

MARKNADSRAPPORT

SKAGEN



BANBRYTANDE
INNOVATIONER

OM PRISET ÄR RÄTT

NUMMER 2 | JULI 2014 | www.skagenfonder.se

Bästa andelsägare,

Sommarvädret har fram tills nyligen varit kylslaget men klimatet på världens börser har varit desto bättre, med stabilare börser och större riskapit hos investerare.

Det är glädjande att flertalet av våra aktiefonder vid detta halvårsbokslut slår nya kursrekord och att våra räntefonder levererar solida resultat. Man ska dock inte glömma att för bara ett kvartal sedan svängde det ordentligt på världens börser och våra andelsägare uppmanades ha is i magen.

Företagsobligationer är på kraftig tillväxt. Bland annat har nya regelverk påverkat företag att i allt större utsträckning låna upp kapital utanför den traditionella banklånamarknaden. Nyligen lanserade vi obligationsfonden SKAGEN Credit som placerar i företagsobligationer på global basis. Fonden bygger på SKAGENS värdebaserade investeringsfilosofi och kombinerar våra erfarenheter av ränteförvaltning och global företagsanalys.

Företagsobligationer är ett av de tillgångsslag som fyller en viktig funktion i en väldiversifierad värdepappersportfölj. Jag skulle vilja slå ett slag för att dra nytta av den rådgivningskompetens som vi har inom SKAGEN. Ett rådgivningsmöte är

ett bra tillfälle att se över och säkerställa att ditt totala sparande passar just dig och dina förutsättningar. Planlägger du något större köp inom den närmaste tiden kan det exempelvis vara klokt att placera en del av dina medel i en räntefond.

För dig som inte har möjlighet att besöka någon av våra kundrådgivare i Göteborg eller Stockholm under sommaren så är vi nu i full gång med planeringen av höstens informationsmöten runt om i landet. Inte minst kan ett rådgivningsmöte agera katalysator till att se över sitt sparande.

I en alltmer föränderlig värld är analys och kunskapsöverföring viktiga för resultaten i våra fonder. Det är därför mycket glädjande att kunna hälsa våra nya förvaltare Johan Swahn och Knut Gezelius välkomna till SKAGEN Global-teamet.

Håll utkik på vår hemsida för anmälan till något av kommande möten.

Vi på SKAGEN önskar våra andelsägare en riktigt härlig sommar!



– Per Wennberg
VD, SKAGEN Fonder Sverige

Tillbaka till framtiden

Efter flera år av stiltje har företagsaffärerna och börsnoteringarna tagit fart igen. Det är nästan som vid millennieskiftet, när IT-och internetkoner som skulle förändra världen hyllades.

Den här gången försöker människorna bakom de stora teknikgenombrotten och innovativa produkterna övertyga investerare och samhället i stort att saker kan göras på ett nytt sätt. Vi talar om bolag som Nest Labs som på ett intelligent sätt ska koppla ihop våra smartphones med våra hem, Tesla som ska få oss att på allvar välja elbilar, eller Deepmind som försöker få datorer att bli mer som våra hjärnor.

Var på din vakt!

Många av de bolag som 1999 skulle frälsa världen lyfte aldrig. Flera småsparare som investerade i dessa bolag gjorde stora förluster. Ofta är det så att bolag som förändrar världen

inte skapar värde för aktieägare, eftersom de blir för populära. Aktiepriset blir så högt att investeringen inte går att räkna hem. En viktig lärdom är därför att inte köpa aktier med för hög prislapp. Som talesättet säger: om något är för bra för att vara sant, är det ofta det (inte sant alltså!).

Vi bevakar investeringarna åt dig

Vårt arbete som global fondförvaltare är att se till att endast de banbrytande företag som vi menar har livskraft och har en rimlig aktieprislapp tar plats i våra aktieportföljer. Vi följer därför noga vad som sker nu när världen ser ut att ta tekniska tigersprång, men med viss skepsis.



– Jonas A Eriksson
Kommunikationschef

INNEHÅLL

LEDARE

Ledare > 2
Per Wennberg

Tillbaka till framtiden > 2
Jonas A Eriksson

SKAGENNYHETER

Utveckling > 4
Fondernas avkastning under andra kvartalet

Gör din stämma hörd > 5
Kallelse till val- och andelsägarmöte

Den som jobbar mest vinner > 11
Möt SKAGEN Globals nye förvaltare Johan Swahn

Vem skulle du låna pengar? > 12
Nya SKAGEN Credit investerar i undervärderade företagsobligationer

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.

BANBRYTANDE INNOVATIONER

Tekniksprång skapar drömmar och förhoppningar > 6
Med tekniska genombrott uppstår helt nya sätt att driva företag

Värdefull förgörelse > 8
Gärna förändring och tillväxt – om priset är rätt

Mer än kommunikation > 10
Afrikas mobila revolution har förändrat vardagen för miljontals människor

RÄKENSKAPER

Halvårsränskap > 41

Avkastnings- och riskredovisning > 43

PORTFÖLJ-FÖRVALTARNAS BERÄTTELSE

INLEDNING

Ett händelserikt kvartal > 14
Låg volatilitet på de globala finansmarknaderna under andra kvartalet kunde ge intrycket att sommarlovets hade börjat tidigt. Men det var tvärtom händelserika månader, framför allt på politisk nivå.

AKTIEFONDER

SKAGEN Vekst > 18
Ett rekordkvartal

SKAGEN Global > 21
Ett bra kvartal

SKAGEN Kon-Tiki > 24
Bäst på nästan fyra år

SKAGEN m² > 27
Justering gav utdelning

RÄNTEFONDER

SKAGEN Tellus > 31
Starka resultat, ljusa utsikter

SKAGEN Krona > 31
Lägre och lägre räntor



Foto: Bloomberg

6

Uppfinnaren Elon Musk är en av de främsta företrädarna för fenomenet disruptive innovation. Här framför sin prototyp av Space Taxi, byggd för amerikanska rymdstyrelsen NASA.



Foto: Bloomberg

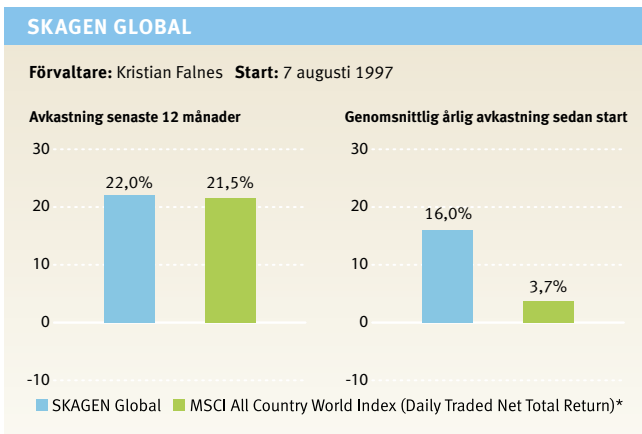
14

Andra kvartalet var rikt på politiska begivenheter. Narendra Modis valseger i Indien gav hopp om mindre byråkrati och ekonomisk tillväxt. Den indiska marknaden steg med över 25 procent hittills i år.

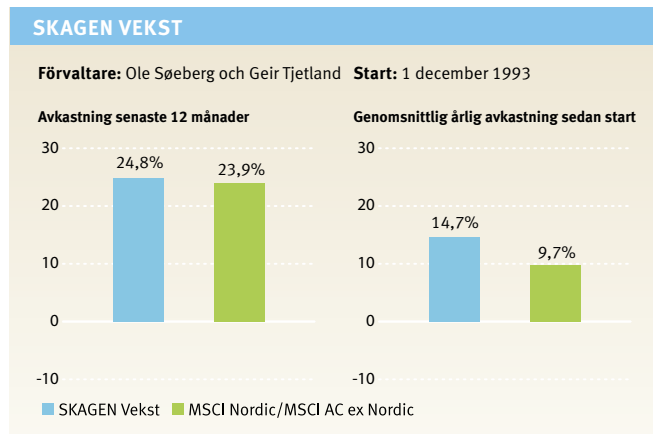
Utveckling

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 juni 2014.

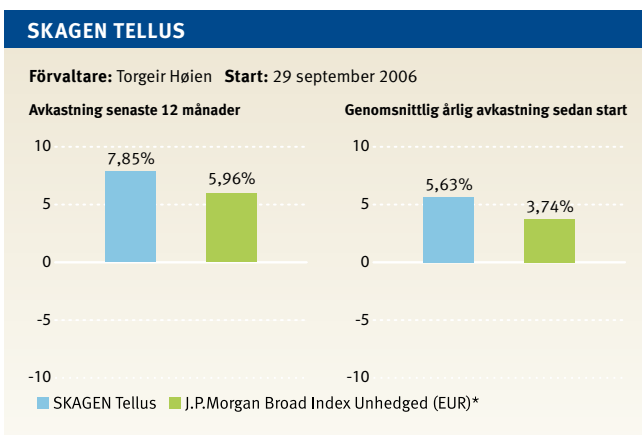
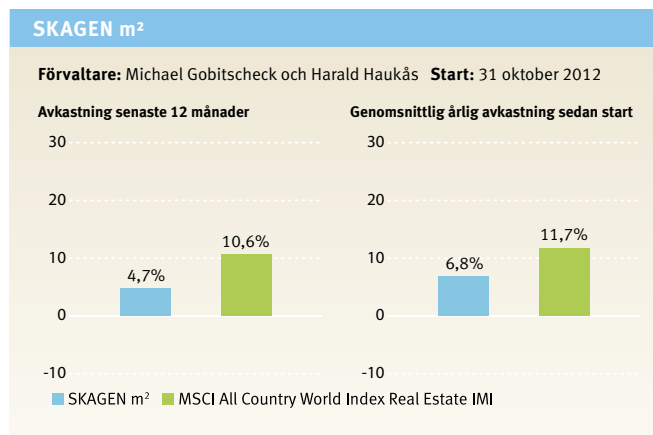
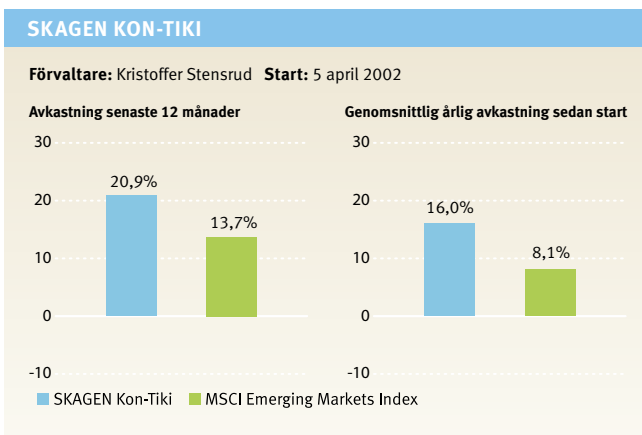
■ Aktiefond ■ Räntefond



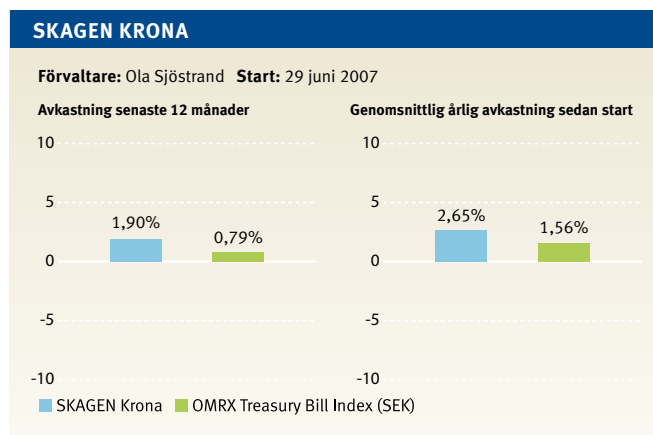
* Jämförelseindex före 1 jan 2010 MSCI World Index.



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



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





Förändringar i portföljteamet

Under våren har både SKAGEN Global och SKAGEN Vekst fått två nya förvaltare, som ytterligare ska stärka analyskapaciteten och förvaltningen. Johan Swahn startade i SKAGEN Globalteamet i mars. Han har 13 års erfarenhet av aktiemarknaden, bland annat som förvaltare och aktieanalytiker hos Stena AB. (Läs också intervjun med Johan på sid 11.) I mitten av maj anslöt Knut Gezelius från Goldman Sachs Asset Management, där han hade arbetat i det globala aktieteamet.

I september startar Erik Bergöö i SKAGEN Vekstteamet. Erik kommer från Danske Bank Markets i Köpenhamn, där han varit senioranalytiker med inriktning på transport och industri. Tidigare i vår började Alexander Stensrud, som till Kristoffer Stensrud och delägare i SKAGEN AS, som juniorförvaltare för SKAGEN Vekst under ett års tid.

Nyligen beslutade Peter Almström, som under två år har förvalt vår globala fastighetsfond SKAGEN m², att lämna SKAGEN för att söka nya utmaningar. SKAGEN m² kommer fortsättningsvis att ledas av de övriga teammedlemmarna Michael Gobitschek och Harald Haukås.

I samband med lanseringen av vår nya obligationsfond SKAGEN Credit där Ola Sjöstrand är ansvarig förvaltare, blev Elisabeth Gausel medförvaltare för penningmarknadsfonden SKAGEN Krona tillsammans med Ola Sjöstrand.

Kallelse till val- och andelsägarmöte 17 september

Välkommen till extraordinärt valmöte samt andelsägarmöte onsdag den 17 september kl 17.00 i Stavanger Konserthus.

Inbjudan till extraordinärt valmöte

Som andelsägare i SKAGEN Fonder är du hjärtligt välkommen till extraordinärt valmöte.

Agenda:

- Val av mötesordförande och två andelsägare för justering av protokollet
- Val av styrelseledamot i SKAGEN AS
- Val av suppleant till styrelsen i SKAGEN AS

Valkommitténs förslag och annan nödvändig information publiceras på SKAGENS webbplats innan förhandsröstningen.

Du kan förhandsrösta från 1 september. Logga in på SKAGENS webbtjänst eller skicka din röstsedel till kundservice@skagenfonder.se eller Box 160, 4001 Stavanger, Norge. Förhandsröster ska vara SKAGEN tillhanda senast 12 september. Behållningen i fondandelar per den 12 september avgör antal röster.

Förslag till ny styrelseledamot

Valkommittén söker styrelsekandidater att nominera till valet på andelsägarstämman. Huvudkriterier för kandidater till kommande val är bland annat

- internationell förståelse och erfarenhet parat med insikt i spar- och kapitalmarknaden.
- ledarerfarenhet och marknadsorientering, med förståelse för kompetensutveckling.
- erfarenheter från styrelsearbete som kan bidra till styrelsearbetet i SKAGEN.

Vi ser framför oss att personen är 40–50 år och eftersom vi eftersträvar en god könsbalans i styrelsen söker vi företrädesvis kvinnliga kandidater.

Förslag skickas före 10 augusti till valkommitténs ordförande Sigve Erland: sigve.erland@norsco.no, eller till Tone Willoch Rettedal: twr@skagenfondene.no.

Andelsägarstämma: etablering av institutionella andelklasser

SKAGEN vill etablera andelklasser för institutionella investerare. Förslag till ändring av fondernas stadgar kommer därför att behandlas på andelsägarmötet.

Etableringen av institutionella andelklasser antogs av styrelsen i SKAGEN den 12 juni i år. Förändringen gäller aktiefonderna SKAGEN Vekst, SKAGEN Global, SKAGEN Kon-Tiki, SKAGEN m2 och obligationsfonden SKAGEN Tellus. De nya andelklasserna kommer att ersätta rabattmodellerna vi idag har för institutionella investerare i Kon-Tiki och Tellus.

Andelsägarna i ovan nämnda fonder kommer att få en inbjudan till andelsägarmötet.

Förutsatt att andelsägarmötena godkänner etableringen, kommer förslaget att skickas till norska finansinspektionen, Finanstilsynet, för slutgodkännande. Tidpunkt för ikraftträdande kommer att meddelas på SKAGENS webbplatser.

Tekniksprång skapar drömmar och förhoppningar

Tekniska genombrott och framgångsrika digitala produkter och tjänster får många att räkna med att företag kommer att drivas på helt andra sätt i framtiden.

– Christian Jessen



David Rowan är redaktör för inflytelserika tidskriften Wired Magazine.

Den digitala ekonomins varmaste förespråkare hävdar, med stor övertygelse, att nätet skapar helt nya verksamheter. Närmare kunden, snabbare till marknaden och utan bojor till det som varit.

SKAGEN följer utvecklingen noga i andelsägarnas intresse. Vår uppfattning skiljer sig lite från den ovanstående, vilket du kan läsa om på följande sidor. Men låt oss först titta närmare på vad som sker.

David Rowan, redaktör för den brittiska utgåvan av inflytelserika tidskriften Wired Magazine, besökte nyligen SKAGEN i Stavanger. Han talade om framgångar, fiaskon och vad som driver lyckade globala entreprenörer. Både direkt och indirekt.

– Förutsättningarna ändrades helt för företag jag var intresserad av, förklarade David Rowan.

– Det finns en exponentiell (dvs. accelererande och stark) tillväxt inom teknik. Och verkligheten ändras mycket snabbare än tidigare.

Bostadsförmedlaren Airbnb har enligt företaget självt lyckats samla 650 000 objekt för uthyrning på bara fyra år. För Hilton har det tagit 93 år att bygga motsvarande kapacitet i hotellbranschen.

De tuffaste i näringslivet anser att marknadsföring bara är för klenisar. WhatsApp stoltserar med att inte ha spenderat en enda krona på det och menar, enligt David Rowan, att om man bara har rätt produkt i rätt tid så kan man ändå sälja den via nätet.

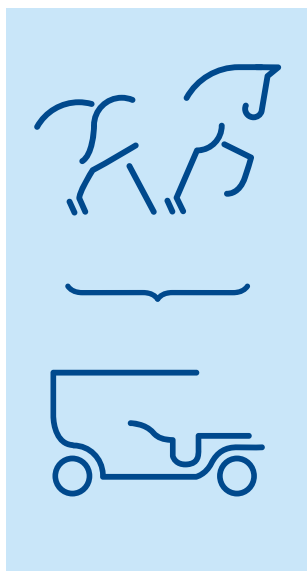
I näringslivet och i affärsmedier märks återigen en beundran för entreprenörer som vågar sig utanför de givna ramarna. David Rowan säger att många av de teknikmiljardärer han träffat har vissa tydliga personlighetsdrag.

– Ofta har de läs- och skrivsvårigheter eller någon grad av Aspberger. Och de ser inte begränsningar utan bara möjligheter.

David Rowan framhåller, kanske smittad av entusiasmen i hans värld, att Google också betalar för de särskilt begåvade ingenjörerna och formgivarna när de köper teknikföretag.

Skeptiska aktieanalytiker från den gamla världen kan alltså redan nu börja fundera över de skyhöga värderingarna av varje enskild ingenjör i företag som Nest Labs och Deepmind.

Hjälten i sammanhanget är serieentreprenören Elon Musk som alltid börjar med att sätta upp höga, extremt visionära mål. Och han lyckas med det mesta. Han tjänade en förmögenhet på betaltjänsten PayPal och revolutionerar nu världen med elbilen Tesla och banbrytande batteriteknik med allt vad det innebär.



DISRUPTIVE INVESTING

Begreppen *Disruptive Technology*, *Disruptive Innovation* och *Disruptive Investing* har använts om vart annat och blivit modeord i affärs- och finansvärlden. De myntades av Harvardprofessorn Clayton M. Christensen 1995. "Disruptive" syftar i sammanhanget på en ny idé som plötsligt kastar om spelreglerna på en hel marknad. Och så uppstår något nytt.

Enligt Christensen är det notoriskt svårt för etablerade

verksamheter att förnya sig radikalt. De är skapade för att utveckla och optimera för den marknad de befinner sig på, med fokus på nästkommande års resultat. "Institutioner försöker bevara problem där de har lösningen", säger David Rowan.

Disruptive Investing används om investeringar som görs för att vara med om de senaste trenderna och ligga i framkant när nya branscher uppkommer. *Disruptive Innovation* anses vara en mer precis benämning än *Disruptive Technology*. Först när en ny teknik har stöpts om

till en eller flera affärsmässiga innovationer äger det egentliga skiftet rum. Många av de mest respekterade bolagen har själva inte upfunnit ny teknik, men de använder den till kommersiella genombrott. Bilen uppfanns till exempel gradvis före år 1900, men det var inte förrän Henry Ford började massproducera T-Forden 1908 som marknaden för hästvagnar hotades.



Foto: Courtesy of Airbnb

Uthyrningssiten Airbnb, där resenärer kan hyra rum direkt från privatpersoner från hela världen, är ett exempel på företag som bygger på det ökande intresset för samverkanskonsumtion. Istället för att äga väljer fler och fler att dela, låna och byta med varandra. Ovan interiör från företagets huvudkontor i San Francisco.

FÖRETAGSFÖRVÄRV TILL ASTRONOMISKA SUMMOR

I år har vi nästan dagligen i affärsmedierna kunnat läsa om något nytt mobilteknikföretag som sålts för många miljoner, eller kanske till och med enorma miljardbelopp.

David Rowan har valt ut årets tre största affärer:

I februari köpte Facebook WhatsApp för 19 miljarder dollar. Företaget omsätter visserligen bara en bråkdel av det, men har 450 miljoner aktiva användare. WhatsApp är ett program för mobil meddelandehantering som främst används på tillväxtmarknaderna och är världens populäraste tjänst.

I januari såldes Nest Labs för 3,2 miljarder dollar till Google. Företaget säljer smarta termostater och grundades av två tidigare högt uppsatta Apple-medarbetare. Den ena av dem, Tony Fadell, kallas ofta Ipodens fader. Nest Labs är på väg att sammankoppla hemmet med den digitala världen på ett intelligent sätt (engelskans "nest" betyder "näste eller bo").

På sin shoppingrunda i januari köpte Google även brittiska Deepmind som inte har några produkter på hyllan. Grundare och ansikte utåt är multigeniet Demis Hassabis som leder 50 av världens mest framstående forskare inom artificiell intelligens och neurovetenskap. Google

betalade 400 miljoner dollar för företaget.

Förklaringen till de många affärerna är förvissningen om att en rad uppfinningar och stora tekniska framsteg inom framför allt mobilt internet ska skapa helt nya marknader och ge oss konsumenter möjligheter vi aldrig tidigare haft. Möjligheter som vi ska ta vara på under många år framöver.

Låter det som något vi hört förut? För bara femton år sedan handlades exempelvis nystartade internetföretag med underskott i kassan till skyhöga belopp. Även etablerade företag slogs samman kors och tvärs och kämpade hårt för att överleva i den sköna, nya it-världen. Genierna, de lysande entreprenörerna, hyllades

i glättiga magasin. Både för deras styrkor och egenheter. Varefter börsbubblan sprack i april 2000.

Det låter faktiskt som 1999, när man nu 2014 läser om och följer dessa marknader. Men som alltid finns viss substans bakom rubrikerna. Så även 1999. Amazon, till exempel, har visat sig mycket livskraftigt. Många bedömare menar att de oändliga möjligheter som internet skapat och som de mest visionära investerarna såg redan 1999, realiseras först nu. Via mobilt bredband, pektdatorer och gsm-baserade tjänster. Och en hel del annat i en rad andra branscher.

NOKIA	2007	PEKSKÄRM
BLOCKBUSTER	1999	STREAMINGTJÄNSTER
KODAK	1975	DIGITALFOTO

TRE DÖDA FÖRETAG

Historiskt finns det gott om exempel på företag som kollapsat för att de inte utnyttjat sina tekniska möjligheter att skapa kommersiellt gångbara produkter. David Rowan nämner tre av dessa:

En ingenjör anställd hos **Kodak** uppfann den första digitalkameran redan 1975. Men då passade det inte företaget, som livnärde sig på filmtillverkning. Efter en lång och smärtsam dödsstrid gick Kodak i konkurs. Ett etablerat bolag har intresse av att hålla kvar ett problem eller en produkt, där de själva har lösningen.

1999 kontaktades videoutvecklaren **Blockbuster** av utvecklingsavdelningen på ett annat företag, som kom med förslaget att börja strömma filmer för uthyrning även om det var dyrt till en början. Blockbuster avböjde dock och gav marknaden till Netflix med flera.

Nokia, i sin tur, hade tekniken för att framställa telefoner med pekskärm men prioriterade att tillverka stöttåliga telefoner som klarade fall på två meter, enligt David Rowan. Resten av den historien känner vi till.



NY INNOVATION

Något nytt. Ofta med sämre prestanda än existerande produkter, men med nya funktioner. Ersätter så småningom existerande produkter. Exempelvis läsplattor som ersätter persondatorer.



UTVECKLANDE INNOVATION

Utveckling av redan existerande innovationer som exempelvis kurvade platt-tvskärmar som bygger vidare på existerande platt-tv-apparater.



EFFEKTIVITETS-INNOVATION

Utmanar etablerade aktörer genom att organisera sig mer effektivt till exempel genom att upprätta central logistik, nya lägstkostnadsalternativ etc.

Värdefull förgörelse

Bolag som förändrar världen skapar inte nödvändigtvis värde för aktieägare. Det glömmes marknaden ständigt. Resultatet blir att heta börsbolag ofta får alltför höga prislappar. Emellanåt letar sig dock banbrytande bolag in i SKAGENS aktiefondsportföljer – om priset är rätt.

– Jonas A. Erikson

Företagshistorien är kantad av omvälvningar. Det kan vara nya innovationer som läsplattan som ersätter den klumpigare persondatorn. Eller en utveckling av existerande produkter: kurvade platt tv-apparater som bygger vidare på traditionell platt tv. Men det kan också vara att ett företag gör produkter eller tillhandahåller tjänster billigare och mer effektivt, som lågprisflygbolag som utmanar de traditionella flygbolagen.

Sett ur ett investerarperspektiv är det ofta ett problem att revolutionerande börsföretag blir så populära att värderingen av bolagen inte går att räkna hem. Många uppfattade exempelvis den japanska mobiloperatören NTT Docomo, världens första bredbandsaktör, som banbrytande i sin bransch runt millennieskiftet. Men att bolaget skulle värderas till 18 gånger bokfört eget kapital som det gjorde i början av 2000, var svårare att argumentera för. Särskilt som bolaget var verksamt på en marknad med låga inträdesbarriärer för konkurrenter. Marknaden

genomskådade detta när andra företag började flytta fram sina positioner och aktiekursen föll kraftigt. Bolaget värderas i skrivande stund mer rimligt, runt 1,3 gånger det bokförda egna kapitalet.

Gärna förändring och tillväxt – om priset är rätt

Man finner inte så många revolutionerande bolag i SKAGENS aktiefonder. Många gånger är risken för hög och avkastningsmöjligheterna för låga för den typen av bolag. SKAGEN är en värdeförvaltare som fokuserar på att hitta undervärderade, ofta lite missuppfattade bolag, i impopulära sektorer och regioner, med potential att värderas upp. Men det finns undantag.

– Vi investerar gärna i bolag som växer snabbt och som navigerar i föränderliga miljöer förutsatt att prislappen på aktierna är rätt och att det finns bra argument som backar upp bolagshistorien, säger Søren Milo Christensen, förvaltare i SKAGEN Global.



OM PRISET ÄR RÄTT

Företagshistorien är kantad av omvälvningar. Det kan vara nya innovationer som läsplattan som ersätter den klumpigare persondatorn. Eller en utveckling av existerande produkter: kurvade platt tv-apparater som bygger vidare på traditionell platt tv. Men det kan också vara att ett företag gör produkter eller tillhandahåller tjänster billigare och mer effektivt, som lågprisflygbolag som utmanar de traditionella flygbolagen.

OMKULLKASTARE I FORDONSINDUSTRIN

Biltillverkaren Hyundai Motors och däcktillverkaren Continental är SKAGEN-innehav som befinner sig i branscher och marknader i stark förändring.

– Många ser på Continental som ett däckföretag, men jag ser ett hi-techföretag. En aktie som har mycket mer att ge och som handlas till ganska måttliga 13 gånger den förväntade vinsten, säger Geir Tjetland, förvaltare i SKAGEN Vekst.

På två decennier har andelen 19-åringar som har körkort minskat från nästan 90 till omkring

70 procent i billandet USA. I storstäder som Boston, New York och Washington saknar numera en tredjedel av hushållen bil, och samåkningspoolerna blomstrar.

Samtidigt som bilåkandet blir mindre populärt i USA exploderar privatbilismen i det snabbväxande Asien, med Kina och Indien i spetsen. Det är något som den sydkoreanska biltillverkaren Hyundai Motors drar nytta av. Bolaget har följt Toyotas väg: börjat i lågprissegmentet och därefter rört sig uppåt. Med fortsatt konkurrenskraftiga priser, god bränsleekonomi och utmärkta nybilsgarantier har

företaget blivit världens fjärde största biltillverkare. Och det är inte bara i snabbväxande tillväxtmarknader som bolaget uppvisar höga tillväxttal i försäljningen utan även i länder som USA. Hyundai Motors blev ett portföljnehav i SKAGEN när aktien var på rea under brinnande finanskris 2009.

Självgående bilar är något som rycker allt närmare. Innan 2025 räknar den tyska däcktillverkaren Continental med att helt automatiserade bilar kommer att rulla på våra vägar. Omkring 90 procent av alla bilolyckor beror på mänskliga faktorn. Självgående bilar för-

väntas därför drastiskt minska antalet bilolyckor. Det kommer förändra inte bara skadeförsäkringsbranschen och sjukvården utan hela transportnäringen. Continental satsar på att vara en ledande aktör i denna omdaningsprocess med sina intelligenta tekniska lösningar för exempelvis fartkontroll, kollisionsskydd och trafikskyltigenkänning.

På samma sätt som man förknippar mikroprocessortillverkaren Intel med datorer ”Intel inside” vill Continental att man ska förknippa Continental med framtidens bilar ”Conti inside”.

HÖGTFLYGANDE LÅGPRISFÖRETAG

Investeringar i flygbolagsaktier har generellt sett varit notoriskt dåliga för investerare. Men det innebär inte att alla investeringar i branschen är dåliga.

Investeringsgurur Warren Buffett – som liksom SKAGEN är en värdeförvaltare – är känd för sin aversion mot flygbolag. Han sägs ha en påminnelseklapp i sin bröstficka med budskapet att aldrig investera i ett flygbolag. Virgin Airways excentriska grundare Richard Branson, har kanske uttryckt det bäst: ”Enklaste sättet att bli miljonär är att starta som en miljardär och sedan investera i ett flygbolag”.

Är priset rätt finns det dock ingen orsak att inte investera i flygbolagsaktier. Det norska flygbolaget Norwegian finns med i flera av SKAGEN aktiefonder. Bolaget, som grundades av den tidigare stridspiloten och advokaten Bjørn Kjos, bestod vid starten 2001 av en flotta Fokkerflygplan utan passage-are. Detta efter att flygbolaget Braathens sagt upp sitt serviceavtal med Norwegian efter att ha blivit uppköpt av SAS. Idag, tretton år senare, är Norwegian mycket mer lönsamt än SAS – och på väg att bli lika stort.

Bland ingredienserna i Norwegian framgångsrecept finns en modern flygplansflotta, som ger bättre bränsleekonomi, inga

gamla dyra strukturer och byråkrati. En effektiv internetbaserad bokningstjänst, billiga biljetter för massmarknaden plus attityden att man får vad man betalar för har också varit viktiga komponenter när man utmanat de facto-monopolisten SAS. Och det är en match bolaget så här långt ser ut att vinna.

– Det går att hitta vinnare även i flygindustrin. Bolag som har en bra kostnadsstruktur och fokus, som Norwegian. Bolagets aktier har givit en årlig genomsnittlig avkastning på 24 procent sedan Norwegian bör noterades 2003, säger Knut Harald Nilsson, förvaltare i SKAGEN Kon-Tiki.

Ett annat exempel på flygbolag i SKAGENS portföljer, som

uppvisar vissa likheter med Norwegian, är malaysiska Air Asia. Bolaget leds liksom Norwegian av en visionär vd, Tony Fernandes, som äger en fjärdedel av bolaget. Air Asia har de lägsta kostnaderna i världen bland flygbolag, tillsammans med irländska Ryanair, och förväntas öka sin marknadsandel rejält när ASEAN-länderna öppnar upp sin flygmarknad för konkurrens 2015. Bolaget kommer också gynnas av ett ökat resande från Kina. Mer än 100 miljoner kineser turistade under 2013 utomlands och antalet väntas fördubblas före 2020.

OMDANANDE E-HANDELSFÖRETAG

Svenska Kinnevik och Sydafrikanska Naspers är två bolag i SKAGEN-portföljerna med många investeringar inom online-bolag på marknader i förändring.

Det svenska investmentbolaget Kinnevik är ett typiskt exempel på ett bolag som trivs i omkullkastande miljöer. Med superentreprenören Jan Stenbeck vid rodret utmanade och besegrade Kinnevik flera institutioner som de svenska tv- och telemonopolen med TV3 och

Comviq/Tele2 i spetsen. Efter Jan Stenbecks död 2003 har dottern Cristina Stenbeck axlat rollen som bolagets ledare och är nu Kinneviks styrelseordförande. Hon uttryckte nyligen att Kinnevik ska ses som ett opportunistiskt och flexibelt investmentbolag, som inte eftersträvar en balanserad portfölj vare sig man ser på bransch eller region.

Omstöpningen av Kinnevik mot en ledande onlineaktör, med innehav i bolag som e-handelsbolaget Zalando och företagsinkubatorn Rocket Internet, och en rad andra online bolag,

har varit lyckosam. Och en ökande andel av bolagets intäkter kommer från snabbväxande tillväxtmarknader. Under de senaste två åren har aktiekursen fördubblats, trots det menar SKAGEN Kon-Tikis förvaltare Kristoffer Stensrud att bolaget är undervärderat.

– Ser man på Kinnevik som ett traditionellt svenskt investmentbolag är bolaget inte lågt värderat, men om man ser på bolaget som ett investmentföretag med en diversifierad e-handelsportfölj är det betydligt billigare, säger Kristoffer Stensrud.

Ett annat bolag i SKAGENS portföljer med verksamhet inom media och e-handel är sydafrikanska mediaföretaget Naspers. Bolaget har, liksom Kinnevik, ett entreprenöriellt förvärvsfokus, med goda marknadspositioner i flera tillväxtmarknader. En fördel att primärt verka i tillväxtmarknader är att man kan utveckla produkter och tjänster direkt för mobilen, utan att behöva gå omvägen via persondatorer som är fallet i många mer utvecklade länder (läs mer om Naspers på sid 10).



Mer än kommunikation

Medan vi i västvärlden ser fram mot den senaste designen och teknologin från bolag som Samsung och LG är perspektivet ofta annorlunda för de som lever i världens tillväxtregioner.

– David Reiser

I flera afrikanska länder har innovationer och teknologi i allt snabbare takt förändrat vardagen under de senaste 15 åren. Afrikas telenät var till exempel kroniskt dysfunktionella sedan årtionden. Men med stora framsteg och kostnadseffektiviseringar inom mobil teknologi har kontinenten sedan millennieskiftet succesivt kommit i kapp och i vissa fall passerat västvärlden. Investeringar i fast telefoni har ratats till förmån för kostnadseffektiva och flexibla basstationer för mobiltelefoni. Därmed fick man inte bara ordning på täckningen – Afrika klev även rakt in i den internetbaserade mobileran med alla dess möjligheter.

Nya affärsmodeller

Och utvecklingen har sedan dess gått i en rasande fart. Sedan millennieskiftet har antalet mobilabonnemang söder om Sahara

”Vid en resa till ön Zanzibar utanför Tanzanias kust för några år sedan berättade en fiskare entusiastiskt för mig hur hans liv hade förändrats. Med mobiltelefonens hjälp kunde han nu hålla koll på väderprognoser och lokalisera fiskbestånd, och inte minst redan ute till havs ta in prisförfrågningar från uppköpare i olika hamnar på land för att på så vis optimera försäljningspris, fångst och marginal.”

vuxit fyrtiofaldigt från 16,5 miljoner till 650 miljoner 2013 vilket fångat utländska investerarens uppmärksamhet.* Den amerikanska mjukvarujätten Microsoft (cirka två procent av SKAGEN Globals portfölj) med kontor i fjorton afrikanska länder lanserade exempelvis under förra året en mobiltelefon speciellt framtagen för den afrikanska marknaden. För många afrikaner är mobilen också deras första dator och i och med det har världen krympt ytterligare några storlekar. Via telefonens internetuppkoppling kan exempelvis afrikanska studenter plötsligt ta del av kostnadsfria föreläsningar från ledande amerikanska universitet eller tal från världsledande entreprenörer.

I kölvattnet av Afrikas mobila revolution har en rad nya tjänster och affärsmodeller uppstått. Ett SKAGEN-innehav som inte har varit sena att kapitalisera på det är det sydafrikanska media- och e-handelsbolaget Naspers (cirka 1,5 procent av SKAGEN Kon-Tikis portfölj).

Naspers har ett entreprenöriellt förvärvsfokus, med goda marknadspositioner i Afrika, Brasilien, Kina, Ryssland och andra delar av Östeuropa. De äger flera internetföretag och har en stark position i det snabbt växande betal-tv-segmentet i många afrikanska länder. En fördel med att primärt verka i tillväxtmarknader med hög mobilpenetration är att Naspers kan gå direkt på mobila tjänster och slipper omvägen via persondatorer.

Vidgade vyer

Även finansiella tjänster har utvecklats i rask takt. Istället för bankkonton och plastkort, har bristande kontanthantering och få lokala bankkontor drivit på efterfrågan på mobila banktjänster, eller e-plånböcker. Men innovationerna har inte kommit från den finansiella sektorn. Den kenyanska mobiloperatören Safaricom (tidigare ett innehav i SKAGEN Kon-Tiki) är med sin tjänst M-Pesa världsledande på mobila banktjänster. Likaså lanserade den indiska mobiloperatören Bharti Airtel (2,7 procent av SKAGEN Kon-Tikis portfölj) med stor närvaro i Afrika hösten 2013 ett samarbete för mobila betaltjänster tillsammans med västafrikanska Ecobank.

Vad som från början primärt var ett kommunikationsmedium har alltså i rask takt blivit så mycket mer. Vid en resa till ön Zanzibar utanför Tanzanias kust för några år sedan berättade en fiskare entusiastiskt för mig hur hans liv hade förändrats. Med mobiltelefonens hjälp kunde han nu hålla koll på väderprognoser och lokalisera fiskbestånd, och inte minst redan ute till havs ta in prisförfrågningar från uppköpare i olika hamnar på land för att på så vis optimera försäljningspris, fångst och marginal. Betalningen skötte han naturligtvis, och till bankens förtret, även den via mobiltelefonen.

* Källa: Världsbanken



Foto: David Reiser

”Att arbeta i Stavanger är inte helt väsensskilt från att arbeta i hemstaden Göteborg enligt Johan Swahn. På båda platserna är bruset från havet och regnet starkare än det från finansvärlden. Det finns mindre som distraherar och det är enklare att gå sin egen väg.”

”Den som jobbar mest vinner”

Med många investeringsidéer och en stark tro på fakta och hårt arbete, har SKAGEN Globals nye svenske teammedlem redan satt sin prägel.

– Anna S Marcus

För att illustrera SKAGENs värdebaserade investeringsfilosofi brukar vi, förenklat, säga att vi har som målsättning att köpa bolag värda en krona för endast 50 öre. Denna målsättning vill SKAGEN Globals nye portföljförvaltare Johan Swahn komplettera med att det i vissa lägen även kan vara bra att köpa bolag värda tre kronor för två kronor. Med det menar han att vissa kvalitetsbolag som idag anses vara dyra troligen kommer att bli ännu dyrare med tiden.

Med ett begrepp lånat av investeringsguden Warren Buffett kallar Johan Swahn dem för compounders. Företag som under långa perioder har ovanligt god avkastning på kapitalet och som över tid ger aktieägarna ett ackumulerat värde – ett slags ränta på ränta-effekt. Som exempel på det nämner han det amerikanska medicinteknikbolaget Varian, som länge har varit högt värderat på börsen. Bolaget har dock bra produkter som sannolikt kommer att generera intäkter under lång tid framöver. Amerikanska klädkedjan Gap är en annan av Johan Swahns investeringsidéer. Ett bolag som han menar har en ljus framtid sedan nye vd:n för ett par år sedan lyckades vända försäljningen och nu ökar sin närvaro i flera tillväxtländer.

Tyst kunskap

– Som investerare är jag extremt faktabaserad. Det är till exempel lätt att stirra sig blind på analytikernas vinstprognoser, men dessa slår oftast väldigt fel sett på ett par års sikt. Då är det intressantare att se vad bolagen faktiskt har levererat och att samla in data själv, säger han.

Han menar att för att vara en skicklig investerare behöver man vara medveten om sina egna fördomar och den mänskliga psykologin. Våra hjärnor lurar oss. Vi är till exempel mer rädda för att förlora tio kronor än vi blir glada av att tjäna samma belopp.

Fakta och en viss distansering är det som fungerar bäst i analysfasen, men under idéprocessen är det intuitionen – eller den samlade ”tysta” kunskapen baserad på år av erfarenheter – som styr.

– Det är egentligen ingen brist på idéer. Ju mer man läser, desto fler impulser får man. Tricket är att orka följa upp dem. Det gäller att verifiera, läsa på om bolagets kassaflöde, kolla upp vad ledningen gör, ringa sina kontakter. För i slutändan är det den som jobbar mest som vinner.

OM JOHAN SWAHN

- Började läsa ekonomi närmast i smyg, och efter att ha hoppat av sina ”riktiga” studier inom bland annat journalistik och teknologi kom han in på Handelshögskolan i Göteborg. ”Jag insåg att finans är världens roligaste jobb.”

- Om jobbet i SKAGEN: ”Det var en kollega på tidigare arbetsplatsen Stena som i Dagens Industri såg annonsen för platsen som senior portföljförvaltare.”

- Varför SKAGEN: ”Jag har alltid gillat SKAGENs angreppssätt och har sedan tidigare mina egna pensionspengar investerade i SKAGENs fonder. Vi har ju också ett fenomenalt track record.”

- Om att pendla till Stavanger: ”Det går bra tack vare goda flygförbindelser från Göteborg. Jag arbetar väldigt intensivt de tre dagar i veckan som jag är i Stavanger. De två övriga dagarna arbetar jag på SKAGEN-kontoret i Göteborg och kan vara närmare min fru och mina tre killar (8, 4 och 2 år).”

- Började arbeta i SKAGEN i mars.

SKAGEN Credit – vem skulle du låna ut pengar till?

Portföljförvaltarna för nystartade SKAGEN Credit väljer ut företag som de kan tänka sig att låna ut pengar till. Något som inte är lika enkelt som man kanske skulle kunna tro.

– Trygve Meyer

På samma sätt som SKAGENS övriga aktie- och obligationsfonder har SKAGEN Credit breda mandat och investerar i de bästa obligationerna oavsett kreditkvalitet, bransch och land. Eftersom det rör sig om investeringar i företag drar förvaltarna nytta av den samlade erfarenheten från SKAGENS aktiefondsteam och de bolagsanalyser som görs där, när de gör sina bedömningar.

SKAGEN Credits förvaltare Ola Sjöstrand och Tomas Nordbø Middelthon, identifierar företagsobligationer vars marknadspris inte motsvarar den risk de anser sig ta för att låna ut pengar till bolaget. Resultatet kan antingen vara att lånet är felprissatt eller att man får hög ränta på pengarna man lånar ut.

Om marknaden får en bättre förståelse för företagets riskprofil eller om riskprofilen faktiskt förbättras kommer det att ge överavkastning i fonden. Avkastningen kommer i huvudsak att komma från obligationer vars pris utvecklas gynnsamt, eller från obligationer som har en hög och stabil löpande avkastning i förhållande till riskprofilen. Målet är att ge fondens andelsägare bästa möjliga riskjusterade avkastning.

Under den första månaden sedan starten 30 maj 2014, har SKAGEN Credit investerat i cirka 30 olika företag i länder från Amerika till Asien och i branscher från transport till energi. Här följer två exempel på två av fondens investeringar hittills.



Foto: Jan Inge Haga

SKAGEN CREDITS PORTFÖLJFÖRVALTARE

SKAGEN Credits portföljförvaltare drar nytta av sin egen expertis inom räntemarknaderna, men också av våra aktieförvaltares omfattande kunskaper i aktieanalys. De har kompletterande erfarenheter som spänner över såväl ränteförvaltning som bolagsanalys, riskhantering och trading.

Tomas Nordbø Middelthon har arbetat i SKAGEN sedan 2010, både som riskanalytiker och senare som portföljförvaltare för

SKAGENS penningmarknadsfonder. Tomas har också arbetat på Statoil med ansvar för att implementera globala riskstyrningsverktyg. Tomas har en MBA i finansiell ekonomi och är auktoriserad finansanalytiker.

Ola Sjöstrand har varit portföljförvaltare för SKAGENS räntefonder sedan 2006 och har bland annat startat penningmarknadsfonden SKAGEN Krona, som han fortfarande förvaltar. Ola har tidigare varit portföljförvaltare i svenska Soyagruppen. Ola har en fil. kand. i företagsekonomi och har även läst nationalekonomi.



EXEMPEL 1 BRITTISK STOLTHET SOM BLEV INDISK

Få varumärken anses vara så brittiska som Jaguar och Land Rover. Båda bilproducenterna har en lång historia som bidrar

till att göra dem till en intressant investering för SKAGEN Credit.

Från 1940-talet fram till idag har de två företagen genomgått

många förvandlingar och sammanslagningar, bland annat som dotterbolag till Ford och BMW. Sedan finanskrisen 2008 har bolagen gått samman och är nu en del av indiska koncernen Tata Motors.

Jaguar Land Rover har en solid marknadsposition och är väl diversifierat vad gäller existerande och nya modeller. Det ger en god grund för att leverera goda resultat.

För Tata Motors utgör Jaguar Land Rover nästan 90 procent av resultatet och tre fjärdedelar av försäljningen. Detta visar att Jaguar Land Rover har en stark position, både som globalt varumärke och inom koncernen.

Tata Motors planerar ytterligare expansion för att dra nytta av efterfrågan på lyxbilar i tillväxtmarknader som Kina och Brasilien.

Landrisk hos moderbolaget

Jaguar Land Rover är ett bolag med relativt låg skuldsättning

och har ett bra kassaflöde. Det är viktigt för kreditinvestorer då det säger något om förmågan att återbetala lån.

Baserat på nuvarande resultat och lånesituation i Jaguar Land Rover skulle bolaget som separat bolag ha betyget BBB hos ratinginstitutet S&P. Eftersom företaget är en del av indiska Tata har det istället det lägre betyget BB. Jaguar Land Rover kan nämligen inte ha en högre rating än moderbolaget, och Tata som helhet dras ner av den allmänna risken i den indiska ekonomin.

Kort sagt får man som företagsobligationsägare bra betalt med hänsyn till risken man tar. Bara det är en god anledning att investera i bolagets obligationer.



EXEMPEL 2 BRASILIANSK OLJA

”O petróleo é nosso!”, oljan är vår, var slagordet då Brasiliens största bolag lanserades 1953. Sedan dess har Petroleo Brasileiro SA, eller Petrobras som

de flesta kallar det, vuxit till ett stort internationellt oljebolag.

Cirka 90 procent av oljereserverna finns i Brasilien och på så mycket som 6–7000

meters djup. Utöver det är oljan rätt trögflytande. Bolaget har god löpande intjäning, men utvinningen av oljereserverna är kapitalkrävande och har lägre marginaler jämfört med mer tillgänglig olja.

Som en följd av sin verksamhet har Petrobras ett stort investeringsprogram som bland annat finansieras med lånade pengar, som obligationslån. Bolaget anses vara mycket kreditvärdigt lokalt och har en nationell AAA-rating (S&P).

Den internationella ratingen är lägre, men ligger ändå på *investment grade* från BBB och uppåt hos S&P. Den lägre internationella ratingen beror på bolagets säte i tillväxtmarknadslandet Brasilien.

Attraktiva räntor

Petrobras har många obligationer som är utställda i dollar. Detta är gynnsamt eftersom investerare därmed lyder under amerikansk lagstiftning, samtidigt som man har möjlighet att

köpa obligationer i ett brasilianskt bolag och kan dra nytta av attraktiva räntor.

– Det är inte ovanligt att stora företag från tillväxtmarknader önskar internationell finansiering, säger Tomas Nordbø Middelthun som förvaltar SKAGEN Credit. För oss skapar det möjligheter. Speciellt när företagsobligationens marknadspris inte står i förhållande till den risk vi anser oss ta vid en investering.

Petrobras har sagt att målet är ökad produktion och minskad nettoskuld under de kommande åren. De kommer att minska risknivån, vilket gynnar obligationsägare.

Slutsatsen är att Petrobras obligationer ger bra ränta i förhållande till risken. En minskad skuld kommer att dra ner risken ytterligare, vilket är något som kommer obligationsägarna till del.

Portföljförvaltarnas berättelse

Introduktion

- › Den globala ekonomin pekar uppåt, men vägen saknar inte farthinder.
- › Det andra kvartalet präglades av stora politiska händelser, bland annat i Indien.
- › Stor politisk osäkerhet skapar ofta attraktiva värderingar.
- › Det finns färre billiga företag, men ändå möjligheter.



Foto: Bloomberg

Med Narendra Modis valseger och förhoppningar om kommande välbehövliga reformer, fortsatte Indiens börser att skjuta i höjden.

Ett händelserikt kvartal

Låg volatilitet på de globala finansmarknaderna under andra kvartalet kunde ge intrycket att sommarlovet hade börjat tidigt. Men det var tvärtom händelserika månader, framför allt på politisk nivå.

De globala aktiemarknaderna fortsatte att stiga under andra kvartalet med en avkastning på 8,5 procent. Till skillnad från tidigare kvartal – och i motsats till vad tidningsrubrikerna förutspådde i början av året – gav tillväxtmarknaderna en högre avkastning (10 procent) än de utvecklade (8,3 procent).

Uppåt, men med vägbulor

Under kvartalet fick vi veta att USA:s BNP fallit med 2,9 procent under första kvartalet jämfört med samma period förra året. Detta kan vid första anblicken se ut som ett stort bakslag för den amerikanska ekonomin, men så bör det inte tolkas. Det var en nedrevidering jämfört med tidigare uppskattningar, som främst beror det extrema vintervärdet i USA. Senare mätningar av industrin, bostadsmarknaden och konsumtionen tyder på en fortsatt ökad aktivitet.

I Japan föll konsumtionen kraftigt i april efter att moms höjdes för första gången på 17 år, från 5 till 8 procent. Ökningen är en del av premiärminister Shinzo Abes plan för att förbättra statsfinanserna, och här finns en av hans största utmaningar.

Japan måste få ordning på de offentliga finanserna och samtidigt få fart på den ekonomiska tillväxten. Åtgärder för att förbättra det ena, till exempel ökade skat-

ter, gynnar inte nödvändigtvis de andra målen. Än så länge finns det anledning till en försiktig optimism, konsumtionen ökade i maj och regeringen fortsätter sina strukturreformer. Nyckelfaktorer för en fortsatt förbättring kommer att vara en öppnare arbetsmarknad, lägre företagsbeskattning och bättre bolagsstyrning.

Ur investerarsynpunkt är det viktigt att påminna sig om marknadspsykologins betydelse i Japan. Det är nästan 25 år sedan aktiemarknaden toppade i en stor, spekulativ bubbla. Kraschen som följde satte djupa spår och allokeringen

till aktier är fortsatt låg både bland privata och institutionella placerare. Men en förändring verkar vara på gång.

Europeiskt lågränteklimat

Den europeiska centralbanken, ECB, blev den första stora centralbanken att införa negativa inlåningsräntor. Syftet är att stimulera ökad utlåning och konsumtion, och därmed nå det uttalade inflationsmålet på "nära 2 procent." För att lyckas behöver ECB förmodligen följa upp med kraftfullare åtgärder, mer om detta i räntekommentaren på sidan 30.



Europeiska centralbanken, med ordförande Mario Draghi, blev den första stora centralbanken att införa negativa inlåningsräntor. Syftet är att stimulera ökad utlåning och konsumtion, och därmed nå det uttalade inflationsmålet på "nära 2 procent."

Foto: Bloomberg



Foto: Bloomberg

USA:s BNP minskade med 2,9 procent under första kvartalet i år, en nedrevidering jämfört med tidigare uppskattningar. Det ovanligt bistra vinter- och vårvädret i stora delar av landet innebar ett stort avbräck för ekonomin, men flera indikatorer visar nu en ökad aktivitet.

I Europas periferi emitterade Grekland sin första långa statsobligation på fyra år, som fick ett positivt mottagande från investerarna. Räntan på den tioåriga grekiska statsskulden har nu sjunkit från nästan 40 procent, när krisen härjade som värst hösten 2011, till under sex procent i dag.

Detsamma gäller för andra länder i periferin. Denna utveckling gynnade SKAGEN Tellus andelsägare tack vare investeringar i grekiska, italienska, portugisiska och slovenska statsobligationer. Att trycket minskar och att ekonomin tycks peka uppåt är positivt, men vi skulle gärna se att reformberedskapen inte dämpas av ett minskat tryck på statsfinanserna.

Under kvartalet blev det också officiellt att Sydafrika inte längre är Afrikas största ekonomi. Efter att ha ändrat mätmetod ökade Nigerias BNP över en natt med 89 procent till 510 miljarder dollar.

Händelserikt inom politiken

Det andra kvartalet var politiskt händelserikt. Viktigast var nog Narendra Modi och indiska folkpartiet BJP:s överlägsna seger. Som före detta minister i delstaten Gujarat gjorde Modi en bra insats för att minska byråkratin och underlätta ekonomisk tillväxt. Ambitionen är att göra detsamma på nationell nivå. Den förkrossande val-

segern gav honom ett starkt mandat, men det kommer han också att behöva i ett mer än 1,2 miljarder människor stort kulturellt såväl som religiöst heterogent samhälle.

Den indiska aktiemarknaden har stigit med 29 procent hittills i år, så förväntningarna på reformer och ekonomisk utveckling har satt sin prägel på marknaden. Nu är det upp till Modi och hans regering att leverera.

Mindre positivt var att det socialistiska partiet ANC vann ännu en gång i Sydafrika. Samtidigt som landet kämpar med ekonomin – hög arbetslöshet och stora skillnader – har president Jacob Zuma varit inblandad i korrupsionsskandaler och anklagats för att ha använt offentliga medel för sin egen lyxkonsumtion. ANC spelade en viktig roll för avskaffandet av apartheid, men har under de senaste åren misslyckats med att genomföra viktiga reformer.

Trots att militären tog makten i Thailand fortsatte aktiemarknaden med oförminskad styrka uppåt. Det var den tolfte statskuppen sedan 1932, då konstitutionell monarki infördes, så ur det perspektivet är det business as usual.

Utvecklingen i Mellanöstern är också oroande. Militanta islamister från ISIL tog kontroll över viktiga landområden i

Irak och Syrien. Förutom de politiska och sociala konsekvenserna kan ytterligare upptrappning påverka oljepriset då Irak är OPEC:s näst största oljeproducent med över tre miljoner fat om dagen.

Inriktade på företagen

I SKAGEN fokuserar vi på företagen. Det är trots all de, och inte stater eller marknader, som i slutändan skapar värde för aktieägarna. Men miljön som ett företag verkar inom är naturligtvis viktigt för den sammantagna utvecklingen.

Att rättssäkerhet uppfylls och att det inte är för svårt att ansöka om tillstånd eller bygga nya fabriker är viktiga faktorer för företagens långsiktiga utveckling. Därför är det mycket viktigt att politiker, särskilt på tillväxtmarknader, tar den chans de har att underlätta fortsatt tillväxt och välstånd i stället för att tänka på att berika sig själva. Därför är vi glada över att Modi vann i Indien, och mindre optimistiska inför Sydafrika så länge Zuma har makten.

Samtidigt bör man ha i åtanke att hög politisk osäkerhet ofta skapar attraktiva värderingar som till stor del uppväger de politiska riskerna. Därför är det viktigt att vara pragmatisk i investeringsbesluten, vilket vi på SKAGEN hela tiden strävar efter att vara.



Foto: Heineken

Som man sår får man skörda. Heineken – ett av SKAGEN Kon-Tikis portföljbolag – har dragit nytta av lågränteklimatet och tagit ett 30-årigt lån till 2,56 procents ränta. Kornfältet på bilden tillhör en av bryggerijättens leverantörer i Etiopien.

Färre billiga bolag, men ändå möjligheter

Många av världens börser har nu stigit i mer än fem år och jämförelseindexet S&P 500 har ungefär tredubblats sedan bottennoteringen våren 2009. Under denna period har likviditeten legat på en nivå utan motstycke i finanshistorien. Detta har drivit upp priset på tillgångsslaget – inte för att det har varit ett mål i sig, utan därför att centralbankerna anser att välståndseffekten som uppstår när aktier och fastigheter ökar i värde leder till ökad konsumtion och därmed ekonomisk tillväxt.

Under den senaste tiden har volatiliteten minskat och investerare är i allmänhet optimistiska. Förfärvs- och fusionsaktiviteten är tillbaka på den högsta nivån sedan 2007. En stadigt växande andel nya börsbolag har emellertid aldrig gått med vinst. Aktier var generellt mycket billiga för fem år sedan men det är de inte längre – i synnerhet inte amerikanska. Detta betyder inte att den stora korrigeringen kommer ”i morgon.” Det finns fortfarande en hel del kvar innan vi når de tidigare excesserna, och marknadstoppar tenderar att präglas av just det. Räntorna är fortfarande mycket låga, och obligationer och kontanter är inte särskilt attraktiva jämfört med aktier.

Faran är emellertid att man grundar långsiktiga investeringsbeslut på hur världen ser ut just nu, och inte på hur den kommer att se ut i framtiden. Amerikanska företags vinstmarginaler är på rekordnivåer och räntorna är rekordlåga. Tänk om detta normaliseras eller om centralbankerna upphör att stimulera marknaden?

Vid sådana tillfällen kan det vara bra att påminna sig om den gamla läran och universell sanningen: *This too shall pass.*

Men så till det viktigaste. Inom SKAGEN bryr vi oss inte så mycket om, och lägger minimalt med energi på, att försöka förutspå marknaden som helhet. Företagen är i vårt fokus, och vi fortsätter arbeta med att hitta de som gör bättre ifrån sig än konkurrenterna i såväl goda som dåliga tider.

Avvikelser ger möjligheter

Låga räntor ger företagen valmöjligheter. Drar bolagen nytta av lågränteklimatet för att finansiera sig billigare på lång sikt, eller samlar de på sig skulder – ofta med kortare löptid? Medan de förra ger en grund för goda resultat i framtiden, kan de sistnämnda snabbt få en kalldusch när räntorna börjar stiga.

SKAGEN Kon-Tikis investering Heineken erhöll under kvartalet 100 miljoner euro

i lån med en löptid på 30 år. Räntan var endast 2,56 procent och lägre än för de flesta stater. Sådant tycker vi som investerare om att se.

Centralt på senare tid har varit den betydande skillnaden i värdering mellan och inom marknader. Vissa branscher är populära, andra är på något lägre nivåer. Detsamma gäller för länder och regioner. I tillväxtmarknaderna ser vi fortsatt attraktiva värderingar. Europa är fortsatt billigare än USA, och om japanerna kan leverera på sin ambitionsnivå ser landets aktiemarknad mycket intressant ut.

Utmärkt utgångspunkt

Den här situationen skapar möjligheter för stock pickers, vilket i sin tur återspeglas i SKAGENS portföljer. Även om bolagsvärdet ofta är annorlunda, har alla portföljer gemensamt att de består av bra företag som handlas med en betydande rabatt i förhållande till sina respektive jämförelseindex.

Hög kvalitet till sänkta priser är som bekant en utmärkt utgångspunkt för en bra affär och efterföljande avkastning. Glad sommar!

SKAGEN Vekst

- › Kursrekord för fonden i mitten av juni.
- › Stark uppköpsaktivitet och låg marknadsvolatilitet.
- › Råvaror och olja tillhörde kvartalets bästa bidragsgivare .

Ett rekordkvartal

Rekordhög uppköpsaktivitet på de globala aktiemarknaderna och kursrekord för SKAGEN Vekst kännetecknade det andra kvartalet. Det gjorde även den rekordlåga volatiliteten på marknaderna.

SKAGEN Vekst nådde sin kurstopp i mitten av juni med en andelskurs på 1753 och i slutet av månaden var andelskursen tillbaka på den nivån. Trots att det i flera avseenden var ett rekordkvartal avslutade SKAGEN Vekst med en absolut avkastning på 3,7 procent, vilket var betydligt svagare än vårt jämförelseindex som steg med 6,6 procent under kvartalet. Hittills i år har andelskursen gått upp 11,8 procent, vilket är 0,4 procentenheter bättre än jämförelseindexet.

Starka siffror

Hittills i år har vi sett en mycket hög uppköpsaktivitet på de globala aktiemarknaderna. Sammanlagt presenterades förvärv för hela 1,7 triljoner dollar. Det är 75 procent mer än vid samma tidpunkt i fjol och det högsta vi sett sedan 2007. Samtidigt fortsätter marknadsuppgången i en miljö av låg volatilitet. Volatiliteten under första halvåret är den lägsta sedan våren 2005. Hög förvärvsaktivitet och inte minst rekordmånga nya börsintroduktioner brukar signalera att marknaden är på väg att toppa, men mycket låg volatilitet har historiskt sett gett stabil och god avkastning på marknaden. De nordiska marknaderna hade en något annan utveckling under kvartalet. Bäst var Norge med en kvartalsuppgång på 11 procent, följt av Danmark, +8,4 procent, och Finland, +5,8

procent, Stockholmsbörsen, däremot, var slätstruken under det andra kvartalet med +0,9 procent.

Mer att hämta

Aktiekursen i Norsk Hydro har stadigt tickat uppåt sedan november i fjol, då den brasilianska råvarujätten Vale sålde sin post i företaget för 25 norska kronor per aktie. Vi passade på att dubbla innehavet i Norsk Hydro. Sedan Vale sålde sitt innehav har Hydro-aktien klättrat mer än 34 procent, och priset börjar nu närma sig företagets bokförda värde. Vi tror dock att det finns mer att hämta eftersom vi räknar med stigande aluminiumpriser till följd av en bättre marknadsbalans. Totalstopp för bauxitexport från Indonesien kan ändra utbudssidan och en ökad efterfrågan på aluminium drivs bland annat av de globala biltillverkarna. Sammantaget bör detta kunna leda till ett bättre resultat framöver för Norsk Hydro som har runt 80 procents exponering mot aluminium och aluminiumprodukter.

I slutet av kvartalet genomfördes dessutom en större transaktion inom nordisk vattenkraft. Statskrafts försäljning av vattenkraftproduktion i Finland är ett kvitto på att Norsk Hydros produktion på knappt 10 terawattimmar är värd omkring 37 miljarder norska kronor, eller 18 kronor per aktie.

AVKASTNING

KV 2/-14*

12 M.*

SKAGEN Vekst 4,2% 24,8%

MSCI Nordic/MSCI AC ex. Nordic 7,2% 23,9%

* Per 30 juni 2014.



Portföljförvaltare

Geir Tjetland, Ole Sjøberg och Alexander Stensrud*

* Juniorförvaltare i SKAGEN Vekst under ett års tid.

NYCKELTAL FÖR DE STÖRSTA INNEHAVEN I SKAGEN VEKST (PER 30/6 2014)

Företag	Postens storlek	Kurs	P/E 2014E	P/E 2015E	P/BV senaste	Kursmål
Samsung Electronics	7,5%	1 060 000	6,1	5,7	1,0	1 500 000
Royal Caribbean Cruises Ltd	7,1%	56	14,8	12,4	1,4	75
Teva Pharmaceutical	5,5%	52	11,2	10,7	1,9	65
Norsk Hydro	5,4%	33	28,5	14,6	0,9	42
Continental AG	4,8%	169	13,4	11,6	3,6	225
Danske Bank A/S	3,6%	154	13,0	10,6	1,1	185
Philips	3,4%	23	15,0	12,5	1,9	40
Kia Motors	3,4%	56 600	6,1	5,7	1,0	105 000
Norwegian Air Shuttle	3,4%	201	28,8	7,2	2,5	340
Statoil	3,0%	188	12,6	12,2	1,6	200
Topp 10 vägt genomsnitt	44,2%		10,6	8,6	1,27	42%
Topp 35 vägt genomsnitt	84,0%		10,4	8,3	1,58	52%
Jämförelseindex (MSCI Nordic/MSCI AC ex. Nordic)			17,5	16,0	2,11	

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



Foto: Norsk Hydro

Norsk Hydro är en av vinnarna i portföljen under andra kvartalet. Aktiekursen har fördubblats och tickat jämnt uppåt sedan november förra året. Vi tror att det finns mer att hämta och att aluminiumpriserna kommer att fortsätta stiga framöver.

Kostnadsnedskärning ger resultat

Statoil-aktien har varit en god bidragsgivare i fonden med en uppgång på 32 procent hittills i år och 12,4 procent under andra kvartalet. Både Statoil och andra stora oljebolag har lyckats med sina planer på att kapa kostnader och förbättra kapitalavkastningen. För det har de belönats med kursuppgångar. Vi valde därför att banta positionen något i Statoil under perioden.

Den koreanske teknikjätten Samsung var också återigen ett positivt inslag. En

av förklaringarna är marknadens spekulationer om ett kommande generationsskifte i ägarfamiljen och om huruvida företaget ska omstruktureras för att få ned arvs-skatten. Oron för en minskad försäljning av smarttelefoner tyngde aktien i kvartalslutet.

En kryssare och en bank

På plussidan finns även kryssningsrederiet Royal Caribbean Cruises. Även om kursutvecklingen hittills i år varit aningen säm-

re än vi väntat oss ser vi ljuspunkter vid horisonten. Detta gäller framför allt en kursändring från marknadsledaren Carnival, som i samband med rapporten för andra kvartalet meddelade att de håller priserna uppe på bekostnad av beläggningen. Samtidigt ser vi att både RCL och Carnival flyttar kapacitet till Asien från Karibien, där priserna är svaga på grund av stor överkapacitet.

Den ryska banken Sberbank hade som flertalet andra ryska aktier en tuff vår. Men de senaste två månaderna har aktien lyft 24 procent och handlas därmed på nivåer motsvarande dem före Ukraina-krisen. Banken värderas nu till bokfört värde, har en avkastning på det egna kapitalet på närmare 20 procent och betalar 4,5 procent i utdelning. Sammantaget visar detta att Sberbank alltså är en mycket god investering.

Norwegian tappar

Flygbolaget Norwegian var ett ordentligt sänke för fonden under andra kvartalet.

SKAGEN VEKST 2Q 2014 (MILJ. NOK)

De 5 största positiva bidragsgivarna

Statoil ASA	53
Norsk Hydro ASA	52
Samsung Electronics Co Ltd	47
Royal Caribbean Cruises Ltd	31
Kinnevik Investment AB	26

De 5 största negativa bidragsgivarna

Norwegian Air Shuttle ASA	-75
Stolt-Nielsen Ltd	-16
Sodastream International Ltd	-15
Volvo AB	-11
Rec Silicon ASA	-10

5 största köp

Koninklijke Philips NV	222
Teliasonera AB	112
Carlsberg AS-B	93
Volvo AB	69
Oriflame Cosmetics SA-SDR	68

5 största försäljningar

Orange	-181
Statoil ASA	-139
Hexagon Composites ASA	-108
Akzo Nobel NV	-97
Mahindra & Mahindra Ltd GDR	-75

SKAGEN VEKST

Huvudorsaken till den skrala utvecklingen är att aktiemarknaden oroar sig över lägre intäkt per passagerarkilometer, samtidigt som den befarar överkapacitet på den europeiska flygmarknaden. Vi tror dock fortsatt starkt på Norwegians affärsmodell, och att förmågan att hålla ned kostnaderna kommer att ge bättre lönsamhet.

Konsumentelektronikföretaget Philips hade en relativt svag kursutveckling under perioden, vilket till stor del berodde på en klen förstakvartalsrapport. Den 30 juni meddelade Philips att bolaget planerar att bryta ut enheten för led-lampor och billampor till ett eget bolag, där de också kommer att bjuda in externa investerare. Siemens gjorde detsamma när de knopade av Osram.

En annan nykomling i portföljen, Volvo, hade också motvind i det andra kvartalet. Företaget har länge kommunicerat att effekten av kostnadsnedskärningarna kommer att visa sig under den senare hälften av 2014. Men på sistone har Volvo meddelat att effekten kommer först i slutet av året eller kanske inte förrän nästa år.

Ut efter 18 gånger pengarna

Under kvartalet sålde vi hela innehavet i norska Hexagon. Vi köpte aktieposten för runt 6 miljoner norska kronor 2002. När vi sålde fick vi totalt 115 miljoner kronor, alltså 18,5 gånger investeringen. Bakgrunden är att Hexagon lyckats väl med att positionera sig på marknaden för lastbilar som drivs med komprimerad naturgas (CNG). Och efter en mycket stark kursuppgång förra året och hittills i år nådde aktien vår målkurs. Vi gjorde oss också av med innehaven i Austevoll, Orange, Deoleo, Frontline 2012, Mahindra, Akzo Nobel och Sistema.

Smink, telefoni och öl

På köpsidan ökade vi vår position i GCL Poly, Kinnevik, Volvo, Toshiba och Nippon Seiki. Vi deltog också i emissionerna i Fjordline, B&O, Avance Gas och Tribona.

Helt nya i portföljen är svenska Oriflame och TeliaSonera samt danska Carlsberg. Oriflame är idag ett av världens ledande direktförsäljningsföretag inom kosmetik och hälsa. Aktien har haft det motigt den senaste tiden, inte minst på grund av den rysk-ukrainska krisen. Företaget har nämligen omkring 50 procent av sin försäljning i CIS-länderna, alltså de länder som ingår i Oberoende stater samväld. Oriflame står nu inför utmaningen att vända trenden med ett stadigt



Foto: Bloomberg

Vi köpte aktier i bryggerigiganten Carlsberg eftersom det är det billigaste bryggeriet i en viss storlek. Aktien föll i samband med Ukrainakrisen i och med att stor del av verksamheten finns i Ryssland.

sjunkande antal säljkonserter. Vi tror att de kommer att lyckas och ser även en stor tillväxtpotential i Asien, Latinamerika och Afrika, marknader som idag svarar för 30 procent av omsättningen.

Den svenskfinska teleoperatören TeliaSonera är ny i portföljen. Företaget bör noterades 2000 och har sedan dess gett minimal avkastning åt aktieägarna. Vi menar att företaget kan försvara en högre aktiekurs eftersom den nya ledningen kommer att fokusera på bättre lönsamhet samt möjligheterna till försäljning av ägarandelar i Turkcell och Megafon. Under tiden får vi 6,5 procent utdelning.

Bryggerijätten Carlsberg togs in i portföljen eftersom företaget är klart billigast i sin storlek. I samband med krisen i Ryssland och Ukraina föll aktien då bryggeriet har en stor del av sin omsättning i Ryssland.

I slutet av juni värderades portföljen i SKAGEN Vekst till 9,6 gånger årets vinst och 1,6 gånger bokfört värde. Som jämförelse värderades fondens jämförelseindex till 17,5 gånger årets vinst och 2,1 gånger bokfört värde. Därför anser vi att SKAGEN Vekst har förutsättningar att uppnå tvåsiffrig avkastning 2014.

SKAGEN Global

- › Investerare har hittat tillbaka till tillväxtmarknaderna.
- › Årets vinsttillväxt kommer att överstiga förra årets.
- › Det finns goda utsikter för att fonden ska fortsätta att stiga.
- › SKAGEN Global utvecklades väl under andra kvartalet.

AVKASTNING	KV 2/-14*	12 M.*
SKAGEN Global	9,3%	22,0%
MSCI ACWI	8,3%	21,5%

* Per 30 juni 2014.



Portföljförvaltare

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

Ett bra kvartal

I förra marknadsrapporten skrev vi att investerarnas inställning till tillväxtmarknaderna möjligen var på väg att ändras. Dessa marknader hade de senaste 12 månaderna utvecklats betydligt sämre än USA, Europa och Japan.

Under andra kvartalet såg vi att de finansiella flödena från internationella investerare återvände till tillväxtmarknaderna, och att börsutvecklingen för många av dessa marknader var bättre än för den globala aktiemarknaden i allmänhet.

30 procent av SKAGEN Globals tillgångar finns i bolag som primärt är noterade i tillväxtmarknader. Detta var en hämsko under 2013 och under de tre första månaderna i år, men det var också en av de faktorer som bidrog till att avkastningen blev bättre än index under andra kvartalet.

Fokus på bolagen

De senaste åren har börserna drivits av makrotrender och det har lett till hög korrelation mellan bolag och branscher. I år har dock marknaden åter blivit mer inriktad på utvecklingen i de enskilda företagen. Även våra portföljbolag har haft en positiv kursutveckling som en effekt av detta.

De tre största negativa bidragsgivarna under kvartalet redovisade rätt nedslående resultat för första kvartalet. Akzo Nobel rapporterade lägre färgförsäljning än förväntat. Shippingbolaget Stolt-Nielsen märker av negativa effekter av den kalla vintern i USA medan Banrisul rapporterade lägre vinst än förväntat från sin bankverksamhet i Brasilien. Alla tre straffades välförtjänt av aktiemarknaden.

I absoluta termer var Samsung Electronics bästa bidragsgivaren. Det var främst en effekt av att den koreanska wonen stärktes mot den norska kronan.

Samsung försvarar sin plats

Förväntningar om fallande marginaler för smartphones framöver har fått Samsungs vinstutsikter att minska en del på sistone. Även vi tror att marginalerna för telefoner kommer att falla, men att detta delvis kommer att kompenseras av högre lönsamhet för surfplattor och inom komponentproduktionen.

Även utan vinsttillväxt i år tror vi att Samsung Electronics kommer att fortsätta att försvara sin position i portföljen. Priset på preferensaktierna reflekterar knappt det egna kapitalet och avkastningen på detta är nästan 20 procent, något som fortsatt ger valuta för pengarna. Förhoppningsvis kommer också en del av Samsungs svällande kassa snart komma aktieägarna till godo i form av utdelningar eller återköp av aktier.

Energisektorn var SKAGEN Globals bästa enskilda sektor under andra kvartalet. Oljeprishöjningar, högre vinstutsikter för oljebolag i USA (Weatherford och Baker Hughes), samt en generell prisuppgång för ryska aktier var den främsta orsaken.

Under andra kvartalet vände våra ryska aktier (sex procent av portföljen) en stor del

SKAGEN GLOBAL 2Q 2014 (MILJ. NOK)

De 5 största positiva bidragsgivarna	5 största köp
Samsung Electronics Co Ltd 290	Gap Inc/The 525
Weatherford Intl Ltd 230	Lenovo Group Ltd 354
China Unicom Hong Kong Ltd 198	American International Group Inc 197
American International Group Inc 169	Varian Medical Systems Inc 144
State Bank of India 168	Koninklijke Philips NV 144

De 5 största negativa bidragsgivarna	5 största försäljningar
Stolt-Nielsen Ltd -52	Kyocera Corp -549
Akzo Nobel NV -42	Tyco International Ltd -366
Banco Do Estado Rio Grande Do Sul SA -38	ADT Corp -224
Renault SA -37	State Bank of India -219
Vimpelcom Ltd -31	Tesco Plc -207

av den negativa trenden från första kvartalet, då de påverkades av Ukrainakrisen.

Skjortor och datorer

Den amerikanska kläddetaljisten Gap blev ett nytt innehav under kvartalet. Bolaget har en imponerande historia men har de senaste åren kämpat med tillväxten.

Gap har gått igenom en period av omstruktureringar med nedläggningar av olönsamma butiker, kostnadsbesparingar och bättre produktflöde till butikerna. Som ett resultat har vinstmarginalerna ökat, men företaget har inte premierats av aktiemarknaden. Värderingen till cirka 13 gånger vinsten under innevarande år tycker vi är attraktivt för ett bolag som efter en längre periods konsolidering förhoppningsvis kommer att ses som en tillväxtmaskin igen.

Världens största pc-tillverkare, kinesiska Lenovo, blev också en ny investering under kvartalet. Bolaget har visat en imponerande tillväxt efter att ha köpt IBM:s pc-division 2005. Trots att pc-marknaden är i strukturell nedgång har bolaget haft en period med lönsam tillväxt. Lenovo strävar efter att upprepa detta med smartphones och surfplattor, och växer just nu kraftigt på dessa marknader.

Tidigare i år förvärvade Lenovo också IBM:s serverdivision och kan nu använda sitt starka fotfäste i Kina för att växa på den marknaden. Priset på 15 gånger den förväntade vinsten för 2015 anser vi inte vara högt med tanke på företagets marknadsposition i Kina, som kommer att vara en hörnsten för fortsatt tillväxt inom nya produktområden.

Ut med larm, mat och keramik

Under kvartalet sålde vi både ADT, Tesco och Kyocera. För de två första fanns förutsättningarna för vår investeringshypotes inte längre kvar. Larmbolaget ADT har sett ökad konkurrens i USA, där nya aktörer tar marknadsandelar. Allt fler kunder lämnar företaget och fler och fler investeringar behövs för att attrahera nya.

Livsmedelskedjan Tesco har motgångar på hemmamarknaden Storbritannien såväl som internationellt. Både försäljning och marginaler sjunker. Butikernas utformning verkar inte stämma överens med kundernas behov, och det finns få tecken på att den nedåtgående trenden kommer att vända.

SINGING CORDS.

© The Gap Stores Inc. 1978

If you're tired of looking for the lost cord, think the Gap. We got more of the styles, sizes and colors you want. Big names like Levi's® and Gap give you something to sing about.

Foto: GAP

Gaps varumärke har alltid kretsat kring jeans och musik. Ett av de första namnförslagen var Pants and Discs och visionen var att butikerna skulle sälja Levi's och skivor. Som en anspelning på generationsklyftan, på engelska generation gap, beslutade grundarna Donald och Doris Fisher att kalla sitt nystartade företag The Gap. Gap har under flera år företagit en rad omstruktureringar, kapat kostnader och förbättrat marginalerna – vilket vi anser inte återspeglas i bolagets nuvarande värdering.

SKAGEN GLOBAL

Efter flera år i SKAGEN Globals portfölj sålde vi elektronik- och keramikföretaget Kyocera. Orsaken är att vi ser få katalysatorer för omvärdering under de kommande åren, då vinsttillväxten ser ut att bli låg. Kyoceras ineffektiva kapitalstruktur, med betydande tillgångar i kontanter och aktier i andra företag, verkar vara cenerterad. Så kommer förmodligen också att vara fallet i framtiden trots att företaget värderas med en rabatt i förhållande till substansvärdet.

Efter en period med god kursutveckling har flera av våra företag börjat närma sig det vi har hävdad är deras grundläggande värde (kursmål). Vi har därför avsevärt minskat våra innehav i Tyco och Oracle under kvartalet. Även i Weatherford och Nordea har vi reducerat något efter en period med mycket positiv omvärdering.

Vinsttillväxten högre i år

Första kvartalets resultat var i stort sett tillfredsställande. Vi fick flera positiva överraskningar med företag som rapporterade bättre resultat än vad vi och marknaden hade trott. Baker Hughes, Microsoft, Comcast, China Unicom, AIG, State Bank of India, Hannover Re och Norsk Hydro är alla exempel på företag som levererade bättre vinst än väntat. Alla belönades med god kursutveckling i kölvattnet av sina rapporter.

Under de senaste två åren har marknaden upplevt vad som på fackspråk kallas multipelexpansion – då aktier i allmänhet fått en högre värdering i förhållande till bolagens vinster. Denna trend kommer inte att kunna hålla i sig i längden, och en förutsättning för en fortsatt god aktiemarknad är att vinsttillväxten accelererar.

Hittills ser den globala vinsttillväxten under 2014 ut att kunna överstiga fjolårrets. Även i våra bolag finns flera exempel på att vinsttillväxten ökar som en följd av en bättre konjunktur och bolagsinterna förbättringar. Även om företagen i fonden prissätts betydligt lägre än marknaden i övrigt, betyder det inte att det saknas vinsttillväxt. Konsensusuppskattningar tyder på att företagen i portföljen kommer att ha en resultatöverskott på cirka tio procent under 2015.

I många fall tror vi att vinstprognoserna är väl konservativa. SKAGEN Globals 35 största innehav värderar det beräknade

resultatet för 2014 till 9,6 gånger, och 8,7 gånger den förväntade vinsten 2015.

Ingen orsak till höjdskräck

Även om detta är något högre än prissättningen för ett år sedan, anser vi att det finns möjlighet till god riskjusterad avkastning även framöver. Det finns med andra ord ingen grund för höjdskräck, även om

fondkursen har nått nya toppar. Korrekationer kan dock inte uteslutas.

Volatiliteten på aktiemarknaden de senaste två åren har varit exceptionellt låg. Denna trend kommer inte att fortsätta i evighet. När nedgången kommer och vad som kommer att utlösa den kan vi inte säga, men att nedgångar kommer även i framtiden är säkert.



Foto: Lenovo

Under kvartalet köpte vi aktier i världens största pc-tillverkare Lenovo. Trots att pc-marknaden är i strukturell nedgång har bolaget haft en period med lönsam tillväxt. Lenovo strävar efter att upprepa detta med smartphones och surfplattor, och växer just nu kraftigt på dessa marknader. Prislappen på 15 gånger vinsten med tillväxtpotential i Kina är tilltalande.

NYCKELTAL FÖR DE STÖRSTA INNEHAVEN I SKAGEN GLOBAL (PER 30/6 2014)

Företag	Postens storlek	Kurs	P/E 2014E	P/E 2015E	P/BV senaste	Kursmål
Samsung Electronics	7,7%	1 060 000	5,7	5,5	1,0	1 500 000
Citigroup	5,2%	47,1	10,1	8,7	0,7	75
AIG	3,3%	54,6	12,3	10,9	0,8	70
Nordea	2,4%	94,3	11,6	10,7	1,5	105
Gazprom	2,2%	8,7	2,8	3,1	0,4	12
Renault	2,2%	66	8,9	6,7	0,8	80
Microsoft	2,2%	41,7	15,4	14,4	3,9	45
Teva	2,0%	52,4	11,1	10,8	1,9	65
China Unicom	2,0%	12	17,6	14,7	1,0	17
LG Corp	2,0%	62 500	10,6	9,3	0,9	100 000
Topp 10 vägt genomsnitt	31,3%		7,8	7,3	0,9	
Topp 35 vägt genomsnitt	63,7%		9,6	8,7	1,1	
Jämförelseindex (MSCI ACWI)			15,4	13,8	2,1	

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

SKAGEN Kon-Tiki

- › En rad impopulära bolag återupptäcktes.
- › Bolagen har i allmänhet levererat bättre resultat än under 2013.
- › De obalanser i flera tillväxtekonomier som många såg framför sig, tycks nu ha rättats till genom åtstramningar och valutaförsvagningar.

Bäst på nästan fyra år

SKAGEN Kon-Tiki hade ett mycket bra andra kvartal. Det var faktiskt det bästa kvartalet på nästan fyra år och fonden återhämtade mer än den hade förlorat under första kvartalet, både absolut och relativt.



Foto: Bloomberg

Ett antal impopulära företag återupptäcktes av investerare under andra kvartalet däribland ryska Gazprom. Vi reducerade vårt innehav i bolaget, vilket nu uppgår till mindre än en procent av portföljen. På bilden detalj från en av bolagets gasledning från stälverket i ryska Vyksa tidigare i år.

Utvecklingen är ett resultat av den minskade geopolitiska oron samt av en något mer balanserad utveckling i ett antal tillväxtmarknader. Tre av de marknader som presterade bäst under andra kvartalet var Turkiet, som en följd av en allmän stabilisering, Indien, som fått en ny politisk giv efter valet samt Ryssland, där utvecklingen även den stabiliserats något.

De impopulära återupptäcks

Samtidigt som vi hade god allmän medvind under kvartalet fick vi ett fortsatt starkt bidrag till avkastningen från våra större poster preferensaktier i koreanska Hyundai Motor Company och Samsung Electronics. För Samsungs del kompenenserades den minskande styrkan inom mobiltelefoner av förväntningar om för-

AVKASTNING	KV 2/-14*	12 M.*
SKAGEN Kon-Tiki	10,6%	20,9%
MSCI Emerging Markets	10,0%	13,7%

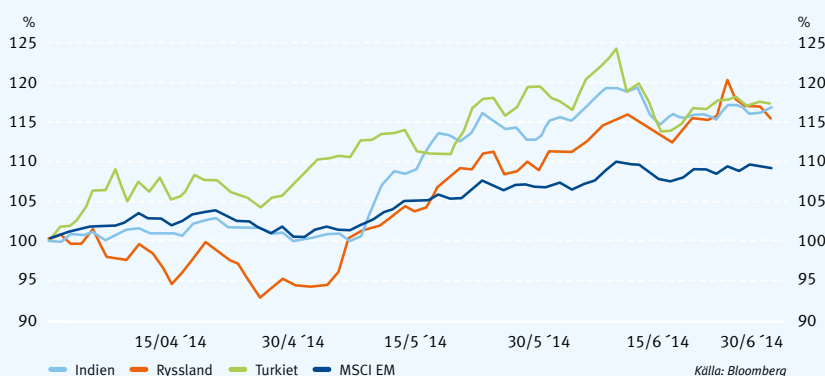
* Per 30 juni 2014.



Portföljförvaltare

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

INDIEN, TURKIET OCH RYSSLAND VS MSCI TILLVÄXTMARKNADSINDEX



Utvecklingen i Indien, Turkiet och Ryssland speglar den minskade politiska oron i dessa länder, som alla har slagit tillväxtmarknadsindex under kvartalet.



Foto: Bloomberg

Den franska detaljhandelskedjan Casino Guichard är ny i portföljen. Namnet härstammar från grundaren Geoffroy Guichard, som 1892 startade den första livsmedelsbutiken i en före detta revyteaters lokaler, på franska *casino lyrique*. Idag har företaget 60 procent av sin omsättning i Brasilien, Colombia, Afrika och Asien.

bättrad bolagsstyrning i samband med att de dominerande ägarfamiljerna genomför ett generationsskifte. Vi minskade båda posterna måttligt under perioden, för att tillgodose reglerna om riskspridning.

Typiskt för de tre föregående månaderna var att ett antal impopulära företag återupptäcktes. State Bank of India var den absoluta vinnaren; ryska Gazprom och VTB Bank likaså. Vi passade på att reducera de två sistnämnda posterna till mindre än en procent vardera i portföljen. Även impopulära företag som LG Electronics, förra årets rookie Marfrig och ryska X5 gav mycket god avkastning under kvartalet.

På den negativa sidan finns Great Wall Motors, som måste flytta fram nylanseringen av sin viktiga H8-modell. Dessutom hade den brasilianska sparbanken Banrisul och egyptiska OCI NV ett svagt kvartal.

Mindre motvind

I övrigt fanns inte mycket att oroa sig för. Företagen har i allmänhet levererat bättre resultat än under 2013. Vi noterar särskilt att marginalerna generellt stabiliseras

för företagen i de globala tillväxtmarknaderna efter en period med sjunkande marginaler.

Denna utveckling ledde till att vi under perioden kraftigt ökade innehaven i Bharti Airtel, Lenovo, Vale, Air Asia, GCL-Poly och Yingli Solar. Här är det viktigt att betona att solenergiföretagen generellt hade ett svagt kvartal på grund av lägre kinesisk aktivitet än väntat, men att vår långsiktiga hypotes står fast.

Vi märker också att europeiska företag med betydande verksamhet i tillväxtmarknader från och med detta kvartal kommer att få mindre motvind på grund av valutakonvertering än vad de hade under andra halvåret 2013. Vi har därför markant ökat vårt innehav i den nederländska bryggerijätten Heineken. Dessutom har vi tagit in i Casino Guichard. Företaget är ett franskt detaljhandelsföretag med 60 procent av försäljningen i Brasilien, Colombia, Afrika och Asien.

SKAGEN Kon-Tiki har sålt av innehaven i Ericsson Nikolai Tesla i Kroatien, Pacific Drilling och TSKB bank i Turkiet under kvartalet. Vi köpte i samarbete med

Norfund en 9,9 procents andel i Norfinance, som ska utveckla den afrikanska finansbranschen. Vi investerade också i detaljhandelsföretaget Massmart i Sydafrika, som är Walmarts väg in på den afrikanska marknaden.

En betydande del av intäkterna från försäljningen av ryska VTB Bank och Gazprom investerade vi i bolaget som driver Moskvabörsen, som var en stor bidragsgivare samtidigt som den politiska risken verkar avta.

Dags för sol

Efter två decennier av solförmörkelse kan det nu kanske vara dags för lite bättre tider. Vi ökade vår exponering mot Japan till över två procent av fonden.

Japans premiärminister Shinzo Abe har sedan han tog över 2012 arbetat för att vända utvecklingen i landet. Han introducerade det som populärt kallas Abenomics och baseras på finanspolitiska stimulanser, penningpolitiska lättnader och strukturreformer. Det verkar nu som att den tredje av dessa är på rätt spår. Även om den japanska aktiemarknaden var den

Foto: Bloomberg



Vi ökade vår exponering mot Japan till över två procent av fonden under kvartalet. Japans premiärminister Shinzo Abe har sedan han tog över 2012 arbetat för att vända utvecklingen i landet. Han har infört en rad finanspolitiska stimulanser, penningpolitiska lättnader och strukturreformer.

svagaste av de stora marknaderna under första kvartalet, rapporterar företagen om bättre vinster än förväntat.

I ett globalt sammanhang är japanska aktier lågt värderade. Och vi har speciellt valt företag som har framgångsrika affärsmodeller som de utnyttjar i globa-

la tillväxtmarknader. Ett exempel är SBI Holding och Family Mart. Ett nytt innehav är kapitalvarutillverkaren Hitachi som är under omstrukturering.

Globala tillväxtmarknader dömdes ut i början av 2014. Det besannades inte, även om svängningarna var stora under

första kvartalet. Under det andra kvartalet minskade svängningarna.

Tillväxten sprider sig

Efter ett nedslående halvår i förhållande till förväntningar om högre tillväxt vi såg i början av 2014, är det värt att notera att resten av året ser något bättre ut. Den ekonomiska återhämtningen tycks sprida sig i Europa. Kina verkar vara i ett mer stimulerande läge än för ett halvår sedan, och tillväxten i USA verkar vara på god väg efter en hård vinter. De nationella bankerna är fortfarande i det stimulerande hörnet, och räntorna verkar förbli låga så länge inflationen är låg. De obalanser många såg framför sig i fler tillväxtekonomier än för bara ett år sedan, tycks nu ha rättats till genom åtstramningar och valutakursjusteringar. Det finns därmed åter utrymme för räntesänkningar i några tillväxtmarknader.

Fortsatt bra rabatt

Eftersom vi varken är politiska förstasigtpåare eller särskilt skickliga i att förutspå valutakurser, ser vi i första hand till företagen, vilka problem de har, hur de värderas och vilka möjligheter som finns i deras univers. Detta avgör i första hand sammansättningen av portföljen. Därefter balanserar vi risken för att få en förnuftig lands- och branschsammanfattning.

Av viktiga stämningsskiftet var Indiens särskilt betydelsefull. En stark majoritetsregering är redan på gång att reformera landets ekonomi. En betydande del av landrisken är därför borttagen från marknaden, och vi har generellt ökat våra rikt-kurser med 20–25 procent.

I början av sommaren var SKAGEN Kon-Tikis portfölj värderad till 8x 2014 års beräknade vinst och 1,2 x bokfört eget kapital. Som vanligt är det en bra rabatt i förhållande till index. Den viktade kurspotentialen är 38 procent på två års sikt, varefter portföljen då kommer att handlas i linje med värderingen av MSCI:s tillväxtmarknadsindex, såsom den värderas idag.

De senare årens hårdare kapitalförsörjning har fått den oväntade effekten att förbättrad bolagsstyrning nu åter har hamnat i förgrunden. Detta kan ge upphov till en kraftig omvärdering av ett antal av våra impopulära bolag. Även om vi ännu inte ser framför oss en återgång till de glada åren 2003–2007!

SKAGEN KON-TIKI 2Q 2014 (MILJ. NOK)			
De 5 största positiva bidragsgivarna		5 största köp	
Hyundai Motor Co Pref	702	Bharti Airtel Ltd	394
State Bank of India	566	Heineken NV	254
Sistema Jsfc	555	Hitachi Ltd	254
Samsung Electronics Co Ltd	323	SBI Holdings Inc	223
Haci Omer Sabanci Holding AS	268	Lenovo Group Ltd	214
De 5 största negativa bidragsgivarna		5 största försäljningar	
Great Wall Motor Co Ltd	-442	VTB Bank Ojsc GDR	-393
ABB Ltd	-81	State Bank of India	-350
Banco Do Estado Rio Grande Do Sul SA Pref	-77	Gazprom Oao ADR	-240
OCI NV	-59	Samsung Electronics Co Ltd Pref	-137
Norwegian Air Shuttle ASA	-52	Hyundai Motor Co Pref	-118

NYCKELTAL FÖR DE STÖRSTA INNEHAVEN I SKAGEN KON-TIKI (PER 30/6 2014)						
Företag	Postens storlek	Kurs	P/E 2013	P/E 2014E	P/BV senaste	Kursmål
Hyundai Motor Co	8,8	151 500	4,6	4,1	0,7	210 000
Samsung Electronics	7,3	1 060 000	5,2	4,9	1,0	1 500 000
Sistema	3,4	31	6,6	7,7	1,4	35
State Bank of India	3,0	2 686	14,9	10,7	1,4	3 600
Great Wall Motor	2,8	29	8,3	6,5	2,4	55
AP Møller-Maersk	2,8	13 530	15,2	11,9	1,4	15 000
Bharti Airtel	2,7	336	47,9	14,0	2,2	450
Mahindra & Mahindra	2,5	1 147	15,3	12,7	2,9	1 500
Sabanci Holding	2,5	10	11,7	7,1	1,2	12
Heineken	2,2	52	22,1	15,9	2,6	66
ABB	2,2	154	19,5	17,1	2,8	190
Vale	2,1	26	4,6	4,7	0,9	50
Topp 12 vägt genomsnitt	42,3%		7,5	6,5	1,2	
Topp 35 vägt genomsnitt	68,6%		9,0	7,8	1,2	
Jämförelseindex (MSCI Nordic/MSCI AC ex. Nordic)			12,4	11,6	1,5	

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

SKAGEN m²

- › Riskreduktion bidrog väl till avkastningen.
- › Investerade i japansk fastighetsaktie för första gången.
- › Fortsatt nedgång i Kina.

AVKASTNING

KV 2/-14* 12 M.*

SKAGEN m² 10,2% 4,7%

MSCI ACWI Real Estate IMI 10,4% 10,6%

* Per 30 juni 2014.



Portföljförvaltare

Michael Gobitschek och Harald Haukås

Justering gav utdelning

SKAGEN m² hade en bra absolut utveckling under andra kvartalet, och ligger före jämförelseindex efter årets sex första månader.



Foto: Bloomberg

For första gången har SKAGEN m² investerat i ett japanskt fastighetsbolag, Nomura Real Estate Office Fund. Bolagets bestånd består framförallt av kontorsfastigheter i Tokyo med omnejd. Den japanska kontorsmarknaden har goda utsikter tack vare lägre utbud och högre hyresnivåer.

Uppgången i den amerikanska fastighetsmarknaden på 22 procent förklarar i stor grad den allmänna uppgången i indexet på 14,8 procent – eftersom USA utgör hälften av jämförelseindexet. Året började med förväntningar om en fortsatt ränteuppgång efter det att 10-årsräntan passerat tre procent. Vi ökade vår USA-exponering betydligt från 20 till 30 procent av fonden. Dels för att öka likviditeten och dra ner risken i fonden. Dels för att vi trodde att ränteuppgången, om den skulle komma, redan var diskonterad i amerikanska fastighetsaktier. Dessa utvecklades historiskt relativt svagt i jämförelse med den övriga aktiemarknaden under 2013. När ränteuppgången uteblev och det istället blev en räntenedgång gav detta ett starkt bidrag till det generella lyftet i fastighetsaktier.

Minskad risk

Vi har genomfört en del förändringar i fonden för att dra ner risken; lägre exponering mot fastighetsutvecklare, minskad exponering mot tillväxtmarknaderna, och ökad geografisk riskspridning samt höjt likviditeten i de poster vi äger. Som aktiva förvaltare är vi inte rädda för några av dessa saker i det vi menar är rätt doser.

Våra doser var emellertid för höga och ofta samvarierade risken. I vissa av våra företagsinnehav fann vi en kombination av fastighetsutvecklare, med dålig likviditet, och med verksamhet i tillväxtmarknader.

Ett generellt problem i börsnoterade fastighetsbolag, speciellt i Asien, är förhållandet mellan fastighetsutvecklare och fastighetsförvaltningsbolag. Rent konkret innebär detta att fastighetsutvecklare startar fastighetsförvaltningsbolag, som de har en dominerande position i och som de allteftersom säljer av fastigheter de bygger till. När fastighetsförvaltningsbolagen inte är oberoende av fastighetsutvecklarna föredrar vi att äga fastighetsutvecklarna direkt. Problemet är då högre risk. Detta måste kompenseras med lägre exponering. Utifrån perspektivet svaga tillväxtmarknader med attraktiv värdering, var det inte så frestande att förändra portföljen för snabbt. Några grepp var däremot nödvändiga att ta snabbt, bland annat minskad exponering mot fastighetsutvecklare i Indien, Kina och lägre markexponering i Indonesien.

Mindre i tillväxtmarknaderna

Vår exponering mot tillväxtmarknaderna har minskats från cirka 50 procent vid årets

start till 41 procent under första kvartalet och till 37 procent vid slutet av andra kvartalet. Nu är inte tillväxtmarknader en stämpel som automatiskt betyder hög risk. Vi bedömer de riskförhållanden som ligger utanför de bolagsspecifika riskerna för enskilda länder och är försiktiga med att ha för hög vikt i länder med särskilda riskförhållanden. Vi är fortsättningsvis mycket aktivt fond med poster på fyra till sex procent i länder som Brasilien, Filippinerna, Indien, Indonesien, Kina och Thailand.

Skillnaden är likväl att vår filosofi nu går bägge vägar. Vad händer om vi får rätt, men nästan lika viktigt, vad händer om vi tar fel? Vid för hög exponering blir det svårt att kunna utnyttja svaga marknadsförhållanden för nya köp. Ett bra exempel var vår höga exponering i Indonesien vid årets start, då tio procent av fonden. Utvecklingen i Indonesien var mycket bra under första kvartalet och vi minskade ner positioner med bra vinst, till en nivå som innebar möjligheter om marknaden skulle vända ner och bra avkastning om den fortsatte upp.

Försäljningarna kunde tyckas okloka när marknaden sedan fortsatte upp. Men efter ett svagt andra kvartal i Indonesien gjorde den minskade exponeringen att vi blev mindre sårbara och medförde att vi

därmed åter kunde börja köpa i slutet av kvartalet till lägre kurser.

Första investeringen i Japan

Förändringarna har inte hindrat oss från att utvidga fondens geografiska spridning. Vi gjorde vår första investering i Japan, i Nomura Real Estate Office Fund, som är en REIT som investerar i medelstora kontorsbyggnader, huvudsakligen i Tokyo. Bolaget handlas till rabatt i förhållande till jämförbara företag, sedan de under förra året genomförde en emission som blev illa omtyckt av marknaden. Den japanska kontorsmarknaden är i fundamental förbättring med lägre uthyrningsgrader och ökande hyrespriser.

I samband med krisen i Ukraina initierade vi dessutom en ny position i ryska Etalon, en attraktivt värderad lägenhetsutvecklare med fokus på Moskva och St. Petersburg. Vi köpte en post i Dic Asset som är ett tyskt bolag med fokus på kontor. Bolaget har hög belåning, men huvudsakligen utan koncerngaranti med pant i fastigheterna vilket minskar risken. Bolaget handlas med en rabatt på 35 procent i förhållande till underliggande värden. Vi investerade dessutom i Atrium Ljungberg, ett svenskt kontors- och köpcentrumbolag, i samband med en ägarspridning.

Företagets fastigheter är huvudsakligen koncentrerade till Stockholm men bolaget har även närvaro i Malmö och växer i Uppsala.

Vårt största köp under kvartalet var i Colombia Property Trust, ett amerikanskt kontorsbolag som handlas till en betydande rabatt. Bolaget var tidigare onoterat med en extern förvaltning men är nu börsnoterat med egen ledning. Samma kvartal som bolaget börsnoterades, köpte det tillbaka sju procent av utestående aktier! Bolaget blev den näst sämsta bidragsgivaren för fondens avkastning under kvartalet.

Vi drog oss helt ut ur innehaven i CapitaMalls och Ashford Prime under kvartalet. Dessutom minskade vi positionen i Indiabulls under kvartalet och sålde den resterande delen av innehavet helt hållet under de första dagarna av juli. Företaget såldes med god avkastning i samband med att det meddelade ett köp av fastigheter i Mayfair, London, motsvarande 40 procent av marknadsvärdet. Köpet kommer binda mycket kapital och öka riskprofilen betydligt. Bolaget var för övrigt fondens näst bästa bidragsgivare under kvartalet och det var en försäljning som lättade hjärtat.

CapitaMalls såldes efter bud från huvudägaren, Capitaland som vi dessutom äger, och var fondens bästa bidragsgivare under kvartalet. Efter att ha behållit innehavet i Ashford Prime något för länge, har vi nu förverkligat försäljningen med en mindre förlust. Bolaget är en avknoppning från Ashford Trust, som också förvaltat Ashford Prime.

Bäst bidrag från tillväxtmarknaderna

De fem bästa bidragsgivarna under kvartalet var alla exponerade mot tillväxtmarknaderna. Indiska innehav gav mycket hög avkastning efter Narendra Modis valseger, men likaså innehaven i Argentina och Thailand gav mycket bra avkastning.

IRSA, som är ett argentinskt fastighetsbolag gav över 50 procent avkastning trots en kraftig valutaförsvagning och en stat som i praktiken är i konkurs. Det visar att företag kan ha en annan utveckling än makroförhållanden i landet det verkar i. Ananda Development, en thailändsk fastighetsutvecklare, fick en stark återkomst efter införandet av militärstyre samt löfte om stimulanser för bostadsbyggnation – detta efter att ha utvecklats mycket svagt sedan börsintroduktionen.

SKAGEN m² 2Q 2014 (MILJ. NOK)

De 5 största positiva bidragsgivarna		5 största köp	
CapitaMalls Asia Ltd	3	Columbia Property Trust Inc	18
Indiabulls Real Estate Ltd	3	Nomura Real Estate Office Fund Inc	11
Mercialys SA	2	Dic Asset AG	7
Irsa Sa ADR	2	Atrium Ljungberg AB	4
General Growth Properties Inc	2	Bekasi Fajar Industrial Estate Tbk PT	2
De 5 största negativa bidragsgivarna		5 största försäljningar	
Franshion Properties China Ltd	-2	CapitaMalls Asia Ltd	-18
Bekasi Fajar Industrial Estate Tbk PT	-2	Indiabulls Real Estate Ltd	-5
Columbia Property Trust Inc	-1	Ashford Hospitality Prime Inc	-3
Shimao Property Holdings Ltd	-1	Lexington Realty Trust	-3
Bumi Serpong Damai PT	0	General Growth Properties Inc	-2

NYCKELTAL FÖR DE STÖRSTA INNEHAVEN I SKAGEN m² (PER 30/6 2014)

Företag	Postens storlek	Kurs	P/NAV senaste	Dividend Yield 2014E	EBITDA 2014E/EV
General Growth Properties	4,0%	23,39	0,9	2,6%	5,2%
Brandywine Realty Trust	3,7%	15,54	1,0	3,9%	7,3%
Ashford Hospitality Trust	3,5%	11,54	0,8	4,2%	7,8%
Deutsche Wohnen Ag	3,5%	15,74	1,1	2,2%	4,9%
Columbia Property Trust Inc	3,1%	25,79	0,8	4,7%	6,3%
HCP Inc	3,1%	41,17	1,2	5,3%	6,3%
Apartment Investment	3,0%	32,27	0,9	3,2%	5,8%
Mercialys SA	2,9%	16,95	1,0	5,7%	5,6%
PS Business Parks	2,8%	82,95	1,0	2,4%	5,8%
British Land Co Plc	2,8%	7,00	1,0	3,9%	4,8%
Topp 10 vägt genomsnitt	32,5%		1,0	3,7%	6,0%
Topp 35 vägt genomsnitt	77,8%			3,7%	7,3%
Jämförelseindex (MSCI ACWI Real Estate IMI)				3,3%	



Foto: Etalon

Krisen i Ukraina kan också skapa möjligheter. Under kvartalet köpte SKAGEN m² aktier i ryska Etalon, en mycket attraktivt värderad fastighetsutvecklare med fokus på Moskva och St. Petersburg.

Svagt i Kina

På den negativa sidan har utvecklingen i Kina varit svag med en avtagande försäljningsvolym bland fastighetsutvecklare. Det har varit en generell skepsis gentemot Kina och våra företag handlas på historiskt låga nivåer. Vi minskade vår behållning mot slutet av 2013.

Franshion genomförde en försäljning av hotelldelen av verksamheten till ett lägre pris än förväntat. Detta, tillsammans med den generellt svaga marknaden i Kina, bidrog till att bolaget var fondens mest negativa bidragsgivare under kvartalet. Vår största exponering i Kina är nu Soho China som går från att vara fastighetsutvecklare till fastighetsägare. Bolaget har utnyttjat den svaga marknaden för att köpa tillbaka en betydande andel aktier.

Japan som hade en mycket bra utveckling förra året, har i år haft en negativ utveckling och fastighetsaktier har fallit med åtta procent. Detta påverkade inte fondens absoluta avkastning eftersom vi inte ägde några aktier i Japan, men gjorde det möjligt för oss att börja se efter nya investeringsmöjligheter i ett land vi hittills inte varit investerade i.

Låga räntor och jakten på kassaflöde har drivit upp priset på fastigheter betydligt under de senaste två åren. Vi fortsätter jakten på bra men impopulära, undervärderade och underanalyserade företag, samtidigt som vi måste ha en realistisk syn på avkastningspotentialen efterhand som investerarna har accepterat allt lägre avkastningskrav. Vid slutet av kvartalet har allt starkare siffror från USA åter lett

till att fokus riktats mot räntemarknaden. Detta kan bidra till turbulens, samtidigt som det är viktigt att komma ihåg att räntepapper också påverkas av tillgång och efterfrågan.

Med låg global räntenivå kommer en eventuell amerikansk ränteökning att attrahera kapital från globala ränteförvaltare som en motkraft. Detta betyder att själva avslutningen av centralbankens köp av räntepapper bör ha begränsad effekt. Att utvecklingen går åt olika håll i olika marknader är en intressant aspekt vid fastighetsinvesteringar. I år liksom förra året har vi sett just detta. Detta gör oss övertygade om att fastighetsinvesteringar i olika regioner ger bra riskjusterad avkastning.



Foto: Bloomberg

Europeiska Centralbankens ordförande Mario Draghi har mer att ge än bara sänkt styrränta, menar SKAGEN Tellus-förvaltaren Torgeir Høien. Han behöver snabbt följa upp med kraftigare åtgärder.

Kraftigare åtgärder krävs

Vad händer med inflationen i euroområdet när Europeiska centralbanken, ECB, återigen har sänkt styrräntorna? Inte mycket, om inte centralbankschefen Mario Draghi följer upp med kraftigare åtgärder.

Inflationen i euroområdet är bara 0,5 procent, alltså en fjärdedel av målet. Centralbanken befarar nu att en alltför låg inflation ska bita sig fast och att detta i slutändan kan leda till deflation – som i Japan. Det var därför ingen överraskning att ECB sänkte styrräntorna i juni och aviserade nya, billiga banklån till hösten. Frågan är om åtgärderna är tillräckliga för att få önskad effekt. Jag tvivlar på det.

Se bara på penningmarknadsräntan i euroområdet. Den föll lika mycket som styrräntorna under perioden före och efter ECB:s räntemöte den 5 juni. Men tremånadersräntan är inte lägre nu än den var under andra halvåret 2012 och det första 2013. Och styrräntorna har bara effekt i den utsträckning som de påverkar penningmarknadsräntorna och därefter de räntor som företag och hushåll ställs inför.

Varför är penningmarknadsräntorna höga jämfört med styrräntorna?

Det beror främst på att ECB:s tillförsel av likviditet till europeiska banker har krympt kraftigt den senaste tiden. Likviditeten utgörs av bankernas sammantagna inlåning i ECB. Från september 2012 har likviditeten fallit med 85 procent, vilket beror på att många banker betalat tillbaka lån som ECB gav dem i början av 2012.

Vad kan ECB då göra för att komma till rätta med det?

Omfattande uppköp av statsobligationer?

Europeiska centralbanken kan göra som amerikanska Federal Reserve. Om ECB köper värdepapper i stället för att låna ut pengar får den makt över sin balansräkning. Då kan ECB skjuta till så mycket likviditet att likviditetspremien för penningmarknadsräntorna faller till samma nivå som för dollarräntorna. Det kan leda till att tremånadersräntan sjunker från 0,2 procent till runt 0,1 procent. Jag tror att ECB kommer att försöka åstadkomma detta genom storskaliga köp av statsobligationer från de 18 länderna i euroområdet. En viktig positiv bieffekt av en sådan politik är att man kan minska skillnaderna mellan de längre statsräntorna i de olika medlemsländerna.

Det räcker nog för att få en märkbar inverkan på inflationen. Draghi sa i juni att man hade nått ett räntegolv – inlåningsräntan i ECB är nu minus 0,1 procent. Men jag tror inte att Draghi menar vad han säger. Han har mer att ge och det vet han. Golv för inlåningsräntan ligger troligen på omkring -0,5 procent, så jag räknar med att ECB sänker räntan ytterligare. Och det bör ske snabbt.

Låga styrräntor fungerar annorlunda på lång och kort sikt. På kort sikt sjunker realräntan medan inflationen och den ekonomiska aktiviteten ökar, men i ett

längre perspektiv faller både inflationsförväntningarna och inflationen. Det skedde i Japan, och det kan ske i euroområdet. Därför bör ECB köpa statsobligationer i stor omfattning, ingripa snabbt men kortvarigt med en negativ inlåningsränta och med hög röst förkunna att inflationen så fort som möjligt ska tillbaka till 2 procent. Men även om banken vidtar de här åtgärderna, tror jag inte att det går snabbt nog för att få ett verkligt genomslag. Därför är sannolikheten störst för att inflationen fortsätter ned.

Kraftigare åtgärder, lägre räntor

Allt detta är starka argument för att köpa statsobligationer i euroområdets periferi. Räntorna kommer att falla till följd av ökad ECB-likviditet, ECB:s köp av statsobligationer och lägre inflationsförväntningar. Och hur går det då med euron? Den stiger troligen i värde om inflationen i euroområdet är lägre än utanför euroområdet.



– Torgeir Høien
Portföljförvaltare SKAGEN Tellus

SKAGEN Tellus

AVKASTNING	KV 2/-14*	12 M.*
------------	-----------	--------

SKAGEN Tellus	6,6%	7,8%
---------------	------	------

J.P. Morgan GBI Broad Index Unhedged	5,4%	6,0%
--------------------------------------	------	------

* Per 30 juni 2014.



Portföljförvaltare

Torgeir Høien och Jane Tvedt

Starka resultat, ljusa utsikter

Årets andra kvartal blev lyckosamt för andelsägarna i SKAGEN Tellus, och som det ser ut just nu finns förutsättningar också för ett bra andra halvår.

Det var framför allt våra innehav i euroområdet periferi som gav rejäl vinst under kvartalet, precis som de tre föregående månaderna. Till euroområdet periferi räknas de länder vars statsfinanser drabbats hårdast av finanskrisen och recessionen. För vår del handlar det om investeringar i statsobligationer utgivna av Italien, Portugal, Slovenien och Grekland. Där har räntorna fallit, vilket ökar värdet på obligationerna.

I den generella räntekommentaren skriver vi att Europeiska centralbanken, ECB, sannolikt har fler ess i rockärmen. Vi förutspår därför en allt mindre skillnad mellan den tyska räntan och övriga euroländer. Vi tror inte att de tyska räntorna stiger nämnvärt, eftersom de följer ECB:s uttalade långvariga lågräntepolitik.

På senare tid har vi ökat innehavet i några så kallade tillväxtmarknader, sär-

skilt i Sydamerika. Jag skriver "så kallade" eftersom en del tillväxtmarknader har väl så stabila statsfinanser som de mest utvecklade ekonomierna. Chile, exempelvis, där vi har en position på 5,9 procent av fonden, har en tioårsränta som ligger ungefär dubbelt så högt som i USA. Men den chilenska staten har en nettoskuld på bara 5 procent av BNP. Enligt IMF kommer även den att försvinna under de närmaste åren. Situationen är nästan densamma i Colombia och Peru. Det rör sig således om relativt fattiga länder, men förhållandevis rika stater. De kan betala sina skulder till en ränta som är attraktiv för oss.

Man ska inte stirra sig blind på schweiziska, japanska och tyska låga långräntor. Det finns omkring 190 länder i världen, och redan i dag kan man investera i många av dem. Antalet ökar dessutom för varje år som går. För vår del är vi redo att sprida andelsägarnas pengar över hela jorden på jakt efter god riskjusterad avkastning nu och i framtiden.

SKAGEN Krona

AVKASTNING	KV 2/-14*	12 M.*
------------	-----------	--------

SKAGEN Krona	0,3%	1,9%
--------------	------	------

OMRX-TBILL	0,2%	0,8%
------------	------	------

* Per 30 juni 2014.



Portföljförvaltare

Ola Sjöstrand och Elisabeth Gausel

Lägre och lägre räntor

Andra kvartalet 2014 bjöd inte på några stora överraskningar för SKAGEN Krona. Avkastningen på 0,34 procent motsvarar en årsavkastning på cirka 1,4 procent. Fondens effektiva ränta var i snitt 1,15 procent.

Kreditpåslaget på fondens investeringar har generellt minskat något, men i mindre utsträckning än tidigare. Påslaget utöver den riskfria räntan som företag får betala i räntemarknaden har minskat under flera år och nivåerna är nu nästintill oroväckande låga. I många fall får man inte längre tillräckligt betalt för att ta risk.

Många långa obligationer emitteras

Stora företag med en investment grade kreditrating (BBB- eller bättre) har inga problem att låna på räntemarknaden och de utnyttjar också dagens låga räntenivåer till att emittera ganska långa obligationer. Löptider på sju år eller mer har blivit allt vanligare och det är inte ofta dessa företag vill låna något kortare än fem år. Det här

fenomenet gör att många som investerar i räntemarknaden "tvingas" köpa dessa längre obligationer eftersom alternativen blivit allt färre.

Kreditpåslaget närmar sig de rekordlåga nivåerna som rådde innan finanskrisen. En stor skillnad jämfört med idag är dock att den underliggande (riskfria) räntan då var en högre än dagens nivå. Det faktum att de absoluta nivåerna (riskfri ränta plus kreditpåslag) nu är lägre kan säkerligen vara bidragande orsaker till att fler investerare köper längre obligationer för att få upp avkastningen.

ECB sänkte sin styrränta den 5 juni och Riksbanken, som sliter med att få upp inflationen, sänkte reporäntan till rekordlåga 0,25 procent i början av juli. Riksbanken har i sin nya prognos en höjning från 0,25 först i slutet av 2015. Tre månaders interbankränta (3M STIBOR) har minskat från 0,92 till 0,75 under andra kvartalet. Det ser tyvärr ut som om vi kommer få dras med låga räntor ett bra tag framöver.



SKAGEN VEKST

En handplockad bukett*

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 1 573%

Genomsnittlig avkastning per år 14,67%

Förvaltningskapital 9 371 miljoner SEK

Antal fondsparare 74 253

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

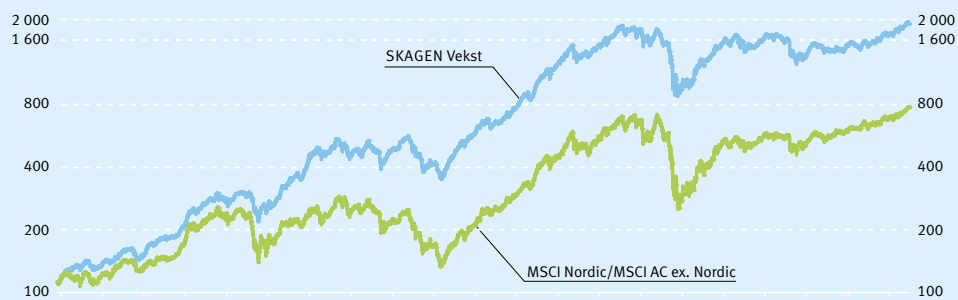
UCIT:s-fond Ja

PPM-nummer 120014

Bankgironummer 5359-1087

Portföljförvaltare Ole Søbereg, Geir Tjetland, Alexander Stensrud

KURSHISTORIK SKAGEN VEKST



Värdepapper	Antal	Köpvärde NOK*	Marknadsvärde NOK*	Orealiserad vinst/förlust NOK*	Fördelning	Börs
ENERGI						
Statoil ASA	1 257 489	180 184	236 911	56 727	2,76%	Oslobörsen
Solstad Offshore ASA	1 938 650	95 344	201 620	106 276	2,34%	Oslobörsen
DOF ASA	5 762 213	110 022	169 985	59 964	1,98%	Oslobörsen
Bonheur ASA	1 192 594	88 117	146 689	58 572	1,71%	Oslobörsen
Ganger Rolf ASA	1 213 817	124 262	138 375	14 113	1,61%	Oslobörsen
Rec Silicon ASA	29 162 486	42 190	103 410	61 221	1,20%	Oslobörsen
Siem Offshore Inc	8 036 317	68 365	67 344	-1 021	0,78%	Oslobörsen
GCL-Poly Energy Holdings Ltd	30 000 000	59 320	61 546	2 226	0,72%	Hongkong
Eidesvik Offshore ASA	1 487 641	55 290	47 605	-7 686	0,55%	Oslobörsen
Sevan Drilling ASA	13 252 171	83 460	40 419	-43 041	0,47%	Oslobörsen
Lundin Petroleum AB	301 000	35 402	37 340	1 938	0,43%	Stockholm
Electromagnetic Geoservices AS	5 029 207	68 319	32 137	-36 183	0,37%	Oslobörsen
REC Solar AS	311 524	6 230	29 112	22 881	0,34%	Oslobörsen
On & Offshore Holding AS	105 165	0	484	484	0,01%	Onoterat
Summa Energi		1 016 507	1 312 977	296 470	15,27%	
RÅVAROR						
Norsk Hydro ASA	14 042 679	355 936	461 021	105 086	5,36%	Oslobörsen
OCI Co Ltd	39 000	33 003	40 691	7 688	0,47%	Seoul
Nordic Mining ASA	17 281 021	20 406	17 454	-2 952	0,20%	Oslo Axxess
Agrinos AS	817 242	23 068	4 086	-18 982	0,05%	Onoterat
Summa Råvaror		432 412	523 252	90 840	6,09%	
KAPITALVAROR, SERVICE OCH TRANSPORT						
Koninklijke Philips NV	1 518 075	304 812	295 444	-9 368	3,44%	Amsterdam
Norwegian Air Shuttle ASA	1 448 775	86 455	291 783	205 328	3,39%	Oslobörsen
Kongsberg Gruppen ASA	1 388 746	57 682	193 036	135 354	2,25%	Oslobörsen
Wilh. Wilhelmsen Holding ASA	900 275	64 294	173 753	109 459	2,02%	Oslobörsen
Stolt-Nielsen Ltd	781 341	96 892	117 201	20 309	1,36%	Oslobörsen
AirAsia Bhd	24 244 100	125 235	106 647	-18 589	1,24%	Kuala Lumpur
Avance Gas Holdings Ltd	654 974	71 552	102 831	31 279	1,20%	Oslobörsen
ABB Ltd	657 625	83 190	92 864	9 673	1,08%	Stockholm
LG Corp Pref	222 192	25 533	55 261	29 728	0,64%	Seoul
FLSmidth & Co A/S	110 000	34 771	37 663	2 892	0,44%	Köpenhamn
LG Corp	97 600	20 222	37 003	16 780	0,43%	Seoul
Odffell SE-A	1 222 521	54 730	35 086	-19 643	0,41%	Oslobörsen
Goodtech ASA	2 116 842	48 135	29 424	-18 711	0,34%	Oslobörsen
TTS Group ASA	3 222 553	32 175	19 335	-12 840	0,22%	Oslobörsen
I.M. Skaugen SE	1 728 652	21 005	14 676	-6 329	0,17%	Oslobörsen
YIT Oyj	120 000	8 183	8 464	282	0,10%	Helsingfors
Viti Invest AS	931 782	5 644	438	-5 206	0,01%	Onoterat
Summa Kapitalvaror, service och transport		1 140 511	1 610 910	470 399	18,74%	
INKOMSTBEROENDE KONSUMENTVAROR (DISCRETIONARY CONSUMABLES)						
Royal Caribbean Cruises Ltd	1 793 021	274 925	611 212	336 287	7,11%	New York
Continental AG	293 500	147 369	416 394	269 024	4,84%	Frankfurt
Kia Motors Corporation	860 000	258 782	295 271	36 489	3,43%	Seoul
Volvo AB	1 400 000	123 328	117 988	-5 341	1,37%	Stockholm
Toshiba Corp	3 300 000	83 962	94 542	10 581	1,10%	Tokyo
Hurtigruten ASA	21 171 503	76 132	88 497	12 364	1,03%	Oslobörsen
Nokian Renkaat OYJ	225 000	54 613	53 797	-816	0,63%	Helsingfors
Nippon Seiki Co Ltd	230 000	22 272	27 263	4 990	0,32%	Tokyo
Fjord Line AS	3 622 985	33 138	21 738	-11 400	0,25%	Onoterat
Summa Inkomstberoende konsumentvaror		1 074 521	1 726 701	652 180	20,08%	

Värdepapper	Antal	Köpvärde NOK*	Marknadsvärde NOK*	Orealiserad vinst/förlust NOK*	Fördelning	Börs
DEFENSIVA KONSUMENTVAROR						
Casino Guichard Perrachon SA	191 785	130 604	155 769	25 166	1,81%	Paris
Carlsberg AS-B	150 000	93 089	99 274	6 184	1,15%	Köpenhamn
Royal Unibrew A/S	95 000	29 419	91 637	62 218	1,07%	Köpenhamn
Oriflame Cosmetics SA-SDR	462 367	68 397	66 097	-2 300	0,77%	Stockholm
Sodastream International Ltd	260 000	63 937	53 130	-10 807	0,62%	NASDAQ
Yazırcılar Holding AS	689 169	23 544	37 385	13 841	0,43%	Istanbul
Genomar AS	483 807	11 591	140	-11 451	0,00%	Onoterat
Norsk Marin Fisk AS	364 200	7 338	4	-7 334	0,00%	Onoterat
Summa Defensiva konsumentvaror		427 919	503 435	75 516	5,86%	
LÄKEMEDEL						
Teva Pharmaceutical-Sp ADR	1 461 530	386 593	471 924	85 331	5,49%	NASDAQ
Novo Nordisk A/S-B	290 250	62 218	81 967	19 749	0,95%	Köpenhamn
Medi-Stim ASA	1 465 625	18 313	34 442	16 129	0,40%	Oslobörsen
Photocure ASA	626 466	25 235	13 782	-11 453	0,16%	Oslobörsen
Norchip AS	1 250 000	18 001	13	-17 988	0,00%	Onoterat
Summa Läkemedel		510 359	602 128	91 769	7,00%	
BANK OCH FINANS						
Danske Bank A/S	1 800 000	184 794	313 015	128 222	3,64%	Köpenhamn
Sberbank of Russia Pref	14 470 000	209 651	179 860	-29 791	2,09%	Moskva
Tribona AB	3 410 861	112 654	108 911	-3 743	1,27%	Stockholm
Korean Reinsurance Co	1 466 760	50 035	92 978	42 944	1,08%	Seoul
Norwegian Finans Holding ASA	4 000 000	7 843	68 000	60 157	0,79%	Onoterat
Sparebanken Øst	1 413 500	25 053	64 456	39 403	0,75%	Oslobörsen
Hitecvision AS	793 668	7 193	63 493	56 300	0,74%	Onoterat
Raiffeisen Bank International AG	275 577	65 960	53 632	-12 328	0,62%	Wien
SBI Holdings Inc	400 000	33 171	30 042	-3 128	0,35%	Tokyo
Zoncolan ASA	730 000	4 046	1 314	-2 732	0,02%	Oslo Axess
Summa Bank och finans		700 399	975 703	275 304	11,35%	
INFORMATIONSTEKNOLOGI						
Samsung Electronics Co Ltd Pref	99 660	589 917	640 815	50 898	7,45%	Seoul
SAP AG	440 000	176 334	209 445	33 111	2,44%	Frankfurt
Q-Free ASA	3 182 604	44 688	45 193	505	0,53%	Oslobörsen
Bang & Olufsen A/S	320 375	24 231	24 701	470	0,29%	Köpenhamn
PSI Group ASA	3 796 612	43 431	23 425	-20 005	0,27%	Oslobörsen
Proact IT Group AB	258 101	8 572	20 840	12 268	0,24%	Stockholm
Precise Biometrics AB	2 362 593	2 436	2 189	-247	0,03%	Stockholm
Oter Invest AS	2 566 891	6 980	1 283	-5 696	0,01%	Onoterat
Ceetron ASA	60 622	936	91	-845	0,00%	Onoterat
Summa Informationsteknologi		897 525	967 983	70 459	11,26%	
TELEKOM						
Kinnevik Investment AB-B	463 583	103 529	121 483	17 954	1,41%	Stockholm
TeliaSonera AB	2 500 000	111 683	112 056	373	1,30%	Stockholm
Summa Telekom		215 212	233 539	18 326	2,72%	
Summa värdepappersportfölj*		6 415 366	8 456 628	2 041 262	98,36%	
Disponibel likviditet			141 327		1,64%	
Summa andelskapital			8 597 955		100,00%	
Kurs per 30-06-2014		1 763,6660				

* Siffrorna i 1 000 NOK.

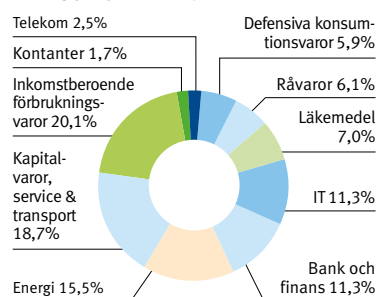


SKAGEN VEKST

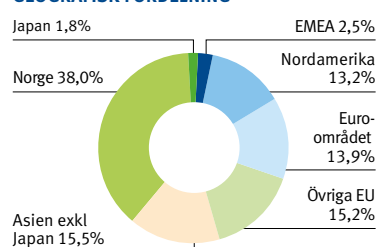
En handplockad bukett*

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

BRANSCHFÖRDELNING



GEOGRAFISK FÖRDELNING



DE 10 STÖRSTA INNEHAVEN

Samsung Electronics Co Ltd	7,45
Royal Caribbean Cruises Ltd	7,11
Teva Pharmaceutical Industries	5,49
Norsk Hydro ASA	5,36
Continental AG	4,84
Danske Bank A/S	3,64
Koninklijke Philips NV	3,44
Kia Motors Corp	3,43
Norwegian Air Shuttle AS	3,39
Statoil ASA	2,76
TOTALT 10 STÖRSTA INNEHAV (%)	46,92



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 1 127%

Genomsnittlig avkastning per år 15,99%

Förvaltningskapital 51 016 miljoner SEK

Antal fondsparare 86 338

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

Minsta teckningsbelopp Engångsteckning 500 SEK, sparavtal 500 SEK

Jämförelseindex MSCI All Country World Index

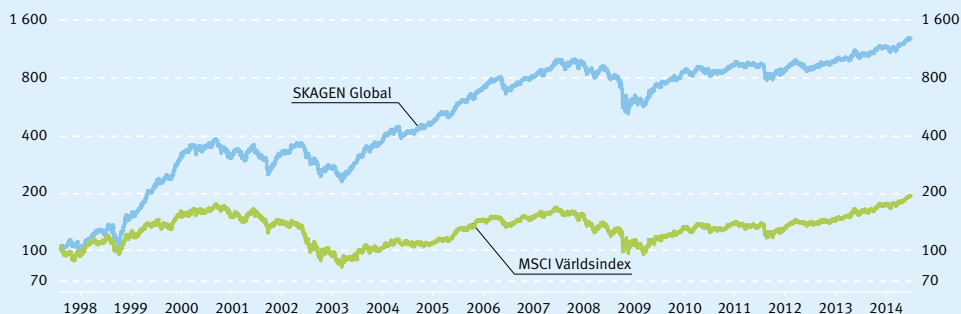
UCIT:s-fond Ja

PPM-nummer 984187

Bankgironummer 5359-1145

Portföljförvaltare Kristian Falnes, 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	19 272 618	1 277 378	1 030 435	-246 943	2,20%	London Int
Baker Hughes Inc	1 936 624	504 834	873 501	368 667	1,87%	New York
Weatherford Intl Ltd	5 822 007	477 661	809 570	331 909	1,73%	New York
OMV AG	2 062 595	447 096	567 475	120 379	1,21%	Wien
Surgutneftegas OAO Pref	93 876 900	356 876	473 928	117 052	1,01%	Moskva
Technip SA	596 358	359 322	399 667	40 345	0,85%	Paris
Afren Plc	23 356 508	246 481	356 276	109 796	0,76%	London
Kazmunaigas Exploration GDR	3 210 987	395 620	314 598	-81 022	0,67%	London Int
Petroleo Brasileiro Pref ADR	2 541 548	383 577	243 552	-140 024	0,52%	New York
BP Plc	4 317 010	215 354	232 969	17 615	0,50%	London
BP Plc ADR	618 040	180 221	199 934	19 713	0,43%	New York
Summa mindre poster		388 207	461 277	73 070	1,0%	
Summa Energi		5 232 627	5 963 182	730 555	12,74%	

RÅVAROR						
Akzo Nobel NV	1 888 049	576 472	867 340	290 868	1,85%	Amsterdam
Norsk Hydro ASA	19 810 878	535 467	650 391	114 924	1,39%	Oslobörsen
Heidelbergcement AG	1 131 185	359 962	591 753	231 791	1,26%	Frankfurt
OCI Co Ltd	427 281	405 661	445 698	40 037	0,95%	Seoul
Ternium SA ADR	2 543 889	380 195	433 554	53 358	0,93%	New York
Mayr-Melnhof Karton AG	480 326	222 491	350 384	127 894	0,75%	Wien
Koninklijke DSM NV	631 665	258 058	281 954	23 897	0,60%	Amsterdam
Lundin Mining Corp SDR	7 792 226	198 346	258 165	59 819	0,55%	Stockholm
Lundin Mining Corp	6 334 562	164 143	210 507	46 364	0,45%	Toronto
Vale Sa Spons pref ADR	2 670 526	202 842	193 326	-9 516	0,41%	New York
UPM-Kymmene Oyj	1 796 493	119 102	187 385	68 284	0,40%	Helsingfors
Vale Sa Spons ADR	1 717 891	145 339	138 327	-7 012	0,30%	New York
Evonik Industries AG	51 752	12 223	12 617	395	0,03%	Xetra
Summa Råvaror		3 580 301	4 621 403	1 041 101	9,88%	

KAPITALVAROR, SERVICE OCH TRANSPORT						
LG Corp	2 450 793	686 437	928 935	242 497	1,99%	Seoul
Tyco International Ltd	3 177 161	342 322	889 215	546 894	1,90%	New York
Bunge Ltd	1 313 117	461 015	610 801	149 786	1,31%	New York
Stolt-Nielsen Ltd	2 865 551	463 181	429 833	-33 349	0,92%	Oslobörsen
Siemens AG	482 469	274 741	390 765	116 024	0,84%	Frankfurt
Koninklijke Philips NV	1 982 500	349 943	386 186	36 243	0,83%	Amsterdam
Mosaic Co/The	1 103 401	339 466	334 879	-4 588	0,72%	New York
BW LPG Ltd	3 247 152	153 300	292 244	138 943	0,62%	Oslobörsen
Prosegur Cia de Seguridad Sa	6 506 714	211 175	287 433	76 258	0,61%	Madrid
China Communications Services Corp Ltd	77 703 794	280 200	231 923	-48 277	0,50%	Hong Kong
Metso Oyj	882 429	139 980	204 910	64 930	0,44%	Helsingfors
Autoliv Inc	309 564	105 984	202 109	96 126	0,43%	New York
Summa mindre poster		548 001	553 216	5 215	1,2%	
Summa Kapitalvaror, service och transport		4 355 745	5 742 448	1 386 703	12,27%	

INKOMSTBEROENDE KONSUMENTVAROR (DISCRETIONARY CONSUMABLES) FORTS. NÄSTA SIDA						
Renault SA	1 861 779	487 037	1 030 392	543 355	2,20%	Paris
General Motors Co	3 493 080	496 224	783 800	287 576	1,68%	New York
Toyota Industries Corp	1 788 277	319 173	566 273	247 099	1,21%	Tokyo
Gap Inc/The	2 211 305	524 511	560 966	36 455	1,20%	New York
Hyundai Motor Co Pref (2pb)	552 537	155 829	536 142	380 313	1,15%	Seoul
Comcast Corp	1 538 781	162 386	503 147	340 762	1,08%	NASDAQ
Yamaha Motor Co Ltd	3 355 311	283 582	354 095	70 513	0,76%	Tokyo
Dixons Retail Plc	67 060 684	94 155	349 936	255 781	0,75%	London
CTC Media Inc	3 764 435	187 135	254 734	67 599	0,54%	NASDAQ
Tata Motors Ltd-A- DVR	8 226 456	111 027	247 534	136 507	0,53%	Bombay
LG Electronics Inc Pref	1 090 448	278 239	244 684	-33 555	0,52%	Seoul
Summa mindre poster		379 789	533 760	153 972	1,1%	
Summa Inkomstberoende kapitalvaror		3 479 088	5 965 463	2 486 376	12,75%	

Värdepapper	Antal	Köpvärde NOK*	Marknadsvärde NOK*	Orealiserad vinst/förlust NOK*	Fördelning	Börs
DEFENSIVA KONSUMENTVAROR						
Unilever NV-Cva	975 867	174 371	261 685	87 313	0,56%	Amsterdam
Yazilcar Holding AS	3 928 265	95 143	213 184	118 041	0,46%	Istanbul
United Intl Enterprises	149 768	26 906	193 220	166 314	0,41%	Köpenhamn
Royal Unibrew A/S	187 221	47 481	180 574	133 093	0,39%	Köpenhamn
Chiquita Brands International Inc	1 655 233	120 413	107 235	-13 178	0,23%	New York
Apetit OYJ	228 600	25 383	33 981	8 598	0,07%	Helsingfors
Summa Defensiva konsumentvaror		489 697	989 879	500 181	2,12%	
LÄKEMEDEL						
Teva Pharmaceutical-Sp ADR	2 974 074	645 076	955 718	310 641	2,04%	NASDAQ
Roche Holding AG-Genusschein	464 283	411 220	849 049	437 829	1,81%	Zürich
Rhoen-Klinikum AG	2 055 663	231 909	417 098	185 188	0,89%	Frankfurt
Sanofi	582 614	347 732	379 790	32 058	0,81%	Paris
Varian Medical Systems Inc	299 140	143 700	151 653	7 953	0,32%	New York
Summa Läkemedel		1 779 637	2 753 307	973 670	5,88%	
BANK OCH FINANS						
Citigroup Inc	8 398 467	1 908 168	2 429 373	521 204	5,19%	New York
American International Group Inc	4 599 551	1 052 269	1 539 862	487 593	3,29%	New York
Nordea Bank AB	13 236 133	929 847	1 144 274	214 428	2,45%	Stockholm
Cheung Kong Holdings Ltd	5 893 098	471 853	641 515	169 662	1,37%	Hong Kong
Goldman Sachs Group Inc	495 336	360 866	507 400	146 534	1,08%	New York
Hannover Rueckversicherung AG	827 902	183 121	455 834	272 713	0,97%	Frankfurt
RSA Insurance Group Plc	8 468 231	369 267	421 278	52 012	0,90%	London
Storebrand ASA	10 460 958	369 839	361 217	-8 622	0,77%	Oslobörsen
State Bank of India	1 198 198	234 433	328 582	94 149	0,70%	Indien
Banco Do Estado Rio Grande Do Sul SA Pref	9 980 716	234 211	295 422	61 211	0,63%	Sao Paulo
Haci Omer Sabanci Holding AS	9 985 939	221 539	285 849	64 310	0,61%	Istanbul
EFG-Hermes Holding SAE	19 484 469	239 498	257 315	17 817	0,55%	Kairo
Summa mindre poster		1 755 091	1 939 800	184 709	4,2%	
Summa Bank och finans		8 330 002	10 607 722	2 277 720	22,67%	
INFORMATIONSTEKNOLOGI						
Samsung Electronics Co Ltd Pref	503 892	1 220 474	3 239 231	2 018 757	6,92%	Seoul
Microsoft Corp	3 975 450	632 173	1 023 374	391 201	2,19%	NASDAQ
Lenovo Group Ltd	47 662 000	354 172	399 226	45 054	0,85%	Hong Kong
Samsung Electronics Co Ltd Pref GDR	118 762	120 020	381 058	261 038	0,81%	London Int
Google Inc CLASS A	60 555	105 892	217 333	111 441	0,46%	NASDAQ
Google Inc CLASS C	60 555	105 892	214 045	108 153	0,46%	NASDAQ
Oracle Corp	848 308	137 403	212 051	74 648	0,45%	NASDAQ
Summa Informationsteknologi		2 676 026	5 686 318	3 010 292	12,15%	
TELEKOM						
China Unicom Hong Kong Ltd	76 770 396	671 066	728 134	57 068	1,56%	Hong Kong
Vimpelcom Ltd-Spon ADR	11 772 778	871 721	602 362	-269 360	1,29%	New York
First Pacific Co Ltd	45 234 923	285 825	310 136	24 311	0,66%	Hong Kong
Sistema Jscf GDR	1 423 965	150 295	269 068	118 773	0,58%	London Int
China Unicom Hong Kong Ltd ADR	2 347 421	216 459	221 205	4 746	0,47%	New York
Kinnevik Investment AB-B	738 060	38 582	193 347	154 766	0,41%	Stockholm
Global Telecom Holding	38 328 039	100 420	169 380	68 960	0,36%	Kairo
Summa mindre poster		296 455	228 640	-67 815	0,5%	
Summa Telekom		2 630 822	2 722 271	91 449	5,82%	
NYTTOTJÄNSTER						
Centrais Eletricas Brasileiras SA Pref	7 369 985	455 723	214 042	-241 681	0,46%	Sao Paulo
Centrais Eletricas Brasileiras SA	2 804 245	233 863	49 896	-183 967	0,11%	Sao Paulo
Summa Nyttotjänster		689 586	263 937	-425 649	0,56%	
Summa värdepappersportfölj*	33 243 531	45 315 930	12 072 399	96,85%		
Disponibel likviditet		1 475 993		3,15%		
Summa andelskapital		46 791 923		100,00%		
Kurs per 30-06-2014		1 180,2152				

* Siffrorna i 1 000 NOK.

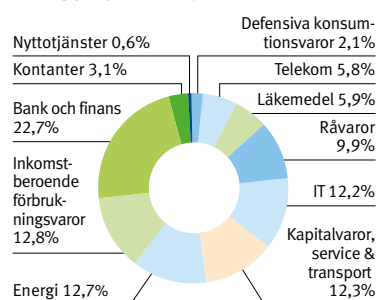


SKAGEN GLOBAL

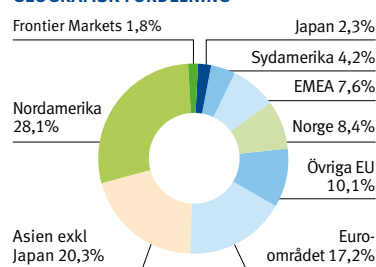
En värld full av möjligheter*

* 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	7,74
Citigroup Inc	5,19
American International Group I	3,29
Nordea Bank AB	2,45
Gazprom OAO	2,20
Renault SA	2,20
Microsoft Corp	2,19
Teva Pharmaceutical Industries	2,04
China Unicom Hong Kong Ltd	2,03
LG Corp	2,00
TOTALT 10 STÖRSTA INNEHAV (%)	31,32



SKAGEN KON-TIKI

Visar kursen mot nya vatten*

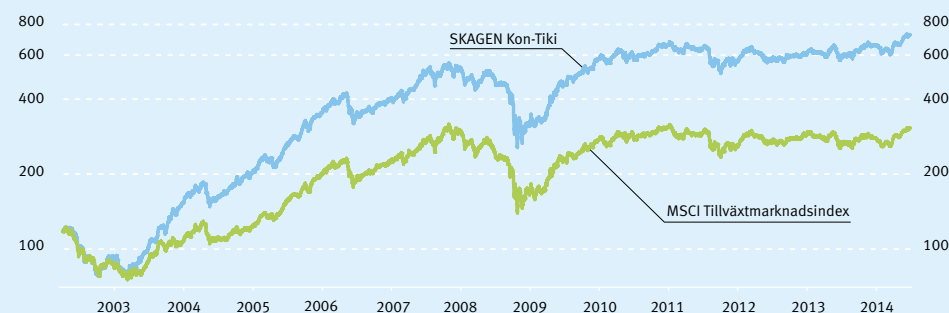
Aktiefonden SKAGEN Kon-Tiki A investerar i undervärderade, underanalyserade och impopulära aktier i olika branscher och länder över hela världen. Minst hälften av kapitalet placeras i tillväxtmarknader. För att uppnå en sund jämvikt mellan branscher kan resterande tillgångar placeras på marknader som 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	515%
Genomsnittlig avkastning per år	16,00%
Förvaltningskapital	60 093 miljoner SEK
Antal fondsparare	72 311
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 Landgraff, Hilde Jenssen

KURSHISTORIK SKAGEN KON-TIKI



Värdepapper	Antal	Köpvärde NOK*	Marknadsvärde NOK*	Orealiserad vinst/förlust NOK*	Fördelning	Börs
ENERGI						
Tullow Oil Plc	8 111 624	765 458	723 764	-41 694	1,31%	London
Gazprom Oao ADR	9 459 603	633 992	505 770	-128 223	0,92%	London Int
Afren Plc	28 782 928	356 400	439 050	82 650	0,80%	London
GCL-Poly Energy Holdings Ltd	213 713 000	350 278	438 219	87 941	0,80%	Hong Kong
Rec Silicon ASA	83 201 594	133 426	295 033	161 606	0,54%	Oslobörsen
Archer Ltd	25 327 048	405 547	278 598	-126 950	0,51%	Oslobörsen
Deep Sea Supply Plc	17 250 931	170 959	171 647	688	0,31%	Oslobörsen
REC Solar AS	1 482 786	35 590	138 566	102 976	0,25%	Oslobörsen
Siem Offshore Inc	10 977 629	94 336	91 993	-2 344	0,17%	Oslobörsen
Summa Energi		2 945 987	3 082 639	136 652	5,59%	

RÅVAROR						
Vale Sa Spons pref ADR	14 722 805	1 442 210	1 065 823	-376 387	1,93%	New York
Exxaro Resources Ltd	4 669 011	596 420	372 960	-223 460	0,68%	Johannesburg
UPL Ltd	10 294 488	191 091	358 840	167 749	0,65%	Indien
OCI Co Ltd	300 000	253 944	312 931	58 987	0,57%	Seoul
LG Chem Ltd Pref	233 606	148 700	273 426	124 726	0,50%	Seoul
Asia Cement China Holdings	48 607 500	178 677	188 949	10 272	0,34%	Hong Kong
Vale SA-Pref A	1 231 900	210 807	89 289	-121 518	0,16%	Sao Paulo
Drdgold Ltd ADR	3 724 701	206 450	65 811	-140 639	0,12%	NASDAQ
Summa Råvaror		3 228 298	2 728 028	-500 270	4,95%	

KAPITALVAROR, SERVICE OCH TRANSPORT						
AP Moeller - Maersk A/S	100 000	805 315	1 524 493	719 178	2,77%	Köpenhamn
ABB Ltd	8 530 512	808 037	1 204 208	396 171	2,18%	Stockholm
Frontline 2012 Ltd	12 005 000	315 941	570 238	254 297	1,03%	Onoterat
AirAsia Bhd	107 652 800	410 921	473 402	62 481	0,86%	Kuala Lumpur
Bidvest Group Ltd	2 878 881	335 297	469 194	133 897	0,85%	Johannesburg
CNH Industrial NV	7 310 545	449 860	458 815	8 955	0,83%	New York
OCI NV	1 825 927	455 606	437 496	-18 110	0,79%	Amsterdam
Enka Insaat Ve Sanayi AS	20 782 815	217 528	345 879	128 351	0,63%	Istanbul
Empresas ICA S.A.B	28 597 736	400 315	345 561	-54 754	0,63%	Mexiko
Aveng Ltd	21 017 094	617 358	280 615	-336 743	0,51%	Johannesburg
Hitachi Ltd	5 695 000	253 599	255 851	2 251	0,46%	Tokyo
Harbin Electric Company Ltd	68 000 000	614 366	253 027	-361 339	0,46%	Hong Kong
Golden Ocean Group Ltd	21 821 808	93 558	223 892	130 334	0,41%	Oslobörsen
Yingli Green Energy Holding Co Ltd ADR	9 660 539	213 542	222 838	9 296	0,40%	New York
Nippon Yusen KK	11 728 000	231 788	207 346	-24 442	0,38%	Tokyo
LG Corp Pref	808 430	118 266	201 013	82 747	0,36%	Seoul
Norwegian Air Shuttle ASA	997 061	73 389	200 808	127 419	0,36%	Oslobörsen
Avance Gas Holdings Ltd	1 206 386	127 095	189 403	62 308	0,34%	Oslobörsen
Golar LNG Ltd	170 000	56 250	62 107	5 857	0,11%	NASDAQ
Kerry Logistics Network Ltd	1 770 000	16 506	17 152	646	0,03%	Hong Kong
Kuribayashi Steamship Co Ltd	288 000	5 770	5 650	-120	0,01%	Tokyo
Summa Kapitalvaror, service och transport		6 620 307	7 948 988	1 328 681	14,42%	

INKOMSTBEROENDE KONSUMENTVAROR (DISCRETIONARY CONSUMABLES)						
Hyundai Motor Co Pref (2pb)	2 633 025	420 391	2 554 898	2 134 506	4,64%	Seoul
Hyundai Motor Co Pref (1p)	2 507 251	402 735	2 303 610	1 900 876	4,18%	Seoul
Great Wall Motor Co Ltd	67 765 000	122 922	1 545 107	1 422 185	2,80%	Hong Kong
Mahindra & Mahindra Ltd GDR	8 248 827	192 182	974 677	782 496	1,77%	London Int
Naspers Ltd	1 139 544	333 530	822 854	489 325	1,49%	Johannesburg
LG Electronics Inc Pref	3 050 000	823 954	684 384	-139 570	1,24%	Seoul
Royal Caribbean Cruises Ltd	1 432 100	257 591	487 353	229 763	0,88%	New York
Apollo Tyres Ltd	21 068 598	163 689	428 229	264 540	0,78%	Indien
Mahindra & Mahindra Ltd	3 623 003	292 672	424 304	131 632	0,77%	Indien
DRB-Hicom Bhd	88 408 800	365 449	373 563	8 114	0,68%	Kuala Lumpur
Hengdeli Holdings Ltd	162 572 800	256 632	173 757	-82 875	0,32%	Hong Kong
Ghabbour Auto	1 568 410	37 200	43 067	5 867	0,08%	Kairo
Summa Inkomstberoende kapitalvaror		3 668 947	10 815 805	7 146 858	19,62%	

Värdepapper	Antal	Köpvärde NOK*	Marknadsvärde NOK*	Orealiserad vinst/förlust NOK*	Fördelning	Börs
DEFENSIVA KONSUMENTVAROR						
Heineken NV	2 811 758	935 935	1 237 366	301 431	2,24%	Amsterdam
Cosan Ltd	10 319 782	577 467	857 871	280 405	1,56%	New York
Distribuidora Internacional de Alimentacion SA	12 266 933	417 657	695 802	278 146	1,26%	Madrid
X 5 Retail Group NV GDR	4 836 025	487 681	640 551	152 870	1,16%	London Int
Marfrig Global Foods SA	32 957 200	518 291	554 287	35 995	1,01%	Sao Paulo
Yazicilar Holding AS	8 750 391	217 127	474 877	257 750	0,86%	Istanbul
Familymart Co Ltd	1 776 500	491 161	469 503	-21 658	0,85%	Tokyo
Kulim Malaysia BHD	50 827 600	160 451	333 327	172 876	0,60%	Kuala Lumpur
Royal Unibrew A/S	317 977	53 374	306 688	253 314	0,56%	Köpenhamn
PZ Cussons Plc	7 625 746	127 931	277 365	149 434	0,50%	London
Cia Cervecerias Unidas SA ADR	1 538 270	280 090	221 492	-58 598	0,40%	New York
Tata Global Beverages Ltd	12 304 260	167 952	216 991	49 039	0,39%	Indien
Casino Guichard Perrachon SA	264 535	213 056	214 232	1 176	0,39%	Paris
Massmart Holdings Ltd	2 000 000	154 436	152 262	-2 174	0,28%	Johannesburg
Podravka Prehrambena Ind DD	406 584	111 935	137 282	25 346	0,25%	Zagreb
East African Breweries Ltd	5 774 866	88 566	116 504	27 938	0,21%	Nairobi
United Intl Enterprises	68 500	12 939	88 374	75 435	0,16%	Köpenhamn
Pivovarna Lasko	499 286	138 712	49 395	-89 317	0,09%	Ljubljana
Kulim Malaysia BHD Warrants	8 437 550	-	14 842	14 842	0,03%	Kuala Lumpur
Summa Defensiva konsumentvaror		5 154 761	7 059 010	1 904 249	12,81%	
LÄKEMEDEL						
Richter Gedeon Nyrt	9 771 722	1 060 981	1 140 926	79 945	2,07%	Budapest
China Shineway Pharmaceutical	36 934 000	280 298	397 673	117 375	0,72%	Hong Kong
Ranbaxy Laboratories Ltd	4 198 608	197 497	221 426	23 929	0,40%	Indien
Supermax Corp BHD	30 573 600	117 548	122 756	5 208	0,22%	Kuala Lumpur
Eis Eczacibasi Ilac Ve Sanayi	19 410 554	133 038	122 475	-10 564	0,22%	Istanbul
Eczacibasi Yatirim Holding	3 362 732	39 931	51 098	11 167	0,09%	Istanbul
Summa Läkemedel		1 829 293	2 056 353	227 060	3,73%	
BANK OCH FINANS						
State Bank of India	5 999 991	1 363 394	1 645 379	281 985	2,99%	Indien
Haci Omer Sabanci Holding AS	47 509 436	962 243	1 359 966	397 723	2,47%	Istanbul
Banco Do Estado Rio Grande Do Sul SA Pref	20 364 200	482 699	602 765	120 065	1,09%	Sao Paulo
SBI Holdings Inc	7 759 600	603 587	582 573	-21 015	1,06%	Tokyo
Haitong Securities Co Ltd	59 435 600	492 612	565 603	72 991	1,03%	Hong Kong
Raiffeisen Bank International AG	2 887 873	605 678	562 914	-42 764	1,02%	Wien
JSE Ltd	6 464 519	249 899	357 555	107 655	0,65%	Johannesburg
Moscow Exchange MICEX-RTS OAO	25 683 060	267 228	312 338	45 110	0,57%	Moskva
Kiatnakin Bank Plc	37 429 463	334 353	311 428	-22 925	0,57%	Bangkok
Korean Reinsurance Co	4 860 366	182 225	308 023	125 799	0,56%	Seoul
VTB Bank Ojsc GDR	19 865 944	592 349	297 380	-294 970	0,54%	London Int
Kiwoom Securities Co Ltd	1 043 205	190 648	264 767	74 119	0,48%	Seoul
EFG-Hermes Holding SAE	17 939 257	353 507	236 909	-116 598	0,43%	Kairo
Ghana Commercial Bank Ltd	18 001 604	88 821	179 145	90 324	0,33%	Ghana
VTB Bank Ojsc	21 701 144 197	165 582	160 813	-4 769	0,29%	Moskva
Dragon Capital - Vietnam Enterprise Investments Ltd	9 000 000	111 229	152 945	41 716	0,28%	Dublin
Nordnet AB	5 007 907	69 539	147 911	78 372	0,27%	Stockholm
Value Partners Group Ltd	28 597 000	109 613	117 503	7 890	0,21%	Hong Kong
Diamond Bank Plc	378 971 941	79 310	91 438	12 128	0,17%	Lagos
VinaCapital Vietnam Opportunity Fund Ltd	4 062 000	44 474	62 333	17 859	0,11%	London
Trimegah Securities Tbk PT	700 000 000	67 131	28 618	-38 513	0,05%	Jakarta
Norfinance AS	285 996	28 600	28 600	0	0,05%	Onoterat
Norfinance AS Konv	21 272 400	21 272	21 272	0	0,04%	Onoterat
EFG-Hermes Holding GDR	202 863	8 188	5 103	-3 085	0,01%	London Int
Summa Bank och finans		7 474 181	8 403 279	929 098	15,25%	
INFORMATIONSTEKNOLOGI						
Samsung Electronics Co Ltd Pref	424 937	1 049 840	2 731 675	1 681 835	4,96%	Seoul
Samsung Electronics Co Ltd Pref GDR	399 732	393 328	1 282 576	889 248	2,33%	London Int
Lenovo Group Ltd	108 958 000	625 098	912 652	287 554	1,66%	Hong Kong
Tech Mahindra Ltd	2 529 440	408 241	555 694	147 453	1,01%	Indien
Skyworth Digital Holdings Ltd	37 784 181	110 340	110 681	341	0,20%	Hong Kong
Summa Informationsteknologi		2 586 847	5 593 278	3 006 431	10,15%	
TELEKOM						
Sistema Jscf GDR	9 911 992	791 297	1 872 941	1 081 644	3,40%	London Int
Bharti Airtel Ltd	43 368 848	1 656 791	1 491 584	-165 207	2,71%	Indien
Kinnevik Investment AB-B	2 624 324	458 112	687 485	229 373	1,25%	Stockholm
Indosat Tbk PT	206 683 750	557 401	394 143	-163 257	0,72%	Indonesien
Summa Telekom		3 463 601	4 446 154	982 553	8,07%	
Summa värdepappersportfölj*		36 972 222	52 133 534	15 161 311	94,58%	
Disponibel likviditet			2 986 095		5,42%	
Summa andelskapital			55 119 629		100,00%	
Kurs per 30-06-2014		672,4689				

* Siffrorna i 1 000 NOK.

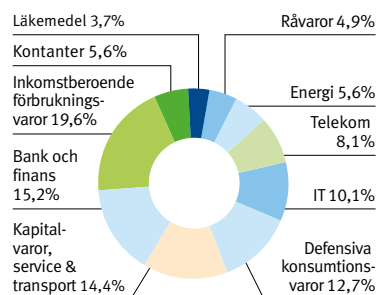


SKAGEN KON-TIKI

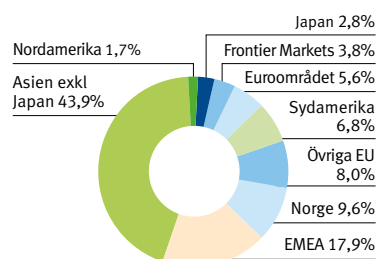
Visar kursen mot nya vatten*

* 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	8,81
Samsung Electronics Co Ltd	7,28
Sistema JSFC	3,40
State Bank of India	2,99
Great Wall Motor Co Ltd	2,80
AP Moeller - Maersk A/S	2,77
Bharti Airtel Ltd	2,71
Mahindra & Mahindra Ltd	2,54
Haci Omer Sabanci Holding AS	2,47
Heineken NV	2,24
TOTALT 10 STÖRSTA INNEHAV (%)	38,01

VÄRDEPAPERSPORTFÖLJ SKAGEN m² PER 30 JUNI 2014



SKAGEN m²

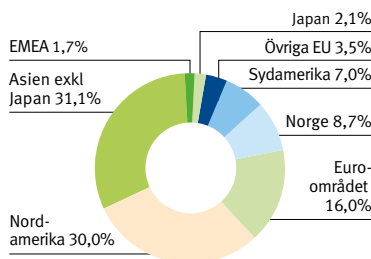
En del av den globala fastighetsmarknaden*

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

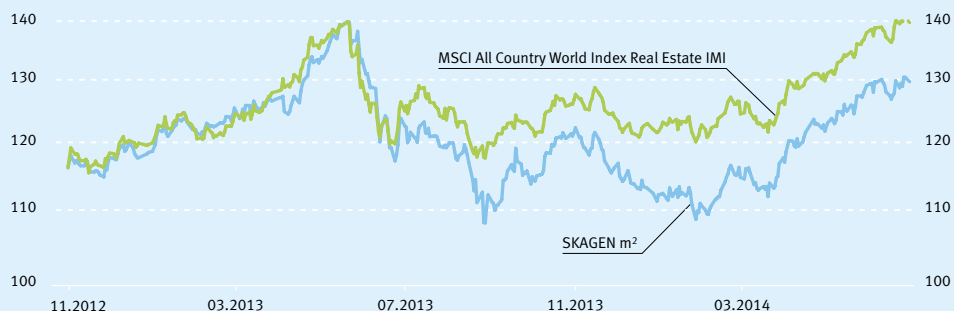
AKTIEFOND SKAGEN m²

Risk	
1 2 3 4 5 6 7	
Fondens startdatum	31 oktober 2012
Avkastning sedan start	12%
Genomsnittlig avkastning per år	6,78%
Förvaltningskapital	580 miljoner SEK
Antal fondsparare	5 128
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	150 000	20 061	21 538	1 477	4,05%	New York
Brandywine Realty Trust	208 000	17 925	19 842	1 917	3,73%	New York
Ashford Hospitality Trust	265 000	12 475	18 773	6 298	3,53%	New York
Deutsche Wohnen AG	140 000	12 633	18 509	5 876	3,48%	Frankfurt
Columbia Property Trust Inc	105 800	17 667	16 750	-917	3,15%	New York
HCP Inc	64 700	14 683	16 352	1 669	3,07%	New York
Apartment Investment & Management Co	80 000	13 753	15 848	2 095	2,98%	New York
Mercialys SA	109 000	13 552	15 523	1 971	2,92%	Paris
PS Business Parks Inc	29 000	12 599	14 767	2 168	2,78%	New York
British Land Co Plc	200 891	10 270	14 753	4 483	2,77%	London
Global Logistic Properties Ltd	1 096 000	13 705	14 561	856	2,74%	Singapore
Soho China Ltd	2 721 500	13 082	13 170	88	2,48%	Hong Kong
Ticon Industrial Connection Pcl-Nvdr	3 839 220	12 648	12 639	-9	2,38%	Singapore
Lexington Realty Trust	183 500	12 568	12 442	-126	2,34%	New York
Olav Thon Eiendomsselskap ASA	106 000	9 696	12 031	2 335	2,26%	Oslobørsen
Mapletree Logistics Trust	1 960 753	11 329	11 240	-89	2,11%	Singapore
Nomura Real Estate Office Fund Inc	385	10 623	11 159	535	2,10%	Tokyo
SM Prime Holdings Inc	5 000 000	12 092	11 154	-939	2,10%	Filippinerna
SL Green Realty Corp	16 500	8 101	11 024	2 923	2,07%	New York
Franshion Properties China Ltd	6 684 000	12 599	10 799	-1 799	2,03%	Hong Kong
Unibail-Rodamco SE	6 000	9 433	10 689	1 256	2,01%	Amsterdam
CA Immobilien Anlagen AG	87 000	9 501	10 037	536	1,89%	Wien
Affine SA	76 000	7 773	9 320	1 547	1,75%	Paris
Phoenix Mills Ltd	275 000	7 552	9 022	1 470	1,70%	Indien
Citycon Oyj	400 000	6 828	9 004	2 176	1,69%	Helsingfors
BR Malls Participacoes SA	170 000	11 546	8 794	-2 753	1,65%	Sao Paulo
CBL & Associates Properties Inc	70 169	7 436	8 133	697	1,53%	New York
Ascendas India Trust	1 884 000	7 134	7 741	607	1,46%	Singapore
First Real Estate Investment Trust	1 302 000	7 150	7 592	442	1,43%	Singapore
Emlak Konut Gayrimenkul Yatirim Ortakligi AS	935 000	6 746	7 198	453	1,35%	Istanbul
Dic Asset AG	105 000	6 829	7 038	209	1,32%	Xetra
Ananda Development PCL-Nvdr	13 819 200	5 738	6 955	1 217	1,31%	Bangkok
Irsa Sa ADR	69 500	4 847	6 891	2 044	1,30%	New York
CapitaLand Ltd	400 000	6 017	6 298	281	1,18%	Singapore
General Shopping Brasil SA	282 000	8 536	6 022	-2 514	1,13%	Sao Paulo
BR Properties SA	160 000	10 258	5 911	-4 347	1,11%	Sao Paulo
Gecina SA	6 500	4 494	5 806	1 312	1,09%	Paris
Summarecon Agung Tbk PT	9 673 800	6 248	5 682	-566	1,07%	Indonesien
Bekasi Fajar Industrial Estate Tbk PT	25 856 300	6 162	5 647	-515	1,06%	Indonesien
Parkway Life Real Estate Investment Trust	472 000	5 732	5 481	-251	1,03%	Singapore
Keppel Land Ltd	325 000	5 733	5 405	-328	1,02%	Singapore
Shimao Property Holdings Ltd	476 000	6 108	5 368	-740	1,01%	Hong Kong
Rockwell Land Corp	20 000 000	8 187	5 260	-2 926	0,99%	Filippinerna
Vista Land & Lifescapes Inc	6 039 700	4 818	5 199	381	0,98%	Filippinerna
Summa mindre poster		29 689	29 869	180	5,6%	
Summa Fastighetsföretag inkl. REITS		462 552	493 232	30 680	92,73%	
RÄNTEINSTRUMENT						
General Shopping Finance	1 000 000	5 429	5 796	367	1,09%	Euroclear
Summa Ränteinstrument		5 429	5 796	367	1,09%	
Summa värdepappersportfölj*		467 982	499 028	31 046	93,82%	
Disponibel likviditet			32 850		6,18%	
Summa andelskapital			531 878		100,00%	
Kurs per 30-06-2014		118,8935				

* Siffrorna i 1 000 NOK.

VÄRDEPAPPERSPORTFÖLJ SKAGEN TELLUS PER 30 JUNI 2014



SKAGEN TELLUS

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 53%

Genomsnittlig avkastning per år 5,63%

Förvaltningskapital 750 miljoner SEK

Antal fondsparare 2 099

Förvaltningsavgifter 0,8% per år

Minsta teckningsbelopp Engångsteckning 1 500 SEK, sparavtal 1 500 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	Nominell, NOK ***	Kostnadspris, NOK ***	Marknadskurs NOK	Upplupen ränta, NOK	Marknadsvärde, NOK ***	Marknadsvärde inkl upplupen ränta, NOK ***	Orealiserad vinst/förlust, NOK ***	Andelar av fonden
STATSOBLIGATIONER										
Brazilian Government	10.01.2028	10,25	13 200	37 822	296,22	1 784	39 101	40 885	1 280	5,95%
Chilean Government	05.08.2020	5,50	3 410 000	41 787	1,17	841	39 737	40 577	-2 051	5,90%
European Bank Recon & Dev	17.06.2015	0,50	43 000	41 462	98,48	8	42 347	42 354	884	6,16%
Colombian Government	14.04.2021	7,75	10 500 000	37 602	0,38	368	39 427	39 795	1 824	5,79%
Danish Government	16.11.2015	4,00	17 000	19 631	118,74	476	20 186	20 662	555	3,01%
Italian Government	02.02.2037	4,00	6 865	58 001	887,50	949	60 927	61 876	2 926	9,00%
Hellenic Republic Government	24.02.2027	2,00	8 350	47 610	626,57	484	52 318	52 803	4 709	7,68%
Lithuanian Government	22.01.2024	3,37	2 000	17 208	914,54	247	18 291	18 538	1 083	2,70%
Portugese Government	15.04.2021	3,85	6 750	52 513	880,79	454	59 453	59 908	6 940	8,71%
Slovenia Government	30.03.2026	5,12	5 400	39 296	976,78	586	52 746	53 332	13 450	7,76%
UK Government	08.09.2014	5,00	3 440	35 528	1 057,04	563	36 362	36 926	834	5,37%
European Bank Recon & Dev	28.05.2015	5,00	240 000	23 976	10,09	111	24 225	24 336	249	3,54%
Mexican Government	20.11.2036	10,00	40 000	24 368	66,13	53	26 454	26 506	2 085	3,86%
New Zealand Government	15.04.2015	6,00	2 000	10 596	547,45	134	10 949	11 083	353	1,61%
Peruvian Government	12.08.2037	6,90	12 000	26 728	229,39	694	27 527	28 221	799	4,11%
Turkish Government	08.03.2023	7,10	11 000	28 399	261,45	639	28 759	29 398	360	4,28%
US Government	21.08.2014	0,00	12 500	74 159	614,42	0	76 802	76 802	2 643	11,17%
US Government	18.09.2014	0,00	3 000	18 444	614,42	0	18 432	18 432	-12	2,68%
Summa värdepappersportfölj				635 131		8 391	674 044	682 434	38 913	99,27%
Disponibel likviditet				4 888		0	4 997	4 997	109	0,73%
Summa andelskapital				640 018		8 391	679 040	687 431	39 022	100,00%

Nyckeltal

Effektiv underliggande avkastning	4,11%
Effektiv avkastning till kunder*	3,31%
Duration**	5,74

* 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 30-06-2014.

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

Kurs per 30-06-2014 117,9636

VÄRDEPAPERSPORTFÖLJ SKAGEN KRONA PER 30 JUNI 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 Skagenmålarna. 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	2,65%
Förvaltningskapital	760 miljoner SEK
Antal fondsparare	356
Förvaltningsavgifter	0,2% per år
Minsta tekningsbelopp	Engångsteckning 1 000 SEK, sparavtal 1 000 SEK
Jämförelseindex	OMRX-TBILL
UCIT:s-fond	Ja
PPM-nummer	870493
Bankgironummer	5899-2611
Portföljförvaltare	Ola Sjöstrand, Elisabeth Gauseil

Värdepapper	Förfalldatum	Kupong, procent	Nominellt, NOK***	Kostnads-NOK***	Marknads-kurs NOK	Upplöpen ränta, NOK	Marknads-värde, NOK***	Marknads-värdet upplöpen ränta, NOK***	Orealiserad vinst/förlust, NOK***	Andelar av fonden
RÄNTEPAPPER MED RÖRLIG RÄNTA										
Finans										
Danske Bank A/S	17.08.2015	2,78	25 000	25 652	101,82	81	25 455	25 536	-197	3,36%
Ikano Bank SE	26.09.2016	1,96	25 000	25 000	100,82	5	25 204	25 209	204	3,32%
Jyske Bank A/S	03.05.2016	1,91	20 000	20 000	100,78	60	20 156	20 215	156	2,66%
Jyske Bank A/S	22.02.2016	1,92	10 000	10 046	100,86	21	10 086	10 107	40	1,33%
Länsförsäkringar Bank AB	10.02.2015	2,31	27 000	27 360	100,77	85	27 208	27 293	-152	3,59%
Nordea Bank AB	16.01.2015	2,46	23 000	23 220	100,81	118	23 185	23 303	-35	3,07%
Sampo Oyj	28.05.2015	1,66	23 000	23 000	100,39	35	23 090	23 125	90	3,04%
Sparebank 1 SMN	25.09.2015	1,78	15 000	15 001	100,77	4	15 115	15 119	114	1,99%
Sparebank 1 Nord-Norge	13.08.2014	1,94	20 000	20 099	100,12	52	20 025	20 077	-74	2,64%
Swedbank AB	31.07.2015	2,01	17 000	17 172	100,99	56	17 168	17 224	-4	2,27%

Industri										
Getinge AB	29.05.2015	2,81	33 000	33 178	100,86	83	33 285	33 368	108	4,39%
NCC Treasury AB	02.10.2014	2,32	29 000	29 069	100,30	166	29 088	29 254	19	3,85%
Securitas AB	19.01.2015	2,56	15 000	15 220	100,81	74	15 122	15 196	-98	2,00%
Svensk FastighetsFinansiering AB	22.12.2014	2,61	15 000	15 054	100,63	8	15 095	15 102	41	1,99%
Svensk FastighetsFinansiering AB	24.08.2015	2,56	37 000	37 215	101,01	92	37 373	37 465	157	4,93%
Skanska Financial Services AB	25.04.2016	2,65	19 000	19 085	102,12	92	19 402	19 495	317	2,57%
Tele2 AB	05.03.2015	1,99	20 000	20 000	100,56	23	20 112	20 136	112	2,65%
Vasakronan AB	06.10.2014	1,81	14 000	14 000	100,21	59	14 029	14 088	30	1,85%
Vasakronan AB	26.01.2015	2,20	10 000	10 070	100,60	38	10 060	10 098	-11	1,33%
Volvo Treasury AB	09.02.2015	2,11	17 000	17 081	100,57	52	17 097	17 148	15	2,26%
Volvo Treasury AB	16.07.2014	1,46	10 000	10 008	100,02	30	10 002	10 033	-6	1,32%
Volvo Treasury AB	26.02.2016	1,91	35 000	35 040	100,84	65	35 293	35 358	252	4,65%

RÄNTEPAPPER MED FAST RÄNTA										
Finans										
Ikano Bank SE	06.11.2014	0,00	42 000	41 198	99,50	-	41 788	41 788	591	5,50%
Industri										
Arla Foods ambu	15.09.2014	0,00	20 000	19 935	99,77	-	19 954	19 954	19	2,63%
Arla Foods ambu	25.08.2014	0,00	15 000	14 943	99,83	-	14 975	14 975	33	1,97%
Castellum AB	12.09.2014	0,00	22 000	21 895	99,77	-	21 949	21 949	54	2,89%
Castellum AB	17.11.2014	0,00	10 000	9 932	99,55	-	9 955	9 955	23	1,31%
Fabege AB	15.10.2014	0,00	30 000	29 830	99,65	-	29 896	29 896	66	3,94%
Hexagon AB	05.02.2015	0,00	19 000	18 728	99,11	-	18 831	18 831	103	2,48%
Hexagon AB	09.04.2015	0,00	10 000	9 832	98,89	-	9 889	9 889	57	1,30%
Holmen AB	20.08.2014	0,00	27 000	26 944	99,88	-	26 967	26 967	22	3,55%
Intrum Justitia AB	13.11.2014	0,00	16 000	15 891	99,58	-	15 933	15 933	42	2,10%
Intrum Justitia AB	26.08.2014	0,00	18 000	17 888	99,83	-	17 970	17 970	81	2,37%
Tele2 AB	07.11.2014	0,00	10 000	9 960	99,60	-	9 960	9 960	0	1,31%
Trelleborg Treasury AB	14.08.2014	0,00	16 000	15 878	99,86	-	15 978	15 978	100	2,10%
Trelleborg Treasury AB	15.10.2014	0,00	25 000	24 853	99,68	-	24 920	24 920	66	3,28%

Summa värdepappersportfölj	739 279	1 299	741 613	742 912	2 335	97,79%
Disponibel likviditet	16 806		16 806	16 806		2,21%
Summa andelskapital	756 085	1 299	758 419	759 718	2 335	100,00%

Nyckeltal	
Effektiv underliggande avkastning	1,21%
Effektiv avkastning till kunder*	1,01%
Duration**	0,19

* 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 30-06-2014.

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

Kurs per 30-06-2014 101,7804

HALVÅRSRÄKENSKAPER PER 30 JUNI 2014

Resultaträkning (alla tal i hela 1 000 NOK)	SKAGEN Vekst 1 halvår 2014	SKAGEN Global 1 halvår 2014	SKAGEN Kon-Tiki 1 halvår 2014	SKAGEN m ² 1 halvår 2014	SKAGEN Tellus 1 halvår 2014	SKAGEN Avkastning 1 halvår 2014	SKAGEN Høyrente 1 halvår 2014	SKAGEN Høyrente Inst. 1 halvår 2014	SKAGEN Krona** 1 halvår 2014	SKAGEN Balanse 60/40 1 halvår 2014
PORTFÖLJINTÄKTER OCH -KOSTNADER										
Ränteintäkter/-kostnader	2 369	1 917	-5 652	336	9 741	20 461	45 592	15 300	7 415	1 094
Aktieutdelning	142 317	682 073	444 149	11 260	-	-	-	-	-	-
Vinst/förlust vid försäljning	641 037	1 435 971	1 313 524	-24 100	-2 255	358	1 068	570	-	3 848
Förändringar orealiserade kursvinster/förluster	12 404	1 315 558	2 060 526	74 858	44 633	30 428	-1 035	-563	-525	7 656
Garantiprovision	-	1 101	-	-	-	-	-	-	-	-
Courtage	-4 378	-14 582	-17 587	-548	-10	-7	-2	-1	-7	-
Valutavinst/förlust	-201	64 135	60 786	-256	-762	-4 216	-	-	-	-
Portföljresultat	793 547	3 486 173	3 855 746	61 551	51 347	47 024	45 623	15 307	6 883	12 598
FÖRVALTNINGSINTÄKTER OCH -KOSTNADER¹										
Förvaltningsarvode fast	-41 726	-224 290	-482 498	-3 677	-2 207	-3 246	-4 148	-887	-763	-
Beräknat rörligt förvaltningsarvode*	-50 445	-548	-2 408	-202	-	-	-	-	-	-
Förvaltningsresultat	-92 170	-224 838	-484 906	-3 879	-2 207	-3 246	-4 148	-887	-763	-
Resultat före skatt	701 376	3 261 334	3 370 841	57 671	49 140	43 778	41 475	14 419	6 120	12 598
Skatt	-7 254	-61 508	-42 644	-3 132	-	-	-	-	-	-429
PERIODENS RESULTAT	694 122	3 199 826	3 328 197	54 540	49 140	43 778	41 475	14 419	6 120	12 168

Balansräkning	SKAGEN Vekst 30.06.2014	SKAGEN Global 30.06.2014	SKAGEN Kon-Tiki 30.06.2014	SKAGEN m ² 30.06.2014	SKAGEN Tellus 30.06.2014	SKAGEN Avkastning 30.06.2014	SKAGEN Høyrente 30.06.2014	SKAGEN Høyrente Inst. 30.06.2014	SKAGEN Krona** 30.06.2014	SKAGEN Balanse 60/40 30.06.2014
TILLGÅNGAR										
Norska värdepapper till kostnadspris	2 189 674	1 655 267	1 499 714	9 696	-	777 189	2 199 793	509 833	-	211 300
Utländska värdepapper till kostnadspris	4 225 692	31 588 265	35 472 509	458 286	635 131	278 412	-	-	739 279	26 500
Orealiserade kursvinster/förluster	2 041 262	12 072 399	15 161 311	30 959	38 913	35 607	8 872	1 065	1 279	22 903
Intjänade räntor, värdepapper	-	-	-	87	8 585	5 248	8 165	2 008	2 354	1 223
Summa värdepappersportföljen	8 456 628	45 315 930	52 133 534	499 028	682 629	1 096 456	2 216 830	512 905	742 912	261 926
Tillgodohavande, aktieutdelning	11 882	66 658	51 527	938	-	-	-	-	-	-
Intjänade bankräntor	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Summa intjänade, ej erhållna intäkter	11 882	66 658	51 527	938	-	-	-	-	-	-
Uppskjuten skattefördel	-	-	-	244	-	-	-	-	-	-
Tillgodo från mäklare	90 667	39 992	24 789	1 745	-	-	-	-	-	-
Tillgodo från förvaltningsföretaget	3	11	22	3	3	2	-	-	-	-
Tillgodohavande skatt på aktieutdelning	3 193	50 114	3 833	441	967	-	-	-	-	-
Andra fordringar	-	-	-	268	-	7 887	-	-	-	-
Summa andra fordringar	93 863	90 117	28 644	2 701	970	7 889	-	-	-	-
Banktillgodohavande	188 689	1 649 556	3 813 173	34 481	20 366	425 613	985 060	490 369	37 176	2 095
SUMMA TILLGÅNGAR	8 751 062	47 122 261	56 026 878	537 148	703 965	1 529 958	3 201 890	1 003 274	780 087	264 021
EGET KAPITAL¹										
Andelskapital till nominellt värde	492 397	3 978 583	8 290 728	447 872	584 474	1 081 553	3 119 715	992 041	742 155	211 543
Överkurs	-2 466 761	15 698 924	21 597 575	45 271	65 089	392 879	24 894	-5 093	5 176	20 886
Insatt eget kapital	-1 974 364	19 677 507	29 888 303	493 143	649 562	1 474 431	3 144 609	986 948	747 331	232 429
Intjänat eget kapital	10 565 533	27 138 080	25 174 738	37 257	38 896	48 764	51 300	15 917	8 038	31 335
SUMMA EGET KAPITAL	8 591 169	46 815 587	55 063 041	530 400	688 458	1 523 195	3 195 909	1 002 865	755 369	263 764
SKULDER										
Uppskjuten skatt	-	-	-	-	-	-	-	-	-	111
Skulder till mäklare	78 229	61 740	686 889	2 891	13 741	5 030	-	-	19 925	-
Skulder till förvaltningsbolaget	71 726	113 095	250 282	2 078	1 189	1 733	2 059	410	374	-
Andra skulder	9 938	131 839	26 665	1 779	576	-	3 922	-	4 420	146
Summa andra skulder	159 893	306 674	963 837	6 749	15 507	6 762	5 981	410	24 719	257
SUMMA SKULDER OCH EGET KAPITAL	8 751 062	47 122 261	56 026 878	537 148	703 965	1 529 958	3 201 890	1 003 274	780 087	264 021
	Andelsklass									
Antal utestående andelar	A	4 920 567	37 710 693	71 385 509	4 468 315	5 835 215	10 815 526	31 197 152	9 920 408	7 421 549
Kurs per 30.06.2014	A	1744,7817	1174,3599	665,9245	118,8249	117,9636	140,8322	102,4461	101,0968	124,6858
Antal utestående andelar	B	3 403	2 075 141	11 521 768	10 404	9 524	-	-	-	-
Kurs per 30.06.2014	B	1745,9567	1173,6974	667,4529	118,6007	118,0016	-	-	-	-

Avvikelser i kurserna i förhållande till portföljerna beror på periodiseringsavvikelser per 30.06.2014.

* Beräknad rörlig förvaltningsavgift per 30.06.2014: 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.

¹⁾ Varav fördelning på resp. andelsklass	Andelskl.	SKAGEN Vekst 1 halvår 2014	SKAGEN Global 1 halvår 2014	SKAGEN Kon-Tiki 1 halvår 2014	SKAGEN m ² 1 halvår 2014	SKAGEN Tellus 1 halvår 2014
Fast förvaltningsavgift	A	41 719	221 108	469 057	3 676	2 207
Beräknad variabel förvaltningsavgift	A	50 427	-	-334	203	-
Summa förvaltningsavgift	A	92 146	221 108	468 723	3 879	2 207
Fast förvaltningsavgift	B	7	3 182	13 440	1	-
Beräknad variabel förvaltningsavgift	B	17	548	2 742	-1	-
Summa förvaltningsavgift	B	24	3 730	16 182	-	-
Summa fast och variabel förvaltn. avgift	Alla	92 170	224 838	484 906	3 879	2 207

¹⁾ Varav fördelning på resp. andelsklass	Andelskl.	SKAGEN Vekst 30.06.2014	SKAGEN Global 30.06.2014	SKAGEN Kon-Tiki 30.06.2014	SKAGEN m ² 30.06.2014	SKAGEN Tellus 30.06.2014
Andelsägarkapital, nominellt värde	A	492 057	3 771 069	7 138 551	446 832	583 521
Överkurs	A	-2 472 158	13 591 576	15 409 135	45 108	64 954
Summa tillskjutet eget kapital	A	-1 980 102	17 362 646	22 547 686	491 939	648 476
Andelsägarkapital, nominellt värde	B	340	207 514	1 152 177	1 040	952
Överkurs	B	5 398	2 107 348	6 188 440	163	134
Summa tillskjutet eget kapital	B	5 738	2 314 862	7 340 617	1 204	1 087
Summa tillskjutet eget kapital	Alla	-1 974 364	19 677 507	29 888 303	493 143	649 562

SKAGEN Fonders investeringsfilosofi

Företagen visar vägen

SKAGEN Fonders målsättning är att ge våra andelsägare högsta möjliga avkastning för den risk de tar. Vi har en aktiv, värdebaserad förvaltningsfilosofi. Vi har breda mandat som gör att våra förvaltare fritt kan välja företag på världens börser. Risken minskar vi genom att investera i en rad företag i olika branscher i olika delar av världen.

SKAGEN Fonder tror på en värdebaserad förvaltningsstil. Det innebär att vi söker företag som är undervärderade, impopulära, otillräckligt eller felanalyserade. Grundligt analyserade och populära företag tenderar att vara övervärderade, vilket ger en motsvarande större risk för kursfall när aktien inte längre är på modet.

SKAGEN tror även på en aktiv och bred placeringsinriktning. Det innebär att våra förvaltare kan minska risken – och skapa avkastningsmuligheter – genom att fritt välja aktier i bolag i olika branscher och länder runt om i världen.

Ska få bra betalt för att ta risk

En av portföljförvaltarens viktigaste uppgifter är att balansera risken i värdepappersmarknaderna för våra fondandelsägare. Som andelsägare bör du därför vara intresserad av att få så bra avkastning som möjligt för den risk som har tagits.

Två fonder som ger likartad avkastning kan nämligen ha vitt skilda riskprofiler. Den fond som har lägst absolut risk är bäst av dessa fonder. Den ger högre riskjusterad avkastning.

Undviker bubbler

I motsats till många andra förvaltare, som investerar i företag därför att de är representerade i ett visst index, köper vi bara de företag vi tror på. Oberoende av om de är med i index eller inte. Därmed undviker vi att ledas in i indexfrestelsen – som tidvis leder till att populära branscher och aktier får ett alltför högt pris i förhållande till värden och intjäning. Bubbler uppstår emellanåt på världens börser, men de spricker alltid, förr eller senare.

Grundliga analyser minskar risken

Grundliga analyser ligger till grund för allt vi gör. De minskar risken. Vi är uppmärksamma på branschobalanser, för snäv geografisk spridning, samt har ett öga på företagens skuldsättning.

Ett centralt element i våra analyser är etik. På sikt lönar det sig inte att investera i företag som är oetiska, som bryter mot miljöregler, som använder sig av barnarbete eller begår andra lagbrott. SKAGEN Fonder värderar också politiska risker och andra riskförhållanden noga.

Tror på sunt förnuft

De senaste åren har vi besökt – eller haft besök från – hundratals företag för att skaffa oss förstahandsinformation. Den finansiella styrkan i ett företag samt kurs- och resultatutveckling analyseras noga före ett investeringsbeslut tas. Vi lägger större vikt vid vår egen analysapparat än andras och litar på att egna undersökningar bidrar till att vi alltid vet något extra om våra investeringar. Vi tror inte på rykten och impulsiva infall. Vi strävar efter sunt förnuft och hårt arbete och sätter stor tilltro till vår egen erfarenhet och intuition.

Historisk avkastning är ingen garanti för framtida avkastning. Framtida avkastning kommer bland annat att bero på marknadens utveckling, förvaltarnas skicklighet, fondens risk samt kostnad för teckning. Avkastningen kan bli negativ till följd av kursnedgångar. Investeringar i utländsk valuta är inte valutasekrade.

Årlig förvaltningsavgift i SKAGEN Global och SKAGEN Vekst är 1 procent plus rörlig förvaltningsavgift. Avkastning utöver 6 procent i SKAGEN Vekst fördelas 90/10 mellan fondspararna och förvaltningsbolaget. Debitering kan endast utföras om andelsvärdet per den 31 december är högre än andelsvärdet vid senaste debitering/avräkning av den rörliga förvaltningsavgiften (high-watermark). I SKAGEN Global gäller den resultatberoende delen när avkastningen överstiger jämförelseindex. Förvaltningsavgift i SKAGEN KON-Tiki är 2,0 procent per år plus/minus rörlig förvaltningsavgift: ackumulerad avkastning utöver MSCI Daily Total Return Net Dividends \$ Emerging Markets Free mätt i norska kronor fördelas 90/10 mellan fondspararna och förvaltningsbolaget. Total årlig förvaltningsavgift har emellertid ett övre tak på 4 procent av genomsnittligt förvaltningskapital. Vid lägre avkastning än världsindex delas värdeomsättning likaledes 90/10. Dock beräknas minskningen så att de totala årliga förvaltningsavgifterna blir minst 1 procent av genomsnittligt förvaltningskapital. Förvaltningsavgift i SKAGEN m2 är 1,5% per år plus/minus rörlig förvaltningsavgift: ackumulerad avkastning utöver MSCI ACWI Real Estate IMI i NOK mätt i norska kronor fördelas 90/10 mellan fondspararna och SKAGEN AS. Total årlig förvaltningsavgift har emellertid ett övre tak på 3 procent av genomsnittligt förvaltningskapital. Vid lägre avkastning än index delas värdeomsättning likaledes 90/10. Dock beräknas minskningen så att de totala årliga förvaltningsavgifterna blir minst 0,75% av genomsnittligt förvaltningskapital. SKAGEN Global, SKAGEN m2 och SKAGEN Kon-Tiki kan bli belastade med variabel förvaltningsavgift även om fondens avkastning har varit negativ, om fonden har överstigit jämförelseindex. Motsatt kan fonden ha positiv avkastning utan att bli belastad med variabel förvaltningsavgift, om jämförelseindexet inte överstigits. Fast förvaltningsavgift beräknas dagligen och belastas kvartalsvis. Variabel förvaltningsavgift beräknas dagligen och belastas årligen.

I SKAGEN Tellus, SKAGEN Krona och SKAGEN Credit finns inga kostnader knutna till köp och försäljning av andelar. Det finns heller inga uttagsbegränsningar. Årlig förvaltningsavgift är 0,8 procent för SKAGEN Tellus och SKAGEN Credit samt 0,2 procent för SKAGEN Krona. För en mer utförlig beskrivning av kostnader med mera hänvisar vi till informationsbroschyr, faktablad och information om hur du blir kund.

Portföljförvaltarlaget



Beate Bredeesen



Søren Milo Christensen



Harald Espedal



Kristian Falnes



Elisabeth A. Gausel



Cathrine Gether



Knut Gezelius



Michael Gobitschek



Harald Haukås



Torgeir Høien



Hilde Jensen



Erik Landgraff



Knut Harald Nilsson



Tomas Nordbø Middelthon



Chris-Tommy Simonsen



Ola Sjöstrand



Alexander Stensrud*



Kristoffer Stensrud



Johan Swahn



Ole Sæberg



Jane Tvedt



Geir Tjetland

*Juniorforvaltare i SKAGEN Vekst under ett års tid.

Avkastnings- och riskredovisning

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

Per 30-06-2014	Hittills i år	Senaste året	Senaste 2 år	Senaste 3 år	Senaste 5 år	Senaste 10 år	Sedan start
SKAGEN Vekst*	11,8%	24,8%	15,1%	6,0%	8,9%	11,2%	14,7%
OSEBX/MSCI AC (50/50)	11,4%	23,9%	17,8%	11,1%	14,5%	11,7%	9,7%
SKAGEN Global**	10,3%	22,0%	19,9%	11,1%	12,0%	11,8%	16,0%
MSCI World AC	10,4%	21,5%	18,0%	12,5%	10,7%	5,6%	3,7%
SKAGEN Kon-Tiki	10,2%	20,9%	12,2%	4,2%	9,5%	16,1%	16,0%
MSCI Emerging Markets	10,3%	13,7%	6,7%	1,6%	6,0%	10,6%	8,1%
SKAGEN m2	15,4%	4,7%					6,8%
MSCI All Country World Index Real Estate IMI	14,8%	10,6%					11,7%
SKAGEN Tellus***	12,02%	7,85%	6,91%	6,99%	4,13%		5,63%
J.P. Morgan GBI Broad Index Unhedged in EUR	9,36%	5,96%	-0,78%	2,57%	0,17%		3,74%
SKAGEN Krona	0,79%	1,90%	2,48%	2,78%	2,19%		2,65%
OMRX Treasury Bill Index	0,34%	0,79%	0,86%	1,08%	0,89%		1,56%

* 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 30-06-2014	SKAGEN Vekst	SKAGEN Global	SKAGEN Kon-Tiki	SKAGEN Tellus
TRADITIONELLA RISK- OCH PRESTATIONSMÅTT SENASTE 5 ÅR				
Standardavvikelse fond	14,4%	11,4%	13,8%	6,7%
Standardavvikelse jämförelseindex	12,9%	8,4%	13,2%	9,4%
Sharpekvot för fond	0,53	0,92	0,59	0,47
Sharpekvot för index	0,98	1,10	0,37	-0,08
Relativ volatilitet	5,7%	4,9%	4,6%	5,8%
IR	-0,88	0,23	0,70	0,67
Korrelation	0,92	0,92	0,94	0,79
Alfa	-5,3%	-1,3%	3,3%	
Beta	1,02	1,24	0,98	
R2	84%	84%	89%	

VINST- OCH FÖRLUSTANALYS SENASTE FEM ÅR

Relativ vinst	96%	120%	111%	98%
Relativ förlust	128%	126%	95%	66%
Relativ vinst/relativ förlustkvot	0,75	0,95	1,17	1,48
Positiv indexavvikelse	5,8	7,4	7,9	9,8
Negativ indexavvikelse	10,4	6,3	4,6	5,8
Indexavvikelsekvot	0,55	1,19	1,71	1,70
Mängd positiv avvikelse	36%	54%	63%	63%
Mängd positiv avvikelse, uppgång	34%	66%	64%	38%
Mängd positiv avvikelse, nedgång	39%	38%	62%	91%
Konsistens	40%	52%	53%	63%
Konsistens, uppgång	35%	60%	56%	44%
Konsistens, nedgång	48%	35%	50%	88%

VALUE AT RISK 5 ÅR

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

RISKMÅTT SEDAN START

Relativ vinst	96%	156%	122%	63%
Relativ förlust	77%	103%	99%	60%
Relativ vinst/relativ förlustkvot	1,24	1,52	1,24	1,05
Positiv indexavvikelse	14,20	18,99	12,42	13,98
Negativ indexavvikelse	9,76	8,20	5,50	14,92
Indexavvikelsekvot	1,46	2,32	2,26	0,94

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 standardavvikelse 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 meravkastning i aktiemarknaden. Sharpekvoten kan användas som ett långsiktigt riskmått, men används ofta som ett absolut mått på riskjusterad avkastning.

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

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

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

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

Konsistens är andelen månader med meravkastning i förhållande till index.

När kommer korrektionen?

– Kristoffer Stensrud
Portföljförvaltare SKAGEN Kon-Tiki

Särskilt amerikanska investerare ställer sig just nu den stora frågan: när kommer nedgången? På sin hemmamarknad har dessa sett en tredubbling av pengarna från den desperata botten för drygt fem år sedan, på magiska 666,67 mätt enligt Standard & Poor's 500 index. Resan har dock inte varit helt riskfri.

Både under 2010 och 2011 kom stora nedgångar på 15 procent eller så, i form av blytkrascher, sänkning av kreditbetyg, eurokris och tvivel på tillväxtmarknaderna. Men de senaste tre åren har kurskurvan varit ungefär linjär. Fall i vissa sektorer kompenseras av ökning i andra. Låg tillväxt och måttlig resultatutveckling har lett till en betydande omvärdering av aktiemarknaden. Omvärderingen har dock inte varit värre än att nivån på så kallade konjunkturneutrala siffror är ungefär densamma som 2004–2007. Med halverad nivå för riskfria statsobligationer, verkar det inte finnas orsak till panik.

Det som är slående hittills i år är hur konsekvent trenden har varit globalt sett. I slutet av juni hade de globala tillväxtmarknaderna och världsindex gett samma avkastning på decimalen: 6,1 procent.

Tillväxtmarknader har svängt mer

Sett ur ett tioårsperspektiv noterar vi dock några avvikelser. Tillväxtmarknaderna har naturligt nog svängt mest. Först blev de kraftigt omvärderade fram till hösten 2007, sedan gick det rakt ner, därefter kom en uppvärdering vintern 2010, bara för att följas av en fyra år lång rörelse i sidled. I takt med att företagen växer och frodas har de blivit allt billigare.

I eurokrisens efterdyningar har också Europa blivit billigare än för tio år sedan, och företagens vinster släpar fortfarande efter. Dessutom är fjolårets vinnare Japan årets svagaste större marknad. Bolagens vinster ser ut att öka kraftigt framöver. Samtidigt är landets företag, i historisk och geografisk jämförelse, förbluffande billiga. Tron på att landets ekonomi äntligen är på bättringsvägen är uppenbarligen inte dis-

konterad i marknaden ännu.

I början av året kom som vanligt många förutsägelser om både det ena och det andra. De flesta, inklusive konsensus, eller som vi säger – genomsnittet av mänsklighetens ackumulerade fördomar – hade fel. Räntorna steg inte, de föll. De globala tillväxtmarknadernas valuta blev inte mer volatila. Kina föll inte ner i en avgrund med efterföljande bankkris. Effekterna av att det europeiska fredsparadigm-skiftet bröt samman varade lite över en månad och översteg inte tio procent. Förutom i Ryssland, naturligtvis. Det blev inte heller fred, lugn och ökad oljeproduktion i Irak.

Så till saken: När kommer korrektionen? När räntorna stiger, säger många. När volatiliteten ökar, säger andra. Det senare är en underbar självuppfyllande profetia. Men båda stämmer än så länge.

Räntor och volatilitet kan trigga

Förväntningar om stigande räntor kommer när signaler om stigande tillväxt blir konsensus. Detta kan utlösa omallokering från aktier till obligationer och möjligen också skapa förväntningar om högre inflation. Men inte nödvändigtvis. Bättre vinsttillväxt inom cykliska sektorer kan kompensera för detta såsom under åren 2004–2007. Situationen är för närvarande den motsatta. Europeiska centralbanken ska nu motverka deflation, som Japan och USA gjort tidigare. Med försiktig stimulans från Kina, befinner vi oss i ett läge där hela världen drar åt samma håll.

Strukturella förändringar i volatilitet var en tydlig signal under 2007 och 1997. Låtsas-emissioner på samma sätt som vi observerade under 1999/2000 och 2007 är ett annat exempel på tecken som pekar mot mörkare tider.

Men, skyttegravarna från föregående krig kan inte nödvändigtvis användas i nästa!

Trevlig sommar!

Krönikan är en bearbetad version och har tidigare varit publicerad i norska Dagens Næringsliv.

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
Christian Jessen
Parisa Kate Lemaire
Vevika Søberg
Ole-Christian Tronstad

Bilder
Framsida: © peshkova,
Fotolia.com
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.