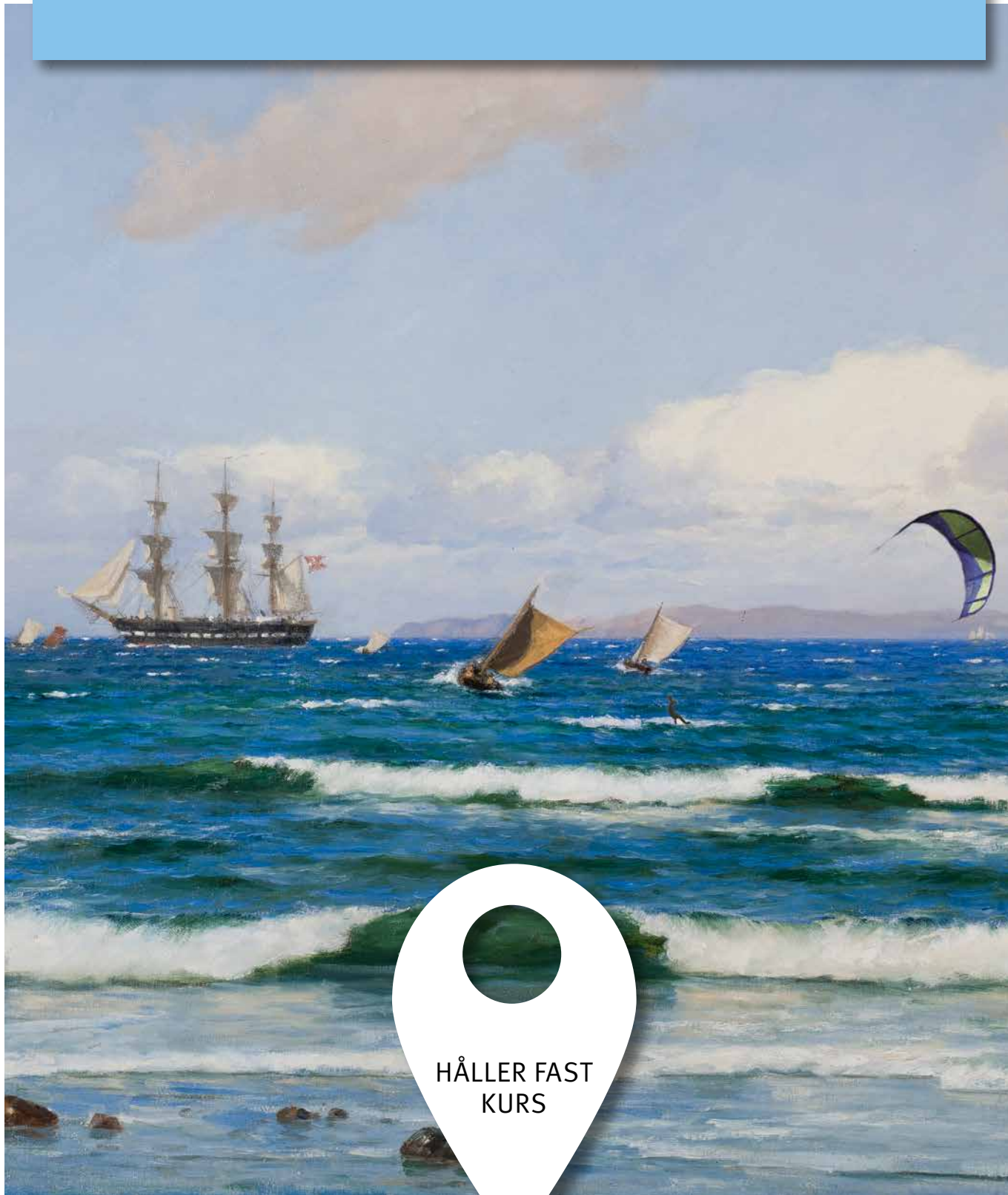


MARKNADSRAPPORT

SKAGEN



HÅLLER FAST
KURS

...OCH VÅGAR VARA ANNORLUNDA

NUMMER 1 | APRIL 2015 | www.skagenfonder.se

Sikta långt

Ibland är det klokt att ha lite perspektiv på saker och ting.

Början av 2015 liknade mycket år 2014. Aktiemarknaderna gick starkt under första kvartalet. Priserna på aktier har ökat stadigt över tiden, och eufori har blivit ett permanent tillstånd. Det är i sådana situationer man bör låta sin inre skeptiker komma fram. Under 2014 och hittills under 2015 är det de stora, och ofta dyra, företagen som varit populära. Vi på SKAGEN anser att det nu är viktigare än någonsin att hitta de riktigt bra företagen och undvika att köpa de som har ökat mest i pris.

Vi kommer inte att vinna några popularitetstävlingar genom att påpeka detta. Det är heller inte meningen. Vi vet nämligen av erfarenhet att på sikt lönar det sig att köpa bra bolag billigt och förbli investerad i dem tills resten av världen kommer ikapp. Detsamma säger forskarna, nu senast professor Roger Ibbotson vid Yale University som genom sina studier har funnit att impopulära värdeaktier (sådana som SKAGEN investerar i) över tid har överträffat tillväxtaktier. Nu är det de så kallade tillväxtaktierna som är i ropet, men vi vet att det kommer att vända. Vi vet bara inte när.

För att överträffa jämförelseindex måste en aktiv förvaltare som SKAGEN investera i andra företag än de som index investerar i. I tider då

passiv förvaltning rörer stor framgång kan det vara frestande att lägga sig lite för nära index. Därför har det varit särskilt intressant att se att myndigheter i många länder har ett ökat intresse av att övervaka de så kallade smygindexförvaltarna, det vill säga förvaltare som påstår sig vara aktiva, men som i praktiken ligger nära index. SKAGEN kommer definitivt hålla sig till sin aktiva investeringsfilosofi.

De som blickar framåt har ett antal fördelar. Det är ofta skickliga placerare som klarar av att hålla fast vid sina mål. Ju längre tid du är investerad, desto större är chansen att uppnå god avkastning. Dessutom är det enklare att hålla balansen om man tittar uppåt och framåt i stället för nedåt på sina tåspetsar. Vi rekommenderar alla som investerar långsiktigt att sprida pengarna över flera fonder, gärna en kombination av aktie- och räntefonder. Som man ofta säger, lägger du alla ägg i samma korg ökar också risken.

Vi har många bra saker framför oss. Vi på SKAGEN glädjer oss över den positiva respons vi har fått på vår nya högkoncentrerade aktiefond. Nejdå, den har inte lanserats än men återkopplingen på idén bakom fonden har varit god. Det är något att se fram emot!



Professor Roger G. Ibbotson vid Yale University har författat en rad böcker och vetenskapliga artiklar. Bland annat har han analyserat olika kriterier för aktieinvesteringar såsom likviditet, små kontra stora företag och värde kontra tillväxt under perioden 1996–2014. Han såg bland annat att mindre företag överträffat större företag. Inte för att risken varit högre, men på grund av deras impopularitet. Större företag med hög likviditet är populära bland institutionella investerare. De vill snabbt kunna köpa eller sälja ett företags aktie. Detta är en trend som har stärkts i takt med att investerare blivit allt kortsiktigare. Läs mer: www.som.yale.edu/roger-g-ibbotson.



– Leif Ola Rød
Verkställande direktör



Foto: Bloomberg

15

SKAGEN Kon-Tiki tror på utsikterna för Petrobras – det skandalomsusade brasilianska oljebolaget som nu gör comeback i portföljen.



Foto: Bloomberg

12

Den nordiska banken Nordea ökade utdelningarna mer än väntat, vilket fick aktien att stiga med 22 procent. Nordea var en av SKAGEN Globals bästa bidragsgivare under kvartalet. På bilden bankens koncernchef och vd Christian Clausen.

LEDARE

Sikta långt
Leif Ola Rød

> 2

PORTFÖLJ- FÖRVALTARNAS BERÄTTELSE

INTRODUKTION

Håller fast kurs

> 5

Bra företag är som bra fartyg – de seglar stadigt i de flesta väder

AKTIEFONDER

SKAGEN Vekst
Motvind för oljeindustrin

> 9

SKAGEN Global
På väg mot återhämtning

> 12

SKAGEN Kon-Tiki
Ljusning i sikte

> 15

SKAGEN m²
Fastigheter visar fortsatt styrka – och har mer att ge

> 18

RÄNTEFONDER

Räntekommentar
Låga räntor kan bli ännu lägre

> 21

SKAGEN Credit
Snabb upphämtning

> 22

SKAGEN Tellus
Frestande grekiska obligationer

> 24

SKAGEN Krona
Stabilt

> 24

RÄKENSKAPER

Avkastnings- och riskredovisning > 25
Portföljer > 26

SKAGEN har som mål att säkerställa att all information i Marknadsrapporten är korrekt, men vill reservera sig för eventuella fel och utelämnanden. Uttalanden som reflekterar portföljförvaltarnas syn är gjorda vid en bestämd tidpunkt – och kan förändras utan förvarning.

Rapporten är inte menad att uppfattas som en uppmaning till investeringsbeslut som köp eller försäljning av finansiella instrument. SKAGEN tar inte ansvar för direkta eller indirekta förluster eller utgifter som skylls på användandet av Marknadsrapporten. SKAGEN Fonder rekommenderar personer som vill investera i fonderna att ta kontakt med en kvalificerad kundrådgivare.

Utveckling

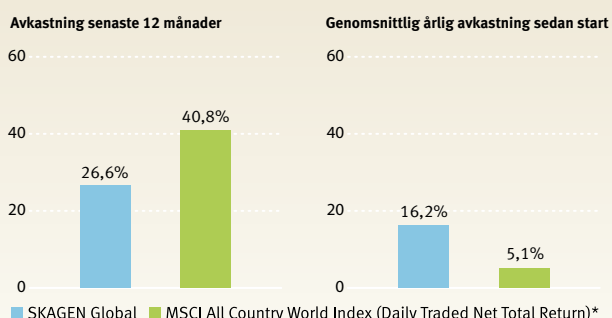
I diagrammen visas SKAGENS fondavkastning i förhållande till respektive jämförelseindex. I rapporten redovisas belopp och avkastningssiffror i svenska kronor och kopplade till andelsklass A om inget annat står skrivet. Fondernas avkastningssiffror är per den 31 mars 2015.

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. Faktblad och informationsbroschyrer (prospekt) för alla våra fonder finns på vår webbplats.

■ Aktiefond ■ Räntefond

SKAGEN GLOBAL

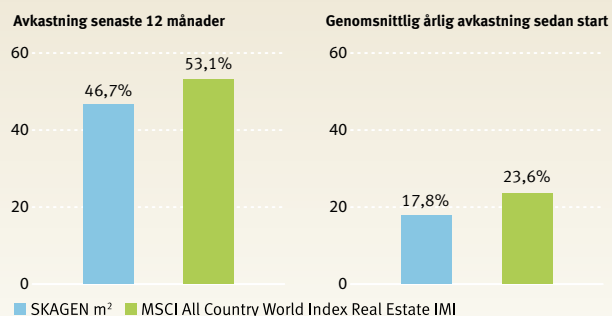
Förvaltare: Knut Gezelius **Start:** 7 augusti 1997



* Jämförelseindex före 1 jan 2010 MSCI World Index.

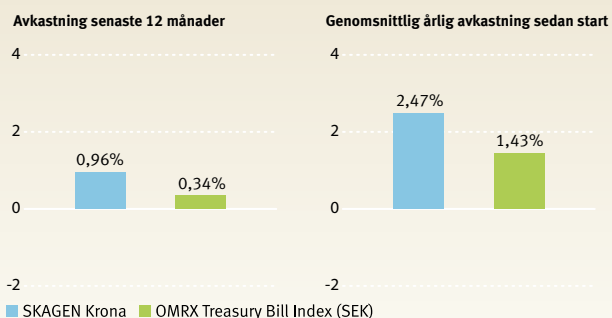
SKAGEN m²

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



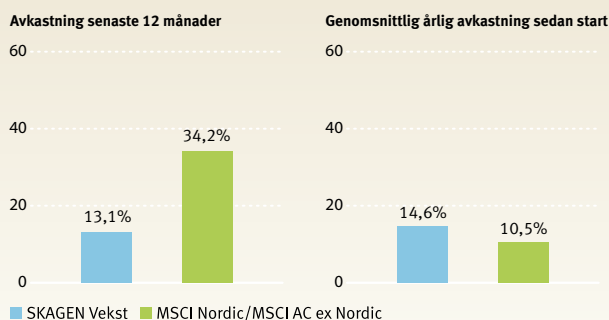
SKAGEN KRONA

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



SKAGEN VEKST

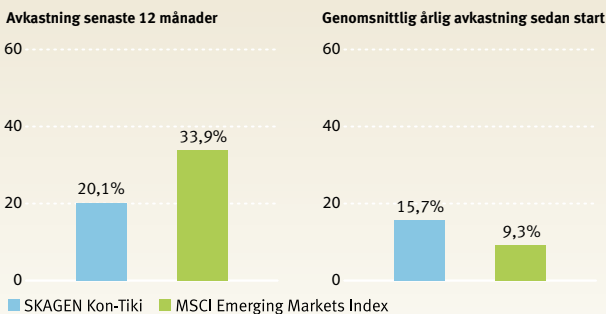
Förvaltare: Ole Sæberg och Geir Tjetland **Start:** 1 december 1993



* Från och med 1 jan 2014 ändrades fondens investeringsmandat från att investera minst 50% av kapitalet i Norge, till att investera minst 50% av kapitalet i de nordiska länderna. Det innebär att avkastningen före ändringen uppnåddes under andra förutsättningar än i dag. Fondens jämförelseindex före 1 jan 2014 var till lika delar sammansatt av Oslobörsens index (OSEBX) och MSCI All Country World. Jämförelseindex före 1 jan 2010 var Oslobörsens index (OSEBX).

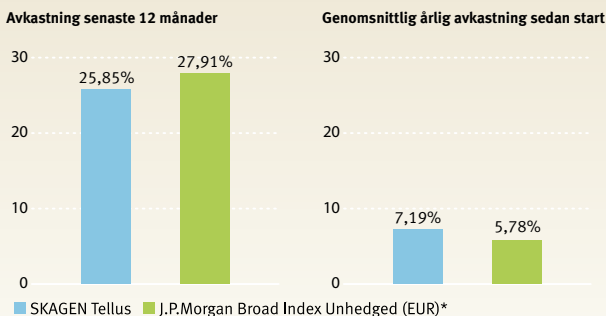
SKAGEN KON-TIKI

Förvaltare: Kristoffer Stensrud och Knut Harald Nilsson **Start:** 5 april 2002



SKAGEN TELLUS

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



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

SKAGEN CREDIT SEK

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

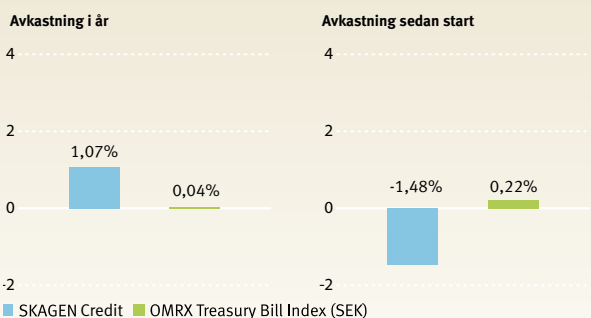




Foto: Bloomberg

Efter några tuffa kvartal för Samsung ser vi flera triggers för positiva överraskningar – bland andra lanseringen av Galaxy S6.

Portföljförvaltarnas berättelse

Introduktion

- › Våra fonder gav god absolut avkastning, även om det första kvartalet bjöd på fortsatta utmaningar för aktiva värdebaserade förvaltare
- › Kraftiga valutakursförändringar har gjort företagets resultat mer svåröversäglbara – men SKAGEN har goda förutsättningar att dra fördel av det
- › Händelser på makronivå var drivkrafter under det första kvartalet 2015, med låga energipriser och sjunkande räntor
- › Volymtillväxt och produktivitet fortsätter att öka under året, så de viktigaste faktorerna för en positiv aktieutveckling kvarstår



Foto: Bloomberg

Energipriserna är oförändrade men råvarupriserna överlag har fallit med sex procent, något som får positiva effekter på ekonomin.



Foto: Bloomberg

Thomas Jordan från schweiziska centralbanken meddelade oväntat att schweizerfrancens valutagolv mot euron ska tas bort. Schweizerfrancen har sedan rusat med 13 procent mot euron, något som klart missgynnar företag med en stor kostnadsbas i schweizerfranc.

Håller fast kurs

Bra företag är som bra fartyg – de seglar stadigt i de flesta väder.

Våra fonder har gett god absolut avkastning hittills under 2015. Trots det har aktiefonderna gett sämre avkastning än sina respektive jämförelseindex, precis som under andra halvåret 2014. De flesta aktiva och värdebaserade investerare får det motigt när passivt förvaltade fonder och smarta beta-fonder jagar dyra företag. Vi har dock inte för avsikt att ändra den investeringsfilosofi som har visat sig fungera bra under de senaste 22 åren.

Närmare uppgifter om avkastning och framtidsutsikter för var och en av fonderna finns i respektive fondrapport.

Valutakursförändringar – svårare sikt

Världen kan ses ur många perspektiv, och vad du ska göra härnäst beror i hög grad på var du står just nu.

2015 har börjat som 2014 slutade, alltså med kraftiga svängningar på valutamarknaderna där dollarn stärkts och övriga valutor försvagats i varierande utsträckning. Euron föll till exempel med 11 procent mot dollarn och 12 procent mot den japanska yenen under kvartalet. Valutakursförändringar i den här storleksordningen påverkar företagens resultatrapporter en hel del och amerikanska företag har således meddelat att deras intäkter från utlandet blir lägre än beräknat.

När valutakurserna förändras mycket på kort tid bör man inte fatta några oåterkalleliga långsiktiga beslut. Under årets första kvartal har åtskilliga företag ändrat sina prognoser för 2015 med

utgångspunkt enbart i valutaeffekterna och förändrade antaganden till följd av dessa. Aktiekurserna har reagerat närmast reflexmässigt på nyheterna. Om negativa valutaeffekter gör att företagets ledningar försöker lägga om kursen på kort sikt leder det dock till ökade risker. Men vi har inte sett tecken på några sådana beslut ännu. Generellt sett är företag inte så bra på att förutspå hur valutorna ska förändras på kort till medellång sikt. De mest pragmatiska positionerar sig därför där de sannolikt kan skapa mest värde över tid, alltså med produktion och distribution nära de lönsamma kunderna.

Ett exempel är det schweiziska läkemedelsföretaget Roche som har lyckats få företaget att växa och aktieägarvärdet att öka kraftigt under flera decennier, trots pressen från en allt starkare schweizerfranc. Det visar hur en företagsledning kan hantera en besvärlig valutasituation på lång sikt genom att tänka självständigt och använda företagets resurser klokt och välbetänkt. Om inte Roches ledning på sitt kompetenta sätt hade lyckats utvidga verksamheten genom lokal närvaro och globala ambitioner, hade Roche förmodligen fortfarande varit ett lokalt apoteksföretag i Schweiz. Roche är för närvarande ett av de tio största innehaven i SKAGEN Global och utgör två procent av SKAGEN Vekst.

Vi strävar ständigt efter att hitta rimligt prissatta företag som förstår sin marknad och lyckas hålla bästa möjliga kurs samtidigt som de skapar betydande värde åt aktieägarna över tid. Våra koreanska exportjättar, Samsung Electronics och Hyundai Motor Group, har båda visat prov på den förmågan. Om inte människorna i de respektive ledningarna hade haft stor-slagna globala visioner skulle Samsung förmodligen fortfarande tillverka elektronikkomponenter och Hyundai ha förblivit ett byggföretag.

För att optimera resursanvändningen planerar företagen sina budgetar för det kommande året eller de närmaste sju kvartalen. Det är ett beprövat system, men när man hamnar i en period med stora föränd-

“Företag styrs genom budgetar och planer, så vid stora valutakursrörelser brukar navigationsinstrumenten sättas ur spel.”

ringar på valutamarknaderna eller extern finansiell turbulens, rubbas plötsligt hela planeringen. Vad gör man då? Historiskt har det visat sig att om man är beredd och förvaltar sina tillgångar väl får valutarörelserna begränsad effekt på lång sikt. God resurshantering är den viktigaste faktorn för ett bra resultat.

Aktiemarknaden har generellt en förkärlek för företag med hög synlighet, och när den synligheten upplevs som hög leder det ofta till att företag eller aktier

värderas högre. I extrema fall visar det sig dock att denna synlighet blir till en chimär, som i samband med it-bubblan 1999–2000.

Prognoser som präglas av större osäkerhet brukar ge lägre värdering eftersom investerarna blir nervösa av att inte kunna förutse de framtida kassaflödenas storlek och riktning.

De betydande fluktuationerna på valutamarknaden på senare tid innebär att företagens resultat från det första kvartalet blir något mer ostadiga och oförutsägbara. Det kan i sin tur leda till en period med större kurssvängningar på aktiemarknaden. För aktiva och värdeorienterade investeringsförvaltare som SKAGEN skapar det möjligheter som vi är redo att ta

vara på. På SKAGEN utvärderar vi företag på tre till fyra års sikt för att upptäcka eventuella utsikter till värdeskapande som marknaden inte har noterat ännu. Under osäkra perioder tittar marknaden bara två eller tre kvartal framåt och det gör att vi kan hitta många tänkbara kandidater för fonderna. Av det skälet gillar vi att marknaden korrigerar då och då.



VIKTIGA HÄNDELSER FÖRSTA KVARTALET

Energipriserna var oförändrade men råvarupriserna sjönk med sex procent, vilket är positivt för aktivitetsnivån i ekonomin.

De långa räntorna har backat 20–30 punkter i Europa och Nordamerika, de var oförändrade i Japan och steg i Brasilien. Det gynnar bostadsmarknaden och konsumtionen.

Den ekonomiska utvecklingen har tagit fart i Europa men börjat slå av på takten i Nordamerika, Kina och Latinamerika. Globalt beräknas tillväxten bli 3,5 procent 2015.

BOKSLUT ÖVER FÖRSTA KVARTALET

Makroutvecklingen fortsatte att vara drivande under första kvartalet 2015, med fortsatt låga energipriser och sjunkande räntor.

Den globala aktiemarknaden – summan av alla investerares sammanlagda visdom – belönade utvecklingen under det första kvartalet med en tvåprocentig uppgång i dollar räknat. Det rådde dock stora regionala skillnader: Europa noterade en uppgång på 17 procent i lokal valuta (7 procent i dollar), USA var oförändrat och på jumboplatsen återfanns Latinamerika som backade 11 procent i dollar. Marknadens tolkning är tydlig: den svaga euron kommer att stärka Europas konkurrenskraft och ekonomier, medan den starka dollarn får motsatt effekt på andra sidan Atlanten. De många korruptionsskandalerna i Latinamerika kommer knappast som någon överraskning, men det tycks som om investerarna börjar tröttna på dem. För oss motvallsinvestorer kan det eventuellt börja bli dags att titta närmare på regionen.

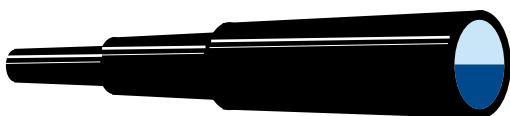
Värderingarna på den globala aktiemarknaden ligger på en neutral nivå med ett p/e-tal på 16,6 baserat på de beräknade resultaten för 2015. Det motsvarar en vinst per aktie i förhållande till kursen på 6,0 procent, en siffra som är konkurrenskraftig jämfört med de 0–2 procents ränta som tioåriga obligationer ger på de mogna marknaderna. Tillväxtmarknaderna har ett p/e-tal på 12,2 och en vinst per aktie på 8,2 procent, medan räntan på tioåriga obligationer där varierar från 2 till 13 procent.

VAD KAN SÄTTA BÅTEN I GUNGNING LÄNGRE FRAM I ÅR?

Sedan den arabiska våren 2011 har antalet smarta mobiler ökat med mer än 500 miljoner enheter om året. Det betyder att över två miljarder människor nu kan göra sina röster hörda och nå en enorm publik. I samhällen som fortfarande präglas av politiskt förtryck kan de smarta mobilerna bli ett demokrativerktyg som ritat om spelplanen, men hittills har upproren och oroligheterna varit begränsade. Det är dock viktigt att följa utvecklingen runtom i världen, eftersom stora omvälvningar kan påverka värdet av finansiella tillgångar.

Halveringen av oljepriset har haft åtskilliga följdverkningar. För konsumenternas del har den betytt mer pengar i plånboken, men för oljeföretagen och deras tjänsteleverantörer är den ett gissel. Det kan bli kännbart även för bankväsendet om stora energiprojekt går i stöpet eller oljeserviceföretag går i konkurs. Konsumenter på tillväxtmarknaderna lägger normalt en stor andel av sin disponibla inkomst på energi, så för dem betyder det lägre oljepriset ett klart större utrymme för andra utgifter.

Både under det senaste året och de senaste fem åren har energisektorn stått för den i särklass sämsta utvecklingen. Om energipriserna skulle öka varaktigt skulle vi därför få se en mycket stark uppgång för det här segmentet av aktiemarknaden. Någon sådan utveckling ser vi dock inte i nuläget.



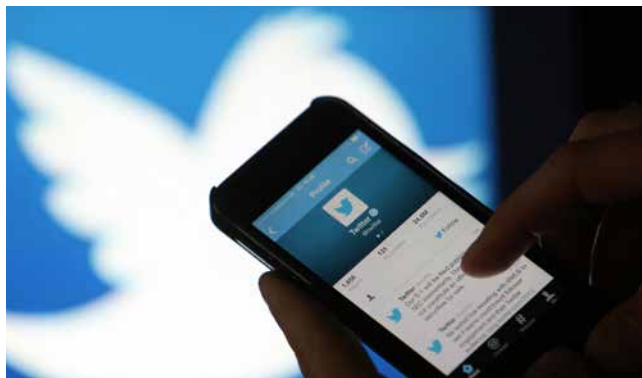
VAD KAN VI VÄNTA OSS AV RESTEN AV 2015?

Företagen håller nu på att utarbeta sina rapporter för det första kvartalet 2015 och ekonomichefer och controllers är i full färd med att sammanställa intäktsflöden, kostnader och finansiell exponering innan uppgifterna ska offentliggöras.

Oförutsedda valutaeffekter kommer sannolikt att medföra en del överraskningar, men bortsett från det ser det ut som om försäljningsvolym och produktivitet kommer att fortsätta öka. De viktigaste faktorerna för en fortsatt positiv börsutveckling är således intakta.

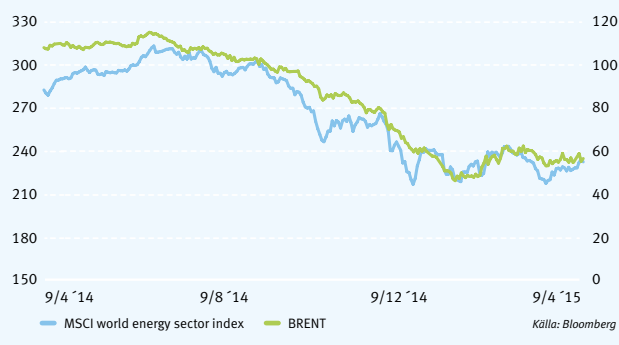
Det finns inga värderingsmässiga illusioner just nu och de få segment där kurserna är uppbåsta, till exempel för nya affärsmodeller i mobilappar, bör inte vara stora nog att sätta båten i gungning.

Vi förblir således optimistiska. Ser vi tecken på det klassiska "sälja till sillen"-beteendet framåt sommaren kommer vi att betrakta det som en möjlighet i stället för början på en utdragen nedgång på marknaderna. Det finns helt enkelt inte särskilt många negativa faktorer som kan påverka utvecklingen just nu.



Smarta mobiler – ritat om spelplanen.

FALLANDE OLJEPRISER – OLIKA ÅTERVERKNINGAR



SKAGEN Vekst

- › Dåliga tider för oljeservice påverkade resultatet
- › Nykomlingar bidrog positivt
- › Continental återigen i topp



Foto: Bloomberg

Norska oljeservicebolag har länge varit ett stort inslag i Vekstportföljen. Även efter en minskning av innehavet i fjol fortsätter sektorn att påverka resultatet negativt.

Motvind för oljeindustrin

Dåliga tider i oljeindustrin påverkade avkastningen i SKAGEN Vekst under första kvartalet.

Det har nu gått fem kvartal sedan SKAGEN Vekst breddade sitt investeringsmandat från Norge/globalt till Norden/globalt. Norska oljeserviceföretag har under många år utgjort en stor del av portföljen, och fastän vi gjorde en betydande nedviktning i fjol blev sektorn ett ganska tungt sänke första kvartalet. Perioden präglades också av två andra faktorer: Den norska kronans fall mot dollarn höll i sig och företag som vi ansett vara övervärderade fortsatte uppgången under kvartalet. Sammantaget ledde detta till att fonden underpresterade mot jämförelseindexet.

Betyder det att våra företagsval var felaktiga? Kortsiktigt är svaret förstås ja. I ett längre perspektiv är vi dock övertygade om att våra företag, som har en lägre värdering än marknaden generellt men en tillväxt och lönsamhet i nivå med marknaden, kommer att ge meravkastning. Vi håller fast vid vår investeringsfilosofi som går ut på att hitta undervärderade, underanalyserade och impopulära företag även om detta i perioder kan ske på bekostnad av den relativa avkastningen.

AVKASTNING

KV 1/-15*

12 M.*

SKAGEN Vekst 6,9% 13,1%

MSCI Nordic/MSCI AC ex. Nordic 15,2% 34,2%

* Per 31 mars 2015.



Portföljförvaltare

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

* Juniorförvaltare

NYCKELTAL FÖR DE STÖRSTA INNEHAVEN I SKAGEN VEKST (PER 31/3 2015)

Företag	Postens storlek, %	Kurs	P/E 2015E	P/E 2016E	P/BV senaste	Kursmål
Samsung Electronics	7,8	1 104 000	7,9	7,4	1,0	1 500 000
Norsk Hydro	6,9	42	12,1	10,6	1,2	58
Continental AG	5,8	219	15,0	13,2	4,1	240
TeliaSonera AB	5,1	55	13,7	13,4	2,1	70
Citigroup	4,6	52	8,9	7,5	0,8	75
Norwegian Air Shuttle	4,3	240	7,7	6,3	4,0	340
Danske Bank A/S	4,1	184	11,7	11,0	1,2	205
Philips	4	26	17,6	15,5	2,2	33
ABB	4	183	15,1	13,1	3,3	250
SAP	3,7	68	21,4	19,5	4,2	75
Topp 10 vägt genomsnitt	50,2		11,4	10,2	1,58	
Topp 35 vägt genomsnitt	87,3		11	9,4	1,34	
Jämförelseindex (MSCI Nordic/MSCI AC ex. Nordic)			15,2	13,7	2,15	

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

Foto: Bloomberg



Foto: Bloomberg



Foto: Bloomberg



STARKA NYKOMLINGAR

Tre av portföljens relativt färska nordiska investeringar hade gynnsam inverkan under kvartalet: Volvo, Carlsberg och Telia Sonera. Carlsberg är med en portföljvikt på 3,5 procent fondens elfte största investering. Aktiemarknaden har länge varit negativt inställd till företaget, främst på grund av dess exponering mot Ryssland. Vi väljer i stället att ta fasta på att Carlsberg är världens fjärde största bryggeri. Det har en stark ställning i Europa, goda strategiska positioner i Asien och numera knappt en femtedel av försäljningen i Ryssland. Vi anser inte att det finns någon grund för att företaget ska handlas med över 30 procents rabatt mot andra stora bryggerier.

Telia Sonera är fondens fjärde största investering med en vikt på drygt 5 procent. Företaget går bra operativt men det har rått stor osäkerhet om ägarandelarna i Megafon och Turkcell. Dessa två investeringar utgör runt 13 procent av marknadsvärdet. Nyligen kom beskedet att ägarerna i Turkcell till slut enats om att betala utdelning för perioden 2010–2014. Telia Sonera äger direkt eller indirekt 38 procent av Turkcell och kan därmed få 4,5 miljarder kronor i utdelning. Det tror vi borgar för att Telia Sonera kan upprätthålla en generös utdelning på 5,5 procent om året framöver.

DETTA FUNGERADE UNDER FÖRSTA KVARTALET

Som så många gånger förut var Continental fondens bästa bidragsgivare. När vi gjorde den första investeringen i Continental 2011 var omsättningen 30 miljarder euro med en marginal på 8,6 procent och en nettoskuld på 7 miljarder euro. Lönsamhetsutvecklingen har varit mycket god och företaget kan vara skuldfritt om två år. Detta är tysk kapitaldisciplin när den är som bäst. Bilindustrin är förvisso konjunkturberoende men med tanke på företagets tillväxt och låga finansiella risk ser vi fortfarande en klar uppsida. Vi räknar med att tydligare signaler om utdelningar och aktieåterköp kommer att lyfta kursen ytterligare.

Samsung bidrog också positivt under kvartalet. Värderingen av företaget speglar allt mer halvledarverksamheten och visar tydligt att företaget inte är så beroende av intäkterna från mobiler och läsplattor som man tidigare trott.

DETTA FUNGERADE INTE UNDER FÖRSTA KVARTALET

Återigen hittar vi norska supply- och undervattensteknikföretag överst på denna lista. Solstad Offshore och DOF blev fondens största sänken. Trots att båda företagen har god kontraktstäckning för innevarande år och därmed intäkter i nivå med fjolårets har aktierna rasat med omkring 40 procent hittills i år. Förklaringen är att aktiemarknaden fokuserar på risken för svag aktivitet under nästa år och 2017 och att detta i kombination med hög skuldsättning kan få förödande konsekvenser. Sammantaget svarar nu företagen i den nämnda sektorn för mindre än två procent av portföljen och vi ser även en risk att sviterna av kontrakteringsfesten kan bli besvärliga. Å andra sidan behövs bara en liten förbättring av den förväntade aktivitetsnivån de kommande åren för att det ska bli en helt annan prissättning av sektorn. Vi väljer att sitta på den optionen.

Norwegian drog ned utvecklingen rejält under kvartalet. Orsaken var först och främst rapporten om ett klen fjärde kvartal 2014 men självklart även den långvariga strejken i mars. Hur mycket strejken kostat företaget är fortfarande oklart men vi tror inte att den kommer att orsaka Norwegian några större men på sikt. Vi ser nämligen en riktigt bra potential i investeringen men vidhåller att långdistanssatsningen är den största osäkerhetsfaktorn för flygbolaget.



Finska Kemira är en nykomling i portföljen. Bolaget har specialiserat sig på kemikalier som används i vattenkrävande branscher som papperstillverkning och oljeutvinning.

KÖP UNDER KVARTALET

Vi tog in tre nytillskott i portföljen: italienska Danieli, finska Kemira och John Fredriksens tankrederi Frontline 2012. Vi kompletterade även posterna i japanska Toshiba och SBI Holding under första kvartalet.

I slutet av mars värderades fonden (35 största innehaven svarar för sammanlagt 87 procent) till elva gånger vinsten för 2015 mot 15 gånger vinsten för jämförelseindexet. Priset i förhållande till bokfört värde visar också en tydlig skillnad då vår portfölj värderas till 1,35 gånger bokfört värde mot 2,15 gånger bokfört värde för den övriga marknaden. Portföljen bör alltså ha goda förutsättningar att ge bra riskjusterad avkastning framöver.

SKAGEN VEKST 1Q 2015 (MILJ. NOK)

De 5 största positiva bidragsgivarna

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

De 5 största negativa bidragsgivarna

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

5 största köp

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

5 största försäljningar

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

FÖRSÄLJNINGAR UNDER KVARTALET

Under kvartalet sålde fonden innehavet i det israelisk-amerikanska läkemedelsföretaget Teva och i norska Kongsberg Gruppen. Teva-aktien nådde vårt kursmål på 60 dollar och vi tog därför hem en betydande vinst i företaget eftersom mycket framöver hänger på en enda produkt, Copaxone. Teva har varit tydliga med att de vill köpa tillväxt inom andra områden för att bli mindre beroende av MS-medicinen Copaxone. Det kommer att innebära en kursändring för företaget som mycket väl kan lyckas, samtidigt som riskerna med investeringen ökar när man ger sig ut på mer okänt vatten. Företaget värderades till tolv gånger vinsten för 2016, och i och med det har också rabatten mot den övriga läkemedelsindustrin minskat kraftigt. Vi valde att använda en stor del av behållningen från försäljningen till att investera i läkemedelsjätten Roche som har goda möjligheter att dra nytta av sin unika kompetens inom olika cancerpreparat, en marknad som ju tyvärr lär fortsätta växa globalt. I dagsläget värderas Roche till nästan 17 gånger vinsten för 2016, vilket är högt. Men med en så stark ställning på cancerområdet menar vi att företaget mer än väl försvarar denna värdering.

Kongsberg Gruppen har varit en stor investering i SKAGEN Vekst i drygt ett årtionde. Under en längre tid har vi bantat innehavet och har nu sålt det sista. Företaget har haft en mycket positiv utveckling de senaste tio åren och är enligt oss ett av Norges ledande industriföretag. Efter den senaste kursuppgången tror vi dock inte att det finns så mycket mer att hämta just nu.

Två mindre innehav lämnade fonden under perioden: kemikalierederiet Odfjell och teknikföretaget Qfree. Dessutom skar vi ned innehaven något i Royal Unibrew, Novo Nordisk, Bank Norwegian, Sparebanken Øst, Continental och Samsung.

SKAGEN Global

- › Fonden genererade god positiv avkastning under kvartalet men ligger något under jämförelseindex
- › En mer koncentrerad portfölj i kombination med vår investeringsfilosofi kommer att generera stort värde för andelsägarna över tid
- › Portföljen är prissatt med en stor rabatt i förhållande till jämförelseindex



Foto: Roche

Roche, den schweiziska läkemedelsjätten, återhämtade sig snabbt efter schweizerfrancens appreciering.

På väg mot återhämtning

SKAGEN Global avkastade 11,8 procent under kvartalet medan jämförelseindex, MSCI World AC, slutade på 13,1 procent.

Under kvartalet dominerade Europa det makroekonomiska nyhetsflödet. Först lanserade Europeiska Centralbanken ett en biljon euro stort stödprogram, vilket fick europeiska aktier att stiga med 17 procent under kvartalet. Därefter beslutade den schweiziska centralbanken (SNB) oväntat att ta bort schweizerfrancens valutagolv mot euron. Schweizerfranc har sedan rusat med 13 procent mot euron, något som klart missgynnar företag med en stor kostnadsbas i schweizerfranc.

SKAGEN Global äger en position i det schweiziska läkemedelsbolaget Roche, vars aktiekurs till en början föll efter dessa nyheter. Med tanke på att Roche endast har cirka 15 procent av kostnadsbasen i Schweiz, trodde vi inte att SNB:s agerande skulle få stora negativa konsekvenser för Roche. Aktien har sedan återhämtat sig och förblir en av våra topp tio-positioner.

I USA uteblev Federal Reserves förväntade räntehöjning, även om formuleringarna i bankens vägledning ändrades för att förbereda marknaden på en höjning längre fram. Den senaste tidens ekonomiska data från USA har dock varit svagare än väntat, och de första räntehöjningarna kan därför komma senare än förväntat. Avkastningen på amerikanska tioåriga statsobligationer föll med 24 punkter och slutade på 1,92 procent. Samtidigt noterade S&P 500 en sammanlagd avkastning under kvartalet på 1,0 procent med en ny all time high-notering på 2 110 i februari. Dollarn fortsatte att stärkas och påverkade fonden negativt givet vår undervikt på den amerikanska marknaden.

AVKASTNING	KV 1/-15*	12 M.*
SKAGEN Global	11,8%	26,6%
MSCI ACWI	13,1%	40,8%

* Per 31 mars 2015.



Portföljförvaltare

Knut Gezelius, Søren Milo Christensen och Chris-Tommy Simonsen

SKAGEN GLOBAL 1Q 2015 (MILJ. NOK)

De 5 största positiva bidragsgivarna		5 största köp	
Samsung Electronics Co Ltd Pref	316	General Electric Co	1 540
Renault SA	289	Lundin Petroleum AB	274
Nordea Bank AB	214	Columbia Property Trust Inc	255
CK Hutchison Holdings Ltd	190	American International Group Inc	211
China Unicom Hong Kong Ltd	167	Lundin Mining Corp	130
De 5 största negativa bidragsgivarna		5 största försäljningar	
Afren Plc	-140	Renault SA	-1 389
Banco Do Estado Rio Grande Do Sul SA Pref	-93	Baker Hughes Inc	-746
State Bank of India	-68	Gazprom Oao ADR	-674
Hyundai Motor Co Pref	-53	Akzo Nobel NV	-670
Lundin Mining Corp	-45	Samsung Electronics Co Ltd Pref	-439

NYKOMLINGAR I FONDEN

SKAGEN Global introducerade fyra nya positioner under kvartalet: Columbia Property Trust, General Electric, Lundin Petroleum och Carlsberg.

ÖVERTYGANDE VÄRDERINGSASYMMETRI

Columbia Property Trust (0,7 procent av fonden) är USA:s sjunde största kontorsfastighetskonsortium med tre miljarder dollar i börsvärde. Bolaget noterades på New York Stock Exchange så sent som 2013, och är en nykomling på kapitalmarknaden. Privata placerare utgör fortfarande majoriteten av investerarsbasen. Följaktligen är marknaden inte helt med på Columbias strategi att renodla portföljen och fokusera på centrala affärsdistrikt i stället för förortsområden. Vi ser ett stort utrymme för Columbia att överträffa de låga förväntningarna och bygga trovärdighet genom att försiktigt genomföra sitt renodlingsprogram med minimal kassaflödesutspädning. Då bolaget handlas med en stor rabatt i förhållande till substansvärdet, trots en stark balansräkning och en hög andel storbolag med flerhyresgästkontrakt, är Columbias värderingsasymmetri övertygande för långsiktiga investerare.

Foto: Bloomberg



KAN ÅTERTA SIN FORNA GLANS

General Electric (GE) – 4,0 procent av SKAGEN Globals portfölj – har presterat sämre än både likartade amerikanska företag, S&P 500 och världindex praktiskt taget varje år under de senaste tio åren.

Under den första delen av det senaste decenniet presterade de flesta amerikanska aktier sämre relativt sett. Under andra halvan av det senaste decenniet drabbades GE:s (alltför riskbenägna) investeringsdel GE Capital av finanskrisen. Under de senaste åren har cirka 50 procent av GE:s vinst kommit från dess finansiella gren vilket har flyttat fokus från dess styrkegren GE Industrial och har sänkt kvaliteten på resultatet. För att återfå investerarnas förtroende planerar GE att omforma koncernen genom att minska GE Capital. Från år 2017 ska 75 procent av resultatet komma från GE Industrial. Marknaden är fortsatt skeptisk med tanke på GE:s storlek och att ledningen misslyckats med att skapa aktieägarvärde trots en mångårig stark amerikansk börs.

Vår annorlunda syn fokuserar på GE:s möjlighet att återfå sin forna glans och framgångsrikt genomföra sin omstöpning av portföljen. Flera mått indikerar att industriedelens marginaler sakta börjar stiga (besparingar, avyttringar av verksamheter med låga marginaler). Tack vare en global återhämtning, bör GE kunna dra nytta av sitt varumärke (nummer sex i världen) och sin erfarenhet i takt med att industri- och infrastrukturillväxten tar fart i världen. Dessutom har ett nytt incitamentsprogram nyligen inletts som ytterligare hjälp till självhjälp och för att "övertala" chefer i hela koncernen att nå de mål som driver aktiekursen. Slutligen, i takt med återhämtningen för USAs finansiella sektor, bör GE kunna få ut mer än förväntat för sina finansiella tillgångar vid en avknoppning. GE:s värdering med ett P/E på 13,9 (2016) och 3,7 procents direktavkastning ter sig lockande med en marginellt defensiv tilt med tanke på den starka balansräkningen.

ATTRAKTIV BAKGRUND FÖR AVKNOPPNINGAR

Efter den kraftiga nedgången i oljepriset ser vi en möjlighet växa fram i Lundin Petroleum (0,7 procent av portföljen). Familjen Lundin har sysslat med oljeprospektering och -produktion under mer än 30 år. Det familjestyrda företaget äger prospekterings- och produktionsstillgångar fokuserade på Norge och Sydostasien, och kan föra över framgångsrik prospektering till produktionsfasen. Bolaget kontrollerar cirka 20 procent av Johan Sverdrup- och 50 procent av Edvard Grieg-fältet i Nordsjön. Enligt våra beräkningar har de sammanlagda fynden ett substansvärde i intervallet 175–200 kronor per aktie. Detta är en attraktiv bakgrund för avknoppningar och ett skydd nedåt om oljepriset skulle förbli lågt under en längre tid.



Foto: Carlsberg

FÖRMÅGA ATT ÖKA KASSAFLÖDET

Under de senaste sju åren har det danska bryggeriet Carlsberg (0,3 procent av portföljen) endast gett tre procents totalavkastning årligen, kontra 20 procent för de två största konkurrenterna. Situationen i Ukraina har ytterligare påverkat marknadens förtroende på grund av Carlsbergs stora exponering mot ryska konsumenter. Men vi menar att marknaden har förbisett att efter alla vinstnedskrivningar, kommer Ryssland bestå av 20 snarare än 40 procent av vinsterna baserat på en svag efterfrågan, en svag rubel och lägre kapacitetskostnader. Således köper vi aktien till en attraktiv yield om 7–8 procent baserat på tillgängligt kassaflöde. Vi tror att kassaflödet kommer att öka på grund av en mer effektiv kostnadsstruktur i Västeuropa och god tillväxt i Asien, två faktorer marknaden har glömt bort i kölvattnet av det geopolitiska mullret. En annan katalysator är bolagets nye VD som har en gedigen meritlista och att positiva förändringar gjorts i styrelsens sammansättning på senare tid. Carlsberg värderas betydligt lägre än jämförbara bolag till P/E 15 (2016).



Foto: Bloomberg



Foto: Bloomberg

UT UR ENERGI OCH RÅVAROR

Vi sålde två positioner inom oljeservice-sektorn – Weatherford och Baker Hughes – vilka har en utmanande position i det rådande marknadsklimatet. Energi- och råvarubolagen Afren, Gazprom, Mosaik och Petrobras lämnade också fonden då vi såg bättre möjligheter på andra håll. Vi sålde oss helt ur Renault och Yamaha Motor då aktierna nådde våra riktpis efter kraftiga uppgångar. Slutligen avyttrade vi våra små återstående andelar i UIE och REC Silicon (konvertibler).

Vi ökade vikten i AIG till cirka fem procent av portföljen och ökade exponeringen i NN Group efter en placering av majoritetsägaren ING. Vi trimmade Technip och Unilever efter en stark kursutveckling.

PORTFÖLJEN KONCENTRERAS YTTRELLIGARE

SKAGEN Global fortsatte att koncentrera portföljen under kvartalet. Koncentrationen av de tio största innehav har stigit från 37 till 39 procent och de största 35 innehaven har ökat från 78 till 79 procent. Vi avslutade kvartalet med 60 innehav i portföljen, vilket är en minskning från 66 vid årets slut.

Vår portfölj förblir attraktivt värderad. Den vägda genomsnittliga värderingen av de största 35 positionerna är P/E 11,6x (2015) och P/B 1,2x (2014). Rabatten jämfört med index är således 33 procent i förhållande till P/E (index värderas till P/E 17,3x för 2015) och 43 procent till P/B (index värderas till 2,1x för 2014). Vi ser en 30-procentig genomsnittlig uppsida för våra 35 största positioner.

Medan den relativa avkastningen för kvartalet var minus 1,3 procentenheter, minskade underprestationen betydligt jämfört med de två föregående kvartalen. Vi är övertygade om att den koncentrerade portföljen med våra bästa idéer i kombination med SKAGENS beprövade värdeberedade filosofi kommer att generera betydande värden till våra andelsägare över tid. Vi kommer att fortsätta att följa investeringsfilosofin på ett disciplinerat sätt med en långsiktig investeringshorisont.

VINNARE OCH FÖRLORARE

Renault, Samsung Electronics och Nordea var kvartalets tre bästa bidragsgivare i absoluta termer. Renaults resultat övertröffade förväntningarna med råge. Oron över en avmattning på tillväxtmarknaderna visade sig vara överdriven och aktien steg med 40 procent mätt i lokal valuta under kvartalet. Den nordiska banken Nordea ökade utdelningarna mer än väntat, vilket fick aktien att stiga med 22 procent mätt i lokal valuta. Samsungs preferensaktie ökade med nio procent mätt i lokal valuta under kvartalet, vilket gynnade vår 6,5 procent stora position i fonden.

De tre sämsta bidragsgivarna till den absoluta avkastningen var Afren, Banrisul och State Bank of India. Kombinationen av hög skuldsättning, nedskrivning av oljereserver och ett sjunkande oljepris påverkade Afrens aktiekurs negativt. Även om den brasilianska banken Banrisuls kvartalsresultat var skapligt tyngdes aktiekursen av ett svagt sentiment bland investerare. State Bank of India hade en svag utveckling, kanske som ett resultat av investerare omfördelar kapital till nya marknader efter Indiens starka uppgång förra året.

NYCKELTAL FÖR DE STÖRSTA INNEHAVEN I SKAGEN GLOBAL (PER 31/3 2015)

Företag	Postens storlek, %	Kurs	P/E 2015E	P/E 2016E	P/BV senaste	Kursmål
Citigroup	7,1	51,5	9,6	8,8	0,8	75
Samsung Electronics	6,8	1 104 000	7,2	7	1	1 300 000
AIG	4,9	54,8	11,1	9,9	0,7	80
General Electric	4	24,8	14,4	13,7	1,9	34
Nordea	3,2	105,3	12,5	11,8	1,5	150
Roche	3	268,1	19,1	17,6	11,6	380
LG Corp	2,7	61 300	9,4	8,6	0,9	84 000
General Motors	2,7	37,5	8,1	7,3	1,7	50
DSM	2,5	52	19,7	17,1	1,6	65
State Bank Of India	2,4	267,1	11,8	9,4	1,4	380
Topp 10 vägt genomsnitt	39,2		10,4	9,6	1,1	
Topp 35 vägt genomsnitt	79,3		11,6	10,6	1,2	
Jämförelseindex (MSCI ACWI)			17,3	14,8	2,1	

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

SKAGEN Kon-Tiki

- › Lite på efterkälken på grund av undervikten i finans och Kina
- › Fortsatt skeptiska till bank- och finanssektorn i Kina
- › Efter fyra år med en svagare utveckling för de globala tillväxtmarknaderna än för utvecklade marknader börjar vi nu se möjligheter. Inte på bred front, men selektivt.

AVKASTNING	KV 1/-15*	12 M.*
SKAGEN Kon-Tiki	8,7%	20,1%
MSCI Emerging Markets	12,7%	33,9%

* Per 31 mars 2015.



Portföljförvaltare

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



Foto: Bloomberg

Kinesiska Great Wall Motor var kvartalets bästa bidragsgivare i fonden. Det finns höga förväntningar om bolagets lyx-SUV, Haval H8, som lanseras i slutet av april 2015. Bilden är tagen utanför en Great Wall Motor-distributör i Beijing, Kina.

Ljusning i sikte

På senare år har avkastningen på tillväxtmarknaderna minskat, vilket ökat rabatten mot industrialiserade marknader. 2015 kan bli året då trenden stannar upp och kanske vänder.

Under kvartalet gav globala tillväxtmarknader en avkastning på 12,7 procent och utvecklade marknader 13,2 procent. Men som vanligt var skillnaderna mellan länderna betydande, samtidigt som valutakurserna uppvisade ovanligt stora svängningar. Kursutvecklingen för lokala aktier avvek markant i förhållande till den avkastning som "utländska" investerare uppnådde.

Mellan branscherna var dock skillnaderna mindre än vanligt, då endast energi och nytto-tjänster var svagt negativa. På kort sikt föredrar investerarna alltså företag med förutsägbara vinster.

Intressant nog rörde sig de senaste årens vinnarmarknad, den amerikanska, sidledes under årets tre första månader, mätt i en stadigt starkare dollar. Under samma period steg europeiska aktier med hela 19 procent, mätt i en stadigt svagare euro.

För globala amerikanska företag har därmed konkurrensen blivit tuffare utanför landets gränser, inte bara från Europa utan även från tillväxtländerna där valutorna försvagats.

Därtill förväntas lägre vinster för både amerikanska och kinesiska företag.

Kinesiskt uppsving

Efter årets tre första månader ligger SKAGEN Kon-Tiki något efter tillväxtmarknadsindexet. Det förklaras delvis av fondens undervikt i finans och i Kina, där dessutom valutan stärkts mot de flesta andra valutor.

Den inhemska kinesiska aktiemarknaden, representerad av Shanghai- och Shenzhenbörserna, steg med 17 respektive 39 procent i lokal valuta. Det är de högsta nivåerna på sju år.

Dörren har nu öppnats på glänt för utländska investerare, men tills vidare präglas de här börserna av lokala kortsiktiga aktörer. Den likvida Hongkongbörsen, som utlänningar har tillgång till, har hittills i år bara stigit med fyra procent i lokal valuta. Det innebär att samma företag nu kan värderas hela 30 procent högre i Shanghai än i Hongkong.

I takt med att tillväxtprognoserna för Kina skrivs ned blir stämningen i näringslivet allt dystrare, så för att stimulera tillväxten har både räntor och bankernas kapitaltäckningskrav sänkts. Likväl är det knappast troligt att övergången från en investeringsstyrd ekonomi till en ny och kvalitativt bättre konsumtionsbaserad regim sker friktionsfritt.

Som nämnts tilltar skillnaden i värderingen av samma företag beroende på om det noteras lokalt i Kina (A-aktier) eller finns tillgängligt för internationella investerare (H-aktier), men vi är ändå försiktiga. Därtill är vi fortsatt skeptiska till den tungviktade kinesiska bank- och finanssektorn.

Finans motsvarar närmare 30 procent i tillväxtmarknadsindexet och är därmed den klart största sektorn. I SKAGEN Kon-Tiki är fördelningen omkring tio procentenheter mindre.

Brasiliansk bank

Bland företagen kom de största negativa bidragen från koreanska Hyundai Motor och den brasilianska sparbanken Banrisul.

Den brasilianska ekonomins skralla utveckling har fått investerarna att tveka inför Banrisuls aktie, men hittills i år är det ändå främst valutaförsvagningen som gjort Banrisul till en av de största förlorarna.

Banrisul är en mycket stabil bank, med en stor och bred kundportfölj. Utlåningen är till största delen knuten till kundernas löpande löneinkomster. Genom kostnadsnedsänkningar och ökad utlåning kan avkastningen på det egna kapitalet förbättras och leda till att banken uppvärderas.

Hinder i vägen

För Hyundai Motor, som är fondens näst största investering, har försäljningsökningen nu stannat av, men lanseringen av en rad nya bilmodeller bör få fart på försäljningen och vinsterna under 2015. Dessutom är återförsäljarnas lager numera väsentligt mindre.

Våra preferensaktier i Hyundai Motor värderas till strax över tre gånger årets förväntade vinst. Aviserade ägarvänliga åtgärder som återköp av egna aktier och höjd utdelning bör kunna ge kursutvecklingen skjuts framöver.

Den bästa bidragsgivaren under kvartalet var en annan biltillverkare, kinesiska Great Wall Motor. I likhet med Hyundai Motor har företaget gett våra andelsägare en mycket god avkastning sedan vi köpte in oss efter finanskrisen.

Nu ställs förhoppningar på Great Wall Motors exklusiva stadsjeep Haval H8, som efter ett flertal förseningar ska lanseras under bilsalongen i Shanghai i slutet av april. Prismässigt bör den stå sig väl mot de stora stadsjeeparna från konkurrerande tyska producenter.

Tappar inte taget

Fondens största innehav är alltså Samsung Electronics, som i hög grad bidrog till resultatet under kvartalet. Det var en utveckling som gick stick i stäv med mångas förväntningar, eftersom flera analytiker räknar med att företaget ska fortsätta tappa marknadsandelar på mobilfronten.

Visserligen har försäljning, marknadsandelar och marginaler visat en negativ trend under flera kvartal, men vi tror att Samsung Electronics klarar av att slå tillbaka. Exempelvis har lanseringen av det nya flaggskeppet Samsung Galaxy S6 mottagits med jubel av såväl medier som analytiker.

En mer fokuserad mobilportfölj där lönsamheten står i centrum, kombinerat med stadigt bättre resultat från minnessidan, kan leda till positiva överraskningar på resultaträkningens nedersta rad. Tillgängliga siffror från Samsung Electronics för årets första kvartal ger stöd åt vår analys.

Även efter den senaste tidens kursuppsving värderas våra preferensaktier till attraktiva sju gånger årets förväntade vinst.

Kursmålet triggat försäljning

För alla våra innehav bestämmer vi ett kursmål baserat på tillgänglig information och egna analyser. När ny information får oss att ändra inställning justeras kursmålet antingen upp eller ned. Under det första kvartalet närmade sig flera aktier i portföljen sina kursmål, och vi skar ner innehaven i Great Wall Motor, Bharti Airtel (tredje största bidragsgivare under kvartalet), AP Møller-Mærsk och den spanska stormarknadskejdan DIA.

När kursmålen nåddes för Heineken, OCI NV, Rocket Internet och UIE sålde vi samtliga aktier i företagen.

Vi gjorde oss även av med alla aktier i det stukade oljebolaget Afren och tog en förlust. Posten i den franska internationella dagligvarujätten Casino halverades. I stället satsade vi på dess dotterbolag i Brasilien, Pao de Acuar, vars aktie presats ned till en attraktiv nivå av den generellt svaga aktiemarknaden i landet.

Branschbalansen, den relativa värderingen samt den geografiska fördelningen för SKAGEN Kon-Tiki är i stort sett oförändrade sedan början av året. Rabatten i förhållande till tillväxtmarknadsindexet är fortsatt tilltalande stor och avkastningen mer än tillfredsställande i dagens lågränteklimat.

NYCKELTAL FÖR DE STÖRSTA INNEHAVEN I SKAGEN KON-TIKI (PER 31/3 2015)

Företag	Postens storlek, %	Kurs	P/E 2014	P/E 2015E	P/BV senaste	Kursmål
Samsung Electronics	8,4	1 104 000	7,1	6,7	1,0	1 500 000
Hyundai Motor	7,3	111 000	3,9	3,6	0,5	250 000
Great Wall Motor	4,9	54,8	16,5	11,2	4,3	60
State Bank of India	3,7	267	10,7	8,1	1,2	450
Mahindra & Mahindra	3,4	1 188	14,0	11,9	3,0	1 500
Bharti Airtel	2,9	393	24,6	19,7	2,6	450
ABB	2,9	183	22,0	15,3	3,4	205
Sabancı Holding	2,7	9,18	9,0	7,7	1,0	14
AP Møller-Maersk	2,5	14 540	11,2	10,0	1,2	15 500
Naspers	2,4	1 859	53,1	37,2	9,8	2 100
Lenovo	2,2	11,3	17,4	12,6	3,9	14
Richter Gedeon	1,9	3 840	29,0	14,0	1,3	5 000
Topp 12 vägt genomsnitt	45,3		9,2	7,8	1,2	
Topp 35 vägt genomsnitt	72,4		10,5	8,2	1,1	
Jämförelseindex (MSCI Emerging Markets)			13,1	12,0	1,6	

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



Foto: Bloomberg

Bolagsstyrningen förbättras i länder som Sydkorea och Japan. På bilden staplade containers i Uiwang, Sydkorea.

SELEKTIVA MÖJLIGHETER

Efter fyra år med en svagare utveckling för de globala tillväxtmarknaderna än för utvecklade marknader börjar vi nu se möjligheter. Inte på bred front, men selektivt.

Den goda ekonomiska utvecklingen under årtiondet efter Asienkrisen ledde till att satsningarna på nödvändiga nationella reformer i flera tillväxtländer kom igång alltför sent. Samtidigt blev det brännande behovet av bättre bolagsstyrning tydligt.

Kapitalflykten efter finanskrisen ledde i en rad länder till övervärderade växelkurser, som korrigerat först under de senaste åren. Att den amerikanska dollarn stärkts har också ökat konkurrenskraften, utan att det lett till någon mer utbredd kapitalflykt eller inflation.

På senare tid har nödvändiga reformer genomförts i Indien och Indonesien. Prisfallet för råvaror, med oljan i spetsen, har minskat det ekonomiska och politiska handlingsutrymmet betydligt i både Brasilien och Ryssland. Nu ställs krav på en mer ansvarsfull ekonomisk politik, samtidigt som företagets konkurrenskraft har ökat i takt med att valutakurserna fallit.

Bolagsstyrningen i länder som Sydkorea och Japan blir också bättre. Det beror dels på att investerarna – inhemska och utländska – blivit mer högljudda, dels på att avkastningen på kontanter är historiskt låg. Resultatet kan bli lägre rabatter och relativt starka aktiemarknader.



Foto: Bloomberg

BILLIG BRASILIANSK OLJA

Under årets första kvartal skaffade vi en post i det skandalomsusade brasilianska oljebolaget Petrobras, som under SKAGEN Kon-Tikis första år hörde till fondens allra bästa innehav.

En lokal korruptionsskandal och det faktum att Petrobras inte lämnat någon reviderad redovisning sedan andra kvartalet i fjol har, vid sidan av oljeprisfallet, gjort oljejätten väldigt impopulär. Petrobras riskerar nu att bryta mot lånevillkoren, vilket är allvarligt för en av världens största låntagare.

Men allt är inte nattsvart. Det dramatiska oljeprisraset gynnar faktiskt Petrobras (på kort sikt), eftersom man inte längre behöver sälja oljeprodukter lokalt i Brasilien till priser långt under vad de kunde ha inbringat på världsmarknaden.

En mer ändamålsenlig och effektiv investeringsprocess, betydligt lägre priser på oljeservicetjänster samt utrensningen av dyra, otillförlitliga lokala leverantörer bör framöver få stor positiv effekt på kassaflödet, som nu tyngs av stora investeringar.

Mot bakgrund av dagens oljepriser, den aviserade försäljningen av tillgångar och ökad återhållsamhet på investeringsfronten räknar vi med att kassaflödet under 2015 och 2016 kan bli neutralt. Under åren 2017–2020 kommer den stora ökningen i oljeproduktionen, som väntas stiga från 2,5 till 4,0 miljoner fat om dagen. Det är värt att notera att medan spotpriset på olja fallit med 50 dollar under de senaste nio månaderna har olja med leverans 2019 ”bara” sjunkit från 92 till 74 dollar.

För närvarande har vi en liten vinst på aktierna i Petrobras, mätt i lokal valuta. Posten utgjorde vid kvartalsskiftet en procent av portföljen.

SKAGEN KON-TIKI 1Q 2015 (MILJ. NOK)

De 5 största positiva bidragsgivarna

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

De 5 största negativa bidragsgivarna

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

5 största köp

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

5 största försäljningar

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

SKAGEN m²

- › Låga räntor fortsatte att gynna fastighetssektorn under årets första kvartal
- › Ökad köpkraft, gynnsam demografi och ett litet utbud driver priserna på fastigheter i bland annat Tokyo
- › Fastigheter är ett allt högre värderat tillgångslag men SKAGEN m²:s portfölj har fortsatt stor potential



Foto: Bloomberg

Trots en allt bättre ekonomisk utveckling i USA menar SKAGEN m²:s förvaltare att räntehöjningarna kommer senare än vad marknaden bedömt. Det viktigaste för den som investerar i fastigheter är att ränteutvecklingen är stabil, det vill säga att räntechocker undviks, något som i skrivande stund verkar uteslutet. Ovan flanerör i stadsdelen SOHO i New York.

Fastigheter visar fortsatt styrka – och har mer att ge

Under första kvartalet fortsatte fastighetsaktier att prestera mycket bra, och SKAGEN m² var inget undantag. Avkastningen på 14,5 procent för kvartalet låg i linje med marknaden.

AVKASTNING	KV 1/-15*	12 M.*
SKAGEN m ²	14,5%	46,7%
MSCI ACWI Real Estate IMI	15,0%	53,1%

* Per 31 mars 2015.



Portföljförvaltare

Michael Gobitschek och Harald Haukås

Fastighetssektorn fortsatte att gynnas både av det låga ränteläget i utvecklade länder och av räntesänkningar i många tillväxtmarknadsländer. Under det första kvartalet rådde fortsatt en nervös väntan på aktie- och räntemarknaden inför besked om räntehöjningarna i USA. Detta avspeglades i den amerikanska fastighetsmarknaden som hade en medioker avkastning i lokal valuta under kvartalet. Trots en allt bättre amerikansk ekonomisk utveckling, har vår ansats sedan länge varit att räntehöjningarna kommer senare än vad marknaden bedömt, baserat på det låga inflationstrycket i USA. Nu verkar det emellertid som om höjningen kommer att ske gradvis med början under andra halvåret 2015. Marknadens syn till trots håller vi det inte för omöjligt att denna tidsram förskjuts något ytterligare.

Det viktigaste för oss som investerar i fastigheter är att ränteutvecklingen är stabil, det vill säga att vi undviker räntechocker, något som i skrivande stund verkar uteslutet. Räntehöjningar kommer

generellt av god underliggande ekonomisk utveckling som är inflationsdrivande. Dessa goda tider innebär i regel även positiva justeringar för våra fastighetsbolags hyresnivåer och minskade vakansgrader.

Precis som förra året fortsatte dollarn att stärkas mot norska kronan men korregerade något i slutet av kvartalet. I många euroländer och även i Sverige har vi sett hur marknaden tryckt upp tillgångspriserna när besked har kommit om stimulanser, långt innan de faktiskt startar. Detta skedde under kvartalet då Europeiska Centralbanken och Riksbanken annonserade de sedan länge väntade stimulanserna, ett glädjebesked för börsen i allmänhet men för fastighetsbolagen i synnerhet då räntenivåerna förväntas hållas nere.

Bäst och sämst

Franska köpcenteroperatören Mercialis och spanska hotellkedjan Melia Hotels steg båda med cirka 30 procent i euro under kvartalet och var därmed de bolag som presterat bäst procentuellt sett. Den

kinesiska regeringen presenterade under kvartalets sista dagar nya stimulanser för att få igång bostadsköparna och den stagnerande tillväxten i ekonomin. Detta väntas ge god skjuts åt bostadsmarknaden och en viss ljusning kan skönjas. Kvartalets sämsta bolag mätt i lokal valuta var China South City vars försäljning under tredje kvartalet inte var lika hög som förväntat. Bästa marknaden under kvartalet var Filippinerna med en uppgång om 30 procent i euro, följt av Frankrike och Japan. Sämst gick det för brasilianska fastigheter som endast steg med två procent mätt i euro.

Fler transaktioner

Under årets första tre månader ökade antalet företagstransaktioner, något vi tror kommer fortsätta under året. Denna utveckling är logisk då finansieringen är billig och bolagens substansvärden höga, vilket tillåter att nya aktier emitteras på goda nivåer. Samtidigt är många bolag refinansierade och konsoliderade efter finanskrisen och ser sig nu om efter tillväxt. Det snabbaste sättet är genom förvärv. SKAGEN m² har under kvartalet varit inblandade i ett antal budsituationer på båda sidor. I Tyskland budade hyresbostadsbolaget Deutsche Wohnen på det österrikiska bolaget Conwert. Om affären går igenom kompletteras beståndet, bland annat med hyresbostäder i Berlin. Men det innebär också att Deutsche Wohnen tvingas avyttra både bostäder och kommersiella fastigheter som inte hör till kärnverksamheten.

I Tyskland befinner vi oss också på målbolagssidan genom Adler Real Estates bud på portföljbolaget Westgrund. Budet är förankrat bland storägarna, när det officiellt klubbas skapas Tysklands femte största aktör inom hyresbostäder. Vi hade dock föredragit att Westgrund fått fortsätta på egen hand, då bolaget är välskött och gjort ett antal positiva förvärv. Vårt brasilianska bolag BR Properties blev under kvartalet också måltavla för ett utköp från börser. Utgången är fortsatt oklar, men priset motsvarar inte våra förväntningar och dessutom behåller vi gärna vår exponering då BR Properties är det enda noterade bolaget med högkvalitativa tillgångar i Sao Paolo. Vårt Singaporenoterade bolag Keppel Land togs även det av börser när största ägaren Keppel Corp la ett bud på hela bolaget, där både bud och premie var bra.



TOKYO FORTSÄTTER ATT VISA STYRKA

Priset på kommersiell fastighetsmark ökar för första gången på många år i Japan, även om bostadsmark fortsatt är i deflation. Storstäderna har dock haft en positiv utveckling ett tag och leder prisuppgången. Den gynnsamma hyresutvecklingen för kommersiella fastigheter i kombination med minskade vakansgrader, framförallt i Tokyo, ligger till grund för prisökningarna. Dyrast är fortsatt Ginza med motsvarande 2,5 miljoner kronor per kvadratmeter. Även priset på bostadsmark ökar i storstäderna – drivet av en stor efterfrågan på lägenheter i Tokyo med kraftiga prisökningar på bostäder som följd. Anledningen är att antalet lägenheter som byggs och är till salu är cirka hälften av utbudet under finanskrisen.

En annan starkt bidragande orsak är ökad köpkraft. I Japan är en fast låneränta på ca 1,6 procent för ett 35-årigt lån inte ovanligt, något som ökar hushållens konsumtionsutrymme. Vidare förväntas Tokyo växa med cirka 75 000 hushåll årligen de nästkommande fem åren – vilket historiskt har inneburit ett behov av runt 30 000 lägenheter varje år.

Denna fördelaktiga situation gynnar m²:s portföljbolag Mitsui Fudosan, verksamt både inom kommersiella fastigheter och bostäder. Bolaget har varit den absolut största bidragsgivaren i portföljen sedan årsskiftet. I kontrast till många andra investerare har vi valt att öka vår exponering i Japan då underliggande faktorer blivit allt positivare, samtidigt som våra bolag handlats på mycket rimliga nivåer. Vi tror på fortsatt stigande hyror och lägre vakansgrader på kontorsmarknaden. Dessutom fortsatt ökande priser och volymer av bostäder.

Att Tokyo är en växande och attraktiv stad för fastighetsinvesteringar bekräftades i mars av norska oljefonden (Statens pensionsfond) som för första gången planerar att bryta in i Asien med fastighetsinvesteringar. Fastigheter som tillgångslag blir alltmer populärt, och vi tar norska oljefondens beslut om att börja investera i fastigheter i primärt världsstäderna Singapore och Tokyo som ett gott betyg på m²:s positionering där sedan länge.

SKAGEN m² 1Q 2015 (MILJ. NOK)

De 5 största positiva bidragsgivarna		5 största köp	
Mitsui Fudosan Co Ltd	8	HCP Inc	30
Olav Thon Eiendomsselskap ASA	7	Ashford Hospitality Trust	27
Columbia Property Trust Inc	7	Soho China Ltd	22
Melia Hotels International	6	Mitsui Fudosan Co Ltd	21
Mercialys SA	5	Shangri-La Asia Ltd	21
De 5 största negativa bidragsgivarna		5 största försäljningar	
Bekasi Fajar Industrial Estate Tbk PT	-4	Keppel Land Ltd	-10
China South City Holdings Ltd	-3	Lexington Realty Trust	-10
Ticon Industrial Connection Pcl-Nvdr	-2	Unibail-Rodamco SE	-7
BR Malls Participacoes SA	-1	Citycon Oyj	-5
General Shopping Brasil SA	-1	CSI Properties Ltd	-1



Foto: © The View from The Shard

Londons högst belägna hotell: Shangri-La Hotel ligger på 34:e till 52:a våningarna i arkitekten Renzo Pianos ikoniska The Shard – Shangri-Las första fastighet i Storbritannien.

HOTELL I ASIEN

Ett nytt bolag i portföljen är Shangri-La, som framförallt äger och driver hotell. Baserat på tillgångarna verkar bolaget primärt i Asien, men även i Europa, framförallt i Paris. Shangri-La handlas idag till stor rabatt och kursen ligger runt samma nivåer som år 2009. Detta för att bolaget haft motvind på sin största marknad Kina, där regeringens antikorrupsionslag lett till minskad efterfrågan på lyxhotell samtidigt som utbudet varit högt. Bolaget har också haft en hög skuldsättning som nu är minskande och mer hanterbar efter en refinansiering 2014. Vi tror att Shangri-La är i slutet av en finansiell ompositioneringsfas och att den kinesiska hotellmarknaden bottnat ur.

DYRA FASTIGHETS AKTIER?

Efter den mycket goda utvecklingen under 2014 och första kvartalet i år ställer sig många frågan om fastighetsaktier börjar bli för dyra. Fastigheters värden drivs av lokala förutsättningar som ser olika ut globalt och därför är frågan svår att besvara generellt. Men det blir allt dyrare. Sektorn är fortsatt attraktiv ur ett kassaflödesperspektiv, skillnaden mellan driftsnetto (yield) och de låga långa marknadsräntorna fortsätter att växa och är i många länder rekordstort. Aktiekurserna stiger i takt med starkare och stabilare vinster i kombination med långsiktigt stärkta balansräkningar.

Samtidigt handlas många fastighetsbolag, i synnerhet i Europa och USA, till en hög premie på substansvärdet vilket i vissa fall är oroande. En förklaring är att historiska fastighetstransaktioner väger tungt i värderingen av tillgångarna, det vill säga det finns ett element av tidsförskjutning. Samtidigt drivs dagens sjunkande direktavkastning av parametrar som råder just nu och konstant förändras såsom ränteläge, vakansgrader och hyrestillväxt med mera som alla påverkar bolagens kassaflöden.

Frågan blir således om marknaden gjort rätt bedömning av nuläget, det vill säga utifrån de transaktioner som faktiskt sker nu, baserade på dagens intäktsströmmar och ränteläge i relation till de historiska värderingarna. Investerare fortsätter dock att fokusera på stabiliteten i kassaflöde och utdelning snarare än beräknat substansvärde – särskilt i bolag med hög kvalitet. Fastigheter är mycket mer än räntor, intäktsidan är som bekant inte helt betydelselös, och i många delar av världen är tillväxten och det ekonomiska klimatet gott, vilket driver hyreshöjningar och uthyrningsgrad i kombination med lägre finansieringskostnader.

SKAGEN m²:s portfölj har fortsatt stor potential då vi investerar i fastigheter globalt inom alla relaterade segment. Dock kan oväntat stora ränteökningar eller kraftigt nedjusterad tillväxt lägga sordin på uppgången. Ett ökat intresse för tillgångsslaget driver också priserna på fastigheter globalt. Noterade fastigheter betraktas i ökande grad som ett kompletterande tillgångsslag till redan etablerade; räntor och aktier. Från och med nästa år kommer noterade fastighetsaktier att brytas ut ur världsindex som en egen sektor istället för att som nu ingå i finanssektorn. Något som sannolikt kommer att öka fokus på fastighetssektorn, och innebära mindre volatilitet då breda indexinvestorer inte behöver gå via finansbolag för att investera i fastigheter.

NYCKELTAL FÖR DE STÖRSTA INNEHAVEN I SKAGEN m² (PER 31/3 2015)

Företag	Postens storlek	Kurs	P/NAV senaste	Dividend Yield 2015E	EBITDA 2015E/EV
HCP Inc	4,0%	43,21	133%	5,3%	5,9%
General Growth Properties	3,7%	29,92	100%	2,3%	4,9%
Brandywine Realty Trust	3,7%	16,15	100%	3,9%	7,1%
Global Logistic Properties	3,7%	2,65	106%	2,3%	5,7%
Columbia Property Trust	3,6%	26,87	85%	4,5%	6,3%
Ashford Hospitality Trust	3,5%	9,69	85%	4,9%	4,9%
PS Business Parks	3,2%	83,51	100%	2,4%	6,0%
Mitsui Fudosan Co	3,2%	3529,5	111%	0,7%	5,0%
Apartment Investment & Man	3,2%	39,84	105%	2,9%	5,3%
Olav Thon	3,2%	159,5	100%	1,1%	5,9%
Topp 10 vägt genomsnitt	34,6%		104%	3,0%	5,9%
Topp 35 vägt genomsnitt	81,6%			3,1%	6,1%
Jämförelseindex (MSCI ACWI Real Estate IMI)				3,2%	

Låga räntor kan bli ännu lägre

Årets första kvartal var i hög grad Europeiska centralbankens (ECB) kvartal.

I januari meddelade ECB att man tänkte utvidga de kvantitativa lättnaderna och sätta i gång med omfattande köp av statsobligationer för att stimulera ekonomin och tvinga upp inflationen. Knappt två månader senare var stödprogrammet sjösatt. Centralbanken avser att köpa obligationer för hela 60 miljarder euro per månad tills inflationen närmar sig målet på 2 procent. I februari var inflationen i euroområdet -0,3 procent.

Lyckat så här långt

Hittills måste politiken sägas vara lyckad. Räntorna har fallit i alla euroländer utom Grekland. Den tyska tioåriga statsobligationsräntan har i år sjunkit från 0,5 till 0,2 procent. Som jämförelse har tioåringen i Portugal fallit med 100 punkter till 1,7 procent.

Utvecklingen i Portugal visar det vi hela tiden förutspått: kvantitativa lättnader trycker ned räntorna. Inte minst sjunker kreditpremierna, som är ränteskillnaden mellan de olika euroländerna och Tyskland, vars ränta ses som riskfri i euroområdet.

Eftersom euroområdet består av olika länder med olika kreditpremier blir stimulansåtgärderna effektivare än motsvarande insatser i USA, Japan och Storbritannien. Därtill gör det begränsade utbudet av statsobligationer att räntan påverkas i större utsträckning.

Litet utbud gör stödköpsprogrammet mer effektivt

Enligt finansstidningen Wall Street Journal ska Tyskland ge ut statsobligationer till ett värde av 147 miljarder euro med löptider upp till 30 år under 2015, samtidigt som obligationer för 132 miljarder euro förfaller under samma period. Det innebär att det bara finns tyska statsobligationer för 15 miljarder euro tillgängliga på marknaden. ECB avser att placera omkring 12 miljarder euro i tyska statspapper varje månad.

Resultatet är att merparten av statsobligationerna köps upp av marknadsaktörer och inte i samband med emissioner. Många av de här aktörerna har inte möjlig-

het att sälja på grund av regleringar och/eller mandat, men de som kan lär vilja ha ett pris som det lönar sig att sälja till. Alltså måste räntorna ned.

Därför menar många bedömare att Portugal har mest att vinna på obligationsköpen. Landet har en relativt hög statsskuld, samtidigt som bara en förhållandevis liten andel går att omsätta. Det anses bero på att skulden till stor del ägs av Internationella valutafonden och EU efter räddningsaktionerna 2012.

Räntor under nollstrecket

Räntefallet under det första kvartalet har medfört att räntorna i vissa länder i euroområdet hamnat under nollstrecket i den korta änden av räntekurvan.

Alla de nordliga euroländerna har negativa räntor på löptider upp till två år och några också för längre löptider. I Tyskland är räntekurvan negativ upp till sju år. Negativa räntor har även smittat av sig på de företagsobligationer som uppfattats som allra säkrast.

I en miljö med redan mycket låga räntor och ofta negativa statsskuld räntor kan man fråga sig om räntan håller på att bottna.

Nya förutsättningar gäller och noll är inte längre botten. Men om räntan blir alltför negativ kan spararna välja att i stället stoppa pengarna i madrassen.

Vad är golvet för de långa räntorna?

ECB avser köpa statsobligationer så länge som den effektiva räntan är högre än den egna inlåningsräntan – finansieringskostnaden för obligationsköpen – som för närvarande är -0,2 procent. Det innebär att köpen pågår så länge som räntenettet är positivt.

Vad betyder då detta för de längre räntorna?

Vi tror att golvet för långräntorna kommer att ligga i närheten av inlåningsräntan i ECB, men tiden får utvisa om de faller så mycket. I slutänden avgörs detta av långt fler faktorer än de kvantitativa lättnaderna.

Skulle det visa sig att lättnaderna inte har önskad effekt är det inte otänkbart att centralbanken sänker räntan ytterligare. Då flyttas botten på motsvarande sätt.

Långräntorna är visserligen mycket låga i såväl Tyskland som de andra länderna i norra euroområdet, men i syd finns många länder som alltjämt har räntor långt över nollstrecket. Det är i de länderna vi tror de europeiska stimulansåtgärderna får störst verkan.

I årsrapporten förutspådde vi ett år med "exflation" – tillväxt utan inflation. Det innebär att långräntorna förblir låga globalt sett, och även om vi tror att det finns utrymme för ytterligare räntefall kommer räntebotten allt närmare.

Kan vända i tid

Vad gör vi den dagen då långräntorna vänder upp?

Det är viktigt att komma ihåg att SKAGEN har flexibla mandat. Det betyder att vi kan ha en hög ränterisk när vi räknar med att de långa räntorna sjunker och en mycket låg ränterisk när vi bedömer att de långa räntorna är på väg upp. Det skedde i maj 2013.

SKAGEN Tellus sålde då obligationer med lång ränteduration och undgick därmed stora förluster när de globala långräntorna lyfte. Obligationsfonderna kan snabbt stuva om i portföljerna och se till att vända i tid.

Vi bedömer att "exflation" och kvantitativa lättnader gör 2015 till ett spännande obligationsår. Låga räntor kan bli lägre – det är årets första kvartal ett bevis på.



– Jane Tvedt

Portföljförvaltare SKAGEN Tellus

SKAGEN Credit SEK

- › God utveckling under kvartalet
- › Flera nya obligationer togs in i portföljen och fler intressanta står på tur
- › Ökad prisvariation på obligationsmarknaden skapar möjligheter att hitta felprissatta obligationer med potential att uppgraderas



Foto: Bloomberg

Mexikos största byggbolag Empresas är en av kvartalets nykomlingar i portföljen. På bilden byggnadsarbetare vid uppförandet av ett hyreshus i Mexico City.

Snabb upphämtning

Med flera intressanta nykomlingar i portföljen sedan årsskiftet gav SKAGEN Credit god avkastning under årets första kvartal.

Den fortsatta marknadsoron påverkade flera av fondens investeringar negativt i januari. Därefter svängde det och avkastningen hämtade snabbt upp den mindre bra starten. Europeiska centralbanken (ECB) annonserade också tidigt under kvartalet sitt program för stödköp som inneburit att kreditspreadarna på europeiska obligationer generellt minskat kraftigt.* Denna minskning har till en viss del påverkat fonden positivt, men investeringarna görs med ett långsiktigt perspektiv och därför diskvalificeras många obligationer emitterade i euro. Det beror på att vi anser att nivåerna generellt är för låga i förhållande till risken. I många fall är de också helt beroende av fortsatta stödköp från ECB.

Jämfört med fondens start för tio månader sedan finns det nu en större prisvariation på obligationsmarknaden – vilket skapar möjligheter att hitta felprissatta obligationer med potential att uppgraderas. Sedan årsskiftet har vi investerat i flera intressanta nykomlingar: bland andra det mexikanska infrastrukturbolaget Empresa ICA, det indiska IT-bolaget Rolta, flygbolaget Norwegian Air och det estniska kryssningsrederiet Tallink Group. Och det finns fler intressanta obligationer som vi tittar på just nu.

*Kreditspreadar: prisskillnaden mellan statsobligationer och företagsobligationer.

AVKASTNING	KV 1/-15*	12 M.*
SKAGEN Credit	1,07%	n/a
OMRX-TBILL	0,04%	n/a

* Per 31 mars 2015.



Portföljförvaltare

Ola Sjöstrand och Tomas Nordbø Middelthon



Den kanadensiska flyg- och tågproducenten **Bombardier** är en av SKAGEN Credits större investeringar som efter en nedgång hämtat upp betydligt igen.

STORA RÖRELSER

En av fondens större investeringar, den kanadensiska flyg- och tågproducenten Bombardier, vinstvarnade i januari och beslutade att lägga ner ett av sina flygplansprojekt. Bombardier blev som en följd av detta nedgraderat från BB till B och dess obligationer sjönk inledningsvis kraftigt i värde. Därefter har företaget varit ute och hämtat nytt kapital och obligationerna har återhämtat sig betydligt. Första reaktionen ner i obligationskursen var uppenbart för stor men sådana stora fall är ofta något som sker efter negativa händelser. När allt är som vanligt och företag går bra, stiger obligationskursen sakta gradvis uppåt igen. Det är då tal om en gradvis ökning och det skapar mindre rubriker.

Ytterligare en av fondens investeringar som fallit kraftigt för att sedan återhämta sig är det brasilianska kemiföretaget Braskem. Efter anklagelser om inblandning i en pågående korruptionsundersökning sjönk obligationen med cirka 15(!) procent för att sedan stiga med cirka åtta procent. Det här är oerhört stora rörelser för att vara företagsobligationer med investment grade rating och visar hur irrationellt obligationspriser kan utveckla sig när investerare inte vet vad som kommer hända med ett företag.



PORTUGISISK KRAFT

Fondens portugisiska kraftleverantör, EDP, blev uppgraderade av ratingbyrå Moody's till investment grade-status. Just en uppgradering från high yield till investment grade rating har varit en stor bidragande faktor till att vi investerat i företagets obligationer. Nu återstår endast att ratingbyrå S&P också ska uppdatera dem ett hack för att lyckan skall bli total.

Stora rörelser som dessa är tack och lov inte det vanliga men det visar också varför vi rekommenderar en tidshorisont på minst två år när man investerar i fonden. Fonden investerar i företagsobligationer globalt och investeringarna är spridda på både många länder och flera sektorer. Det medför att externa faktorer, som ligger utanför själva företagen, inte påverkar alla fondens investeringar samtidigt och heller inte nödvändigtvis åt samma håll. Fonden har alltså en sund diversifiering samtidigt som varje investering görs utifrån det enskilda företaget och till och med utifrån varje enskild obligation.

SKAGEN Tellus

Frestande grekiska obligationer

SKAGEN Tellus presterade mycket bra under första kvartalet, och vi har höga förväntningar på resten av 2015.

De flesta av våra obligationer hade en gedigen vinst under kvartalet. Särskilt gynnades fonden av investeringarna vi har haft en längre tid i de perifera euro-länderna. Räntorna föll markant i Italien, Portugal, Slovenien och Spanien. Men även de flesta innehav utanför eurozonen gav positiva bidrag till SKAGEN Tellus. Sämst gick Brasilien och Turkiet där valutorna försvagades snabbare än obligationerna stärktes. Inga stora förändringar gjordes i portföljen under årets första tre månader.

Lockande men farligt

SKAGEN Tellus har inte investerat i Grekland på senare tid. Men vi följer situationen i landet noggrant eftersom statsobligationer kan köpas till 50 procent under pari. I nuläget är avkastningen på den tioåriga obligationen över elva procent.

Det är frestande men riskabelt. Och förhållandet risk-reward säger oss att SKAGEN Tellus ska hålla sig utanför.

Läget i Grekland börjar bli kärvat. Europeiska Centralbankens (ECB) stödprogram, som tillkännagavs i februari och trädde i kraft i mars, har lyckats minska räntedifferensen mot Tyskland i alla euro-länder förutom Grekland.

Fortfarande dyrt

Rädslan för spridningseffekter av en grekisk statskonkurs och utträde ur eurosamarbetet har minskat, vilket har gett draghjälp åt Europeiska kommissionen, ECB och Internationella valutafondens (IMF) pågående förhandlingarna i Athen.

När dammet väl har lagt sig kan SKAGEN Tellus mycket väl ha investerat i grekiska statsobligationer. Men för tillfället står fonden bekvämt vid sidan av och noterar hur grekiska statsobligationer faller än mer. Men med hänsyn till risken är de fortfarande för dyra.

AVKASTNING

KV 1/-15*

12 M.*

SKAGEN Tellus	8,14%	25,85%
J.P. Morgan GBI Broad Index Unhedged	8,28%	27,91%

* Per 31 mars 2015.



Portföljförvaltare

Torgeir Høien och Jane Tvedt

SKAGEN Krona

Stabilt

I de blindas rike är den enögde kung, som den florentiske renässanspolitikern och diplomaten Machiavelli lär ha sagt. Parallellt är bankernas nollränta på sparkontot och Kronas löpande effektiva ränta som vid utgången av mars är 0,1 procent. Avkastningen under årets första kvartal, 0,16 procent, blir cirka 0,7 procent omräknat till en årlig bankränta. Det är kanske inte så mycket i absoluta tal, men står sig jämfört med räntan på bankkontot.

Krona investerar i certifikat eller obligationer utgivna av företag och banker i svenska kronor. Dessa räntepapper prissätts utifrån en riskfri ränta och därefter med ett påslag beroende på hur kreditvärdigt företaget eller banken är. Det vi koncentrerar oss på är att få tillräckligt hög ränta för att kompensera för risken i en investering. Det krävs dels en bedömning av varje enskilt företag och dels en bedömning av den relativa skillnaden mel-

lan olika företag. Det vi inte kan påverka men som styr fondens avkastning i stor grad är den underliggande riskfria räntan.

Riksbankens styrränta, reporäntan, sätter nivån för alla de andra korta räntorna. I Sverige har vi en interbankränta, STIBOR, där det finns löptider från noll upp till sex månader, som fungerar som underliggande riskfri ränta på de flesta korta räntepapper. När Riksbanken först sänkte till -0,1 procent i februari och sedan överraskade med -0,25 procent i mars medförde det att också STIBOR blev negativ. Kronas avkastningsspann blir genom Riksbankens negativa ränta begränsat till en nivå som inte överstiger nollpunkten med mycket. Ett alternativ skulle kunna vara att öka risken i fonden för att på så sätt uppnå en högre avkastning. Det är inte en väg Krona väljer att följa. Målet är och förblir att ge en stabil avkastning som överstiger bankräntan.

AVKASTNING

KV 1/-15*

12 M.*

SKAGEN Krona	0,16%	0,96%
OMRX-TBILL	0,04%	0,34%

* Per 31 mars 2015.



Portföljförvaltare

Ola Sjöstrand och Elisabeth Gausel

Avkastnings- och riskredovisning

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

Per 31-03-2015	Hittills i år	Senaste året	Senaste 2 år	Senaste 3 år	Senaste 5 år	Senaste 10 år	Sedan start
SKAGEN Vekst A*	6,9%	13,1%	18,2%	11,2%	4,6%	9,0%	14,6%
MSCI Nordic/MSCI AC ex. Nordic	15,2%	34,2%	25,6%	18,9%	12,3%	11,3%	10,5%
SKAGEN Global A**	11,8%	26,6%	21,1%	15,7%	10,6%	11,0%	16,2%
MSCI World AC	13,1%	40,8%	28,4%	21,1%	13,1%	8,1%	5,1%
SKAGEN Kon-Tiki A	8,7%	20,1%	13,8%	8,5%	5,2%	13,3%	15,7%
MSCI Emerging Markets	12,7%	33,9%	15,1%	9,6%	5,5%	10,7%	9,3%
SKAGEN m ² A	14,5%	46,7%	16,8%				17,8%
MSCI All Country World Index Real Estate IMI	15,0%	53,1%	23,1%				23,6%
SKAGEN Tellus A***	8,1%	25,8%	15,1%	11,6%	7,0%		7,2%
J.P. Morgan GBI Broad Index Unhedged in EUR	8,3%	27,9%	14,0%	7,6%	5,0%		5,8%
SKAGEN Credit SEK	1,1%						-1,5%
OMRX Treasury Bill Index	0,0%						0,2%
SKAGEN Krona	0,2%	1,0%	1,6%	2,1%	2,2%		2,5%
OMRX Treasury Bill Index	0,0%	0,3%	0,6%	0,8%	0,9%		1,4%

* 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 31-03-2015	SKAGEN Vekst A	SKAGEN Global A	SKAGEN Kon-Tiki A	SKAGEN Tellus A
TRADITIONELLA RISK- OCH PRESTATIONSMÅTT SENASTE 5 ÅR				
Standardavvikelse fond	13,0%	10,4%	12,7%	6,7%
Standardavvikelse jämförelseindex	11,5%	8,1%	12,4%	9,6%
Sharpekvot för fond	0,28	0,88	0,33	0,87
Sharpekvot för index	0,93	1,41	0,36	0,41
Relativ volatilitet	5,6%	4,9%	4,8%	5,6%
IR	-1,28	-0,45	-0,06	0,33
Korrelation	0,90	0,89	0,93	0,82
Alfa	-7,3%	-4,0%	0,0%	4,0%
Beta	1,02	1,15	0,95	0,57
R2	81%	79%	86%	66%

VINST- OCH FÖRLUSTANALYS SENASTE FEM ÅR

Relativ vinst	91%	106%	102%	92%
Relativ förlust	140%	135%	104%	68%
Relativ vinst/relativ förlustkvot	0,65	0,79	0,98	1,35
Positiv indexavvikelse	4,8	5,9	6,4	8,6
Negativ indexavvikelse	11,7	7,9	6,6	6,5
Indexavvikelsekvot	0,41	0,75	0,97	1,33
Mängd positiv avvikelse	29%	43%	49%	57%
Mängd positiv avvikelse, uppgång	28%	49%	46%	32%
Mängd positiv avvikelse, nedgång	31%	34%	52%	91%
Konsistens	37%	45%	48%	57%
Konsistens, uppgång	31%	49%	48%	39%
Konsistens, nedgång	48%	35%	48%	86%

VALUE AT RISK 5 ÅR

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

ORDFÖRKLARING

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Konsistens är andelen månader med merkavkastning i förhållande till index.

VÄRDEPAPPERSPORTFÖLJ SKAGEN VEKST PER 31 MARS 2015



SKAGEN VEKST

Den smala stigen till välstånd*

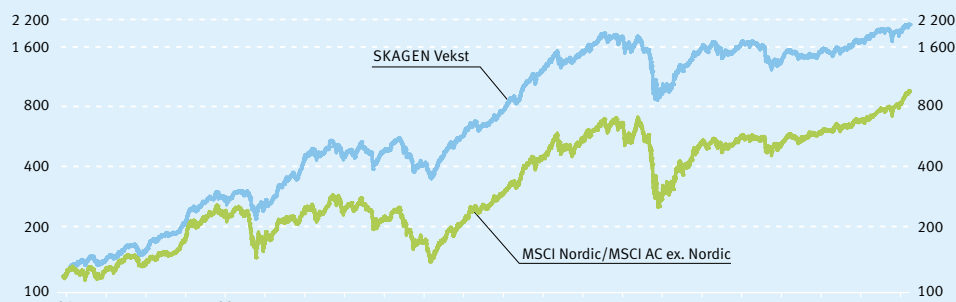
SKAGEN Vekst A investerar i undervärderade, underanalyserade och impopulära företag. Minst hälften av fondens tillgångar investeras i bolag noterade eller omsatta på den nordiska marknaden eller i bolag på de globala aktiemarknaderna. Målet är att uppnå högsta möjliga avkastning i förhållande till fondens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

Risk



Morningstar	★★★
Mer om rating: www.skagenfonder.se/rating	
Fondens startdatum	1 december 1993
Avkastning sedan start	1 716,1%
Genomsnittlig avkastning per år	14,6%
Förvaltningskapital	9 241 miljoner SEK
Antal fondsparare	72 414
Förvaltningsavgifter	1,0% per år + 10% av avkastningen över 6%. Fonden har s.k. high-watermark.
Minsta teckningsbelopp	Engångsteckning 500 SEK, sparavtal 500 SEK
Jämförelseindex	MSCI Nordic/MSCI AC ex. Nordic
UCIT:s-fond	Ja
PPM-nummer	120014
Bankgironummer	5359-1087
Portföljförvaltare	Ole Sæberg, Geir Tjetland, Erik Bergöö, Alexander Stensrud

KURSHISTORIK SKAGEN VEKST



Värdepapper	Antal	Köpvärde NOK*	Marknadsvärde NOK*	Orealiserad vinst/förlust NOK*	Fördelning	Börs
ENERGI						
Lundin Petroleum AB	1 820 000	177 567	202 335	24 768	2,34%	Stockholm
Solstad Offshore ASA	1 982 746	99 498	94 974	-4 524	1,10%	Oslobörsen
Ganger Rolf ASA	1 213 817	124 262	71 615	-52 647	0,83%	Oslobörsen
Bonheur ASA	1 192 594	88 117	70 959	-17 158	0,82%	Oslobörsen
Rec Silicon ASA	29 162 486	42 190	68 532	26 342	0,79%	Oslobörsen
GCL-Poly Energy Holdings Ltd	30 000 000	59 320	64 095	4 775	0,74%	Hong Kong
DOF ASA	5 762 213	110 022	47 826	-62 195	0,55%	Oslobörsen
Summa mindre poster		256 220	54 045	-202 175	0,63%	
Summa Energi		957 196	674 381	-282 815	7,80%	
RÅVAROR						
Norsk Hydro ASA	14 042 679	355 936	595 269	239 334	6,89%	Oslobörsen
Kemira OYJ	462 500	46 621	46 132	-489	0,53%	Helsingfors
OCI Co Ltd	39 000	33 003	29 435	-3 568	0,34%	Seoul
Summa mindre poster		44 274	19 204	-25 070	0,22%	
Summa Råvaror		479 834	690 040	210 206	7,98%	
KAPITALVAROR, SERVICE OCH TRANSPORT						
Norwegian Air Shuttle ASA	1 551 707	110 583	372 410	261 827	4,31%	Oslobörsen
Koninklijke Philips NV	1 518 075	304 812	347 321	42 509	4,02%	Amsterdam
ABB Ltd	2 000 000	286 086	343 626	57 540	3,98%	Stockholm
Wilh. Wilhelmsen Holding ASA	875 275	62 508	138 293	75 785	1,60%	Oslobörsen
AirAsia Bhd	24 244 100	125 235	125 805	570	1,46%	Kuala Lumpur
FLSmidth & Co A/S	301 000	100 575	109 529	8 955	1,27%	Köpenhamn
Golar LNG Ltd	190 000	58 722	50 733	-7 989	0,59%	NASDAQ
Frontline 2012 Ltd	1 000 000	41 502	42 900	1 398	0,50%	Onoterat
Stolt-Nielsen Ltd	323 341	40 097	40 094	-2	0,46%	Oslobörsen
Danieli & Officine Meccaniche SpA	197 000	26 382	26 200	-182	0,30%	Brsaltaliana
Summa mindre poster		125 435	56 870	-68 565	0,66%	
Summa Kapitalvaror, service och transport		1 281 937	1 653 782	371 845	19,13%	
INKOMSTBEROENDE KONSUMENTVAROR (DISCRETIONARY CONSUMABLES)						
Continental AG	260 000	132 209	497 462	365 253	5,75%	Frankfurt
Kia Motors Corporation	800 000	240 727	263 682	22 955	3,05%	Seoul
Volvo AB	2 500 000	209 578	244 478	34 899	2,83%	Stockholm
Toshiba Corp	6 500 000	177 812	220 890	43 078	2,56%	Tokyo
Nokian Renkaat OYJ	315 898	70 959	76 402	5 443	0,88%	Helsingfors
Toto Ltd	550 000	43 403	66 170	22 767	0,77%	Tokyo
Nippon Seiki Co Ltd	273 000	28 148	43 572	15 424	0,50%	Tokyo
Summa mindre poster		33 138	9 057	-24 080	0,10%	
Summa Inkomstberoende konsumentvaror		935 973	1 421 713	485 739	16,45%	

Värdepapper	Antal	Köpvärde NOK*	Marknadsvärde NOK*	Orealiserad vinst/förlust NOK*	Fördelning	Börs
DEFENSIVA KONSUMENTVAROR						
Carlsberg AS-B	446 000	273 495	297 269	23 773	3,44%	Köpenhamn
Casino Guichard Perrachon SA	330 000	225 751	235 312	9 561	2,72%	Paris
Oriflame Cosmetics SA-SDR	800 912	103 916	85 967	-17 949	0,99%	Stockholm
Royal Unibrew A/S	45 000	13 935	61 190	47 255	0,71%	Köpenhamn
Sodastream International Ltd	365 000	82 946	58 689	-24 257	0,68%	NASDAQ
Yazicilar Holding AS	689 169	23 544	46 282	22 738	0,54%	Istanbul
Summa mindre poster		11 591	140	-11 451	0,00%	
Summa Defensiva konsumentvaror		735 179	784 849	49 670	9,08%	

LÄKEMEDEL						
Roche Holding AG-Genusschein	77 438	167 300	173 612	6 312	2,01%	Zürich
Novo Nordisk A/S-B	150 000	32 719	65 356	32 637	0,76%	Köpenhamn
Medi-Stim ASA	1 465 625	18 313	58 625	40 312	0,68%	Oslobörsen
Summa mindre poster		25 235	19 107	-6 128	0,22%	
Summa Läkemedel		243 567	316 701	73 134	3,66%	

BANK OCH FINANS						
Citigroup Inc	950 000	337 847	395 206	57 359	4,57%	New York
Danske Bank A/S	1 650 000	184 737	352 077	167 340	4,07%	Köpenhamn
SBI Holdings Inc	1 100 000	92 245	107 948	15 703	1,25%	Tokyo
Tribona AB	2 803 335	92 589	99 950	7 361	1,16%	Stockholm
Sberbank of Russia Pref	11 120 000	160 944	69 926	-91 018	0,81%	Moskva
Korean Reinsurance Co	900 000	30 701	66 941	36 240	0,77%	Seoul
Hitevision AS	793 668	7 193	51 588	44 395	0,60%	Onoterat
Norwegian Finans Holding ASA	1 600 000	3 137	44 800	41 663	0,52%	Onoterat
Raiffeisen Bank International AG	306 524	69 052	34 992	-34 061	0,40%	Wien
Summa mindre poster		6 801	8 894	2 093	0,10%	
Summa Bank och finans		985 246	1 232 322	247 076	14,26%	

INFORMATIONSTEKNOLOGI						
Samsung Electronics Co Ltd Pref	84 000	497 221	676 240	179 019	7,82%	Seoul
SAP SE	545 000	230 275	320 491	90 216	3,71%	Frankfurt
PSI Group ASA	3 796 612	43 431	32 651	-10 780	0,38%	Oslobörsen
Bang & Olufsen A/S	291 332	22 046	21 670	-377	0,25%	Köpenhamn
Summa mindre poster		6 980	26	-6 954	0,00%	
Summa Informationsteknologi		799 953	1 051 078	251 125	12,16%	

TELEKOM						
Teliasonera AB	8 600 000	394 451	441 829	47 377	5,11%	Stockholm
Kinnevik Investment AB-B	463 583	103 529	125 027	21 498	1,45%	Stockholm
Summa Telekom		497 981	566 856	68 875	6,56%	

Summa värdepappersportfölj*	6 916 867	8 391 721	1 474 854	97,08%		
Disponibel likviditet		252 315		2,92%		
Summa andelskapital		8 644 036		100,00%		
Kurs per 31-03-2015		1 978,8713				

* Siffrorna i 1 000 NOK.

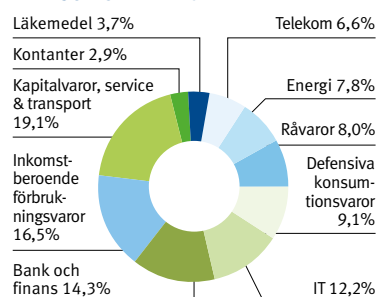


SKAGEN VEKST

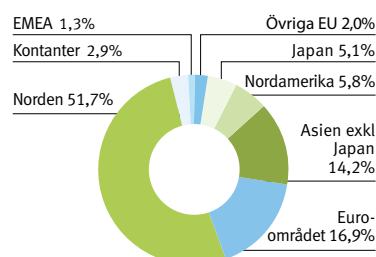
Den smala stigen till välstånd*

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

BRANSCHFÖRDELNING



GEOGRAFISK FÖRDELNING



DE 10 STÖRSTA INNEHAVEN

Samsung Electronics Co Ltd	7,82
Norsk Hydro ASA	6,89
Continental AG	5,75
Teliasonera AB	5,11
Citigroup Inc	4,57
Norwegian Air Shuttle AS	4,31
Danske Bank A/S	4,07
Koninklijke Philips NV	4,02
ABB Ltd	3,98
SAP SE	3,71
TOTALT 10 STÖRSTA INNEHAV (%)	50,23

VÄRDEPAPPERSPORTFÖLJ SKAGEN GLOBAL PER 31 MARS 2015



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 1 320,5%

Genomsnittlig avkastning per år 16,2%

Förvaltningskapital 41 976 miljoner SEK

Antal fondsparare 86 731

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

Minsta teckningsbelopp Engångsteckning 500 SEK, sparavtal 500 SEK

Jämförelseindex MSCI All Country World Index

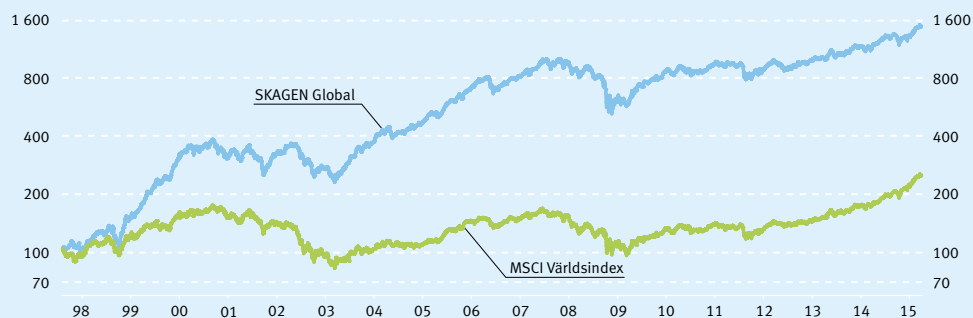
UCIT:s-fond Ja

PPM-nummer 984187

Bankgironummer 5359-1145

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

KURSHISTORIK SKAGEN GLOBAL



Värdepapper	Antal	Köpvärde NOK*	Marknadsvärde NOK*	Orealiserad vinst/förlust NOK*	Fördelning	Börs
ENERGI						
Kazmunaigas Exploration GDR	3 038 139	372 416	302 589	-69 827	0,77%	London Int
Lundin Petroleum AB	2 535 490	274 446	281 129	6 683	0,72%	Stockholm
Technip SA	482 540	266 436	235 162	-31 275	0,60%	Paris
BP Plc	4 331 863	216 164	227 227	11 063	0,58%	London
BP Plc ADR	606 673	177 095	191 738	14 643	0,49%	New York
Summa Energi		1 306 556	1 237 845	-68 712	3,16%	

RÅVAROR						
Koninklijke DSM NV	2 160 701	894 313	968 893	74 580	2,47%	Amsterdam
Heidelbergcement AG	1 210 994	400 738	775 053	374 315	1,98%	Frankfurt
Norsk Hydro ASA	15 180 710	410 319	643 510	233 191	1,64%	Oslobörsen
Akzo Nobel NV	989 421	320 688	602 946	282 258	1,54%	Amsterdam
Lundin Mining Corp	13 568 535	387 661	447 139	59 479	1,14%	Toronto
OCI Co Ltd	513 288	455 208	386 704	-68 504	0,99%	Seoul
Ternium SA ADR	2 503 889	374 217	361 448	-12 769	0,92%	New York
UPM-Kymmene Oyj	2 133 683	156 328	333 506	177 178	0,85%	Helsingfors
Mayr-Melnhof Karton AG	325 987	151 000	270 700	119 700	0,69%	Wien
Lundin Mining Corp SDR	7 179 429	194 019	236 330	42 311	0,60%	Stockholm
Summa Råvaror		3 744 491	5 026 230	1 281 739	12,82%	

KAPITALVAROR, SERVICE OCH TRANSPORT						
General Electric Co	7 806 240	1 539 786	1 565 655	25 869	3,99%	New York
LG Corp	2 391 893	669 940	1 067 284	397 344	2,72%	Seoul
Tyco International Plc	2 435 862	262 451	848 623	586 172	2,16%	New York
Koninklijke Philips NV	2 812 437	521 941	642 491	120 551	1,64%	Amsterdam
Valmet Corp	3 202 627	219 542	308 054	88 512	0,79%	Helsingfors
Prosegur Cia de Seguridad Sa	6 360 714	206 436	289 956	83 520	0,74%	Madrid
China Communications Services Corp Ltd	74 754 294	269 564	267 261	-2 303	0,68%	Hong Kong
Autoliv Inc	276 314	94 600	264 214	169 614	0,67%	New York
Autoliv Inc SDR	141 095	48 972	134 696	85 725	0,34%	Stockholm
Summa Kapitalvaror, service och transport		3 833 232	5 388 235	1 555 003	13,74%	

INKOMSTBEROENDE KONSUMENTVAROR (DISCRETIONARY CONSUMABLES)						
General Motors Co	3 410 380	486 975	1 039 891	552 916	2,65%	New York
Volvo AB	7 530 159	583 952	733 638	149 686	1,87%	Stockholm
Comcast Corp	1 578 793	215 654	716 314	500 659	1,83%	NASDAQ
Gap Inc/The	1 826 497	448 102	643 546	195 444	1,64%	New York
Kingfisher Plc	12 076 432	397 075	549 842	152 767	1,40%	London
Toyota Industries Corp	1 038 702	185 388	480 008	294 619	1,22%	Tokyo
Hyundai Motor Co Pref (2pb)	518 537	146 240	430 291	284 051	1,10%	Seoul
Tata Motors Ltd-A- DVR	8 181 421	114 603	350 002	235 399	0,89%	Bombay
Global Mediacom Tbk PT	233 957 000	218 554	252 615	34 061	0,64%	Jakarta
Summa mindre poster		34 943	81 149	46 206	0,21%	
Summa Inkomstberoende kapitalvaror		2 831 488	5 277 296	2 445 808	13,46%	

Värdepapper	Antal	Köpvärde NOK*	Marknadsvärde NOK*	Orealiserad vinst/förlust NOK*	Fördelning	Börs
DEFENSIVA KONSUMENTVAROR						
Unilever NV-Cva	932 574	195 357	315 169	119 811	0,80%	Amsterdam
Yazilcar Holding AS	3 849 265	93 229	258 236	165 006	0,66%	Istanbul
Carlsberg AS-B	172 838	115 605	114 959	-645	0,29%	Köpenhamn
Summa Defensiva konsumentvaror		404 191	688 363	284 172	1,76%	
LÄKEMEDEL						
Roche Holding AG-Genusschein	525 108	633 837	1 172 154	538 317	2,99%	Zürich
Sanofi	992 732	618 471	791 218	172 747	2,02%	Paris
Varian Medical Systems Inc	649 382	332 011	496 411	164 399	1,27%	New York
Teva Pharmaceutical-Sp ADR	853 631	188 205	434 870	246 665	1,11%	NASDAQ
Summa Läkemedel		1 772 525	2 894 653	1 122 127	7,38%	
BANK OCH FINANS						
Citigroup Inc	6 663 367	1 525 830	2 766 372	1 240 542	7,06%	New York
American International Group Inc	4 478 321	1 189 560	1 975 879	786 318	5,04%	New York
Nordea Bank AB	12 756 133	896 126	1 254 703	358 576	3,20%	Stockholm
Goldman Sachs Group Inc	522 136	464 857	799 121	334 264	2,04%	New York
CK Hutchison Holdings Ltd	4 476 098	358 396	738 739	380 343	1,88%	Hong Kong
State Bank of India	21 001 330	523 353	723 656	200 303	1,85%	Indien
NN Group NV	3 140 161	565 781	715 729	149 948	1,83%	Amsterdam
Storebrand ASA	14 209 744	488 470	416 914	-71 556	1,06%	Oslobörsen
Irsa Sa ADR	1 819 371	151 248	287 725	136 477	0,73%	New York
Columbia Property Trust Inc	1 297 237	254 746	281 103	26 357	0,72%	New York
EFG-Hermes Holding SAE	16 691 224	206 618	278 648	72 030	0,71%	Kairo
Banco Do Estado Rio Grande Do Sul SA Pref	7 443 113	174 662	208 679	34 016	0,53%	Sao Paulo
State Bank of India GDR	593 476	108 798	202 452	93 654	0,52%	Indien
Summa mindre poster		71 422	93 079	21 657	0,24%	
Summa Bank och finans		6 979 869	10 742 797	3 762 928	27,40%	
INFORMATIONSTEKNOLOGI						
Samsung Electronics Co Ltd Pref	316 852	767 445	2 546 263	1 778 817	6,49%	Seoul
Microsoft Corp	2 628 646	451 906	864 252	412 346	2,20%	NASDAQ
Lenovo Group Ltd	49 790 000	374 239	585 773	211 534	1,49%	Hong Kong
Google Inc CLASS C	50 875	88 965	226 615	137 650	0,58%	NASDAQ
Google Inc CLASS A	45 315	79 242	204 795	125 552	0,52%	NASDAQ
Samsung Electronics Co Ltd Pref GDR	27 312	27 601	108 940	81 338	0,28%	London Int
Summa Informationsteknologi		1 789 399	4 536 638	2 747 239	11,57%	
TELEKOM						
China Unicom Hong Kong Ltd	46 395 472	405 552	568 982	163 430	1,45%	Hong Kong
First Pacific Co Ltd	44 528 923	281 364	358 199	76 835	0,91%	Hong Kong
Vimpelcom Ltd-Spon ADR	7 888 234	578 095	338 113	-239 983	0,86%	New York
China Unicom Hong Kong Ltd ADR	1 998 875	184 319	246 474	62 155	0,63%	New York
Indosat Tbk PT	65 422 055	226 138	172 158	-53 979	0,44%	Indonesien
Global Telecom Holding	38 328 039	100 420	133 641	33 221	0,34%	Kairo
Summa mindre poster		48 958	62 090	13 132	0,16%	
Summa Telekom		1 824 846	1 879 657	54 811	4,79%	
Summa värdepappersportfölj*		24 486 597	37 671 713	13 185 116	96,08%	
Disponibel likviditet			1 535 821		3,92%	
Summa andelskapital			39 207 534		100,00%	
Kurs per 31-03-2015		1 405,5074				

* Siffrorna i 1 000 NOK.

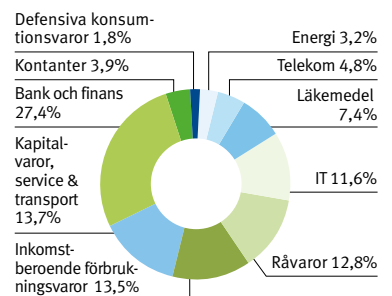


SKAGEN GLOBAL

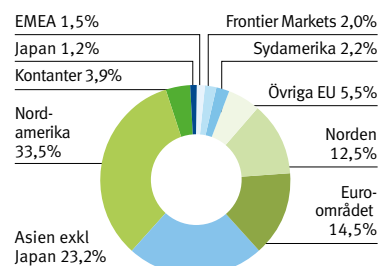
En värld full av möjligheter*

* 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

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



SKAGEN KON-TIKI

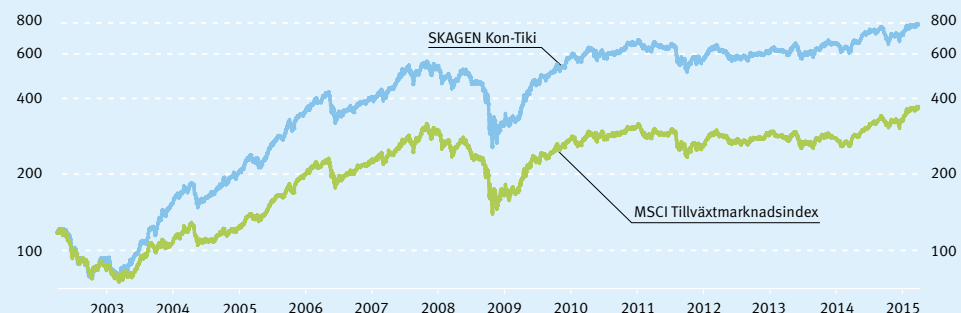
Visar kursen mot nya vatten*

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 världsindeks.



Morningstar	★★★★
Lipper Europe 2014, Bästa fond 10 år, Equity Emerging Markets	
Årets Fond Privata Alfärer -05	
Mer om rating: www.skagenfonder.se/rating	
Fondens startdatum	5 april 2002
Avkastning sedan start	567,1%
Genomsnittlig avkastning per år	15,7%
Förvaltningskapital	54 852 miljoner SEK
Antal fondsparare	70 640
Förvaltningsavgifter	2% per år +/- rörlig förvaltningsavgift
Minsta teckningsbelopp	Engångsteckning 500 SEK, sparavtal 500 SEK
Jämförelseindex	MSCI EM
UCIT:s-fond	Ja
PPM-nummer	501981
Bankgironummer	5827-6320
Portföljförvaltare	J. Kristoffer Stensrud, Knut Harald Nilsson, Cathrine Gether, Erik Landgraaf, Hilde Jenssen

KURSHISTORIK SKAGEN KON-TIKI



Värdepapper	Antal	Köpvärde NOK*	Marknadsvärde NOK*	Orealiserad vinst/förlust NOK*	Fördelning	Börs
ENERGI						
Petroleo Brasileiro Pref ADR	9 864 888	506 969	480 516	-26 453	0,94%	New York
GCL-Poly Energy Holdings Ltd	224 088 000	368 096	477 710	109 613	0,93%	Hong Kong
Tullow Oil Plc	8 461 624	793 317	285 564	-507 752	0,56%	London
Rec Silicon ASA	83 201 594	133 426	195 524	62 097	0,38%	Oslobörsen
Summa mindre poster		670 843	143 336	-527 507	0,28%	
Summa Energi		2 472 651	1 582 649	-890 002	3,09%	

RÅVAROR						
UPL Ltd	10 294 488	191 091	587 007	395 916	1,15%	Indien
Vale Sa Spons pref ADR	14 322 805	1 356 658	561 939	-794 719	1,10%	New York
Hindalco Industries Ltd	30 031 830	504 565	499 620	-4 945	0,97%	Indien
OCI Co Ltd	600 000	455 623	451 945	-3 678	0,88%	Seoul
LG Chem Ltd Pref	259 179	178 915	286 707	107 792	0,56%	Seoul
Asia Cement China Holdings	48 551 500	178 471	211 043	32 571	0,41%	Hong Kong
Summa mindre poster		493 174	136 899	-356 275	0,27%	
Summa Råvaror		3 358 498	2 735 160	-623 338	5,34%	

KAPITALVAROR, SERVICE OCH TRANSPORT						
ABB Ltd	8 530 512	808 037	1 460 912	652 874	2,85%	Stockholm
AP Moeller - Maersk A/S	74 718	601 715	1 258 051	656 336	2,45%	Köpenhamn
Hitachi Ltd	16 195 000	791 993	895 759	103 766	1,75%	Tokyo
CNH Industrial NV	9 338 348	567 834	613 770	45 936	1,20%	New York
Bidvest Group Ltd	2 800 000	326 110	612 168	286 058	1,19%	Johannesburg
AirAsia Bhd	108 497 800	414 918	561 742	146 824	1,10%	Kuala Lumpur
Frontline 2012 Ltd	12 706 335	327 355	545 102	217 746	1,06%	Onoterat
Golar LNG Ltd	1 298 301	471 325	347 505	-123 820	0,68%	NASDAQ
Enka Insaat Ve Sanayi AS	20 782 815	217 528	335 581	118 054	0,65%	Istanbul
Harbin Electric Company Ltd	60 656 000	548 015	304 027	-243 988	0,59%	Hong Kong
Norwegian Air Shuttle ASA	1 048 248	98 311	251 580	153 269	0,49%	Oslobörsen
Empresas ICA S.A.B	32 729 853	448 729	215 360	-233 369	0,42%	Mexiko
LG Corp Pref	808 430	118 266	206 217	87 951	0,40%	Seoul
Kerry Logistics Network Ltd	16 905 000	170 210	200 758	30 548	0,39%	Hong Kong
Aveng Ltd	21 017 094	617 358	157 281	-460 077	0,31%	Johannesburg
Summa mindre poster		437 815	429 510	-8 305	0,84%	
Summa Kapitalvaror, service och transport		6 965 520	8 395 322	1 429 802	16,38%	

INKOMSTBEROENDE KONSUMENTVAROR (DISCRETIONARY CONSUMABLES)						
Great Wall Motor Co Ltd	43 877 936	79 592	2 500 451	2 420 858	4,88%	Hong Kong
Hyundai Motor Co Pref (2pb)	2 351 443	375 434	1 950 893	1 575 459	3,81%	Seoul
Hyundai Motor Co Pref (1p)	2 234 715	358 958	1 805 258	1 446 300	3,52%	Seoul
Mahindra & Mahindra Ltd GDR	8 161 588	190 149	1 260 439	1 070 289	2,46%	London Int
Naspers Ltd	1 000 919	292 956	1 237 737	944 780	2,41%	Johannesburg
LG Electronics Inc Pref	3 050 000	823 954	617 076	-206 878	1,20%	Seoul
Mahindra & Mahindra Ltd	3 103 503	250 706	475 405	224 700	0,93%	Indien
DRB-Hicom Bhd	88 408 800	365 449	378 879	13 430	0,74%	Kuala Lumpur
Apollo Tyres Ltd	12 357 560	96 010	268 137	172 127	0,52%	Indien
Hengdeli Holdings Ltd	162 184 800	256 019	242 865	-13 155	0,47%	Hong Kong
MRV Engenharia	8 095 400	172 461	166 467	-5 993	0,32%	Sao Paulo
Summa Inkomstberoende kapitalvaror		3 261 688	10 903 607	7 641 918	21,27%	

Värdepapper	Antal	Köpvärde NOK*	Marknadsvärde NOK*	Orealiserad vinst/förlust NOK*	Fördelning	Börs
DEFENSIVA KONSUMENTVAROR						
Cosan Ltd	13 091 033	791 870	676 722	-115 148	1,32%	New York
X 5 Retail Group NV GDR	4 990 306	506 266	617 752	111 486	1,21%	London Int
Shiseido Co Ltd	4 166 700	448 244	597 156	148 912	1,16%	Tokyo
Yazicilar Holding AS	8 837 139	222 040	592 728	370 689	1,16%	Istanbul
Distribuidora Internacional de Alimentacion SA	8 706 469	324 648	546 375	221 728	1,07%	Madrid
Casino Guichard Perrachon SA	681 741	539 422	487 277	-52 145	0,95%	Paris
Familymart Co Ltd	1 407 900	389 252	476 768	87 516	0,93%	Tokyo
Massmart Holdings Ltd	3 739 366	285 120	371 547	86 427	0,72%	Johannesburg
Marfrig Global Foods SA	33 457 200	525 979	338 092	-187 887	0,66%	Sao Paulo
PZ Cussons Plc	7 625 746	127 931	311 727	183 796	0,61%	London
Kulim Malaysia BHD	50 827 600	160 451	302 963	142 512	0,59%	Kuala Lumpur
Cia Brasileira de Distribuicao - Pref	1 128 000	274 289	272 999	-1 289	0,53%	Sao Paulo
Cia Cervecerias Unidas SA ADR	1 538 270	280 090	254 601	-25 489	0,50%	New York
East African Breweries Ltd	5 774 866	88 566	156 106	67 540	0,30%	Nairobi
Podravka Prehrambena Ind DD	406 584	111 935	133 412	21 477	0,26%	Zagreb
Summa mindre poster		138 712	98 508	-40 204	0,19%	
Summa Defensiva konsumentvaror		5 214 813	6 234 733	1 019 919	12,16%	

LÄKEMEDEL						
Richter Gedeon Nyrt	8 936 510	970 296	991 361	21 064	1,93%	Budapest
China Shineway Pharmaceutical	36 934 000	280 298	452 442	172 145	0,88%	Hong Kong
Eis Eczacibasi Ilac Ve Sanayi	19 410 554	133 038	148 876	15 838	0,29%	Istanbul
Supermax Corp BHD	30 573 600	117 548	139 671	22 123	0,27%	Kuala Lumpur
Summa mindre poster		39 931	86 668	46 737	0,17%	
Summa Läkemedel		1 541 111	1 819 018	277 907	3,55%	

BANK OCH FINANS						
State Bank of India	55 690 910	1 265 479	1 917 986	652 507	3,74%	Indien
Haci Omer Sabanci Holding AS	48 791 436	1 011 304	1 390 838	379 533	2,71%	Istanbul
SBI Holdings Inc	7 759 600	603 587	759 111	155 524	1,48%	Tokyo
Banco Do Estado Rio Grande Do Sul SA Pref	22 815 700	565 560	638 201	72 641	1,24%	Sao Paulo
Moscow Exchange MICEX-RTS OAO	54 263 060	578 348	510 312	-68 037	1,00%	Moskva
JSE Ltd	5 864 519	226 705	482 836	256 131	0,94%	Johannesburg
Raiffeisen Bank International AG	4 062 472	797 113	455 653	-341 460	0,89%	Wien
Kiatnakin Bank Pcl	37 429 463	334 353	361 434	27 081	0,71%	Bangkok
Korean Reinsurance Co	4 860 366	182 225	360 797	178 572	0,70%	Seoul
EFG-Hermes Holding SAE	17 939 257	353 507	299 455	-54 052	0,58%	Kairo
Value Partners Group Ltd	28 597 000	109 613	217 385	107 772	0,42%	Hong Kong
Ghana Commercial Bank Ltd	18 001 604	88 821	206 252	117 431	0,40%	Ghana
Dragon Capital - Vietnam Enterprise Investments Ltd	9 000 000	111 229	200 323	89 094	0,39%	Dublin
Nordnet AB	5 007 907	69 539	153 468	83 929	0,30%	Stockholm
Kiwom Securities Co Ltd	263 000	48 064	135 322	87 259	0,26%	Seoul
Summa mindre poster		328 629	296 575	-32 054	0,58%	
Summa Bank och finans		6 674 075	8 385 947	1 711 872	16,36%	

INFORMATIONSTEKNOLOGI						
Samsung Electronics Co Ltd Pref	344 632	851 440	2 768 974	1 917 533	5,40%	Seoul
Samsung Electronics Co Ltd Pref GDR	388 277	382 056	1 548 724	1 166 668	3,02%	London Int
Lenovo Group Ltd	97 150 000	557 355	1 143 618	586 263	2,23%	Hong Kong
Tech Mahindra Ltd	8 784 608	354 450	713 386	358 936	1,39%	Indien
Skyworth Digital Holdings Ltd	32 870 181	95 990	208 508	112 519	0,41%	Hong Kong
Summa Informationsteknologi		2 241 291	6 383 210	4 141 919	12,45%	

TELEKOM						
Bharti Airtel Ltd	29 648 206	1 130 346	1 503 803	373 457	2,93%	Indien
Kinnevik Investment AB-B	2 624 324	458 112	706 149	248 037	1,38%	Stockholm
Indosat Tbk PT	206 683 750	557 401	543 889	-13 511	1,06%	Indonesien
Sistema Jsfsc	71 610 460	487 565	175 197	-312 368	0,34%	Moskva
Summa mindre poster		79 436	59 381	-20 055	0,12%	
Summa Telekom		2 712 860	2 988 419	275 559	5,83%	

Summa värdepappersportfölj*	34 442 507	49 428 064	14 985 557	96,42%		
Disponibel likviditet		1 834 871		3,58%		
Summa andelskapital		51 262 936		100,00%		
Kurs per 31-03-2015		745,2006				

* Siffrorna i 1 000 NOK.

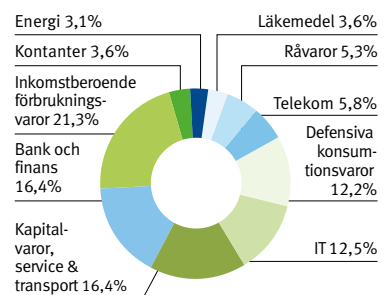


SKAGEN KON-TIKI

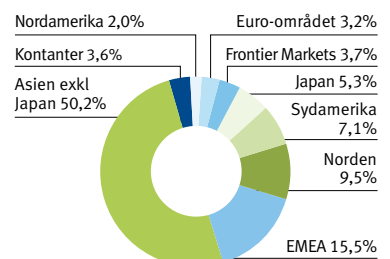
Visar kursen mot nya vatten*

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

BRANSCHFÖRDELNING



GEOGRAFISK FÖRDELNING



DE 10 STÖRSTA INNEHAVEN

Samsung Electronics Co Ltd	8,42
Hyundai Motor Co	7,33
Great Wall Motor Co Ltd	4,88
State Bank of India	3,74
Mahindra & Mahindra Ltd	3,39
Bharti Airtel Ltd	2,93
ABB Ltd	2,85
Haci Omer Sabanci Holding AS	2,71
AP Moeller - Maersk A/S	2,45
Naspers Ltd	2,41
TOTALT 10 STÖRSTA INNEHAV (%)	41,16

VÄRDEPAPPERSPORTFÖLJ SKAGEN m² PER 31 MARS 2015



SKAGEN m²

En del av den globala fastighetsmarknaden*

SKAGEN m² A är en aktivt förvaltd aktiefond som investerar i undervärderade, underanalyserade och impopulära börsnoterade företag med koppling till fastigheter över hela världen. Målet är att uppnå bästa möjliga avkastning i förhållande till risken i fonden.

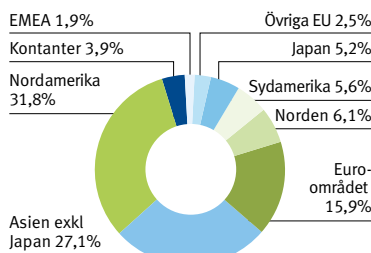
* Arkitekten Ulrik Plesners første tilbygning til Brøndums Hotel, 1892. Av Johan Peter von Wildenradt, en av Skagenmållarna. Bilden tillhör Skagens Museum (beskuren).

AKTIEFOND SKAGEN m²

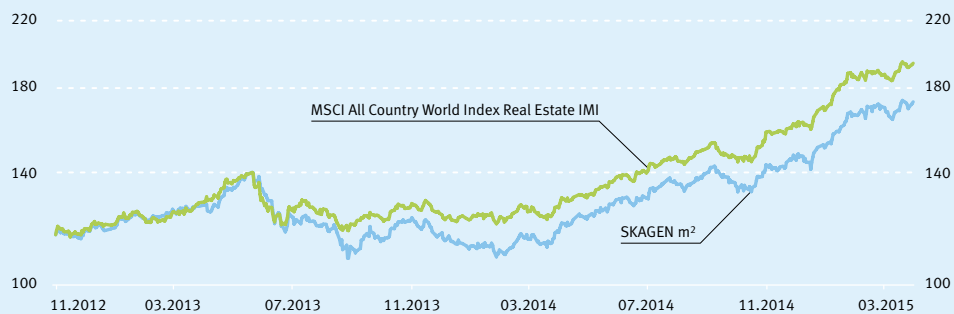


Fondens startdatum	31 oktober 2012
Avkastning sedan start	48,5%
Genomsnittlig avkastning per år	17,8%
Förvaltningskapital	1 550 miljoner SEK
Antal fondsparare	8 255
Förvaltningsavgifter	1,5% per år +/- rörlig förvaltningsavgift
Minsta teckningsbelopp	Engångsteckning 500 SEK, sparavtal 500 SEK
Jämförelseindex	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						
HCP Inc	162 100	47 508	57 486	9 978	3,97%	New York
General Growth Properties Inc	220 000	36 690	53 037	16 346	3,66%	New York
Brandywine Realty Trust	407 000	41 408	52 966	11 558	3,66%	New York
Global Logistic Properties Ltd	3 347 000	45 748	52 127	6 379	3,60%	Singapore
Columbia Property Trust Inc	240 000	42 150	51 965	9 815	3,59%	New York
Ashford Hospitality Trust	641 000	41 106	50 051	8 945	3,46%	New York
PS Business Parks Inc	69 000	36 927	46 432	9 505	3,21%	New York
Mitsui Fudosan Co Ltd	194 000	38 281	46 009	7 728	3,18%	Tokyo
Apartment Investmest & Management Co	143 000	33 202	45 907	12 705	3,17%	New York
Olav Thon Eiendomsselskap ASA	286 156	34 782	45 642	10 860	3,15%	Oslobörsen
Soho China Ltd	8 258 500	42 370	45 345	2 975	3,13%	Hong Kong
SL Green Realty Corp	40 500	30 040	42 282	12 242	2,92%	New York
CBL & Associates Properties Inc	234 000	31 567	37 485	5 919	2,59%	New York
Melia Hotels International	372 462	30 189	36 902	6 712	2,55%	Madrid
British Land Co Plc	365 000	25 741	36 510	10 769	2,52%	London
Deutsche Wohnen AG	155 000	19 427	32 068	12 641	2,21%	Frankfurt
Mercialys SA	148 471	20 839	30 454	9 615	2,10%	Paris
CA Immobilien Anlagen AG	193 000	25 326	29 250	3 924	2,02%	Wien
Nomura Real Estate Office Fund Inc	735	24 198	28 793	4 595	1,99%	Tokyo
Mapletree Logistics Trust	3 895 242	24 331	28 501	4 170	1,97%	Singapore
Dic Asset AG	353 000	23 701	28 446	4 745	1,96%	Xetra
SM Prime Holdings Inc	7 850 000	21 196	28 279	7 082	1,95%	Filippinerna
BR Malls Participacoes SA	548 200	27 269	23 702	-3 567	1,64%	Sao Paulo
Ticon Industrial Connection Pcl-Nvdr	6 048 920	22 865	22 606	-259	1,56%	Bangkok
Shangri-La Asia Ltd	2 010 000	20 953	22 282	1 329	1,54%	Hong Kong
First Real Estate Investment Trust	2 692 706	17 566	22 155	4 589	1,53%	Singapore
Westgrund AG	502 106	16 278	22 079	5 801	1,52%	Xetra
Phoenix Mills Ltd	478 945	16 935	22 042	5 107	1,52%	Indien
BR Properties SA	661 700	25 341	21 969	-3 371	1,52%	Sao Paulo
Affine SA	129 051	15 331	20 826	5 495	1,44%	Paris
Emlak Konut Gayrimenkul Yatirim Ortakligi AS	2 260 000	18 718	20 688	1 970	1,43%	Istanbul
Bekasi Fajar Industrial Estate Tbk PT	57 806 900	19 828	20 653	826	1,43%	Indonesien
Irsa Sa ADR	125 319	11 432	19 737	8 305	1,36%	New York
Gecina SA	18 000	15 809	19 586	3 777	1,35%	Paris
Entra ASA	216 410	14 974	18 124	3 151	1,25%	Oslobörsen
Vista Land & Lifescapes Inc	11 163 400	10 435	17 290	6 854	1,19%	Filippinerna
Ashford Inc	15 957	10 639	15 751	5 112	1,09%	New York
Oberoi Realty Ltd	398 152	10 967	14 597	3 630	1,01%	Indien
Shimao Property Holdings Ltd	844 500	12 312	14 315	2 003	0,99%	Hong Kong
Ananda Development PCL-Nvdr	14 915 800	8 824	13 881	5 056	0,96%	Bangkok
CapitaLand Ltd	650 000	10 803	13 676	2 873	0,94%	Singapore
Atrium Ljungberg AB	105 280	10 366	12 984	2 618	0,90%	Stockholm
Ascendas India Trust	2 324 000	9 588	12 293	2 704	0,85%	Singapore
Bumi Serpong Damai PT	9 186 500	8 925	12 082	3 156	0,83%	Indonesien
Citycon Oyj	451 000	10 310	11 746	1 437	0,81%	Helsingfors
Unibail-Rodamco SE	4 975	7 980	10 861	2 881	0,75%	Amsterdam
China South City Holdings Ltd	3 870 000	11 834	10 222	-1 612	0,71%	Hong Kong
Summarecon Agung Tbk PT	9 019 400	6 494	9 556	3 062	0,66%	Indonesien
Summa mindre poster		3 306	3 432	126	2,32%	
Summa Fastighetsföretag inkl. REITS		1 129 451	1 385 707	256 256	95,66%	
RÄNTEINSTRUMENT						
General Shopping Finance	1 000 000	5 429	6 653	1 224	0,46%	Euroclear
Summa Ränteinstrument		5 429	6 653	1 224	0,46%	
Summa värdepappersportfölj*		1 134 880	1 392 360	257 480	96,12%	
Disponibel likviditet			56 157		3,88%	
Summa andelskapital			1 448 517		100,00%	
Kurs per 31-03-2015		163,7462				

* Siffrorna i 1 000 NOK.

VÄRDEPAPPERSPORTFÖLJ SKAGEN TELLUS PER 31 MARS 2015



SKAGEN TELLUS

Dörröppnaren till globala räntemarknader**

SKAGEN Tellus A är en aktivt förvaltd 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	80,46%
Genomsnittlig avkastning per år	7,19%
Förvaltningskapital	1 548 miljoner SEK
Antal fondsparare	2 849
Förvaltningsavgifter	0,8% per år
Minsta teckningsbelopp	Engångsteckning 500 SEK, sparavtal 500 SEK
Jämförelseindex	J.P. Morgan GBI Broad Index Unhedged in EUR
UCIT:s-fond	Ja
PPM-nummer	948356
Bankgironummer	5951-2699
Portföljförvaltare	Torgeir Høien, Jane Tvedt

Värdepapper	Förfalldatum	Kupong, procent	Nominell, NOK ***	Kostnadspris, NOK ***	Marknadskurs NOK	Upplöpen ränta, NOK	Marknadsvärde, NOK ***	Marknadsvärde till upplöpen ränta, NOK***	Orealiserad vinst/förlust, NOK ***	Andelar av fonden
STATSOBLIGATIONER										
Brazilian Government	10.01.2028	10,25	20 400	58 683	269,53	1 184	54 985	56 168	-3 699	3,88%
Chilean Government	05.08.2020	5,50	4 410 000	54 659	1,37	487	60 536	61 022	5 876	4,21%
European Bank Recon & Dev	17.06.2015	0,50	43 000	41 462	130,94	221	56 303	56 524	14 841	3,90%
Colombian Government	14.04.2021	7,75	13 400 000	48 232	0,35	3 106	46 481	49 587	-1 751	3,42%
Italian Government	02.02.2037	4,00	10 065	89 559	1 174,18	560	118 182	118 742	28 623	8,20%
Croatia Government Int Bond	30.05.2022	3,87	6 700	60 280	914,97	1 890	61 303	63 193	1 023	4,36%
Portugese Government	15.10.2025	2,87	14 000	130 953	965,97	670	135 236	135 906	4 283	9,39%
Slovenia Government	30.03.2026	5,12	7 200	59 705	1 214,99	9	87 479	87 488	27 774	6,04%
Spanish Government	30.04.2025	1,60	6 000	53 355	898,49	144	53 909	54 053	555	3,73%
European Bank Recon & Dev	03.03.2016	6,00	270 000	31 395	12,93	160	34 904	35 064	3 508	2,42%
European Bank Recon & Dev	28.05.2015	5,00	445 000	46 285	12,91	2 423	57 469	59 892	11 184	4,14%
Mexican Government	20.11.2036	10,00	40 000	24 368	74,59	593	29 837	30 430	5 469	2,10%
New Zealand Government	17.04.2023	5,50	8 000	54 358	700,73	1 219	56 058	57 278	1 701	3,96%
Peruvian Government	12.08.2037	6,90	18 000	41 063	267,94	421	48 229	48 650	7 166	3,36%
Turkish Government	08.03.2023	7,10	26 250	71 311	288,81	204	75 813	76 017	4 501	5,25%
Lithuanian Government	01.02.2022	6,62	5 500	42 570	1 009,47	491	55 521	56 012	12 951	3,87%
US Government	01.06.2015	0,25	21 800	140 994	809,31	147	176 431	176 577	35 437	12,20%
US Government	31.08.2016	0,50	22 650	146 169	810,04	81	183 474	183 555	37 306	12,68%
Summa värdepappersportfölj				1 195 403		14 009	1 392 150	1 406 159	196 747	97,12%
Disponibel likviditet				40 374			41 700	41 700	1 325	2,88%
Summa andelskapital				1 235 777		14 009	1 433 849	1 447 858	198 072	100,00%

Nyckeltal

Effektiv underliggande avkastning	3,36%
Effektiv avkastning till kunder*	2,56%
Duration**	5,35

* 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 31-03-2015.

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

Kurs per 31-03-2015 138,6816

VÄRDEPAPERSPORTFÖLJ SKAGEN KRONA PER 31 MARS 2015



SKAGEN KRONA

Tillsammans för bättre räntor*

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

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



Morningstar	★★★★
Mer om rating: www.skagenfonder.se/rating	
Fondens startdatum	29 juni 2007
Avkastning sedan start	20,81%
Genomsnittlig avkastning per år	2,47%
Förvaltningskapital	538 miljoner SEK
Antal fondsparare	350
Förvaltningsavgifter	0,2% per år
Minsta teckningsbelopp	Engångsteckning 500 SEK, sparavtal 500 SEK
Jämförelseindex	OMRX-TBILL
UCIT:s-fond	Ja
PPM-nummer	870493
Bankgironummer	5899-2611
Portföljförvaltare	Ola Sjöstrand, Elisabeth Gausel

Värdepapper	Förfalldatum	Kupong, procent	Nominellt, NOK ***	Kostnadsvärde, NOK ***	Marknadskurs NOK	Upplöpen ränta, NOK	Marknadsvärde, NOK ***	Marknadsnettopplöpen ränta, NOK ***	Realiserad vinst/förlust, NOK ***	Andelar av fonden
RÄNTEPAPPER MED RÖRLIG RÄNTA										
Finans										
Danske Bank A/S	17.08.2015	1,84	25 000	25 652	100,65	54	25 162	25 216	-490	4,68%
Ikano Bank SE	26.09.2016	1,09	25 000	25 000	100,74	4	25 186	25 190	186	4,68%
Jyske Bank A/S	03.05.2016	1,10	20 000	20 000	100,70	34	20 141	20 175	141	3,74%
Jyske Bank A/S	22.02.2016	0,94	5 000	5 023	100,60	5	5 030	5 035	7	0,93%
Sampo Oyj	28.05.2015	0,72	23 000	23 000	100,10	15	23 023	23 038	23	4,28%
Sparebank 1 SMN	25.09.2015	0,88	15 000	15 001	100,33	2	15 050	15 052	49	2,79%
Sparebank 1 Nord-Norge	16.11.2015	1,01	25 000	25 168	100,52	30	25 131	25 161	-37	4,67%
Swedbank AB	31.07.2015	1,20	17 000	17 172	100,32	32	17 054	17 087	-118	3,17%
Industri										
Getinge AB	29.05.2015	1,87	38 000	38 198	100,22	63	38 083	38 146	-115	7,08%
Svensk FastighetsFinansiering AB	24.08.2015	1,60	25 000	25 214	100,44	39	25 110	25 149	-104	4,67%
Skanska Financial Services AB	25.04.2016	1,93	19 000	19 085	101,47	65	19 280	19 345	195	3,59%
Volvo Treasury AB	19.09.2016	0,47	15 000	15 000	99,97	2	14 995	14 998	-5	2,78%
Volvo Treasury AB	26.02.2016	0,96	33 000	33 111	100,51	29	33 167	33 196	56	6,16%
RÄNTEPAPPER MED FAST RÄNTA										
Finans										
Ikano Bank SE	06.11.2015	0,00	10 000	9 911	99,63	-	9 963	9 963	52	1,85%
Industri										
Arla Foods amba	13.04.2015	0,00	5 000	4 997	99,99	-	5 000	5 000	2	0,93%
Arla Foods amba	26.06.2015	0,00	20 000	19 974	99,96	-	19 991	19 991	17	3,71%
Castellum AB	10.06.2015	0,00	10 000	9 990	99,94	-	9 994	9 994	4	1,85%
Castellum AB	27.04.2015	0,00	15 000	14 981	99,98	-	14 997	14 997	16	2,78%
Fabege AB	22.10.2015	0,00	20 000	19 932	99,78	-	19 956	19 956	24	3,70%
Getinge AB	30.09.2015	0,00	12 000	11 947	99,70	-	11 964	11 964	16	2,22%
Hexagon AB	09.04.2015	0,00	10 000	9 832	99,99	-	9 999	9 999	167	1,86%
Hexagon AB	09.10.2015	0,00	20 000	19 753	99,57	-	19 914	19 914	161	3,70%
Hexagon AB	16.11.2015	0,00	20 000	19 788	99,50	-	19 899	19 899	112	3,69%
Husqvarna AB	29.06.2015	0,00	23 000	22 963	99,94	-	22 987	22 987	24	4,27%
Ikano Bank SE	10.09.2015	0,00	10 000	9 899	99,72	-	9 972	9 972	73	1,85%
Intrum Justitia AB	05.06.2015	0,00	26 000	25 926	99,94	-	25 985	25 985	59	4,82%
Trelleborg Treasury AB	06.07.2015	0,00	25 000	24 823	99,91	-	24 978	24 978	155	4,64%
Volkswagen Finans Sverige AB	23.06.2015	0,00	20 000	19 989	99,98	-	19 996	19 996	8	3,71%
Summa värdepappersportfölj				531 328		374	532 009	532 383	680	98,82%
Disponibel likviditet				6 372			6 372	6 372		1,18%
Summa andelskapital				537 701		374	538 381	538 755	680	100,00%
Nyckeltal										
Effektiv underliggande avkastning		0,38%								
Effektiv avkastning till kunder*		0,18%								
Duration**		0,23								

* 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 31-03-2015.

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

Kurs per 31-03-2015 100,1977

VÄRDEPAPPERSPORTFÖLJ SKAGEN CREDIT PER 31 MARS 2015



SKAGEN CREDIT SEK

De bästa obligationerna från den globala fruktträdgården*

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

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



SKAGEN Credit SEK

Fondens startdatum	30 maj 2014
Avkastning sedan start	-1,48%
Genomsnittlig avkastning per år	N/A
Förvaltningskapital	25 miljoner SEK
Antal fondsparare	79
Andelskurs per 31.03.2015	98,5165
Effektiv underliggande avkastning	3,54%
Effektiv avkastning till kunder	2,74%
Räntebindningstid	1,21
Förvaltningsavgifter	0,8% per år
Minsta teckningsbelopp	Engångsteckning 500 SEK, sparavtal 500 SEK
Jämförelseindex	OMRX-TBILL
UCIT:s-fond	JA
ISIN	NO0010710726
Bankgironummer	374-2897
Marknadsföringstillstånd master fund	Norge, Sverige, Danmark, Island, Nederländerna, Luxemburg, Schweiz, Storbritannien och Finland
Portföljförvaltare	Ola Sjöstrand, Tomas Nordbø Middelthon

SKAGEN CREDIT SEK	Antal andelar	SEK	%
SKAGEN Credit	205 638	24 114 600	99,13
Likviditet		219 875	0,87
Summa Andelskapital		24 334 475	100,00

Valutasäkringsgrad 96,34%, ägarandel av SKAGEN Credit 13,93%

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

SKAGEN CREDIT MASTER FUND, NOK	Valuta	Förfalldatum	Andelar	Kupong, procent	Marknadsvärde, NOK	Andelar av fonden
Värdepapper						
Talisman Energy Inc	GBP	05.12.2017	500 000	6,63	6 845 191	4,06
Gazprom OAO Via Gaz Capital SA	USD	11.04.2018	700 000	8,15	6 132 476	3,63
Noble Group Ltd	USD	29.01.2020	650 000	6,75	5 549 073	3,29
Petrobras International Finance Co	USD	01.03.2018	700 000	5,88	5 468 712	3,24
Seadrill Ltd	USD	15.09.2017	700 000	6,13	4 821 531	2,86
Summa Energi					28 816 983	17,07
SSAB AB	EUR	10.04.2019	700 000	3,88	6 448 885	3,82
Braskem Finance Ltd	USD	15.04.2021	775 000	5,75	6 117 078	3,62
Lafarge SA	EUR	13.04.2018	400 000	6,25	4 152 188	2,46
Glencore Funding LLC	USD	29.04.2019	475 000	3,13	3 984 761	2,36
Glencore Canada Financial Corp	GBP	27.05.2020	200 000	7,38	3 073 734	1,82
Summa Råvaror					23 776 646	14,09
Color Group AS	NOK	18.09.2019	6 000 000	6,54	5 959 180	3,53
Stena AB	EUR	01.02.2019	620 000	5,88	5 868 510	3,48
Norwegian Air Shuttle AS	NOK	03.07.2017	5 000 000	5,23	4 894 915	2,90
Bombardier Inc	EUR	17.05.2021	500 000	6,13	4 735 651	2,81
PostNL NV	GBP	14.08.2018	250 000	7,50	3 682 555	2,18
Heathrow Funding Ltd	GBP	10.09.2018	250 000	6,25	3 523 429	2,09
Frigoglass Finance BV	EUR	15.05.2018	375 000	8,25	2 994 146	1,77
Tallink Group AS	NOK	18.10.2018	2 000 000	6,41	2 048 764	1,21
Bombardier Inc	USD	16.03.2020	200 000	7,75	1 700 839	1,01
Empresas ICA SAB de CV	USD	04.02.2021	100 000	8,90	714 735	0,42
Summa Kapitalvaror, service och transport					36 122 724	21,40
Fiat Finance & Trade SA	EUR	15.03.2018	500 000	6,63	4 910 141	2,91
Levi Strauss & Co	USD	15.05.2020	250 000	7,63	2 169 111	1,29
Summa Intäktsberoende konsumtionsvaror					7 079 251	4,19
Safeway Ltd	GBP	10.01.2017	400 000	6,00	5 198 770	3,08
Avon Products Inc	USD	01.03.2019	400 000	6,50	3 244 125	1,92
Cosan Luxembourg SA	USD	14.03.2023	300 000	5,00	2 153 460	1,28
Summa Defensiva konsumtionsvaror					10 596 355	6,28
Bank of Baroda - London	USD	23.07.2019	750 000	4,88	6 602 958	3,91
Amlin Plc	GBP	18.12.2026	450 000	6,50	5 736 332	3,40
Danske Bank AS	GBP	29.09.2021	400 000	5,38	5 259 385	3,12
Tyrkiye Halk Bankasi AS	USD	19.07.2017	550 000	4,88	4 616 313	2,74
Akbank TAS	USD	24.10.2017	400 000	3,88	3 317 235	1,97
Diamond Bank Plc	USD	21.05.2019	400 000	8,75	2 735 355	1,62
Akbank TAS	USD	09.03.2018	300 000	6,50	2 613 240	1,55
American Tower Corp	USD	15.02.2019	200 000	3,40	1 684 248	1,00
Summa Bank och finans					32 565 066	19,30
Nokia OYJ	EUR	04.02.2019	300 000	6,75	3 157 694	1,87
Rolta Americas LLC	USD	24.07.2019	200 000	8,88	1 582 887	0,94
Summa Informationsteknik					4 740 581	2,81
VimpelCom Holdings BV	USD	01.03.2022	550 000	7,50	4 291 193	2,54
Bharti Airtel International Netherlands BV	EUR	10.12.2018	400 000	4,00	3 827 983	2,27
Summa Telekom					8 119 176	4,81
EP Energy AS	EUR	01.11.2019	575 000	5,88	5 843 747	3,46
EDP Finance BV	USD	01.10.2019	550 000	4,90	4 860 481	2,88
EDP Finance BV	EUR	21.09.2017	175 000	5,75	1 746 395	1,03
Summa Nyttotjänster					12 450 622	7,38
Summa värdepappersportfölj					164 267 404	97,33
IRS USD 20190820	USD	20.08.2019	2 000 000		-233 290	-0,13
IRS USD 20180620	USD	20.06.2018	3 500 000		-372 525	-0,22
IRS GBP 20180129	GBP	29.01.2018	1 200 000		-375 850	-0,22
IRS EUR 20180620	EUR	20.06.2018	3 000 000		-419 955	-0,24
Summa Derivater					-1 401 620	-0,83
Likviditet					5 907 103	3,50
Summa andelskapital					168 772 888	100,00

Returadress:
SKAGEN Fonder
Box 11
101 20 Stockholm



Huvudkontoret
i Stavanger



Kontoret
i Stockholm



Kontoret
i Göteborg

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

Besöksadresser

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

Postadress

Box 11, 101 20 Stockholm

Redaktion

Anna S Marcus, redaktör
Michael Metzler, global projektledare
Tore Bang
Parisa Kate Lemaire
Trygve Meyer
Vevika Søberg
Ole-Christian Tronstad

Form: Werksemd

Framsidesbild: *To danske orlogsskibe ud for Hornbæk, 1889.* Av Carl Locher, en av Skagemålarna. Bilden tillhör Skagens Museum (beskuren/manipulerad).

Till dig som vill investera i våra fonder rekommenderar vi att kontakta våra kvalificerade kundrådgivare för individuell rådgivning på telefon 0200-11 22 60.



RISKINFORMATION

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. Faktablad och informationsbroschyrer (prospekt) för alla våra fonder finns på vår webbplats.

SKAGEN söker efter bästa förmåga att säkerställa att all information i rapporten är korrekt, men vill reservera sig för eventuella fel och utelämnanden. Uttalanden som reflekterar portföljförvaltarens syn är gjorda vid en bestämd tidpunkt – och kan ändras utan varsel. Rapporten är inte menad att uppfattas som en uppmaning till investeringsbeslut som köp eller försäljning av finansiella instrument. SKAGEN tar inte ansvar för direkta eller indirekta förluster eller utgifter som skylls på användandet av Årsrapporten.

