare köper fastigheter, vilka i många fall fortsatt ger långt bättre avkastning än räntemarkanden, men till något högre risk. I tillägg kommer en växande våg av nya privata pensionspengar från exempelvis

Kina, där försäkrings- och sparandebanschen nu liberaliseras.

Urbana kvalitetsfastigheter

Investerare är beredda att betala allt mer för fastigheter i centrala lägen, och i metropoler som London och New York har avkastningskravet sjunkit till rekordlåga nivåer. Ett aktuellt exempel är en av Londons mest kända nutida landmärken, den 40 våningar höga The Gherkin. När byggnaden var ute till försäljning i somras kom över 200 bud från 40 länder, jämfört med 40 bud när den senast såldes 2006.

Intresset belyser efterfrågan på klass A-fastigheter i centrala London i en redan het marknad. Utvecklingen gynnar bland annat våra portföljbolag British Land, Gecina och SL Green som har fastigheter i London, Paris och New York. Den hårda konkurrensen där allt mer pengar söker samma objekt kan i vissa fall också vara tillväxthämmande. För så kallade REIT-bolag (med speciell skattestatus) till exem-

pel, kan regler om belåning och utdelning hindra dem att lägga för höga lånefinansierade bud.

Med en allt dyrare primärmarknad söker investerare allt oftare objekt som ännu inte värderas lika högt: till exempel klass A-tillgångar i geografiska B-lägen, eller B-tillgångar i A-lägen. Frågan är bara hur länge prisuppgången kan fortgå i vissa städer innan den efterfrågestyrda prisuppgången ersätts av ren spekulation.

Små positioner med stort positivt genomslag

Thailand är den bästa fastighetsmarknaden både hittills i år och senaste kvartalet. Trots militärkupp i maj och politisk instabilitet har den thailändska aktiemarknaden gett 47 procents avkastning i lokal valuta sedan årsskiftet. Med en uppgång på 55 procent i lokal valuta är Ananda Development trots sin låga vikt i m²:s portfölj en av våra största absoluta bidragsgivare sedan årsskiftet och det mest bidragande bolaget under kvartalet.

Ananda är ett tydligt exempel på hur SKAGEN m² numera arbetar med högriskbolag. Dessa kan ge betydande bidrag till portföljen trots den återhållsamma vikten, där vi under en uppgångsfas vikt ner för att hålla en acceptabel risknivå. Anandas

försäljning, vinst och ökade utdelning har överträffat våra förväntningar. Företaget har i linje med andra fastighetsbolag gynnats av det uppdämda konsumtionsbehovet och den tillfälliga politiska stabiliteten efter militärkuppen.

Ett annat vinnarbolag återfinns i Indonesien, som varit den näst bästa marknaden för året och kvartalet. Industriutvecklingsbolaget Bekasi Fajar hade en avkastning på 39 procent i lokal valuta under kvartalet. Den starka utvecklingen, som dock föll tillbaka i september, var ett resultat av valutgången i juli med en ny regering som lovade ekonomiska reformer. Bekasi gynnas av att dessa reformer med tiden kan öka utländska direktinvesteringar, efter de ekonomiska svårigheterna under 2013 och osäkerhet kring valet. Den positiva trenden bröts i och med att oppositionen blivit starkare än förväntat och följaktligen blockerar delar av beslutsfattandet.

Det filippinska bolaget SM Prime var också en lysande stjärna under kvartalet. Bolaget lyckades vända en längre negativ trend i verksamhetsområdet för bostäder och överraskade positivt med stark försäljning och högre marginaler. Dessutom slog effektiviseringsvinsterna från en tidigare konsolidering igenom.

Två tyska förändringar

Ny i portföljen är tyska Westgrund, som investerar i flerfamiljshus runt om i Tyskland. Majoriteten av hyresgästerna är låg- och medelinkomsttagare som bor i små- till medelstora städer med god tillväxt. Westgrund har varit mycket framgångsrika med att förvärva billigt, rusta upp och få ner vakanserna. Westgrund köpte nyligen ett stort bestånd om 12 000 lägenheter av staden Berlin, och ökade antalet enheter till totalt 20 000. Ambitionen är att dubbla antalet lägenheter inom de närmaste åren. Efter förvärvet har bolaget ett förväntat driftsnetto på 7,8 procent och vakansgraden är 8,2 procent, med stor potential att minska den sistnämnda.

Under kvartalet dubblade vi vår position i det tyska kontorsbolaget DIC Asset, men dessvärre var bolaget den sämsta bidragsgivaren under perioden. Det innebär dock att vi köpte aktierna till en bra kurs. Aktiekursen har länge varit påverkad av ett allmänt missnöje över dåliga ledningsbeslut, hög skuldsättning och en rad ovälkomna emissioner. Bolaget handlas fortsatt till kraftig rabatt vilken fort kan reduceras om ledningen gör vad de säger att de ska göra, eller om marknaden förbättras fundamentalt. Sannolikt står den tyska kontorsmarknaden inför en välbehövlig konsolidering vilket kan bli en katalysator för hela sektorn.

Från Manila till Mumbai

Under kvartalet köpte vi också indiska Oberoi Realty, efter att ha sålt ut större delen av dess filippinska motsvarighet Century Properties. Båda bolagen utvecklar kvalitetsbostäder i de kraftigt växande städerna Manila respektive Mumbai. Vi sålde ner Century Properties för att minska landsexponeringen mot Filippinerna vars fastighetsaktier har haft en god utveckling under året. Dessutom kan räntan komma att höjas för att parera en hög inflationsnivå, något som normalt drabbar dyrare objekt.

Oberoi har ett mycket starkt varumärke lokalt och är helt centrerat kring Mumbai med omnejd, där man äger en strategiskt placerad landbank som kommer att utvecklas de närmaste åren. Oberoi har även en andel kommersiella fastigheter som genererar löpande hyresintäkter, som parerar svängningar i kassaflödet. Om den indiska regeringen lyckas med de utfästa ekonomiska reformerna står landet sannolikt inför ett kraftigt ekonomiskt

SKAGEN m² 3Q 2014 (MILJ. NOK)

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

NYCKELTAL FÖR DE STÖRSTA INNEHAVEN I SKAGEN m² (PER 30/9 2014)

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

P/E-talen kan skilja sig från andra källor när de är baserade på SKAGENS egna estimat.



Foto: Ananda

Den thailändska bostadsutvecklaren Ananda Development är ett tydligt exempel på hur SKAGEN m² numera arbetar med högriskbolag. Dessa kan ge betydande bidrag till portföljen trots den återhållsamma vikten, där portföljförvaltarna under en uppgångsfas viktat ner för att sänka risken. Ananda är SKAGEN m²:s bästa bidragsgivare både sedan årsskiftet och under tredje kvartalet.

uppsving. Tillväxten kommer att gynna ett bolag som Oberoi som vänder sig till den snabbt växande skaran kapitalstarka medelklasskonsumenter. Bostadsmarknaden i Mumbai har haft en negativ utveckling de senaste tre åren, men nu kommer tecken på återhämtning. Den indiska fastighetsmarknaden var tillsammans med det politiskt oroliga Turkiet de sämsta fastighetsmarknaderna under tredje kvartalet.

Ytterligare ett nytt bolag är bostadsutvecklaren CSI Properties i Hongkong, som även äger hyresgenererande kommersiella fastigheter. Hongkong har de senaste åren haft en stark prisutveckling på fastigheter vilket har fått regeringen att för cirka ett år sedan införa diverse prisdämpande åtgärder. Förväntan om en prisnedgång medförde en nedvärdering av dessa bolag under slutet av föregående år och början av innevarande. Nedgången kom av sig, mycket beroende på en fortsatt låg ränta, och fastighetsbolagen återhämtade sig väl.

Ett undantag var CSI Properties som vi köpte på låga nivåer. Bolaget handlas fortsatt med betydande rabatt i skuggan av de stora aktörerna. I september fick osäkerheten om hur den kinesiska regeringen skulle hantera demokratidemonstrationerna i Hongkong de lokala marknaderna att falla. Detta är för övrigt vår enda exponering mot Hongkong. Under perioden sålde vi Ticon Property Fund på

goda nivåer även om aktien varit en relativ besvikelse. Vi sålde också den thailändska köpcenteraktören Siam Future för att minska landsexponeringen.

Nervös räntemarknad drog ner USA

Under tredje kvartalet föll den amerikanska fastighetsmarknaden mätt i lokal valuta. Under september föll marknaden efter spekulationer om kommande räntehöjningar i USA samtidigt som dollarn stärktes. Våra största innehav både i USA och i fonden levererade dock generellt sett bra i likhet med många andra så kallade blue chip-företag i fastighetssektorn.

Vi äger dessutom en del mindre bolag som är mer volatila och sammantaget underpresterade vår amerikanska portfölj i förhållande till index. Den amerikanska bostadsutvecklaren Hovnanian var en av de sämsta bidragsgivarna under perioden. Vi har valt att behålla vår lilla exponering trots ett år av sämre försäljningssiffror bland annat beroende på den stränga och långa vintern i år. Vi tror att bolaget kommer att gynnas långsiktigt av USA:s goda demografiska utveckling och det växande behovet av bostäder. Våra amerikanska aktier utgör cirka 30 procent av portföljen mot ca 50 procent av jämförelseindex.

Brasilien och Kina tyngde slutet av kvartalet. I Brasilien, som genomgår ekonomiska svårigheter samt stundande val,

äger vi köpcentrumbolaget General Shopping. Bolaget rapporterade under kvartalet bra siffror och en tydlig förbättring av verksamheten. En hög skuldsättning och stora investeringar i nya köpcentrum ger dock fortsatt ett negativt kassaflöde. Efter rapporten minskade rabatten till följd av en rad positiva rekommendationer, och vi tog då tillfället i akt och reducerade positionen till en procent. I tillägg har vi en god vinst på bolagets obligation som vi äger. I september föll den brasilianska fastighetsmarknaden tungt efter en god utveckling under våren och sommaren.

Den kinesiska fastighetsmarknaden fortsatte sin kräftgång på grund av osäkerheten om landets ekonomi i allmänhet, och tillståndet för de allt mer pressade bostadsutvecklarna i synnerhet. Diverse stimulansåtgärder riktas mot bostadsköpare, men dessa har varit avvaktande i väntan på ytterligare rabatter, och har ännu inte fått något stort genomslag. Många bolag kommer att få svårt att uppfylla volym- och prismål för 2014. Vi har valt att minska vårt innehav i bostadsutvecklaren Franshion Properties och ökat i Soho China som utvecklar och äger kommersiella fastigheter.

Under tredje kvartalet ökade SKAGEN m² med 3,7 procent och tappade något mot jämförelseindex som ökade med 4,5 procent.

Propagera för prisflexibilitet, herr Draghi!

Euroområdet är på väg mot deflation. Styrrentorna är rekordlåga, så för att förhindra att recessionen biter sig fast måste chefen för Europeiska centralbanken, Mario Draghi, övertyga européerna om behovet av prisflexibilitet. Vi måste bort från föreställningen att nominella löner inte kan, eller bör, sjunka. Om inte kommer euroområdet att duka under för bördan av outnyttjade resurser.

Önsketänkande

Enligt Mario Draghi har användningen av konventionell penningpolitik nått vägs ände. Således finns inga stämmningshöjande penningpolitiska medel tillgängliga om höststiltjen tilltar. Men löften om att hålla kvar styrräntorna på nuvarande låga nivå är inget substitut för tillfälliga aggressiva stimulansåtgärder. För paradoxalt nog är avtagande inflationstakt den förutsägbara långsiktiga effekten av en passiv politik med "lättförtjänta pengar". ECB hoppas nu att okonventionella insatser ska göra susen. Det är önsketänkande. ECB:s likviditet skulle visserligen öka och pressa ned penningmarknadsräntorna med några få punkter, men centralbanksinitierade lån och tillgångsköpsprogram har försumbara effekter när finansmarknaderna fungerar på rätt sätt. Det har framgått med all önskvärd tydlighet sedan Bank of Japan uppfann kvantitativa lättnader.

Går det då att höja inflationsmålet i syfte att krympa realräntorna? Problemet är inte målen utan den svåra balansgången. Vad talar för att ECB:s resultat skulle förbättras om målet höjs till låt säga fyra procent, när banken redan i dag siktar på två procent men landar på 0,3 procent? Men snackade man inte upp inflationen i Japan? Premiärminister Shinzo Abes ekonomiska politik lyckades inledningsvis med att höja inflationen men i dagsläget är den första pilen, ett finanspolitiskt stimulanspaket, mer tilltygad än en misshandlad iPhone 6 Plus. Vad beror det på? Paul Krugman menar att centralbankerna har ett trovärdighetsproblem, eftersom de motsäger

sig själva när de argumenterar för höjd inflation för att ta sig ur en likviditetsfälla: "Credible promise to be irresponsible". Men ansvarslösa människor ger inga trovärdiga löften. Dessutom kräver det slags oansvarighet som kan höja inflationen mer än en däre vid rodret för ECB. Hög inflation är ett finanspolitiskt fenomen – vägen till Weimar var kantad av en stor statsskuld – vilket fordrar en vildhjärna till kansler i Berlin och lättsinniga unga prinsar i andra huvudstäder. Aspiranter finns förvisso, men lyckligtvis har väljarkåren hittills hållit dem kort. För om de kom till makten skulle inflationen ändå inte räcka till för att låta realräntan följa jämviktsnivån. I stället skulle hög inflation få förödande konsekvenser för näringsverksamheten och ge oss en sorglig repris på stagflation.

Herkulesarbete

Men vad bör då Mario Draghi göra, när det knappt finns någon inflation? Han bör förbereda européerna på en släng av deflation. Deflation i sig är inte skadligt. Se bara på Japan. Sedan landets konsumentprisindex började falla 1998 har BNP-tillväxten per capita endast varit 0,3 procentenheter mindre än i Frankrike – en skillnad som försvinner när man justerar för divergerande arbetskraftstrender. Deflation är bara ett problem om inte alla priser kan falla fritt. Ekonomer brukar anta att lönenivåer är trögrörliga. I Japan ökade arbetslösheten från 3,5 procent 1997 till 5,4 procent 2002, men föll därefter tillbaka. Det berodde nog delvis på att lönerna inledningsvis inte anpassades i takt med priset. Mario Draghis herkulesarbete är därför att förklara vikten av att avreglera arbetsmarknaderna. Det är kombinationen av fackföreningsrörelse, minimilönslagstiftning och opium till de arbetslösa som gör att de nominella lönenivåerna är trögrörliga nedåt. Detta nominella prisgolv på arbete måste brytas upp om konsumentprisindex börjar sjunka. Om inte kommer arbetslösheten att stiga till nya höjder. Men riskerar inte

lönesänkningar att knuffa ner ekonomin i ett svart deflationshål? Somliga ekonomer varnar för löneflexibilitet på arbetsmarknaden på grund av sådana farhågor. Det är missriktat. Hyperinflation har varit vanligt förekommande, men man hittar inte "hyperdeflation" i ordboken. Vad beror det på? När priserna faller ökar realvärdet på statsskulden. Prisnivåns undre gräns nås när människor börjar behandla statsskuld som en het potatis. Deras gemensamma ansträngning för att bli av med skulden leder till att prisnivån klättrar tillbaka till sin långsiktiga trend. Om detta låter akademiskt, titta på hur USA lyfte sig ur *laissez-faire*-recessionen 1921–22.

Snickare utan verktyg

Inflationsförespråkaren Mario Draghi är på väg mot Tokyo. Han kanske inte har insett det ännu, men konsekvensen av hans egna ord är att han faktiskt tappat tyglarna som centralbankschef. Han är som en snickare utan verktyg, och inflationen om nätt och jämnt 0,3 procent lever sitt eget liv. Draghi borde tillbringa semestern med att samla argument så att han trovärdigt kan propagera för en generell prisflexibilitet. Det är möjligt att han lyckas övertyga en etablissemangspolitiker. En kraftig recession med lönestelhet blir plågsam och besvärlig – och överlever sannolikt euroområdet. Men om arbetsmarknadsreformer sätts in kanske Draghi upptäcker att det trots en släng av deflation finns fler platser mellan Nicosia och Helsingfors med goda förutsättningar för välbefinnande än man någonsin drömt om i ECB:s Frankfurtturn.



– Torgeir Høien
Portföljförvaltare SKAGEN Tellus

SKAGEN Tellus

AVKASTNING	KV 3/-14*	12 M.*
SKAGEN Tellus	2,48%	14,41%
J.P. Morgan GBI Broad Index Unhedged	4,29%	13,27%

* Per 30 september 2014.



Portföljförvaltare
Torgeir Høien och Jane Tvedt

Hipp, hipp, hurra för Tellus

SKAGEN Tellus fyllde åtta år den 30 september. Vi hoppas att de andelsägare som varit med hittills känner sig riktigt nöjda. Vi tror att fondens resultat talar sitt tydliga språk och att fler inser att SKAGEN som fondförvaltare även är skickliga på att investera i de internationella obligationsmarknaderna.

SKAGEN Tellus, som bara placerar i statsobligationer, siktar på att ge en meravkastning på 1,5 procentenheter i förhållande till jämförelseindexet. Under fondens åtta år har den årliga meravkastningen varit 1,6 procentenheter. Och det har vi klarat med mindre risk än marknaden i stort. Mätt som månatliga svängningar i fondkursen har risken varit 1,6 procentenheter lägre än i jämförelseindexet. Fonden har alltså gett en högre och jämnare avkastning än om man hade investerat pengarna direkt i marknaden.

Fonden tar valutarisker och absolutavkastningen beror på i vilken valuta man mäter. Det har vi varit tydliga med från första början. Men man ska också komma

ihåg att välutvecklade länders valutor i det långa loppet brukar hålla sina växlingsförhållanden någorlunda i schack. Den årliga avkastningen i SKAGEN Tellus har varit 5,9 procent. I euro räknat har den varit sex procent. När Norge övervägde att gå med i EU och det planerade eurosamarbetet sa den tidigare centralbankschefen Hermod Skånland att man antingen måste gå med eller bli riktigt bra på att omvandla euron och multiplicera med åtta. Hittills har det fungerat.

På kort sikt kan den norska kronan sticka iväg åt det ena eller andra hållet – mycket beroende på oljepriset – men om man håller sig till den rekommenderade placeringshorisonten tre år har kronutvecklingen haft relativt liten inverkan på andelsägarnas avkastning i norska kronor.

Utsikterna för fonden är goda de närmaste åren och så här långt i år har teckningarna i fonden varit bra. Så nu ska vi göra vårt yttersta för att skapa god riskjusterad avkastning åt våra fondsparare.

SKAGEN Krona

AVKASTNING	KV 3/-14*	12 M.*
SKAGEN Krona	0,26%	1,59%
OMRX-TBILL	0,10%	0,68%

* Per 30 september 2014.



Portföljförvaltare
Ola Sjöstrand och Elisabeth Gausel

Mot högre höjder

Årets tredje kvartal blev en sakta resa mot högre höjder, dock med undantag av ett hopp upp i början på juli. Det var då Riksbanken sänkte reporäntan ner till rekordlåga 0,25 procent. Kvartalets avkastning på 0,26 procent motsvarar en årsavkastning eller bankränta på cirka 1,05 procent.

Ute i stora världen har företag med sämre kreditrating, *high yield*, fått se sina riskpåslag öka under tredje kvartalet. Motsatt riktning med lägre riskpåslag kunde man observera för företag med bättre kreditrating (*investment grade*). Här hemma i Sverige har det varit mindre ändringar och än mindre för Kronas investeringar. Det beror på att Krona investerar i företag med låg risk och dessutom har mer än 80 procent av investeringarna förfall inom tolv månader. Vi har valt att öka andelen korta innehav i fonden eftersom vi inte funnit det prisvärt att ta mer risk genom att investera i längre obligationer. (I Kro-

nas investeringsvärld är allt längre än tolv månader klassificerat som långt.)

Av fondens investeringar är merparten alltså korta certifikat eller obligationer utgivna av företag utanför den finansiella sektorn. Cirka en tredjedel av fonden är dock i diverse nordiska banker där vi funnit några guldgrubbor. Den största positionen i fonden är Ikano Bank, där vi hållit upp mot maximala tio procent genom hela kvartalet. Här får vi bra betalt både för bankens längre och kortare papper utan att ta för stor risk.

Det ser inte ut som att Europa eller USA kommer att få högre korträntor inom den närmaste tiden och Riksbanken kommer därför också hålla fast vid sin låga ränta länge till. Vårt hopp står istället till att kreditrisken för företag omprisas så att det återigen blir värt risken att investera i längre obligationer. Tills det sker håller sig Krona till korta papper.

SKAGEN Credit SEK

AVKASTNING KV 3/-14* 12 M.*

SKAGEN Credit -0,07%

OMRX-TBILL 0,10%

* Per 30 september 2014.



Portföljförvaltare

Ola Sjöstrand och Tomas Nordbø Middelthon



Foto: Bloomberg

Indiska Bharti Airtels (bilden) företagsobligation är SKAGEN Credits femte största investering. Priset på våra företagsobligationer i vissa regioner, däribland Indien, ökade under kvartalet.

En tuff start

Sedan SKAGEN Credit lanserades har marknaden för företagsobligationer varit relativt turbulent.

SKAGEN Credit investerar i företagsobligationer över hela världen och utsätts på samma sätt som aktiefonder för marknadssvängningar. Vi lånar ut pengar till företagen i form av obligationslån, och du blir ägare till en del av företagets eget kapital när du köper aktier.

Vi brukar säga att sparande i SKAGEN Credit fungerar som ett mellanting mellan pengar på banken och aktieplaceringar. Som långgivare får vi ränta på obligationerna, medan du får ränta på dina pengar på banken.

I likhet med aktier bestäms värdet på obligationer dagligen av marknadsaktörer på börser runt om i världen. Värderingen baseras på den risk som är knuten till företagets förmåga att betala sina skulder, men också av generella marknadsutsikter såsom förväntad ekonomisk tillväxt och politisk risk i ett visst land.

Under SKAGEN Credits fyra månader har räntebetalningarna på obligationerna ätits upp av kursfall, så att det gått jämnt upp.

Rekommenderar tvåårshorisont

Som investerare i företagsobligationer måste man således räkna med kurssvängningar. Eftersom SKAGEN Credit är en väldiversifierad, internationell fond påverkas den av flera olika faktorer, en del positivt

och andra negativt. Framför allt bromsades utvecklingen av osäkerheten och konflikten mellan Ryssland och Ukraina, tvivlet på den amerikanska ekonomins kraft att hålla ångan uppe framöver, trögheten i Europa och farhågor för en lägre ekonomisk tillväxt globalt.

När den värsta oron lägger sig kommer dock obligationskurserna att vända upp och förlusterna efter hand tas igen. Perioder som den just upplevda inträffar med ojämna mellanrum, och därför rekommenderar vi andelsägarna i SKAGEN Credit att ha en investeringshorisont på minst två år för att få betalt för risken.

I slutändan är det företagets resultatutveckling och förmåga att betala sina skulder som avgör hur det går för våra placeringar. Och om marknaden undervärderar den här förmågan kan vi göra en "extra" vinst.

SKAGEN Credits portfölj består av företag i olika branscher och länder som uppvisar stabilt goda resultat över tiden. Men när finansmarknaderna är oroliga drabbas också våra företag genom höjd riskpremie och fallande obligationskurser.

Ökad politisk risk tyngde våra ryska investeringar under det tredje kvartalet, medan våra företagsobligationer i andra länder, som Indien och Sydeuropa, fick ett uppsving.

Avkastnings- och riskredovisning

Avkastning (Alla avkastningstal över 12 månader är genomsnittlig avkastning per år)

Per 30-09-2014	Hittills i år	Senaste året	Senaste 2 år	Senaste 3 år	Senaste 5 år	Senaste 10 år	Sedan start
SKAGEN Vekst*	12,6%	21,0%	15,9%	14,1%	6,4%	10,6%	14,5%
MSCI Nordic/MSCI AC ex. Nordic	15,0%	24,3%	16,9%	17,9%	12,0%	11,2%	9,7%
SKAGEN Global**	11,3%	20,2%	17,6%	16,9%	10,2%	11,5%	15,8%
MSCI World AC	16,6%	25,3%	20,2%	18,5%	10,7%	6,6%	4,0%
SKAGEN Kon-Tiki	6,9%	14,0%	9,3%	9,9%	6,4%	14,5%	15,4%
MSCI Emerging Markets	14,8%	16,9%	7,7%	9,0%	5,0%	10,6%	8,3%
SKAGEN m2	19,7%	18,1%					7,9%
MSCI All Country World Index Real Estate IMI	20,0%	19,5%					12,6%
SKAGEN Tellus***	14,80%	14,41%	8,32%	6,78%	4,81%		5,77%
J.P. Morgan GBI Broad Index Unhedged in EUR	14,06%	13,27%	2,69%	0,94%	1,95%		4,16%
SKAGEN Credit SEK	0,12%						0,12%
OMRX Treasury Bill Index	0,15%						0,15%
SKAGEN Krona	1,06%	1,59%	2,02%	2,64%	2,18%		2,59%
OMRX Treasury Bill Index	0,44%	0,68%	0,77%	0,95%	0,90%		1,52%

* Jämförelseindex före 1/1/2010 var OSEBX.

** Jämförelseindex före 1/1/2010 var MSCI World Index.

*** Jämförelseindex före 1/1/2013 var Barclay's Capital Global Treasury Index 3-5 years.

Risk- och prestationsmått

Per 30-09-2014	SKAGEN Vekst	SKAGEN Global	SKAGEN Kon-Tiki	SKAGEN Tellus
TRADITIONELLA RISK- OCH PRESTATIONSMÅTT SENASTE 5 ÅR				
Standardavvikelse fond	14,0%	11,3%	13,8%	6,6%
Standardavvikelse jämförelseindex	12,3%	8,4%	13,0%	9,3%
Sharpekvot för fond	0,38	0,78	0,38	0,58
Sharpekvot för index	0,85	1,10	0,31	0,11
Relativ volatilitet	5,6%	4,9%	4,8%	5,8%
IR	-0,93	-0,10	0,26	0,48
Korrelation	0,92	0,92	0,94	0,79
Alfa	-5,7%	-2,8%	1,3%	
Beta	1,05	1,23	0,99	
R2	84%	84%	87%	

VINST- OCH FÖRLUSTANALYS SENASTE FEM ÅR

Relativ vinst	95%	115%	107%	95%
Relativ förlust	131%	131%	100%	68%
Relativ vinst/relativ förlustkvot	0,73	0,88	1,07	1,39
Positiv indexavvikelse	5,5	6,7	7,0	9,1
Negativ indexavvikelse	10,6	6,8	5,4	6,2
Indexavvikelsekvot	0,52	0,98	1,29	1,48
Mängd positiv avvikelse	34%	49%	56%	60%
Mängd positiv avvikelse, uppgång	32%	59%	56%	36%
Mängd positiv avvikelse, nedgång	38%	36%	57%	90%
Konsistens	40%	48%	50%	60%
Konsistens, uppgång	35%	55%	53%	42%
Konsistens, nedgång	48%	35%	46%	88%

VALUE AT RISK 5 ÅR

Value at risk: observed, NAV	-7,4%	-4,5%	-6,6%	-3,1%
Value at risk: observed, benchmark	-5,1%	-2,9%	-6,8%	-4,7%
Relativ Value at Risk, observed	-2,9%	-2,5%	-2,5%	-3,3%

RISKMÅTT SEDAN START

Relativ vinst	95%	155%	121%	64%
Relativ förlust	77%	103%	99%	60%
Relativ vinst/relativ förlustkvot	1,23	1,50	1,21	1,05
Positiv indexavvikelse	14,07	18,72	12,19	13,62
Negativ indexavvikelse	9,80	8,29	5,84	14,71
Indexavvikelsekvot	1,44	2,26	2,09	0,93

ORDFÖRKLARING

Standardavvikelse är ett mått på variationen i den årliga avkastningen. Det är omkring 65 procent 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 merkavkastning. Informationskvoten används också som ett mått för riskjusterad avkastning där risken tolkas som faran för ojämn merkavkastning. Informationskvoten mäter därmed förvaltarens förmåga att skapa säker merkavkastning, medan relativ volatilitet mäter förmågan att skapa jämn merkavkastning.

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 merkavkastning 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 merkavkastning i förhållande till index.



SKAGEN VEKST

Den smala stigen till välstånd*

SKAGEN Vekst A investerar i undervärderade, underanalyserade och impopulära företag. Minst hälften av fondens tillgångar investeras i bolag noterade eller omsatta på den nordiska marknaden eller i bolag på de globala aktiemarknaderna. Målet är att uppnå högsta möjliga avkastning i förhållande till fondens investeringsmandat.

Risk



Morningstar **★★★★**

Mer om rating: www.skagenfonder.se/rating

Fondens startdatum 1 december 1993

Avkastning sedan start 1 586%

Genomsnittlig avkastning per år 14,52%

Förvaltningskapital 9 352 miljoner SEK

Antal fondsparare 74 184

Förvaltningsavgifter 1,0% per år + 10% av avkastningen över 6%. Fonderna har s.k. high-watermark. Mer på sidan 44.

Minsta teckningsbelopp Engångsteckning 500 SEK, sparavtal 500 SEK

Jämförelseindex MSCI Nordic/MSCI AC ex. Nordic

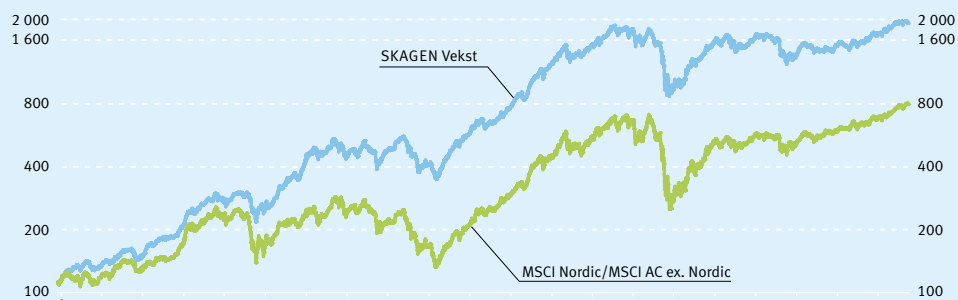
UCIT:s-fond Ja

PPM-nummer 120014

Bankgironummer 5359-1087

Portföljförvaltare Ole Sæberg, Geir Tjetland, Erik Bergöö, Alexander Stensrud

KURSHISTORIK SKAGEN VEKST



Värdepapper	Antal	Köpvärde NOK*	Marknadsvärde NOK*	Orealiserad vinst/förlust NOK*	Fördelning	Börs
ENERGI						
Solstad Offshore ASA	1 982 746	99 498	178 447	78 949	2,14%	Oslobörsen
DOF ASA	5 762 213	110 022	132 531	22 509	1,59%	Oslobörsen
Ganger Rolf ASA	1 213 817	124 262	125 630	1 368	1,51%	Oslobörsen
Bonheur ASA	1 192 594	88 117	122 241	34 124	1,47%	Oslobörsen
Statoil ASA	537 489	77 016	94 168	17 152	1,13%	Oslobörsen
Rec Silicon ASA	29 162 486	42 190	75 356	33 166	0,91%	Oslobörsen
GCL-Poly Energy Holdings Ltd	30 000 000	59 320	70 674	11 354	0,85%	Hong Kong
Siem Offshore Inc	8 036 317	68 365	49 423	-18 942	0,59%	Oslobörsen
Lundin Petroleum AB	301 000	35 402	32 558	-2 844	0,39%	Stockholm
Eidesvik Offshore ASA	1 027 641	38 194	29 699	-8 495	0,36%	Oslobörsen
Sevan Drilling ASA	13 252 171	83 460	28 360	-55 101	0,34%	Oslobörsen
REC Solar AS	311 524	6 230	25 296	19 065	0,30%	Oslobörsen
Summa mindre poster		68 319	19 980	-48 340	0,24%	
Summa Energi		900 396	984 363	83 966	11,83%	
RÅVAROR						
Norsk Hydro ASA	14 042 679	355 936	504 694	148 758	6,07%	Oslobörsen
OCI Co Ltd	39 000	33 003	30 796	-2 207	0,37%	Seoul
Summa mindre poster		43 238	20 424	-22 814	0,25%	
Summa Råvaror		432 176	555 913	123 737	6,68%	
KAPITALVAROR, SERVICE OCH TRANSPORT						
Norwegian Air Shuttle ASA	1 488 707	94 140	333 619	239 479	4,01%	Oslobörsen
Koninklijke Philips NV	1 518 075	304 812	310 576	5 764	3,73%	Amsterdam
Kongsberg Gruppen ASA	1 166 746	48 461	170 928	122 467	2,05%	Oslobörsen
Wilh. Wilhelmsen Holding ASA	900 275	64 294	157 548	93 254	1,89%	Oslobörsen
AirAsia Bhd	24 244 100	125 235	119 903	-5 333	1,44%	Kuala Lumpur
Stolt-Nielsen Ltd	781 341	96 892	97 277	385	1,17%	Oslobörsen
ABB Ltd	657 625	83 190	94 747	11 557	1,14%	Stockholm
LG Corp Pref	222 192	25 533	64 782	39 249	0,78%	Seoul
Avance Gas Holdings Ltd	401 974	43 913	59 090	15 177	0,71%	Oslobörsen
FLSmidth & Co A/S	170 000	54 249	52 241	-2 007	0,63%	Köpenhamn
Golar LNG Ltd	75 000	27 542	32 470	4 927	0,39%	NASDAQ
Odjell SE-A	1 219 521	54 595	32 439	-22 156	0,39%	Oslobörsen
Goodtech ASA	2 116 842	48 135	28 683	-19 452	0,34%	Oslobörsen
Summa mindre poster		78 964	41 921	-37 043	0,50%	
Summa Kapitalvaror, service och transport		1 149 956	1 596 225	446 269	19,19%	
INKOMSTBEROENDE KONSUMENTVAROR (DISCRETIONARY CONSUMABLES)						
Royal Caribbean Cruises Ltd	1 580 982	242 413	683 333	440 920	8,21%	New York
Continental AG	293 500	147 369	358 752	211 383	4,31%	Frankfurt
Kia Motors Corporation	800 000	240 727	260 945	20 218	3,14%	Seoul
Volvo AB	2 050 000	173 095	142 666	-30 429	1,71%	Stockholm
Toshiba Corp	3 300 000	83 962	98 247	14 286	1,18%	Tokyo
Hurtigruten ASA	21 130 567	75 985	78 817	2 832	0,95%	Oslobörsen
Nokian Renkaat OYJ	325 000	74 156	63 066	-11 091	0,76%	Helsingfors
Nippon Seiki Co Ltd	230 000	22 272	33 550	11 278	0,40%	Tokyo
Fjord Line AS	3 622 985	33 138	21 738	-11 400	0,26%	Onoterat
Toto Ltd	300 000	22 486	21 195	-1 291	0,25%	Tokyo
Summa mindre poster		13 262	13 245	-17	0,16%	
Summa Inkomstberoende konsumentvaror		1 128 865	1 775 555	646 689	21,34%	

Värdepapper	Antal	Köpvärde NOK*	Marknadsvärde NOK*	Orealiserad vinst/förlust NOK*	Fördelning	Börs
DEFENSIVA KONSUMENTVAROR						
Casino Guichard Perrachon SA	191 785	130 604	133 052	2 449	1,60%	Paris
Carlsberg AS-B	182 852	111 490	104 437	-7 054	1,26%	Köpenhamn
Royal Unibrew A/S	95 000	29 419	101 588	72 169	1,22%	Köpenhamn
Sodastream International Ltd	315 000	75 696	59 806	-15 891	0,72%	NASDAQ
Oriflame Cosmetics SA-SDR	462 367	68 397	51 246	-17 151	0,62%	Stockholm
Yazicilar Holding AS	689 169	23 544	40 030	16 485	0,48%	Istanbul
Summa mindre poster		18 929	144	-18 785	0,00%	
Summa Defensiva konsumentvaror		458 079	490 302	32 223	5,89%	

LÄKEMEDEL						
Teva Pharmaceutical-Sp ADR	1 400 000	370 318	485 417	115 100	5,83%	NASDAQ
Novo Nordisk A/S-B	290 250	62 218	89 099	26 882	1,07%	Köpenhamn
Medi-Stim ASA	1 465 625	18 313	35 028	16 715	0,42%	Oslobörsen
Summa mindre poster		43 235	12 604	-30 631	0,15%	
Summa Läkemedel		494 084	622 150	128 066	7,48%	

BANK OCH FINANS						
Danske Bank A/S	1 500 000	153 995	261 511	107 517	3,14%	Köpenhamn
Sberbank of Russia Pref	14 520 000	210 153	135 698	-74 455	1,63%	Moskva
Korean Reinsurance Co	1 466 760	50 035	100 675	50 641	1,21%	Seoul
Tribona AB	2 803 335	92 589	91 442	-1 147	1,10%	Stockholm
Norwegian Finans Holding ASA	3 905 184	7 657	74 198	66 541	0,89%	Onoterat
Hitecvision AS	793 668	7 193	62 700	55 506	0,75%	Onoterat
Sparebanken Øst	1 124 204	19 925	56 098	36 172	0,67%	Oslobörsen
Raiffeisen Bank International AG	275 577	65 960	38 576	-27 384	0,46%	Wien
SBI Holdings Inc	400 000	33 171	28 776	-4 395	0,35%	Tokyo
Summa mindre poster		4 046	934	-3 111	0,01%	
Summa Bank och finans		644 723	850 609	205 886	10,22%	

INFORMATIONSTEKNOLOGI						
Samsung Electronics Co Ltd Pref	99 660	589 917	543 604	-46 313	6,53%	Seoul
SAP SE	440 000	176 334	203 146	26 812	2,44%	Frankfurt
Q-Free ASA	3 182 604	44 688	40 578	-4 109	0,49%	Oslobörsen
PSI Group ASA	3 796 612	43 431	22 932	-20 499	0,28%	Oslobörsen
Summa mindre poster		43 357	41 249	-2 108	0,50%	
Summa Informationsteknologi		897 726	851 508	-46 218	10,24%	

TELEKOM						
TeliaSonera AB	5 500 000	247 957	243 002	-4 954	2,92%	Stockholm
Kinnevik Investment AB-B	463 583	103 529	106 964	3 434	1,29%	Stockholm
Summa Telekom		351 486	349 966	-1 520	4,21%	

Summa värdepappersportfölj*	6 457 493	8 076 591	1 619 098	97,08%		
Disponibel likviditet			242 754	2,92%		
Summa andelskapital		8 319 345		100,00%		
Kurs per 30-09-2014	1 718,0542					

* Siffrorna i 1 000 NOK.

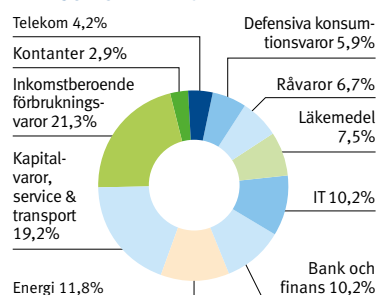


SKAGEN VEKST

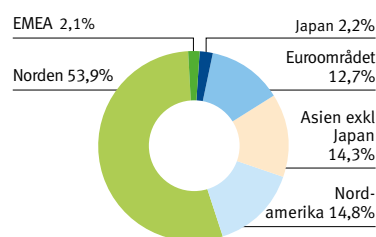
Den smala stigen till välstånd*

* Cyklister i havstokken, 1894. Av Einar Hein, en av Skagenmålarna. Bilden tillhör Skagens Museum (beskuren).

BRANSCHFÖRDELNING



GEOGRAFISK FÖRDELNING



DE 10 STÖRSTA INNEHAVEN

Royal Caribbean Cruises Ltd	8,21
Samsung Electronics Co Ltd	6,53
Norsk Hydro ASA	6,07
Teva Pharmaceutical Industries	5,83
Continental AG	4,31
Norwegian Air Shuttle ASA	4,01
Koninklijke Philips NV	3,73
Danske Bank A/S	3,14
Kia Motors Corp	3,14
TeliaSonera AB	2,92
TOTALT 10 STÖRSTA INNEHAV (%)	47,91



SKAGEN GLOBAL

En värld full av möjligheter*

Aktiefonden SKAGEN Global A investerar i undervärderade, underanalyserade och impopulära aktier i olika branscher och länder över hela världen. Målet är att uppnå högsta möjliga avkastning för den risk kunden tar.



Morningstar



Lipper Europe 2014
Bästa fond 10 år, Equity Global



Årets Stjärnförvaltare
DJ/Morningstar -02, -04, -05, -06, -07, -09



Årets Fond
Privata Affärer -04, -05, -06, -09



Mer om rating: www.skagenfonder.se/rating

Fondens startdatum 7 augusti 1997

Avkastning sedan start 1 138%

Genomsnittlig avkastning per år 15,80%

Förvaltningskapital 48 747 miljoner SEK

Antal fondsparare 86 860

Förvaltningsavgifter 1,0% per år + 10% av avkastningen utöver referensindex

Minsta teckningsbelopp Engångsteckning 500 SEK, sparavtal 500 SEK

Jämförelseindex MSCI All Country World Index

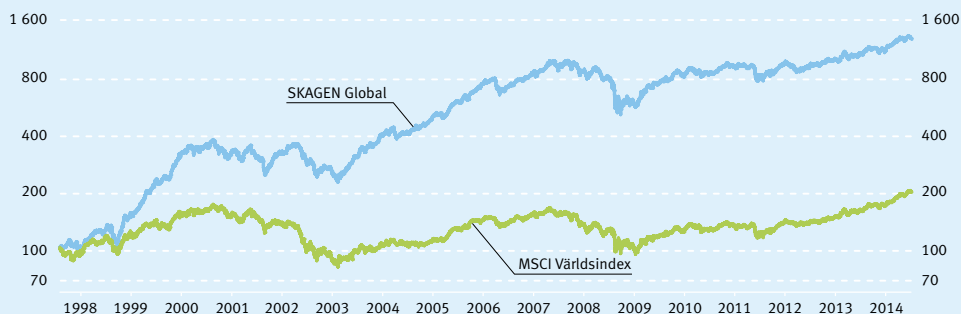
UCIT:s-fond Ja

PPM-nummer 984187

Bankgironummer 5359-1145

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

KURSHISTORIK SKAGEN GLOBAL



Värdepapper	Antal	Köpvärde NOK*	Marknadsvärde NOK*	Orealiserad vinst/förlust NOK*	Fördelning	Börs
ENERGI						
Gazprom Oao ADR	19 257 618	1 265 425	870 736	-394 688	1,89%	London Int
Baker Hughes Inc	1 936 624	504 834	825 397	320 563	1,79%	New York
Weatherford Intl Ltd	5 075 556	416 419	692 062	275 643	1,50%	New York
OMV AG	2 062 595	447 096	444 809	-2 288	0,96%	Wien
Technip SA	792 594	472 276	428 137	-44 139	0,93%	Paris
Surgutneftegas OAO Pref	85 936 900	326 692	328 594	55 902	0,83%	Moskva
Kazmunaigas Exploration GDR	3 088 318	380 506	347 113	-33 393	0,75%	London Int
Afren Plc	27 880 508	299 125	296 516	-2 609	0,64%	London
Petroleo Brasileiro Pref ADR	2 541 548	383 577	243 055	-140 522	0,53%	New York
BP Plc	4 370 384	218 026	206 065	-11 961	0,45%	London
BP Plc ADR	625 673	182 516	177 113	-5 403	0,38%	New York
Summa mindre poster		422 806	401 538	-21 267	0,87%	
Summa Energi		5 319 297	5 315 136	-4 162	11,52%	
RÅVAROR						
Akzo Nobel NV	1 888 049	576 472	829 037	252 565	1,80%	Amsterdam
Norsk Hydro ASA	19 810 878	535 467	712 003	176 536	1,54%	Oslobörsen
Koninklijke DSM NV	1 309 536	535 980	518 978	-17 002	1,13%	Amsterdam
Heidelbergcement AG	1 131 185	359 962	478 899	118 936	1,04%	Frankfurt
Ternium SA ADR	2 543 889	380 195	398 984	18 788	0,86%	New York
OCI Co Ltd	438 528	416 480	346 473	-70 007	0,75%	Seoul
Mayr-Melnhof Karton AG	383 450	177 617	262 465	84 848	0,57%	Wien
Lundin Mining Corp	5 606 089	151 431	176 856	25 426	0,38%	Toronto
Lundin Mining Corp SDR	5 540 346	145 036	175 738	30 702	0,38%	Stockholm
UPM-Kymmene Oyj	1 796 493	119 102	164 966	45 864	0,36%	Helsingfors
Summa mindre poster		17 178	16 474	-704	0,04%	
Summa Råvaror		3 414 920	4 080 872	665 952	8,85%	
KAPITALVAROR, SERVICE OCH TRANSPORT						
LG Corp	2 450 793	686 437	1 143 922	457 485	2,48%	Seoul
Tyco International Ltd	2 775 661	299 062	792 409	493 347	1,72%	New York
Koninklijke Philips NV	2 511 400	454 500	515 112	60 612	1,12%	Amsterdam
Bunge Ltd	899 297	315 729	486 960	171 231	1,06%	New York
Siemens AG	482 469	274 741	369 340	94 599	0,80%	Frankfurt
Stolt-Nielsen Ltd	2 865 551	463 181	356 761	-106 420	0,77%	Oslobörsen
Mosaic Co/The	1 153 678	353 959	328 987	-24 971	0,71%	New York
BW LPG Ltd	3 247 152	153 300	263 831	110 531	0,57%	Oslobörsen
Prosegur Cia de Seguridad Sa	6 506 714	211 175	260 214	49 040	0,56%	Madrid
China Communications Services Corp Ltd	76 087 294	274 371	227 211	-47 159	0,49%	Hong Kong
Autoliv Inc	290 814	99 564	172 863	73 299	0,37%	New York
Metso Oyj	749 260	118 856	171 458	52 603	0,37%	Helsingfors
Avance Gas Holdings Ltd	832 478	95 385	122 374	26 989	0,27%	Oslobörsen
Summa mindre poster		584 255	462 018	-122 237	1,00%	
Summa Kapitalvaror, service och transport		4 384 514	5 673 462	1 288 948	12,30%	
INKOMSTBEROENDE KONSUMENTVAROR (DISCRETIONARY CONSUMABLES) FORTS. NÄSTA SIDA						
Renault SA	1 861 779	487 037	864 169	377 132	1,87%	Paris
Gap Inc/The	2 701 105	660 377	724 632	64 255	1,57%	New York
General Motors Co	3 493 080	496 224	718 022	221 798	1,56%	New York
Toyota Industries Corp	1 788 277	319 173	555 204	236 031	1,20%	Tokyo
Comcast Corp	1 458 601	153 924	504 999	351 075	1,09%	NASDAQ
Volvo AB	6 836 784	531 009	477 311	-53 697	1,03%	Stockholm
Yamaha Motor Co Ltd	3 355 311	283 582	421 601	138 020	0,91%	Tokyo
Hyundai Motor Co Pref (2pb)	552 537	155 829	402 969	247 139	0,87%	Seoul
Tata Motors Ltd-A- DVR	8 226 456	111 027	295 270	184 243	0,64%	Bombay
LG Electronics Inc Pref	1 090 448	278 239	235 267	-42 972	0,51%	Seoul
Gafisa Sa	22 041 494	196 541	160 086	-36 455	0,35%	Sao Paulo
Dixons Carphone Plc	3 729 216	33 780	142 291	108 511	0,31%	London
CTC Media Inc	3 258 669	161 993	139 597	-22 396	0,30%	NASDAQ
Global Mediacom Tbk PT	118 938 215	124 130	122 029	-2 101	0,26%	Jakarta
Summa mindre poster		84 337	122 129	37 792	0,26%	
Summa Inkomstberoende kapitalvaror		4 077 203	5 885 577	1 808 374	12,76%	

Värdepapper	Antal	Köpvärde NOK*	Marknadsvärde NOK*	Orealiserad vinst/förlust NOK*	Fördelning	Börs
DEFENSIVA KONSUMENTVAROR						
Unilever NV-Cva	983 145	176 321	251 577	75 256	0,55%	Amsterdam
Yazilcar Holding AS	3 928 265	95 143	227 937	132 795	0,49%	Istanbul
Royal Unibrew A/S	187 221	47 481	200 129	152 648	0,43%	Köpenhamn
United Intl Enterprises	134 792	24 216	167 439	143 223	0,36%	Köpenhamn
Chiquita Brands International Inc	1 488 414	108 277	137 274	28 997	0,30%	New York
Summa mindre poster		25 383	30 727	5 344	0,07%	
Summa Defensiva konsumentvaror		476 821	1 015 084	538 263	2,20%	
LÄKEMEDEL						
Teva Pharmaceutical-Sp ADR	2 974 074	645 076	1 035 100	390 024	2,24%	NASDAQ
Roche Holding AG-Genusschein	464 283	411 220	881 851	470 631	1,91%	Zürich
Sanofi	582 614	347 732	424 121	76 389	0,92%	Paris
Rhoen-Klinikum AG	2 055 663	231 909	400 375	168 465	0,87%	Frankfurt
Varian Medical Systems Inc	397 935	195 622	206 660	11 039	0,45%	New York
Summa Läkemedel		1 831 559	2 948 107	1 116 548	6,39%	
BANK OCH FINANS						
Citigroup Inc	8 597 367	1 968 692	2 885 115	916 423	6,25%	New York
American International Group Inc	4 682 051	1 079 957	1 638 267	558 310	3,55%	New York
Nordea Bank AB	13 236 133	929 847	1 102 064	172 217	2,39%	Stockholm
NN Group NV	2 795 661	494 945	521 143	26 198	1,13%	Amsterdam
Cheung Kong Holdings Ltd	4 587 798	367 340	485 384	118 044	1,05%	Hong Kong
Goldman Sachs Group Inc	374 386	272 751	443 083	170 333	0,96%	New York
Storebrand ASA	10 835 958	383 009	387 494	4 485	0,84%	Oslobörsen
Banco Do Estado Rio Grande Do Sul SA Pref	9 980 716	234 211	366 896	132 685	0,80%	Sao Paulo
EFG-Hermes Holding SAE	19 484 469	239 498	325 240	85 742	0,71%	Kairo
Industrial Bank of Korea	3 151 655	234 928	305 512	70 583	0,66%	Seoul
State Bank of India	1 198 198	234 433	304 785	70 352	0,66%	Indien
RSA Insurance Group Plc	5 280 921	230 281	266 242	35 962	0,58%	London
Haci Omer Sabanci Holding AS	9 610 939	213 219	259 345	46 126	0,56%	Istanbul
Sparebank 1 SR-Bank ASA	3 820 039	114 252	233 022	118 770	0,51%	Oslobörsen
TAG Immobilien AG	2 492 482	144 744	180 978	36 234	0,39%	Frankfurt
Talanx AG	779 319	108 233	166 136	57 903	0,36%	Frankfurt
Irsa Sa ADR	1 839 371	152 910	163 618	10 708	0,35%	New York
Sberbank of Russia Pref	17 251 109	207 658	161 735	-45 923	0,35%	Moskva
Japan Securities Finance Co	4 192 475	239 849	157 424	-82 426	0,34%	Tokyo
State Bank of India GDR	296 738	108 798	150 561	41 762	0,33%	Indien
Summa mindre poster		424 015	411 582	-12 434	0,89%	
Summa Bank och finans		8 383 571	10 915 625	2 532 054	23,66%	
INFORMATIONSTEKNOLOGI						
Samsung Electronics Co Ltd Pref	503 892	1 220 474	2 750 061	1 529 587	5,96%	Seoul
Microsoft Corp	3 494 146	555 636	1 040 389	484 753	2,26%	NASDAQ
Lenovo Group Ltd	47 662 000	354 172	455 765	101 593	0,99%	Hong Kong
Samsung Electronics Co Ltd Pref GDR	118 762	120 020	326 004	205 984	0,71%	London Int
Google Inc CLASS C	60 125	105 140	223 486	118 346	0,48%	NASDAQ
Google Inc CLASS A	53 735	93 966	203 606	109 640	0,44%	NASDAQ
Summa Informationsteknologi		2 449 409	4 999 311	2 549 903	10,84%	
TELEKOM						
Vimpelcom Ltd-Spon ADR	12 189 199	893 295	561 314	-331 981	1,22%	New York
China Unicom Hong Kong Ltd	53 443 796	467 163	512 821	45 658	1,11%	Hong Kong
First Pacific Co Ltd	45 234 923	285 825	302 714	16 889	0,66%	Hong Kong
China Unicom Hong Kong Ltd ADR	2 044 203	188 499	197 134	8 635	0,43%	New York
Global Telecom Holding	38 328 039	100 420	173 203	72 782	0,38%	Kairo
Indosat Tbk PT	65 928 725	227 989	132 328	-95 661	0,29%	Indonesien
Kinnevik Investment AB-B	568 011	29 692	131 512	101 819	0,29%	Stockholm
Summa mindre poster		271 900	160 456	-111 444	0,35%	
Summa Telekom		2 464 783	2 171 481	-293 302	4,71%	
NYTTOTJÄNSTER						
Centrais Eletricas Brasileiras SA Pref	7 369 985	455 723	194 594	-261 129	0,42%	Sao Paulo
Summa mindre poster		217 184	45 886	-171 298	0,10%	
Summa Nyttotjänster		672 907	240 480	-432 427	0,52%	
Summa värdepappersportfölj*		33 474 985	43 245 135	9 770 150	93,75%	
Disponibel likviditet			2 884 256		6,25%	
Summa andelskapital			46 129 391		100,00%	
Kurs per 30-09-2014		1 159,4158				

* Siffrorna i 1 000 NOK.

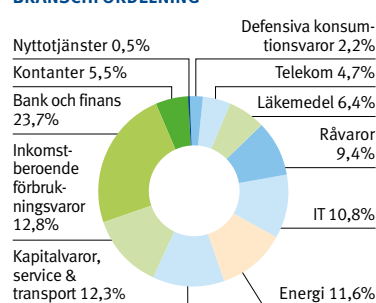


SKAGEN GLOBAL

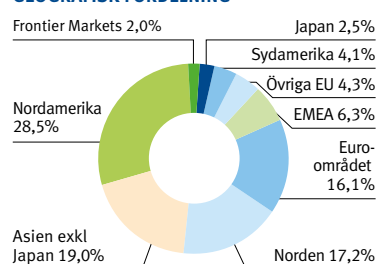
En värld full av möjligheter*

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

BRANSCHFÖRDELNING



GEOGRAFISK FÖRDELNING



DE 10 STÖRSTA INNEHAVEN

Samsung Electronics Co Ltd	6,67
Citigroup Inc	6,25
American International Group I	3,55
LG Corp	2,49
Nordea Bank AB	2,39
Microsoft Corp	2,26
Teva Pharmaceutical Industries	2,24
Roche Holding AG	1,91
Gazprom OAO	1,89
Renault SA	1,87
TOTALT 10 STÖRSTA INNEHAV (%)	31,53



SKAGEN KON-TIKI

Visar kursen mot nya vatten*

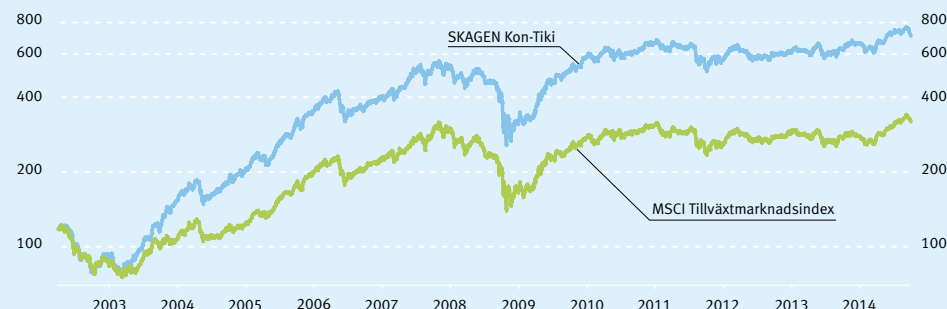
Aktiefonden SKAGEN Kon-Tiki A investerar i undervärderade, underanalyserade och impopulära aktier i olika branscher och länder över hela världen. Minst hälften av kapitalet placeras i tillväxtmarknader. För att uppnå en sund jämvikt mellan branscher kan resterande tillgångar placeras på marknader som omfattas av Morgan Stanley's världindex.

Risk



Morningstar	★★★★
Lipper Europe 2014, Bästa fond 10 år, Equity Emerging Markets	
Årets Fond Privata Affärer -05	
Mer om rating: www.skagenfonder.se/rating	
Fondens startdatum	5 april 2002
Avkastning sedan start	496%
Genomsnittlig avkastning per år	15,37%
Förvaltningskapital	50 212 miljoner SEK
Antal fondsparare	72 490
Förvaltningsavgifter	2% per år +/- rörlig förvaltningsavgift
Minsta teckningsbelopp	Engångsteckning 500 SEK, sparavtal 500 SEK
Jämförelseindex	MSCI EM
UCIT:s-fond	Ja
PPM-nummer	501981
Bankgironummer	5827-6320
Portföljförvaltare	J. Kristoffer Stensrud, Knut Harald Nilsson, Cathrine Gether, Erik Landgraaf, Hilde Jenssen

KURSHISTORIK SKAGEN KON-TIKI



Värdepapper	Antal	Köpvärde NOK*	Marknadsvärde NOK*	Orealiserad vinst/förlust NOK*	Fördelning	Börs
ENERGI						
Tullow Oil Plc	8 461 624	793 317	568 066	-225 251	1,08%	London
GCL-Poly Energy Holdings Ltd	213 713 000	350 278	503 833	153 555	0,96%	Hong Kong
Gazprom Oao ADR	9 459 603	633 992	427 717	-206 275	0,81%	London Int
Afren Plc	28 782 928	356 400	306 114	-50 287	0,58%	London
Archer Ltd	25 327 048	405 547	228 450	-177 097	0,43%	Oslobörsen
Rec Silicon ASA	83 201 594	133 426	214 993	81 566	0,41%	Oslobörsen
Deep Sea Supply Plc	17 250 931	170 959	151 291	-19 669	0,29%	Oslobörsen
Summa mindre poster		129 927	187 915	57 988	0,36%	
Summa Energi		2 973 846	2 588 377	-385 469	4,91%	
RÅVAROR						
Vale Sa Spons pref ADR	14 722 805	1 442 210	898 309	-543 901	1,70%	New York
UPL Ltd	10 294 488	191 091	364 091	173 000	0,69%	Indien
OCI Co Ltd	400 000	349 387	316 033	-33 354	0,60%	Seoul
Hindalco Industries Ltd	18 981 352	316 239	309 454	-6 784	0,59%	Indien
LG Chem Ltd Pref	259 179	178 915	258 328	79 414	0,49%	Seoul
Exxaro Resources Ltd	3 169 011	404 810	231 138	-173 671	0,44%	Johannesburg
Asia Cement China Holdings	48 607 500	178 677	191 793	13 115	0,36%	Hong Kong
Summa mindre poster		417 257	157 801	-259 455	0,30%	
Summa Råvaror		3 478 585	2 726 947	-751 637	5,17%	
KAPITALVAROR, SERVICE OCH TRANSPORT						
AP Moeller - Maersk A/S	100 000	805 315	1 525 510	720 195	2,89%	Köpenhamn
ABB Ltd	8 530 512	808 037	1 229 101	421 064	2,33%	Stockholm
Golar LNG Ltd	1 290 000	469 487	560 574	91 087	1,06%	NASDAQ
AirAsia Bhd	108 152 800	413 212	535 651	122 440	1,02%	Kuala Lumpur
CNH Industrial NV	9 338 348	567 834	472 015	-95 819	0,89%	New York
Bidvest Group Ltd	2 878 881	335 297	467 671	132 373	0,89%	Johannesburg
Frontline 2012 Ltd	12 005 000	315 941	462 193	146 252	0,88%	Onoterat
Empresas ICA S.A.B	32 729 853	448 729	363 083	-85 646	0,69%	Mexiko
OCI NV	1 825 927	455 606	362 369	-93 237	0,69%	Amsterdam
Enka Insaat Ve Sanayi AS	20 782 815	217 528	304 407	86 879	0,58%	Istanbul
Hitachi Ltd	5 695 000	253 599	279 396	25 797	0,53%	Tokyo
Aveng Ltd	21 017 094	617 358	265 443	-351 915	0,50%	Johannesburg
Harbin Electric Company Ltd	68 000 000	614 366	262 686	-351 681	0,50%	Hong Kong
Norwegian Air Shuttle ASA	1 085 248	90 177	243 204	153 027	0,46%	Oslobörsen
LG Corp Pref	808 430	118 266	235 837	117 571	0,45%	Seoul
Yingli Green Energy Holding Co Ltd ADR	9 660 539	213 542	199 477	-14 065	0,38%	New York
Nippon Yusen KK	11 728 000	231 788	198 547	-33 241	0,38%	Tokyo
Golden Ocean Group Ltd	22 086 808	96 408	169 295	72 887	0,32%	Oslobörsen
Kerry Logistics Network Ltd	16 775 000	168 906	167 903	-1 003	0,32%	Hong Kong
Avance Gas Holdings Ltd	1 056 386	111 292	155 289	43 997	0,29%	Oslobörsen
Summa mindre poster		5 770	5 871	101	0,01%	
Summa Kapitalvaror, service och transport		7 358 460	8 465 522	1 107 062	16,05%	
INKOMSTBEROENDE KONSUMENTVAROR (DISCRETIONARY CONSUMABLES)						
Hyundai Motor Co Pref (2pb)	2 631 943	420 219	1 919 492	1 499 273	3,64%	Seoul
Hyundai Motor Co Pref (1p)	2 407 251	386 672	1 726 362	1 339 690	3,27%	Seoul
Great Wall Motor Co Ltd	67 765 000	122 922	1 690 065	1 567 142	3,20%	Hong Kong
Mahindra & Mahindra Ltd GDR	8 248 827	192 182	1 175 074	982 892	2,23%	London Int
Naspers Ltd	1 139 544	333 530	806 407	472 878	1,53%	Johannesburg
LG Electronics Inc Pref	3 050 000	823 954	658 047	-165 908	1,25%	Seoul
Royal Caribbean Cruises Ltd	1 432 100	257 591	619 565	361 974	1,17%	New York
Mahindra & Mahindra Ltd	3 623 003	292 672	512 773	220 101	0,97%	Indien
Apollo Tyres Ltd	20 406 475	158 544	432 442	273 897	0,82%	Indien
DRB-Hicom Bhd	88 408 800	365 449	394 597	29 148	0,75%	Kuala Lumpur
Hengdeli Holdings Ltd	162 572 800	256 632	166 755	-89 876	0,32%	Hong Kong
MRV Engenharia	7 940 800	169 282	161 569	-7 713	0,31%	Sao Paulo
Summa mindre poster		148 746	171 781	23 035	0,33%	
Summa Inkomstberoende kapitalvaror		3 928 395	10 434 929	6 506 534	19,78%	

Värdepapper	Antal	Köpvärde NOK*	Marknadsvärde NOK*	Orealiserad vinst/förlust NOK*	Fördelning	Börs
DEFENSIVA KONSUMENTVAROR						
Heineken NV	2 811 758	935 935	1 348 678	412 743	2,56%	Amsterdam
Cosan Ltd	12 991 033	786 886	899 443	112 557	1,71%	New York
Casino Guichard Perrachon SA	1 223 074	967 748	847 788	-119 960	1,61%	Paris
Distribuidora Internacional de Alimentacion SA	13 749 488	493 111	631 954	138 844	1,20%	Madrid
X 5 Retail Group NV GDR	4 990 306	506 266	591 337	85 071	1,12%	London Int
Marfrig Global Foods SA	32 957 200	518 291	572 923	54 632	1,09%	Sao Paulo
Yazicilar Holding AS	8 837 139	222 040	512 774	290 734	0,97%	Istanbul
Familymart Co Ltd	1 776 500	491 161	435 515	-55 646	0,83%	Tokyo
Kulim Malaysia BHD	50 827 600	160 451	323 375	162 924	0,61%	Kuala Lumpur
Massmart Holdings Ltd	4 189 594	319 449	292 313	-27 136	0,55%	Johannesburg
PZ Cussons Plc	7 625 746	127 931	288 344	160 413	0,55%	London
Royal Unibrew A/S	256 163	42 998	273 825	230 826	0,52%	Köpenhamn
Cia Cervecerias Unidas SA ADR	1 538 270	280 090	215 190	-64 900	0,41%	New York
Tata Global Beverages Ltd	12 304 260	167 952	203 925	35 972	0,39%	Indien
Podravka Prehrambena Ind DD	406 584	111 935	146 809	34 874	0,28%	Zagreb
Summa mindre poster		240 217	302 622	62 405	0,57%	
Summa Defensiva konsumentvaror		6 372 461	7 886 815	1 514 354	14,95%	

LÄKEMEDEL						
Richter Gedeon Nyrt	9 771 722	1 060 981	982 900	-78 080	1,86%	Budapest
China Shineway Pharmaceutical	36 934 000	280 298	402 062	121 764	0,76%	Hong Kong
Ranbaxy Laboratories Ltd	3 998 608	188 090	266 040	77 951	0,50%	Indien
Summa mindre poster		290 517	307 970	17 452	0,58%	
Summa Läkemedel		1 819 885	1 958 972	139 087	3,71%	

BANK OCH FINANS						
State Bank of India	5 999 991	1 363 394	1 526 215	162 822	2,89%	Indien
Haci Omer Sabanci Holding AS	47 509 436	962 243	1 282 013	319 770	2,43%	Istanbul
Banco Do Estado Rio Grande Do Sul SA Pref	20 354 500	482 469	748 240	265 771	1,42%	Sao Paulo
Haitong Securities Co Ltd	59 435 600	492 612	588 998	96 386	1,12%	Hong Kong
Raiffeisen Bank International AG	4 062 472	797 113	571 923	-225 190	1,08%	Wien
SBI Holdings Inc	7 759 600	603 587	558 187	-45 400	1,06%	Tokyo
Moscow Exchange MICEX-RTS OAO	54 263 060	578 348	512 172	-66 176	0,97%	Moskva
JSE Ltd	6 464 519	249 899	361 895	111 995	0,69%	Johannesburg
Korean Reinsurance Co	4 860 366	182 225	333 792	151 567	0,63%	Seoul
Kiwoom Securities Co Ltd	1 043 205	190 648	324 615	133 967	0,62%	Seoul
Kiatnakin Bank Plc	37 429 463	334 353	313 116	-21 237	0,59%	Bangkok
EFG-Hermes Holding SAE	17 939 257	353 507	299 447	-54 060	0,57%	Kairo
VTB Bank Ojsc GDR	15 522 312	462 834	198 490	-264 344	0,38%	London Int
Ghana Commercial Bank Ltd	18 001 604	88 821	180 794	91 973	0,34%	Ghana
Dragon Capital - Vietnam Enterprise Investments Ltd	9 000 000	111 229	171 676	60 447	0,33%	Dublin
Diamond Bank Plc	678 971 941	145 604	167 147	21 543	0,32%	Lagos
VTB Bank Ojsc	21 701 144 197	165 582	138 116	-27 466	0,26%	Moskva
Value Partners Group Ltd	28 597 000	109 613	134 126	24 514	0,25%	Hong Kong
Summa mindre poster		239 204	275 964	36 760	0,52%	
Summa Bank och finans		7 913 285	8 686 928	773 643	16,47%	

INFORMATIONSTEKNOLOGI						
Samsung Electronics Co Ltd Pref	424 937	1 049 840	2 319 153	1 269 313	4,40%	Seoul
Samsung Electronics Co Ltd Pref GDR	399 732	393 328	1 097 273	703 946	2,08%	London Int
Lenovo Group Ltd	100 868 000	578 685	964 543	385 858	1,83%	Hong Kong
Tech Mahindra Ltd	2 529 440	408 241	654 988	246 747	1,24%	Indien
Summa mindre poster		110 340	125 958	15 618	0,24%	
Summa Informationsteknologi		2 540 434	5 161 916	2 621 482	9,79%	

TELEKOM						
Bharti Airtel Ltd	44 368 848	1 691 575	1 869 862	178 287	3,55%	Indien
Kinnevik Investment AB-B	2 624 324	458 112	607 610	149 498	1,15%	Stockholm
Indosat Tbk PT	206 683 750	557 401	414 843	-142 558	0,79%	Indonesien
Sistema Jscf GDR	4 319 499	344 836	191 423	-153 413	0,36%	London Int
Sistema Jscf	71 610 460	487 565	150 777	-336 788	0,29%	Moskva
Summa Telekom		3 539 488	3 234 514	-304 974	6,13%	

Summa värdepappersportfölj*		39 924 840	51 144 921	11 220 082	96,97%	
Disponibel likviditet			1 600 130		3,03%	
Summa andelskapital			52 745 052		100,00%	
Kurs per 30-09-2014		631,2901				

* Siffrorna i 1 000 NOK.

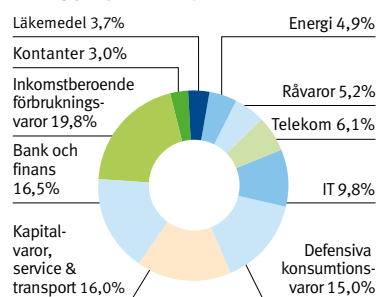


SKAGEN KON-TIKI

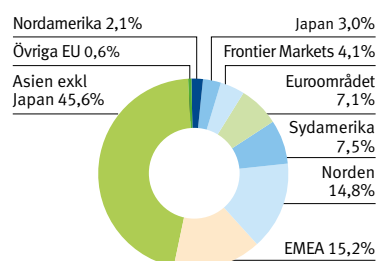
Visar kursen mot nya vatten*

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

BRANSCHFÖRDELNING



GEOGRAFISK FÖRDELNING



DE 10 STÖRSTA INNEHAVEN

Hyundai Motor Co	6,91
Samsung Electronics Co Ltd	6,48
Bharti Airtel Ltd	3,55
Great Wall Motor Co Ltd	3,20
Mahindra & Mahindra Ltd	3,20
State Bank of India	2,89
AP Moeller - Maersk A/S	2,89
Heineken NV	2,56
Haci Omer Sabanci Holding AS	2,43
ABB Ltd	2,33
TOTALT 10 STÖRSTA INNEHAV (%)	36,44

VÄRDEPAPERSPORTFÖLJ SKAGEN m² PER 30 SEPTEMBER 2014



SKAGEN m²

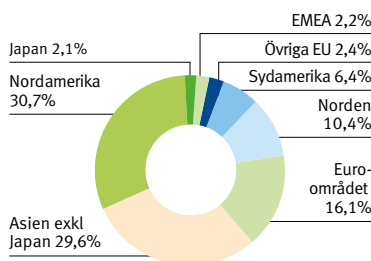
En del av den globala fastighetsmarknaden*

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

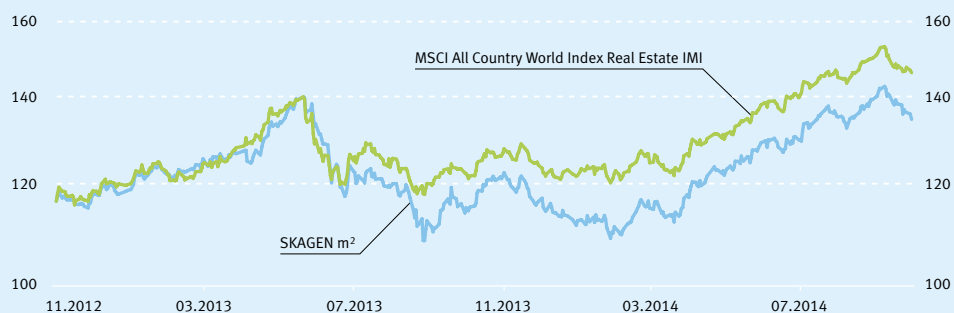
AKTIEFOND SKAGEN m²

Risk	
1 2 3 4 5 6 7	
Fondens startdatum	31 oktober 2012
Avkastning sedan start	16%
Genomsnittlig avkastning per år	7,89%
Förvaltningskapital	656 miljoner SEK
Antal fondsparare	5 614
Förvaltningsavgifter	1,5% per år +/- rörlig förvaltningsavgift
Minsta teckningsbelopp	Engångsteckning 500 SEK, sparavtal 500 SEK
Jämförelseindex	MSCI All Country World Index Real Estate IMI
UCIT:s-fond	Ja
PPM-nummer	311027
Bankgironummer	887-8381
Portföljförvaltare	Michael Gobitschek och Harald Haukås

GEOGRAFISK FÖRDELNING



KURSHISTORIK SKAGEN m²



Värdepapper	Antal	Köpvärde NOK*	Marknadsvärde NOK*	Orealiserad vinst/förlust NOK*	Fördelning	Börs
FASTIGHETSFÖRETAG INKL REITS						
General Growth Properties Inc	156 000	21 050	23 686	2 635	4,05%	New York
Brandywine Realty Trust	246 000	21 546	22 499	952	3,84%	New York
HCP Inc	77 100	17 879	19 830	1 951	3,39%	New York
Ashford Hospitality Trust	280 000	13 786	18 802	5 015	3,21%	New York
Columbia Property Trust Inc	120 000	19 888	18 574	-1 314	3,17%	New York
PS Business Parks Inc	36 500	16 403	17 880	1 477	3,05%	New York
Global Logistic Properties Ltd	1 281 000	16 232	17 486	1 255	2,99%	Singapore
Mercialys SA	123 000	15 577	17 238	1 662	2,94%	Paris
Deutsche Wohnen AG	125 000	11 317	17 174	5 857	2,93%	Frankfurt
Apartment Investment & Management Co	82 000	14 437	16 890	2 453	2,88%	New York
Olav Thon Eiendomsselskap ASA	123 000	11 638	14 268	2 630	2,44%	Oslobørsen
Soho China Ltd	3 021 500	14 546	14 044	-502	2,40%	Hong Kong
British Land Co Plc	190 000	9 751	13 856	4 105	2,37%	London
SL Green Realty Corp	20 500	10 775	13 515	2 740	2,31%	New York
SM Prime Holdings Inc	5 000 000	12 092	12 503	410	2,14%	Filippinerna
Nomura Real Estate Office Fund Inc	425	11 782	12 493	711	2,13%	Tokyo
CBL & Associates Properties Inc	106 700	11 754	12 208	454	2,09%	New York
Lexington Realty Trust	190 000	12 861	12 093	-767	2,07%	New York
Mapletree Logistics Trust	2 021 375	11 677	11 760	83	2,01%	Singapore
CA Immobilien Anlagen AG	92 000	10 165	11 756	1 591	2,01%	Wien
Unibail-Rodamco SE	7 020	11 116	11 626	510	1,99%	Amsterdam
Ticon Industrial Connection Pcl-Nvdr	3 200 020	11 100	11 529	429	1,97%	Bangkok
Dic Asset AG	212 000	13 443	11 486	-1 958	1,96%	Xetra
Citycon Oyj	525 000	9 828	11 241	1 413	1,92%	Helsingfors
Affine SA	88 000	9 241	10 649	1 407	1,82%	Paris
Phoenix Mills Ltd	273 778	7 519	9 643	2 124	1,65%	Indien
Franshion Properties China Ltd	5 832 000	11 033	9 116	-1 917	1,56%	Hong Kong
Westgrund AG	300 000	8 637	8 628	-9	1,47%	Xetra
Bekasi Fajar Industrial Estate Tbk PT	26 975 400	6 517	8 316	1 800	1,42%	Indonesien
First Real Estate Investment Trust	1 323 829	7 317	8 202	885	1,40%	Singapore
BR Properties SA	233 700	13 013	7 851	-5 163	1,34%	Sao Paulo
Emlak Konut Gayrimenkul Yatirim Ortakligi AS	1 110 000	8 054	7 444	-610	1,27%	Istanbul
BR Malls Participacoes SA	135 000	9 127	6 755	-2 372	1,15%	Sao Paulo
Oberoi Realty Ltd	288 152	7 095	6 531	-564	1,12%	Indien
CapitaLand Ltd	400 000	6 017	6 447	430	1,10%	Singapore
Ascendas India Trust	1 625 000	6 090	6 344	253	1,08%	Singapore
Irsa Sa ADR	70 798	4 961	6 298	1 337	1,08%	New York
General Shopping Brasil SA	249 400	7 542	6 118	-1 424	1,04%	Sao Paulo
Gecina SA	7 000	5 027	5 910	883	1,01%	Paris
Vista Land & Lifescapes Inc	6 639 700	5 315	5 860	545	1,00%	Filippinerna
Keppel Land Ltd	325 000	5 733	5 730	-3	0,98%	Singapore
Summarecon Agung Tbk PT	8 719 400	5 856	5 606	-250	0,96%	Indonesien
Ananda Development PCL-Nvdr	6 819 200	2 153	5 561	3 408	0,95%	Bangkok
Parkway Life Real Estate Investment Trust	472 000	5 732	5 492	-240	0,94%	Singapore
Bumi Serpong Damai PT	6 686 500	6 032	5 444	-588	0,93%	Indonesien
Shimao Property Holdings Ltd	414 500	5 315	5 389	74	0,92%	Hong Kong
CSI Properties Ltd	20 000 000	5 252	5 376	124	0,92%	Hong Kong
Etalon Group Ltd GDR	226 388	5 667	5 307	-360	0,91%	London Int
Summa mindre poster		23 533	19 832	(3 701)	3,4%	
Summa Fastighetsföretag inkl. REITS		518 422	548 285	29 862	93,64%	
RÄNTEINSTRUMENT						
General Shopping Finance	1 000 000	5 429	6 328	899	1,08%	Euroclear
Summa Ränteinstrument		5 429	6 328	899	1,08%	
Summa värdepappersportfölj*		523 852	554 613	30 761	94,72%	
Disponibel likviditet			30 915		5,28%	
Summa andelskapital			585 528		100,00%	
Kurs per 30-09-2014		120,2520				

* Siffrorna i 1 000 NOK.

VÄRDEPAPPERSPORTFÖLJ SKAGEN TELLUS PER 30 SEPTEMBER 2014



SKAGEN TELLUS A

Dörröppnaren till globala räntemarknader**

SKAGEN Tellus är en aktivt förvaltat obligationsfond som investerar i obligationer och certifikat i hela världen utställda eller garanterade av stater, regionala myndigheter och finansinstitut. Målet är att uppnå högsta möjliga avkastning för den risk kunden tar.

* Interior. Brøndum's annex, cirka 1920. Av Anna Ancher, en av Skagenmålarna. Bilden tillhör Skagens Museum (beskuren).



Morningstar ★★★★★

Mer om rating: www.skagenfonder.se/rating

Fondens startdatum 29 september 2006

Avkastning sedan start 57%

Genomsnittlig avkastning per år 5,77%

Förvaltningskapital 904 miljoner SEK

Antal fondsparare 2 252

Förvaltningsavgifter 0,8% per år

Minsta teckningsbelopp Engångsteckning 500 SEK, sparavtal 500 SEK

Jämförelseindex J.P. Morgan GBI Broad Index Unhedged in EUR

UCIT:s-fond Ja

PPM-nummer 948356

Bankgironummer 5951-2699

Portföljförvaltare Torgeir Høien, Jane Tvedt

Värdepapper	Förfalldatum	Kupong, procent	Nominellt, NOK ***	Kostnadspris, NOK ***	Marknadskurs NOK	Upplöpen ränta, NOK	Marknadsvärde, NOK ***	Marknadsvärde inkl upplöpen ränta, NOK ***	Orealiserad vinst/förlust, NOK ***	Andelar av fonden
STATSOBLIGATIONER										
Brazilian Government	10.01.2028	10,25	16 400	46 095	258,38	787	42 374	43 161	-3 721	5,29%
Chilean Government	05.08.2020	5,50	3 410 000	41 787	1,13	307	38 666	38 972	-3 122	4,77%
European Bank Recon & Dev	17.06.2015	0,50	43 000	41 462	103,13	65	44 346	44 411	2 884	5,44%
Colombian Government	14.04.2021	7,75	11 800 000	42 538	0,35	1 346	41 128	42 475	-1 410	5,20%
Italian Government	02.02.2037	4,00	6 865	58 001	891,33	363	61 190	61 552	3 189	7,54%
Hellenic Republic Government	24.02.2027	2,00	10 850	62 386	571,56	924	62 015	62 939	-371	7,71%
Portugese Government	15.04.2021	3,85	6 750	52 513	885,03	969	59 740	60 709	7 227	7,44%
Slovenia Government	30.03.2026	5,12	5 400	39 296	984,36	1 130	53 155	54 285	13 860	6,65%
European Bank Recon & Dev	28.05.2015	5,00	315 000	31 587	10,31	561	32 479	33 040	892	4,05%
Mexican Government	20.11.2036	10,00	40 000	24 368	64,58	541	25 831	26 371	1 462	3,23%
Peruvian Government	12.08.2037	6,90	18 000	41 063	228,53	367	41 135	41 502	72	5,08%
Turkish Government	08.03.2023	7,10	18 500	47 058	238,71	93	44 161	44 253	-2 898	5,42%
Croatia Government Int Bond	26.01.2024	6,00	3 000	20 571	686,51	205	20 595	20 801	25	2,55%
Lithuanian Government	01.02.2022	6,62	5 500	42 570	767,97	383	42 238	42 621	-332	5,22%
US Government	01.06.2015	0,25	13 000	81 715	642,68	68	83 548	83 616	1 832	10,24%
US Government	31.08.2016	0,50	13 850	86 900	641,23	37	88 811	88 848	1 911	10,88%
Summa värdepappersportfölj				759 911		8 145	781 411	789 556	21 500	96,73%
Disponibel likviditet				26 223		411	26 288	26 699	65	3,27%
Summa andelskapital				786 133		8 556	807 699	816 255	21 565	100,00%

Nyckeltal

Effektiv underliggande avkastning	4,02%
Effektiv avkastning till kunder*	3,22%
Duration**	5,77

* Effektiv underliggande avkastning justerat för förvaltningsavgifter.

** Duration är ett förenklat uttryck för hur mycket kursen på räntepappret flukturerar om räntan ändrar sig med 1 procent.

*** Siffrorna i 1 000 NOK.

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

Värdepapper är värderade till marknadskurs 30-09-2014.

Obligationer och certifikat där det inte existerar "market-maker" kurser prissätts från tid till tid mot gällande yield-kurva.

Kurs per 30-09-2014 131,8584

VÄRDEPAPERSPORTFÖLJ SKAGEN KRONA PER 30 SEPTEMBER 2014



SKAGEN KRONA

Tillsammans för bättre räntor*

SKAGEN Krona är en penningmarknadsfond som placerar i räntebärande omsättningsbara värdepapper och/eller penningmarknadsinstrument utställda eller garanterade av svenska staten, kommuner, finansinstitut eller andra företag. Målet är att uppnå högsta möjliga avkastning för den risk kunden tar.

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



Morningstar	★★★★
Mer om rating: www.skagenfonder.se/rating	
Fondens startdatum	29 juni 2007
Avkastning sedan start	20%
Genomsnittlig avkastning per år	2,59%
Förvaltningskapital	708 miljoner SEK
Antal fondsparare	363
Förvaltningsavgifter	0,2% per år
Minsta teckningsbelopp	Engångsteckning 500 SEK, sparavtal 500 SEK
Jämförelseindex	OMRX-TBILL
UCIT:s-fond	Ja
PPM-nummer	870493
Bankgironummer	5899-2611
Portföljförvaltare	Ola Sjöstrand, Elisabeth Gausel

Värdepapper	Förfalldatum	Kupong, procent	Nominellt, NOK***	Kostnads-NOK***	Marknads-kurs NOK	Upplöpen ränta, NOK	Marknads-värde, NOK***	Marknads-upplöpen ränta, NOK***	Realiserad vinst/förlust, NOK***	Andelar av fonden
-------------	--------------	-----------------	-------------------	-----------------	-------------------	---------------------	------------------------	---------------------------------	----------------------------------	-------------------

RÄNTEPAPPER MED RÖRLIG RÄNTA

Finans

Danske Bank A/S	17.08.2015	2,37	25 000	25 652	101,41	71	25 352	25 423	-299	3,59%
Ikano Bank SE	26.09.2016	1,62	25 000	25 000	100,68	4	25 171	25 175	171	3,56%
Jyske Bank A/S	03.05.2016	1,51	20 000	20 000	100,88	48	20 177	20 225	177	2,86%
Jyske Bank A/S	22.02.2016	1,53	10 000	10 046	100,84	17	10 084	10 100	37	1,43%
Länsförsäkringar Bank AB	10.02.2015	1,92	27 000	27 360	100,46	72	27 123	27 195	-237	3,84%
Nordea Bank AB	16.01.2015	2,06	23 000	23 220	100,44	100	23 101	23 200	-120	3,28%
Sampo Oyj	28.05.2015	1,26	23 000	23 000	100,39	27	23 091	23 117	91	3,27%
Sparebank 1 SMN	25.09.2015	1,42	15 000	15 001	100,60	3	15 090	15 093	89	2,13%
Swedbank AB	31.07.2015	1,61	17 000	17 172	100,76	46	17 129	17 175	-43	2,43%

Industri

Getinge AB	29.05.2015	2,41	33 000	33 178	100,63	71	33 208	33 279	30	4,70%
NCC Treasury AB	02.10.2014	2,15	29 000	29 069	100,01	156	29 002	29 158	-67	4,12%
Securitas AB	19.01.2015	2,15	15 000	15 220	100,45	64	15 067	15 131	-153	2,14%
Svensk FastighetsFinansiering AB	22.12.2014	2,23	15 000	15 054	100,29	7	15 044	15 051	-10	2,13%
Svensk FastighetsFinansiering AB	24.08.2015	2,17	37 000	37 215	100,83	80	37 307	37 387	92	5,28%
Skanska Financial Services AB	25.04.2016	2,25	19 000	19 085	101,98	80	19 377	19 457	292	2,75%
Tele2 AB	05.03.2015	1,59	20 000	20 000	100,35	19	20 069	20 089	69	2,84%
Vasakronan AB	06.10.2014	1,40	14 000	14 000	100,01	46	14 002	14 048	2	1,98%
Vasakronan AB	26.01.2015	1,80	10 000	10 070	100,34	32	10 034	10 065	-37	1,42%
Volvo Treasury AB	19.09.2016	0,90	15 000	15 000	99,83	4	14 974	14 978	-26	2,12%
Volvo Treasury AB	26.02.2016	1,52	35 000	35 040	100,71	52	35 247	35 299	207	4,99%

RÄNTEPAPPER MED FAST RÄNTA

Finans

Ikano Bank SE	06.11.2014	0,00	42 000	41 198	99,89	-	41 955	41 955	757	5,93%
---------------	------------	------	--------	--------	-------	---	--------	--------	-----	-------

Industri

Arla Foods amba	05.02.2015	0,00	30 000	29 901	99,70	-	29 909	29 909	9	4,23%
Castellum AB	17.11.2014	0,00	15 000	14 925	99,89	-	14 984	14 984	59	2,12%
Fabege AB	15.10.2014	0,00	30 000	29 830	99,77	-	29 990	29 990	160	4,24%
Hexagon AB	05.02.2015	0,00	19 000	18 728	99,65	-	18 933	18 933	205	2,67%
Hexagon AB	09.04.2015	0,00	10 000	9 832	99,45	-	9 945	9 945	113	1,40%
Holmen AB	15.01.2015	0,00	10 000	9 984	99,84	-	9 984	9 984	0	1,41%
Holmen AB	20.11.2014	0,00	20 000	19 969	99,93	-	19 986	19 986	17	2,82%
Intrum Justitia AB	13.11.2014	0,00	16 000	15 891	99,91	-	15 985	15 985	94	2,26%
NCC Treasury AB	04.12.2014	0,00	10 000	9 986	99,86	-	9 986	9 986	0	1,41%
Securitas AB	03.12.2014	0,00	15 000	14 977	99,91	-	14 986	14 986	9	2,12%
Tele2 AB	07.11.2014	0,00	24 000	23 932	99,92	-	23 981	23 981	49	3,39%
Trelleborg Treasury AB	15.10.2014	0,00	25 000	24 853	99,97	-	24 993	24 993	139	3,53%

Summa värdepappersportfölj

				693 388		997	695 266	696 263	1 878	98,36%
--	--	--	--	----------------	--	------------	----------------	----------------	--------------	---------------

Disponibel likviditet 11 609 11 609 11 609 1,64%

Summa andelskapital

				704 998		997	706 875	707 873	1 878	100,00%
--	--	--	--	----------------	--	------------	----------------	----------------	--------------	----------------

Nyckeltal

Effektiv underliggande avkastning 0,90%

Effektiv avkastning till kunder* 0,70%

Duration** 0,15

* Effektiv underliggande avkastning justerat för förvaltningsavgifter.

** Duration är ett förenklat uttryck för hur mycket kursen på räntepappret flukturerar om räntan ändras sig med 1 procent.

*** Siffrorna i 1 000 NOK.

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

Värdepapper är värderade till marknadskurs 30-09-2014.

Obligationer och certifikat där det inte existerar "market-maker" kurser prissätts från tid till tid mot gällande yield-kurva.

Kurs per 30-09-2014 102,0454

VÄRDEPAPPERSPORTFÖLJ SKAGEN CREDIT PER 30 SEPTEMBER 2014



SKAGEN CREDIT SEK

De bästa obligationerna från den globala fruktträdgården*

SKAGEN Credit investerar i obligationer utställda av företag i olika branscher runt om i världen. Målet är att ge kunderna högsta möjliga riskjusterade avkastning i förhållande till fondens investeringsmandat.

**Ebletræer*, 1907. Av Michael Ancher, en av Skagenmålarna. Bilden tillhör Skagens Museum (beskuren).



SKAGEN Credit SEK

Fondens startdatum	30 maj 2014
Avkastning sedan start	0,12%
Genomsnittlig avkastning per år	0%
Förvaltningskapital	28 miljoner SEK
Antal fondsparare	87
Andelskurs per 30.09.2014	100,1216
Effektiv underliggande avkastning	2,79%
Effektiv avkastning till kunder	1,99%
Räntebindningstid	1,23
Förvaltningsavgifter	0,8% per år
Minsta teckningsbelopp	Engångsteckning 500 SEK, sparavtal 500 SEK
Jämförelseindex	OMRX-TBILL
UCIT:s-fond	JA
ISIN	NO0010710726
Bankgironummer	374-2897
Marknadsföringstillstånd master fund	Norge, Sverige, Danmark, Island, Nederländerna, Luxemburg, Schweiz, Storbritannien och Finland
Portföljförvaltare	Ola Sjöstrand, Tomas Nordbø Middelthon

SKAGEN CREDIT SEK	Antal andelar	SEK	%
SKAGEN Credit	239 908	27 991 616	99,77
Likviditet		64 882	0,23
Summa Andelskapital		28 056 498	100

Valutasäkringsgrad 94,29%, ägarandel av SKAGEN Credit 14,78%

SKAGEN Credit SEK/NOK/EUR/GBP är matarfonder som investerar sina tillgångar i huvudfonden (master fund) som tillvaratar alla portföljinvesteringar. Följande är en överblick av SKAGEN Credits huvudfonds portfölj.

SKAGEN CREDIT MASTER FUND, NOK	Valuta	Förfalldatum	Andelar	Kupong, procent	Marknadsvärde, NOK	Andelar av fonden
ENERGI						
Talisman Energy Inc	GBP	05.12.2017	550 000	6,63	6 731 030	4,03
Gazprom OAO Via Gaz Capital SA	USD	11.04.2018	800 000	8,15	5 858 285	3,51
Petrobras International Finance Co	USD	01.03.2018	800 000	5,88	5 557 292	3,33
Noble Group Ltd	USD	29.01.2020	550 000	6,75	3 976 053	2,38
Rosneft Oil Co via Rosneft International Finance Ltd	USD	07.03.2022	600 000	4,20	3 332 077	2,00
Seadrill Ltd	USD	15.09.2017	500 000	6,13	3 217 433	1,93
Summa Energi					28 672 170	17,19
RÅVAROR						
Lafarge SA	EUR	13.04.2018	700 000	6,25	6 672 288	4,00
Braskem Finance Ltd	USD	15.04.2021	975 000	5,75	6 582 465	3,95
SSAB AB	EUR	10.04.2019	600 000	3,88	4 952 580	2,97
Glencore Funding LLC	USD	29.04.2019	475 000	3,13	3 098 712	1,86
Summa Råvaror					21 306 046	12,77
KAPITALVAROR, SERVICE OCH TRANSPORT						
Bombardier Inc	EUR	17.05.2021	600 000	6,13	5 424 925	3,25
Color Group AS	NOK	18.09.2019	5 000 000	6,94	5 111 567	3,06
Stena AB	EUR	01.02.2019	570 000	5,88	5 064 987	3,04
Frigoglass Finance BV	EUR	15.05.2018	375 000	8,25	3 161 950	1,90
Heathrow Funding Ltd	GBP	10.09.2018	250 000	6,25	2 926 996	1,75
Heathrow Finance Plc	GBP	01.03.2017	250 000	7,13	2 821 163	1,69
Bombardier Inc	USD	16.03.2020	200 000	7,75	1 409 819	0,85
Summa Kapitalvaror, service och transport					25 921 408	15,54
INTÄKTSBEROENDE KONSUMTIONSVAROR						
Fiat Finance & Trade SA	EUR	15.03.2018	700 000	6,63	6 464 212	3,87
Jaguar Land Rover Automotive Plc	USD	14.12.2018	850 000	4,13	5 617 154	3,37
Levi Strauss & Co	USD	15.05.2020	250 000	7,63	1 744 358	1,05
Summa Intäkt beroende konsumtionsvaror					13 825 723	8,29
DEFENSIVA KONSUMTIONSVAROR						
Safeway Ltd	GBP	10.01.2017	400 000	6,00	4 666 821	2,80
Avon Products Inc	USD	01.03.2019	400 000	6,50	2 788 129	1,67
Summa Defensiva konsumtionsvaror					7 454 950	4,47
BANK OCH FINANS						
Bank of Baroda – London	USD	23.07.2019	750 000	4,88	5 125 142	3,07
Tyrkiye Halk Bankasi AS	USD	19.07.2017	750 000	4,88	4 994 213	2,99
Danske Bank AS	GBP	29.09.2021	450 000	5,38	4 951 786	2,97
Amlin Plc	GBP	18.12.2026	400 000	6,50	4 558 974	2,73
Akbank TAS	USD	24.10.2017	600 000	3,88	3 944 487	2,36
VTB Bank OJSC Via VTB Capital SA	USD	29.05.2018	500 000	6,88	3 340 978	2,00
Diamond Bank Plc	USD	21.05.2019	400 000	8,75	2 648 461	1,59
Akbank TAS	USD	09.03.2018	300 000	6,50	2 084 483	1,25
Summa Bank och finans					31 648 524	18,97
INFORMATIONSTEKNIK						
Nokia OYJ	EUR	04.02.2019	400 000	6,75	3 984 100	2,39
Summa Informationsteknik					3 984 100	2,39
TELEKOM						
Bharti Airtel International Netherlands BV	EUR	10.12.2018	700 000	4,00	6 379 626	3,82
VimpelCom Holdings BV	USD	01.03.2022	550 000	7,50	3 623 452	2,17
Portugal Telecom International Finance BV	EUR	17.04.2018	350 000	5,88	3 166 640	1,90
Summa Telekom					13 169 718	7,89
NYTTOTJÄNSTER						
EP Energy AS	EUR	01.11.2019	575 000	5,88	5 453 532	3,27
EDP Finance BV	USD	01.10.2019	550 000	4,90	3 749 616	2,25
EDP Finance BV	EUR	21.09.2017	275 000	5,75	2 500 863	1,50
Summa Nyttotjänster					11 704 011	7,02
Summa värdepappersportfölj					157 686 650	94,53
Derivater						
IRS EUR 20180620	EUR	20.06.2018	4 000 000		-269 396	-0,16
IRS GBP 20180129	GBP	29.01.2018	1 200 000		-117 365	-0,07
IRS USD 20180620	USD	20.06.2018	5 500 000		-18 804	-0,01
IRS USD 20190820	USD	20.08.2019	2 000 000		72 569	0,05
Summa Derivater					-332 996	-0,20
Likviditet					9 478 265	5,68
Summa andelskapital					166 831 919	100

RÄKENSKAPER PER 30 SEPTEMBER 2014

Resultaträkning (alla tal i hela 1 000 NOK)	SKAGEN Vekst 1-3 kv 2014	SKAGEN Global 1-3 kv 2014	SKAGEN Kon-Tiki 1-3 kv 2014	SKAGEN m ² 1-3 kv 2014	SKAGEN Balanse 60/40 1-3 kv 2014	SKAGEN Tellus 1-3 kv 2014	SKAGEN Avkastning 1-3 kv 2014
PORTFÖLJINTÄKTER OCH -KOSTNADER							
Ränteinntäkt/-kostnader	3 272	2 434	-8 695	617	1 907	16 875	33 101
Aktieutdelning	151 691	894 384	713 772	15 066	-	-	-
Vinst/förlust vid försäljning	816 640	2 442 878	1 701 961	-19 289	7 015	3 573	358
Förändringar orealiserade kursvinster/förluster	-409 760	-986 865	-1 880 704	74 566	-830	27 221	22 785
Garantiprovision	-	1 101	-	-	-	-	-
Courtage	-5 284	-25 466	-28 856	-749	-	-25	-13
Valutavinst/förlust	13 752	256 587	100 126	255	-	-889	3 795
PORTFÖLJRESULTAT	570 310	2 585 055	597 605	70 468	8 092	46 753	60 026
FÖRVALTNINGSINTÄKTER OCH -KOSTNADER¹							
Förvaltningsarvode fast	-63 327	-342 694	-755 980	-5 849	-	-3 734	-5 292
Beräknat rörligt förvaltningsarvode*	-13 802	-	415 405	317	-	-	-
FÖRVALTNINGSRESULTAT	-77 130	-342 694	-340 576	-5 532	-	-3 734	-5 292
RESULTAT FÖRE SKATT	493 180	2 242 361	257 029	64 936	8 092	43 020	54 734
Skatt	-3 531	-84 725	-65 297	-4 135	-605	-	-
PERIODENS RESULTAT	489 649	2 157 636	191 732	60 801	7 487	43 020	54 734

Balansräkning	SKAGEN Vekst 30.9.2014	SKAGEN Global 30.9.2014	SKAGEN Kon-Tiki 30.9.2014	SKAGEN m ² 30.9.2014	SKAGEN Balanse 60/40 30.9.2014	SKAGEN Tellus 30.9.2014	SKAGEN Avkastning 30.9.2014
TILLGÅNGAR							
Norska värdepapper till kostnadspris	2 038 558	1 668 437	1 503 550	11 638	238 416	-	903 936
Utländska värdepapper till kostnadspris	4 418 935	31 806 548	38 421 290	512 214	26 500	759 911	294 141
Orealiserade kursvinster/förluster	1 619 098	9 770 150	11 220 082	30 670	14 417	21 500	27 964
Intjänade räntor, värdepapper	-	-	-	91	2 274	8 504	9 249
SUMMA VÄRDEPAPERSPORTFÖLJEN	8 076 591	43 245 135	51 144 921	554 613	281 607	789 915	1 235 289
Tillgodohavande, aktieutdelning	4 258	23 015	38 928	647	-	-	-
Intjänade bankräntor	-	-	-	-	-	-	-
SUMMA INTJÄNADE, EJ ERHÅLLNA INTÄKTER	4 258	23 015	38 928	647	-	-	-
Tillgodo från mäklare	-	379 173	12 912	1 677	-	26 962	-
Tillgodo från förvaltningsföretaget	3	14	141 945	3	-	3	2
Tillgodohavande skatt på aktieutdelning	2 108	38 340	5 016	519	-	940	-
Andra fordringar	-	-	-	284	-	336	-
SUMMA ANDRA FORDRINGAR	2 111	417 527	159 874	2 483	-	28 242	2
Banktillgodohavande	292 749	2 811 829	1 564 593	35 177	1 853	28 105	403 657
SUMMA TILLGÅNGAR	8 375 709	46 497 506	52 908 315	592 920	283 460	846 261	1 638 948
EGET KAPITAL¹							
Andelskapital till nominellt värde	488 525	4 010 567	8 419 365	488 290	230 456	699 478	1 154 349
Överkurs	-2 530 354	16 045 897	22 334 015	55 406	25 593	85 632	422 707
INSATT EGET KAPITAL	-2 041 829	20 056 464	30 753 380	543 696	256 049	785 110	1 577 056
Intjänat eget kapital	10 361 059	26 095 890	22 038 273	43 517	26 653	32 775	59 720
SUMMA EGET KAPITAL	8 319 230	46 152 354	52 791 653	587 213	282 702	817 885	1 636 776

SKULDER							
Uppskjuten skatt	-	-	-	378	61	-	-
Skulder till mäklare	19 426	191 351	104 583	592	-	26 850	-
Skulder till förvaltningsbolaget	35 404	118 404	-	1 855	-	1 526	2 046
Andra skulder	1 650	35 398	12 079	2 881	696	-	126
SUMMA ANDRA SKULDER	56 479	345 152	116 662	5 707	757	28 376	2 172
SUMMA SKULDER OCH EGET KAPITAL	8 375 709	46 497 506	52 908 315	592 920	283 460	846 261	1 638 948

	Andelsklass						
Antal utestående andelar	A	4 880 901	37 737 472	71 355 347	4 872 498	2 304 562	6 881 392
Kurs per 30.9.2014	A	1 702,9226	1 150,7457	626,9337	119,7343	122,6705	117,1496
Antal utestående andelar	B	4 345	2 368 197	12 838 299	10 404		113 386
Kurs per 30.9.2014	B	1 702,5503	1 150,9100	627,5001	119,5697		117,2917

Avvikelser i kurserna i förhållande till portföljerna beror på periodiseringsavvikelser per 30.9.2014.

* Beräknad rörlig förvaltningsavgift per 30.09.2014. Enligt fondbestämmelserna skall slutlig avräkning ske per 31.12.2014 baserat på värdeutvecklingen resten av året. I SKAGEN Vekst belastas rörlig förvaltningsavgift endast om andelsvärdet den 31/12 är högre än andelsvärdet vid förra avräkningen (high-water mark).

¹⁾ Varav fördelning på respektive andelsklass	Andelskl.	SKAGEN Vekst 1-3 kv 2014	SKAGEN Global 1-3 kv 2014	SKAGEN Kon-Tiki 1-3 kv 2014	SKAGEN m ² 1-3 kv 2014	SKAGEN Tellus 1-3 kv 2014
Fast förvaltningsavgift	A	-63 308	-334 093	-710 782	-5 844	-3 721
Beräknad variabel förvaltningsavgift	A	-13 802	-	375 125	315	-
Summa förvaltningsavgift	A	-77 110	-334 093	-335 657	-5 529	-3 721
Fast förvaltningsavgift	B	-20	-8 601	-45 199	-5	-13
Beräknad variabel förvaltningsavgift	B	-	-	40 280	2	-
Summa förvaltningsavgift	B	-20	-8 601	-4 919	-3	-13
Summa fast och variabel förvaltningsavgift	Alla	-77 130	-342 694	-340 576	-5 532	-3 734

¹⁾ Varav fördelning på respektive andelsklass	Andelskl.	SKAGEN Vekst 30.9.2014	SKAGEN Global 30.9.2014	SKAGEN Kon-Tiki 30.9.2014	SKAGEN m ² 30.9.2014	SKAGEN Tellus 30.9.2014
Andelsägarkapital, nominellt värde	A	488 090	3 773 747	7 135 535	487 250	688 139
Överkurs	A	-2 537 311	13 620 257	15 396 340	55 242	83 678
Summa tillskjutet eget kapital	A	-2 049 221	17 394 005	22 531 875	542 492	771 818
Andelsägarkapital, nominellt värde	B	434	236 820	1 283 830	1 040	11 339
Överkurs	B	6 957	2 425 639	6 937 675	163	1 954
Summa tillskjutet eget kapital	B	7 392	2 662 459	8 221 505	1 204	13 292
Summa tillskjutet eget kapital	Alla	-2 041 829	20 056 464	30 753 380	543 696	785 110

Resultaträkning (alla tal i hela 1 000 NOK)	SKAGEN Høyrente 1-3 kv 2014	SKAGEN Høyrente Inst. 1-3 kv 2014	SKAGEN Krona** 1-3 kv 2014	SKAGEN Credit 30.5-30.9.2014	SKAGEN Credit NOK 30.5-30.9.2014	SKAGEN Credit SEK** 30.5-30.9.2014	SKAGEN Credit EUR*** 30.5-30.9.2014	SKAGEN Credit GBP**** 30.5-30.9.2014
PORTFÖLJINTÄKTER OCH -KOSTNADER								
Ränteintäkter/-kostnader	69 127	22 019	10 534	2 413	2 162	354	43,62	8,04
Aktieutdelning	-	-	-	-	-	-	-	-
Vinst/förlust vid försäljning	970	453	-	3	437	27	1,25	-0,35
Förändringar realiserade kursvinster/förluster	-2 557	-813	-1 378	1 802	1 361	619	72,83	-9,14
Garantiprovision	-	-	-	-	-	-	-	-
Courtage	-3	-2	-9	-22	-5	-5	-0,24	-0,05
Valutavinst/förlust	-	-	-	400	-3 512	-917	-110,60	0,67
PORTFÖLJRESULTAT	67 538	21 656	9 147	4 597	443	78	6,87	-0,82
FÖRVALTNINGSINTÄKTER OCH -KOSTNADER¹								
Förvaltningsarvode fast	-6 326	-1 267	-1 130	-	-286	-59	-6,47	-1,03
Beräknad rörligt förvaltningsarvode*	-	-	-	-	-	-	-	-
FÖRVALTNINGSRESULTAT	-6 326	-1 267	-1 130	-	-286	-59	-6,47	-1,03
RESULTAT FÖRE SKATT	61 212	20 389	8 018	4 597	157	19	0,40	-1,86
Skatt	-	-	-	-	-	-	-	-
PERIODENS RESULTAT	61 212	20 389	8 018	4 597	157	19	0,40	-1,86

Balansräkning	SKAGEN Høyrente 30.9.2014	SKAGEN Høyrente Inst. 30.9.2014	SKAGEN Krona** 30.9.2014	SKAGEN Credit 30.9.2014	SKAGEN Credit NOK 30.9.2014	SKAGEN Credit SEK** 30.9.2014	SKAGEN Credit EUR*** 30.9.2014	SKAGEN Credit GBP**** 30.9.2014
TILLGÅNGAR								
Norska värdepapper till kostnadspris	2 320 138	456 582	-	5 089	110 392	26 898	2 906,15	492,96
Utländska värdepapper till kostnadspris	-	-	693 388	147 454	-	-	-	-
Orealiserade kursvinster/förluster	7 351	814	427	1 802	1 361	619	72,83	-9,14
Intjänade räntor, värdepapper	8 434	1 564	2 448	3 262	1 929	475	51,42	8,35
SUMMA VÄRDEPAPPERSPORTFÖLJEN	2 335 922	458 960	696 263	157 607	113 682	27 992	3 030,40	492,18
Tillgodohavande, aktieutdelning	-	-	-	-	-	-	-	-
Intjänade bankräntor	-	-	-	-	-	-	-	-
SUMMA INTJÄNADE, EJ ERHÅLLNA INTÄKTER	-	-	-	-	-	-	-	-
Tillgodo från mäklare	-	-	-	-	-	-	-	-
Tillgodo från förvaltningsföretaget	-	-	-	-	-	-	0,02	-
Tillgodohavande skatt på aktieutdelning	-	-	-	-	-	-	-	-
Andra fordringar	-	-	-	-	-	-	-	-
SUMMA ANDRA FORDRINGAR	-	-	-	-	-	-	0,02	-
Banktillgodohavande	1 062 153	474 696	12 345	10 123	1 598	127	25,06	6,00
SUMMA TILLGÅNGAR	3 398 076	933 656	708 608	167 730	115 279	28 118	3 055,47	498,18
EGET KAPITAL¹								
Andelskapital till nominellt värde	3 287 201	917 743	693 590	162 268	114 804	28 032	3 049,81	499,25
Överkurs	28 575	-6 354	4 252	866	90	17	0,05	-
INSÄTT EGET KAPITAL	3 315 776	911 390	697 842	163 133	114 894	28 050	3 049,87	499,25
Intjänat eget kapital	71 036	21 887	9 936	4 597	157	19	0,40	-1,86
SUMMA EGET KAPITAL	3 386 812	933 276	707 778	167 730	115 051	28 069	3 050,27	497,39
SKULDER								
Uppskjutet skatt	-	-	-	-	-	-	-	-
Skulder till mäklare	-	-	-	-	-	-	-	-
Skulder till förvaltningsbolaget	2 178	380	366	-	228	49	5,21	0,79
Andra skulder	9 085	-	464	-	-	-	0,00	-
SUMMA ANDRA SKULDER	11 264	380	831	-	228	49	5,21	0,79
SUMMA SKULDER OCH EGET KAPITAL	3 398 076	933 656	708 608	167 730	115 279	28 118	3 055,47	498,18
	Andelsklass							
Antal utestående andelar	A	32 872 013	9 177 430	6 935 905	1 622 678	1 148 038	284 344	2 496
Kurs per 30.9.2014	A	103,0346	101,7112	102,0454	103,6786	100,1943	9,9993	9,9573
Antal utestående andelar	B	-	-	-	-	-	6 154	2 496
Kurs per 30.9.2014	B	-	-	-	-	-	10,0107	9,9690

Avvikelser i kurserna i förhållande till portföljerna beror på periodiseringsavvikelser per 30.9.2014.

* Beräknad rörlig förvaltningsavgift per 30.09.2014: Enligt fondbestämmelserna skall slutlig avräkning ske per 31.12.2014 baserat på värdeutvecklingen resten av året. I SKAGEN Vekst belastas rörlig förvaltningsavgift endast om andelsvärdet den 31/12 är högre än andelsvärdet vid förra avräkningen (high-water mark).

** I hela 1 000 SEK.

*** I 1 000 EUR.

**** I 1 000 GBP.

¹⁾ Varav fördelning på respektive andelsklass	Andelskl.	SKAGEN Credit EUR*** 30.5-30.9.2014	SKAGEN Credit GBP**** 30.5-30.9.2014
Fast förvaltningsavgift	A	-5,55	-0,66
Beräknad variabel förvaltningsavgift	A	-	-
Summa förvaltningsavgift	A	-5,55	-0,66
Fast förvaltningsavgift	B	-0,92	-0,37
Beräknad variabel förvaltningsavgift	B	-	-
Summa förvaltningsavgift	B	-0,92	-0,37
Summa fast och variabel förvaltningsavgift	Alla	-6,47	-1,03
²⁾ Varav fördelning på respektive andelsklass	Andelskl.	SKAGEN Credit EUR*** 30.9.2014	SKAGEN Credit GBP**** 30.9.2014
Andelsägarkapital, nominellt värde	A	2 434,41	249,63
Överkurs	A	0,02	-
Summa tillskjutet eget kapital	A	2 434,44	249,63
Andelsägarkapital, nominellt värde	B	615,40	249,63
Överkurs	B	0,03	-
Summa tillskjutet eget kapital	B	615,43	249,63
Summa tillskjutet eget kapital	Alla	3 049,87	499,25

Returadress:
SKAGEN Fonder
Drottninggatan 86, 111 36 Stockholm



SKAGENS Marknads- och Årsrapport blir digital



Från och med nästa nummer av SKAGENS Marknads- och Årsrapport blir distributionen digital. Du som redan får e-postutskick från SKAGEN kommer automatiskt att få våra rapporter elektroniskt.

Har du inte redan meddelat oss din e-postadress ber vi dig att

1. skicka ett e-postmeddelande till kundservice@skagenfonder.se.
2. **meddela vilken e-postadress** vi ska använda för att kontakta dig när nya rapporter publicerats. **Bifoga även namn och postadress** så att vi kan matcha e-postadressen.

Har vi din e-postadress kommer du också kunna få viktig information, som våra månatliga nyhetsbrev, inbjudan till event etc.

Om du inte har tillgång till e-post eller om du vill fortsätta att motta den tryckta Marknadsrapporten ber vi dig att ringa kundservice på **0200-11 22 60**, vardagar mellan 09:00–17:00. Det går också bra att skriva till kundservice@skagenfonder.se eller **SKAGEN Fonder, Box 11, 101 20, Stockholm**.

Våra kundundersökningar har visat att en majoritet av våra kunder önskar motta information digitalt. En nyhet är att vi har introducerat en digital ePub-lösning som gör det möjligt att läsa rapporten i mindre skärmformat, som i smarta telefoner. Det är vår strävan att under kommande år ytterligare förbättra vår digitala kommunikation.

SKAGEN Fonder är en ledande skandinavisk fondförvaltare. Företaget grundades 1993 i Stavanger och är sedan 2005 Norges största aktiefondförvaltare. SKAGEN Fonder etablerade en filial i Sverige 2004 och har kontor i Stockholm och Göteborg.

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

Postadress
Box 11, 101 20 Stockholm

Redaktion
Anna S Marcus, redaktör
Michael Metzler,
global projektledare
Parisa Kate Lemaire
Vevika Søberg
Ole-Christian Tronstad

Bilder
Framsida: Istock.
Foton inlaga: Bloomberg News
om inget annat anges.
Form: Create Great och Werksemd

Historisk avkastning är ingen garanti för framtida avkastning. Framtida avkastning kommer bland annat att bero på marknadens utveckling, förvaltarens skicklighet, fondens risk samt förvaltningsavgifter. Avkastningen kan bli negativ till följd av kursnedgångar. På vår webbplats finns faktablad och informationsbroschyrer.