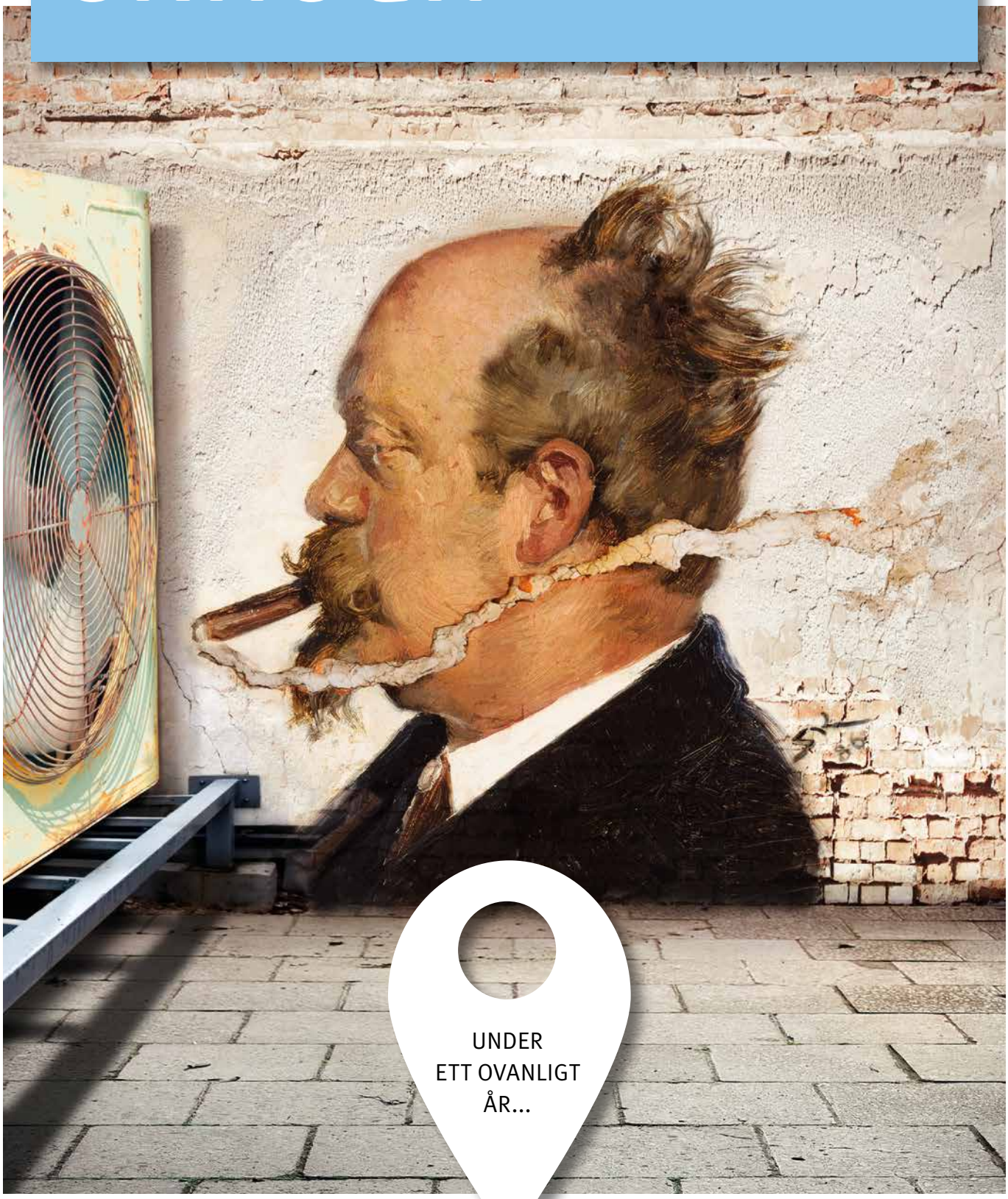
ÅRSRAPPORT

SKAGEN



UNDER
ETT OVANLIGT
ÅR...

...HÅLLER VI FAST VID VÅR INVESTERINGSFILOSOFI, VART VINDEN ÄN BLÅSER

Allt är relativt

När du läser denna årsredovisning kan du få intrycket att 2014 var ett magert år för SKAGENs andelsägare. Det stämmer inte helt.

Historiska beskrivningar är sällan enkla eller entydiga. Det finns många sätt att beskriva aktieåret 2014 – det beror helt enkelt på vilket perspektiv du har. Jag skulle beskriva fjolåret som ett ovanligt år. Precis som vanligt ägde några oväntade händelser rum, som kom att prägla marknaderna och därigenom våra fonder. Det ovanliga var att flera av dessa händelser inträffade mer eller mindre samtidigt.

Ryssland och Ukrainakrisen tas upp utförligt i portföljförvaltarnas berättelse men låt mig kort påpeka att även om SKAGENs portföljförvaltare är skickliga på att ta kalkylerade risker, kom den politiska eskaleringen i Ryssland som en överraskning för oss. När den sydkoreanska biltillverkaren Hyundais ledning bestämde att den skulle betala långt över marknadspriset för en fastighet i Seoul, kom även det som en blixt från klar himmel. Fastighetsförvärvet fick en negativ effekt på våra fondportföljer då Hyundai är en stor post. Även om Hyundai tog igen tappet inom några veckor.

Känsliga förvaltare och finansiärer över hela världen känner till begreppet svarta svanar – det fenomen som uppstår när något som verkar totalt osannolikt ändå inträffar. Om Ryssland och Hyundai inte var helt svarta svanar, var de enligt mig väldigt mörkgrå.

Allt är relativt

Jag anser att SKAGENs fonder levererade acceptabel avkastning under 2014 om man tittar på siffrorna isolerat. Man kan inte kalla aktiefondernas avkastning efter avgifter i storleksordningen 10–34 procent dålig, och inte heller obligationsfonden SKAGEN Tellus 22-procentiga avkastning. Men ovanligt nog, är avkastningen sämre än genomsnittet för respektive fondkategori. SKAGEN strävar efter att leverera bättre avkastning än fondernas olika jämförelseindex, det vill säga bättre än de marknader där fonderna har sina mandat. Vi lyckades inte med det 2014. Det här är mycket ovanligt och naturligtvis inte något vi är nöjda med.

Som aktiva värdeförvaltare är vår huvuduppgift att leverera långsiktig avkastning i världsklass, och det gjorde vi inte i fjol. Varje dag arbetar portföljförvaltarna för att hitta de bästa bolagen och de bästa värdepappren som kan ge andelsägarna den bästa avkastningen, även relativt. I praktiken innebär det att de letar efter kvalitetsinvesteringar där andra inte tänker på att leta.

Aktiva och stolta över det

Vi pratar mycket om vår investeringsfilosofi. Så fort vi får möjlighet, lyfter vi fram att vi arbetar för att hitta de Undervärderade, Underanalyserade och Impopulära. Under 2014 talades det mycket om att aktiv förvaltning, vilket vi är företrädare för, inte är modernt. 2014 var året då passiva investeringar, inte minst indexfonder blev verkligt populära. En indexfond placerar exakt likadant som ett index, till exempel amerikanska S&P 500. Indexfonder med stor andel stora amerikanska företag hade förmodligen ett bra år. Här i SKAGEN kallar vi det genomsnittsförvaltning.

Ibland får vi frågor från kunder och andra varför vi inte startar en indexfond. Svaret är enkelt – vi tror att vi kan slå marknaden. Att alla springer efter samma bolag kommer så småningom att leda till bubblor på marknaden. Därför kommer det alltid att finnas ett behov av någon som gör självständiga analyser och inte blint följer flocken. Fördelen ur vår synvinkel är att när många följer genomsnittet, kommer det på sikt att skapa möjligheter för aktiva värdebaserade förvaltare som vi.

Förändring

Året som gått har också varit lite ovanligt för kunder och anställda i SKAGEN. En märkbar förändring är att texten du nu läser är skriven av en helt färsk vd, i stället för av Harald Espedal. Likaså kommer du att se att Knut Gezelius nu är huvudförvaltare för SKAGEN Global istället för Kristian Falnes. Haralds och Kristians insatser för SKAGEN kan knappast överskattas. Som nyckelpersoner i firman har de under många år arbetat outtröttligt för att ge andelsägarna bästa möjliga avkastning och service. Vi är mycket tacksamma för deras arbete och önskar dem båda lycka till med spännande kommande uppgifter.

När någon slutar, börjar andra. Så även i SKAGEN, och jag tycker det är extra glädjande att så många nya, duktiga medarbetare har tillkommit. Portföljförvaltare Filip Weintraub har återvänt till SKAGEN. Under hans nio år som huvudförvaltare för SKAGEN Global mottog fonden en lång rad priser och utmärkelser, och uppnådde ranking i världsklass. Under 2015 planerar vi att lansera en ny fond med Filip som portföljförvaltare. Varmt välkommen tillbaka, Filip! Enligt min mening har organisationen aldrig varit starkare och mer kompetent än idag. Läs gärna mer om SKAGENs övergång till framtida ägarstruktur i styrelsens rapport på sidan 38.

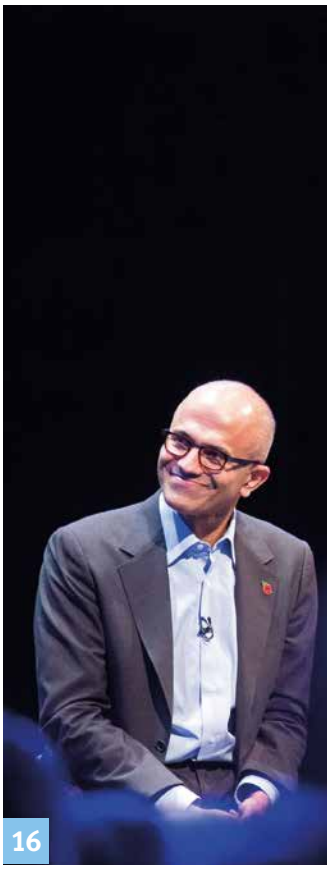
I förra Årsrapporten skrev vi att 2014 skulle innebära högre volatilitet. Där träffade vi verkligen rätt. Tack för att du är med oss!

– Leif Ola Rød
Verkställande direktör

INNEHÅLL

Populärt USA. 2014 dominerades av en stark dollar och en imponerande amerikansk prestation. På bilden: amerikanska centralbankens ordförande Janet Yellen tillsammans med deltagare vid ett IMF-möte, oktober 2014. Foto: Bloomberg.

Starkt år i absoluta termer. SKAGEN m² hade en avkastning på 34,2 procent, något efter sitt jämförelseindex. SKAGEN m² investerade i Soho China Ltd i centrala Hongkong (bilden). Foto: Bloomberg.



Idel leende. Satya Nadella och Microsoft hade ett gott år med en avkastning på 27,5 procent. Microsoft var SKAGEN Globals femte största bidragsgivare. Foto: Bloomberg.

LEDARE

Allt är relativt › 2
Leif Ola Rød

Motvind för aktiva värde-investerare 2014 › 4
Ole Søeberg

PORTFÖLJ-FÖRVALTARNAS BERÄTTELSE

INTRODUKTION

Tvära kast under hästens år › 8

Ett år av samhällsnyttiga projekt › 34

Inbjudan till bolagsstämma › 36

AKTIEFONDER

SKAGEN Vekst › 12
För mycket på Oslobörsen

SKAGEN Global › 16
Motvind från USA

SKAGEN Kon-Tiki › 20
Ett år av politiska förändringar

SKAGEN m² › 24
Ett gott år för fastigheter

RÄNTEFONDER

Räntekommentar ›11
Exflation

SKAGEN Credit › 28
Tuff start men ljusa utsikter

SKAGEN Krona › 30
Ett år med ännu lägre räntor

SKAGEN Tellus › 32
Stabil avkastning

RÄKENSKAPER

Risk och avkastning › 33

Styrelsens rapport › 38

Årsräkenskaper › 42

Noter › 45

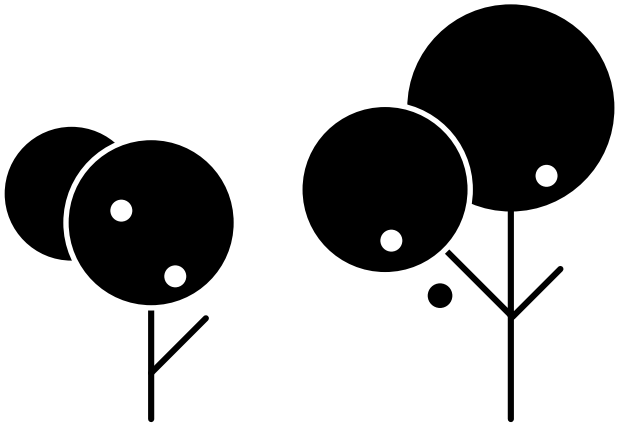
Revisionsberättelse › 66

Såvida inget annat anges är siffrorna i rapporten uttryckta i svenska kronor, förutom i årsbokslutet, noterna och styrelsens berättelse, som anges i norska kronor, eller där det står att avkastningen är i annan valuta. SKAGEN Fonder har inte marknadsföringstillstånd för fonderna SKAGEN Balanse 60/40, SKAGEN Høyrente och SKAGEN Høyrente Institusjon i Sverige och marknadsför inte fonden SKAGEN Avkastning aktivt. Information om dessa fonder är med i årsbokslutet. Övrig information om dessa fonder från den norska versionen av Årsrapporten har exkluderats i den svenska versionen av årsrapporten.

Årsrapporten är ursprungligen skapad på norska. Detta är en översatt och bearbetad version som publiceras med reservation för eventuella felaktigheter eller andra brister. Om det skulle råda konflikt mellan de svenska och norska versionerna är det den norska årsrapporten som gäller. Den finns tillgänglig på www.skagenfondene.no.

Motvind för aktiva värdeinvesterare 2014

SKAGEN håller fast vid den smala stigen av värdeinvesteringar, trots den nu rådande modetrenden att investera i högt värderade tillväxtbolag.



2014 framstår som ett mycket ovanligt år. Aktivt förvaltade aktiefonder som SKAGENs, gick inte så bra under 2014. Inte heller relativt sett gick värdeaktier bra. Den relativt sett bristande prestationen har inte bara påverkat SKAGEN; de allra flesta aktiva fonderna gick sämre än index förra året.

Den senaste gången värdebaserade investerare underpresterade i förhållande till tillväxtinvesterare var 1999, på höjden av IT-bubblan. Men den här gången finns ingen enskild orsak, såsom en uppblåst tillgångsbubbla, som förklarar resultatet.

Men det finns ett antal saker att notera. Flödet av kapital har alltmer gått mot passiva investeringar, inklusive ETF:er och indexfonder. Amerikanska investerare har också dragit sig tillbaka till USA på grund av de förbättrade ekonomiska utsikterna hemmavid, vilket i sin tur har stärkt den amerikanska dollarn. För en USA-baserad dollarinvesterare har S&P 500-indexet gett 13,7 procent under 2014, medan eurobaserade investerare fick en avkastning på 29,5 procent.

Den amerikanska avkastningen är imponerande med tanke på att MSCI All Country World Index gav 4,9 procent för en dollarbaserad investerare, medan en eurobaserad investerare fick en avkastning på 19,4 procent under 2014. Med andra ord var USA den stora vinnaren 2014.

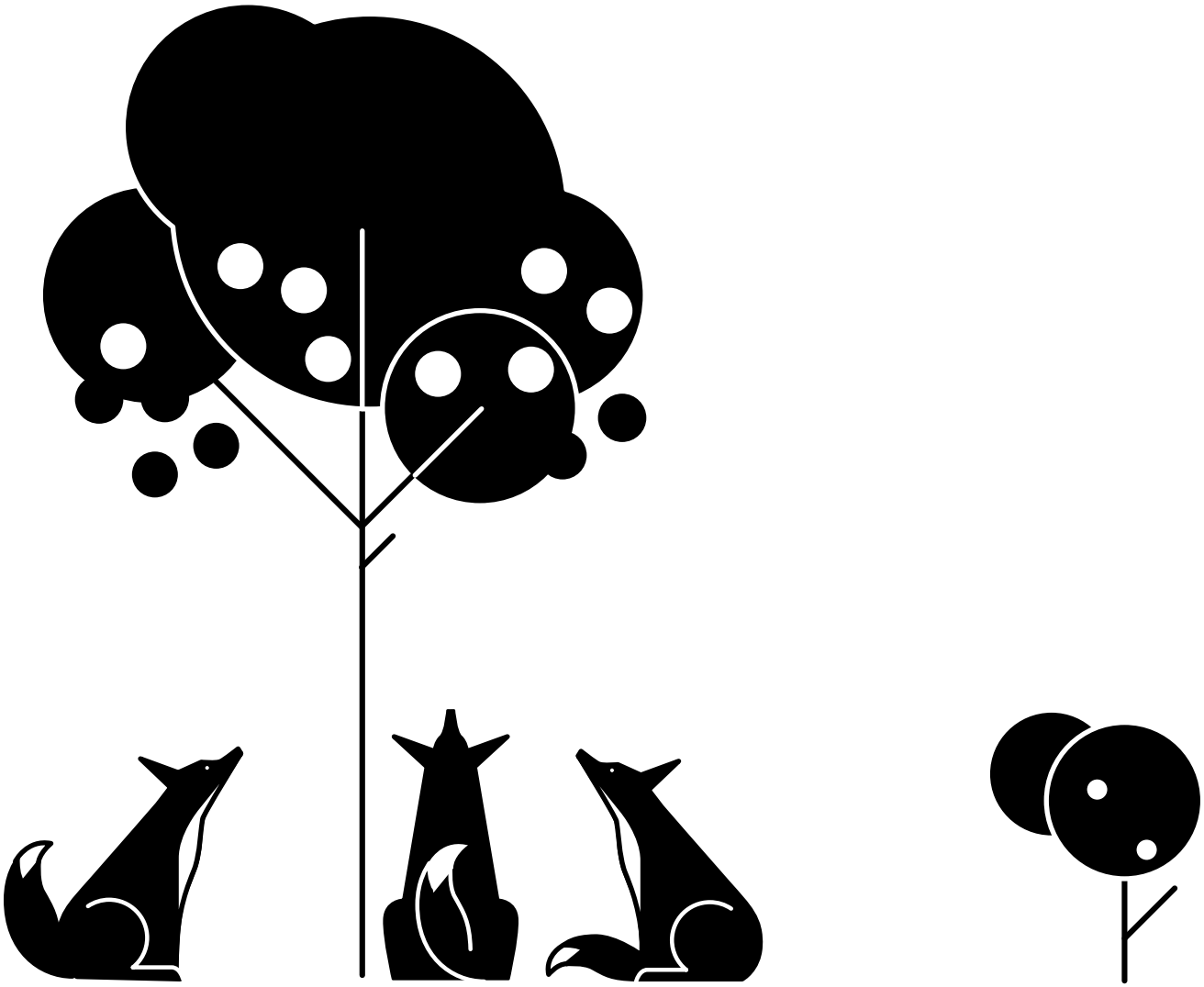
Likaså genererade MSCI Value Index 3,7 procent i dollar medan MSCI Growth index gav 5,9 procent. Följaktligen var 2014 det femte året i rad som Tillväxt slog Värde.

Med det stora flödet av kapital till indexfonder, har vi sett investeringar göras direkt i respektive aktievikter för ett givet index. Detta ledde under 2014 till ett rally för stora globala bolag som Apple, Microsoft och Berkshire Hathaway. Aktiva värdebaserade investerare föredrar att investera i bra företag – dolda pärlor med goda utsikter till värdeskapande. Dessa företag är i allmänhet inte samma som de största beståndsdelarna i ett index. Dessutom föredrar värdeinvesterare att plocka aktier under regniga perioder då de flesta investerare föredrar att gömma sig inomhus, trots att de vet att risken att vara där är högre. Under 2014 underpresterade många dolda pärlor.

Slutet för tillväxt?

Är den aktiva och värdebaserade investeringsstilen passé till förmån för tillväxt och indexfonder? 2014 kunde tyda på det, då en stor majoritet av aktiva värdefonder underpresterade. Men att vara aktiv betyder att exponeringen behöver skilja sig från index om du skall prestera bättre på lång sikt.

SKAGENs aktiefonder har alla en active share på över 90 procent jämfört med index (som har noll procent active share). Aktiva investerare kan plocka bra företag när dessa är långt under andra investerares radar. Detta kan illustreras av att de största relativa värdeskaparna under de senaste tio åren inte har varit 2014 års storbolag. År 2004 var de topp fem globala aktierna mätt i börsvärde General Electric, Exxon, Microsoft, Citigroup och Wal-Mart. Alla dessa är i grunden bra företag vars resultat har varierat något under de senaste tio åren. Företaget med det största börsvärdet 2014 var Apple, som har vuxit från 15 till 650 miljarder dollar under perioden. 2004 års mest indextunga bolag har antingen presterat ungefär i linje med S&P 500 eller sämre.



Dignande frukter: när passiva förvaltare flockas kring samma stora, populära bolag drivs priserna på dessa upp. Något som skapar möjligheter för aktiva värdebaserade förvaltare att hitta godbitar på andra ställen.

Att plocka bra aktier har varit en SKAGEN-specialitet sedan 1993. Våra fonder äger väldigt lovande företag till låga värderingar, men dessa har i stor utsträckning förbisetts av globala likviditetsflöden under 2014.

Lagen om finansiell tyngdkraft

Den situation vi har sett under 2014 kan mycket väl spilla över och fortsätta under 2015 om den amerikanska honungsburken fortsätter att locka investerare. Om mer pengar flyttas till indexfonder kommer dessa automatiskt att allokeras till aktier med högst börsvärde – vilket driver dessa aktiers värde ännu högre.

Apples aktier får alltså ytterligare skjuts med det fortsatta inflödet av passiva pengar. SKAGEN äger inte aktier i Apple och vi kommenterar inte innehav som vi inte äger. Men det är frestande att komma ihåg vad det var som föll ner på Isaac Newtons huvud när han fick insikten om gravitationslagen.

Lagen om den finansiella tyngdkraften kan åsidosättas för en tid, men i det långa loppet kan den inte förnekas. En investering med högre avkastning och solitt värdeskapande kommer med ränta på ränta-effekt så småningom att överträffa en investering med lägre avkastning. Med andra ord: ett bolag med en god vinstprofil som värderas under dess fundamenta kommer att vinna.

Värdeprofiler skiljer sig mycket åt mellan olika regioner. Globala företag i Europa och Asien sticker ut som mycket attraktiva jämfört med sina nordamerikanska likar.

Det pågående värdeskapandet i våra aktie- och räntefonder kommer förr eller senare att återspeglas i marknadspriserna.

– Ole Søeberg
investeringsdirektör

UTMANANDE ÅR FÖR AKTIVA VÄRDEINVESTERARE

Värdeinvesteraren Warren Buffetts Berkshire Hathaway har presterat sämre än S&P 500 under de senaste fem åren, räknat fram till första kvartalet 2014.

2014 slog cirka 15 procent av amerikanska fonder sina jämförelseindex, enligt Goldman Sachs. Andra studier visar att ännu färre aktiva förvaltare slog sina jämförelseindex.

Inflödet i ETF:er under 2014 var runt 275 miljarder dollar – lika mycket som det totala kapitalet i ETF:er var för tio år sedan, uppger Financial Times.

Det pågående ackumulerade värdebyggandet som har skett över tid kommer förr eller senare att speglas i aktiekurserna.

Utveckling

I diagrammen visas SKAGENs fondavkastning i förhållande till respektive jämförelseindex. I rapporten redovisas belopp och avkastningssiffror i svenska kronor, kopplade till andelsklass A och efter att avgifter har dragits om inget annat står skrivet. Fondernas avkastningssiffror är per den 31 december 2014.

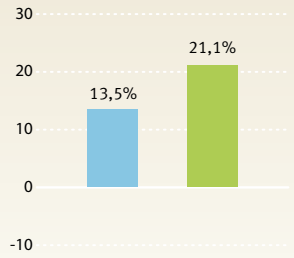
Historisk avkastning är ingen garanti för framtida avkastning. Framtida avkastning kommer bland annat att bero på marknadens utveckling, förvaltarens skicklighet, fondens risk samt förvaltningsavgifter. Avkastningen kan bli negativ till följd av kursnedgångar. Faktablad och informationsbroschyrer (prospekt)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

Aktiefond Räntefond

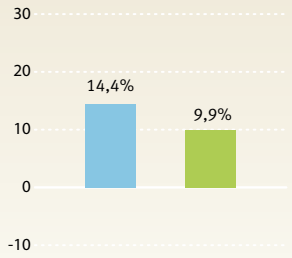
SKAGEN VEKST

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

Avkastning senaste 12 månader



Genomsnittlig årlig avkastning sedan start



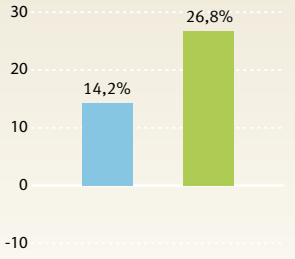
SKAGEN Vekst MSCI Nordic/MSCI AC ex Nordic *

* 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).

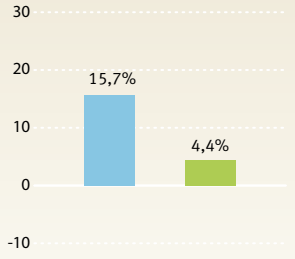
SKAGEN GLOBAL

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

Avkastning senaste 12 månader



Genomsnittlig årlig avkastning sedan start



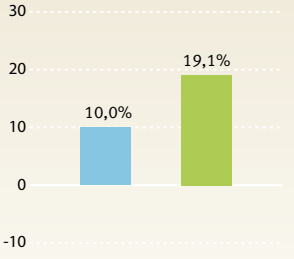
SKAGEN Global MSCI All Country World Index (Daily Traded Net Total Return)*

* Jämförelseindex före 1 jan 2010 MSCI World Index.

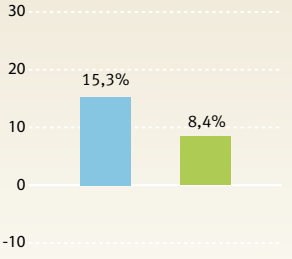
SKAGEN KON-TIKI

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

Avkastning senaste 12 månader



Genomsnittlig årlig avkastning sedan start



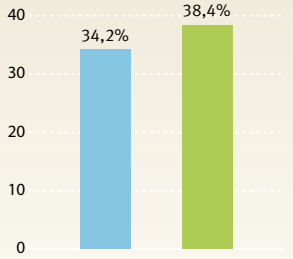
SKAGEN Kon-Tiki MSCI Emerging Markets Index *

* Jämförelseindex före 1 jan 2004 MSCI World Index.

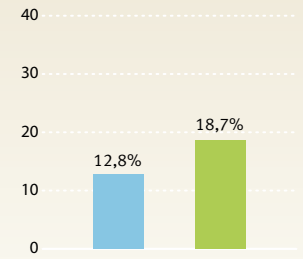
SKAGEN m²

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

Avkastning senaste 12 månader



Genomsnittlig årlig avkastning sedan start

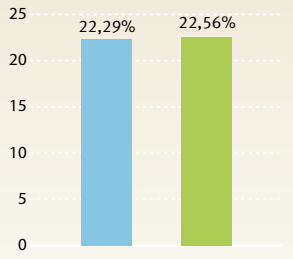


SKAGEN m² MSCI All Country World Index Real Estate IMI

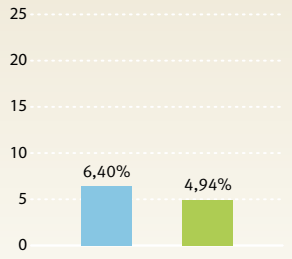
SKAGEN TELLUS

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

Avkastning senaste 12 månader



Genomsnittlig årlig avkastning sedan start



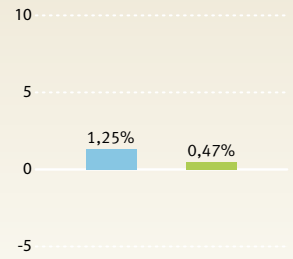
SKAGEN Tellus J.P.Morgan Broad Index Unhedged (EUR)*

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

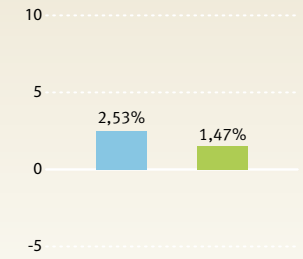
SKAGEN KRONA

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

Avkastning senaste 12 månader



Genomsnittlig årlig avkastning sedan start

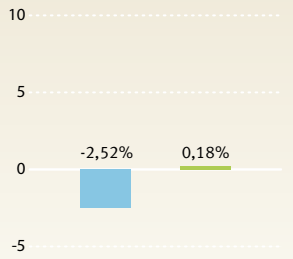


SKAGEN Krona OMRX Treasury Bill Index (SEK)

SKAGEN CREDIT SEK

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

Avkastning sedan start



SKAGEN Credit OMRX Treasury Bill Index (SEK)

SKAGEN Credit SEK är en valutasäkrad matarfond som investerar i mottagarfonden SKAGEN Credit.

Portföljförvaltarnas berättelse

Introduktion

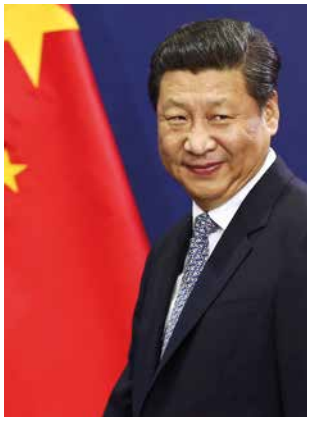
- 2014 präglades av en stark amerikansk dollar och svaga oljevalutor.
- Sjunkande obligationsräntor överraskade marknaderna då ekonomin i euroområdet försvagades.
- Aktiekurserna steg i princip i linje med vinsterna 2014 och tillväxtaktier överträffade värdeaktier.
- Under 2015 väntas den globala BNP-tillväxten bli 3,5 procent och lågräntemiljön består.

Foto: Bloomberg

Trubbel med rubeln: En neonskylt i Moskva visar växlingskursen till euro och dollar mätt i rubel. Rubeln sjönk till rekordlåga nivåer i förhållande till andra världsvalutor och förvärrade Rysslands valutakris.

Foto: Bloomberg

Olika utsikter: Den starka amerikanska ekonomin och dollarn gynnar tillväxtekonomier med exponering mot USA. Eurozonen har behov av ett tydligare ledarskap för att uppnå en bärkraftig ekonomisk tillväxt. För världen som helhet förväntas globala BNP att fortsätta öka till 3,5 procents tillväxt under 2015. Bilden: Deltagare på IMF:s årsmöte. Längst fram (från vänster): Janet Yellen, USA:s Fed-chef, Christine Lagarde, chef för IMF, Mario Draghi, ECB-chef.



Störst i världen: I Kina gav president Xi Jinpings initiativ upphov till ett starkt sommarrally. Kina väntas växa med cirka sju procent, följt av ett starkt USA med tre procent och en procent för eurozonen och Japan. Under 2014 blev Kina världens största ekonomi enligt IMF.

Foto: Shutterstock

Tvära kast under hästens år

– Nu hoppas vi att fårets år blir fridfullare

Ole Søeberg, investeringsdirektör

2014 var hästens år enligt den kinesiska kalendern. Hästen – ett vackert och aningen rastlöst djur som tar dig med på en bra tur om du bara vet hur du håller dig i sadeln.

Till skillnad från hästen är fåret ett lugnt och stillsamt djur som lever i flock. Konstigt nog kan får bara gå framåt, inte bakåt eller åt sidan, så om man får tro det kinesiska horoskopet bör 2015 bli ett lugnt och fredligt år då marknaderna rör sig framåt synkroniserat. Detta är goda nyheter för värdebaserade investerare som SKAGEN som gillar att gå mot strömmen. Och vi tänker dra nytta av flockmentaliteten innan massan vänder om i vår riktning.

Så såg vi på framtiden i början av 2014

Efter medvinden 2012 och 2013 var utsikterna för aktier och obligationer mer ovissa i början av 2014. Investerarna såg framför sig att ökad ekonomisk aktivitet på utvecklade marknader och fortsatt starkare utveckling på tillväxtmarknaderna skulle leda till högre vinster efter multipelexpansionen 2013. Samtidigt fanns en oro för att högre räntor skulle göra obligationer till ett attraktivare alternativ än aktier. Och val i flera viktiga tillväxtländer ansågs kunna bidra till ökad volatilitet.

När vi nu ser tillbaka på året som gått kan vi konstatera att det kantades av oväntade händelser på finansmarknaderna. Utvecklingen i USA på 13,7 procent var imponerande med tanke på att MSCI All Country World Index avkastade 4,9 procent för en dollarbaserad investerare medan motsvarande siffror för en eurobaserad investerare var 29,5 procent respektive 19,4 procent. Till 2014 års oförutsedda händelser hörde konflikten i Ukraina, en omfattande skattemotiverad fusions- och förvärvsaktivitet, klart lägre obligationsräntor, en stark dollar och oljeprisras i slutet av året. Amerikanska aktier hade vind i seglen, liksom dollarn. Indien och Kina gjorde också en bra uppåthämtning. I Indien vann den reformvänlige kandidaten Narendra Modi premiärministervalet och i Kina ledde insatser från president Xi Jinping till stora kursuppgångar sedan sommaren. Ryssland, däremot, föll tungt, och Brasilien underpresterade efter valet. Alla dessa händelser har i viss mån påverkat inställningen på finansmarknaderna, och i historieböckerna kommer 2014 antagligen att beskrivas ungefär så här:

En stark dollar och svaga oljevalutor

Om vi säger att ett lands valuta kan beskrivas som dess egna kapital kan vi dra

I historieböckerna kommer 2014 antagligen att beskrivas ungefär så här: en stark dollar och svaga oljevalutor.

följande slutsats av hur finansmarknaderna tolkade utvecklingen under 2014: USA är ett bra företag, Japan måste nu bevisa att man kan få sitt omstrukturerade företag att fungera och Ryssland behöver en ny styrmodell. Och vad Brasilien och euroområdet anbelangar fordras ett starkare ledarskap för att uppnå hållbar ekonomisk tillväxt.

På valutamarknaderna var utvecklingen ganska extraordinär förra året, vilket främst berodde på en starkare dollar och svagare oljevalutor. Valutarörelsernas inverkan på obligations- och aktiemarknaderna har inte varit så här omfattande sedan 1992, 1998 och 2008.

En stark dollar och en starkare amerikansk ekonomi gynnar exportpriserna för många råvaruproducenter trots lägre marknadspriser. Det skapar ett positivt klimat och fördelar för många tillväxtekonomier, råvaruproducenter och företag med stor exponering mot en växande USA-ekonomi.

I ett vidare perspektiv kan marknader med fritt flytande valutor bidra till en lämplig och effektiv kapitalfördelning, även om det kan orsaka en del bekymmer under perioder av snabba omställningar, som för den ryska rubeln i slutet av förra året. Om Ryssland inte förbättrar sin styrmodell och börjar omstrukturera för framtiden lär det bli fortsatt tufft för landet.

Stark absolut men svag relativ utveckling

SKAGENs aktiefonder gav god absolut avkastning på mellan 10 och 34 procent 2014 med SKAGEN m² i täten. Låga räntor och en ny klassificering av fastighetssektorerna ledde till ökat intresse. En stark dollar och aktiemarknad drog ned den relativa avkastningen för fonderna, som alla har en betydande undervikt i USA.

Räntefonderna gjorde bra ifrån sig och gav god riskjusterad avkastning under 2014. Allra bäst var SKAGEN Tellus som steg med 22 procent.

Under året lanserades vår sjunde fond, SKAGEN Credit, som ger investerarna exponering mot den globala företagsobligationsmarknaden.

Mer information om våra fonders utveckling finns i de enskilda fondrapporterna.

Tillväxt i sikte

Enligt finansmarknadernas prognoser hamnar den globala tillväxten på 3,5 procent under 2015. Utvecklingen blir dock ojämn, eftersom Kina väntas växa med omkring 7 procent, USA med 3 procent och euroområdet och Japan med 1 procent. I den här miljön förblir obligationsräntorna sannolikt låga även om Europeiska Centralbanken nu har infört ett storskaligt program för kvantitativa lättnader och Federal Reserve troligen kommer att höja de korta räntorna i USA.

Obligations- och aktiemarknaderna går framåt för sjunde året i rad efter bottennivåerna 2008/2009. Detta är en av de längsta uppgångsperioderna genom tiderna, och just därför förutser många prognosmakare nu nedgångar. Och visst kan det bli fråga om sämre tider, men inte på grund av hur länge den uppåtgående trenden varat. Däremot kan det bero på ekonomisk recession, konflikter eller att tillgångsbubblor brister. Investerarna räknar dock med att aktiekurserna stiger i linje med vinsterna under 2015.

Utvecklingen på råvarumarknaderna under den senare halvan av 2014 gav en tydlig bild: Efterfrågan är oftast stabil men på utbudssidan och i lagercykeln har produktionen ökat, vilket haft stor inverkan på priserna. Olja och gas är de klart största råvarorna och när de amerikanska skiffergasproducenterna, Ryssland och Opec ökade produktionen till mer än den dagliga efterfrågan föll oljepriserna med hela 50 procent.

Positiva drivkrafter

Om ett år vet vi hur våra portföljinnehav utvecklades i förhållande till vår uppfattning om omvärlden. I ett nedifrån och upp-perspektiv ser vi många positiva drivkrafter, som Samsung Electronics möjligheter att återigen stärka sin position på den globala smarttelefonmarknaden med nya böjbara mobilskärmar, stabila resultat från minneskortsområdet och bättre styrning och kapitaldisciplin. Det senare gäller även Hyundai/Kia. En robust amerikansk tillväxt skapar också goda förutsättningar för verksamheter i Sydkorea och Taiwan med starka affärskopplingar till USA.

I ett uppifrån och ned-perspektiv ser vi en rad möjligheter i impopulära företag som för närvarande handlas till sällsynt höga avkastningspremier i förhållande till marknaden. Baserat på erfarenhet och förutsatt att vår prognos slår in kan 2015 bli ett hyggligt år med 8–14 procents avkastning i lokala valutor, bestående av en vinsttillväxt på 6–10 procent och utdelningar på 2–4 procent. Faktarutan till vänster ger en översikt över de främsta drivkrafterna för den globala aktieavkastningen 2015.

NYCKELTAL FÖR EN SNABB ÖVERBLICK

	2013	2014	2015
Global BNP (IMF)	3,2 %	3,3 %	3,5 %
Avancerade ekonomier	1,3 %	1,8 %	2,4 %
Tillväxtekonomier	4,7 %	4,6 %	5,0 %
Inflation (IMF)			
Avancerade ekonomier	1,4 %	1,4 %	1,7 %
Tillväxtekonomier	5,9 %	5,4 %	5,3 %
Försäljningstillväxt (BB/MSCI)			
MSCI Developed	-1,0 %	2,6 %	4,3 %
MSCI EM	1,8 %	5,5 %	6,1 %
Vinsttillväxt (BB/MSCI)			
MSCI Developed	2,0 %	8,3 %	11,1 %
MSCI EM	5,7 %	11,6 %	11,9 %
P/E			
MSCI Developed	17,1x	15,8x	14,6x
MSCI EM	11,7x	10,5x	9,4x
Direktavkastning			
MSCI Developed	2,6 %	2,5 %	2,7 %
MSCI EM	2,9 %	3,0 %	3,2 %

Källa: IMF, MSCI, Bloomberg.

PROGNOS

GODA OCH DÅLIGA ÖVERRASKNINGAR

Prognoser för ett nytt år stämmer sällan. Vi lever i en föränderlig värld och oförutsedda händelser kan ha stor inverkan på finansiella tillgångar. Vi ser vissa möjliga avvikelser under 2015:

Lägre oljepriser innebär också lägre intäkter för energiproducerande länder, som måste dra ned sina utgifter. Detta kan i sin tur leda till politisk turbulens och/eller finansieringsproblem. I dagens smarttelefonvärld får åsikter såväl som politiskt agerande snabbt spridning. Vi ser politisk turbulens som en av de största riskerna 2015 men hoppas att krig och större konflikter inte blir verklighet.

Försvarsutgifterna ökar, men inte nödvändigtvis intäkterna till statskassorna. Budgetar i obalans ökar risken för kreditförluster samtidigt som vapen och politisk apati är en farlig blandning när det behövs handlingskraft. Om uppfattningen är att utvecklingen försämras kan det mycket väl hända att aktieinvesterarna får uppleva nedgångar på över 20 procent. Ovissheten gör att konsumenterna minskar sina utgifter och den ekonomiska aktiviteten påverkas negativt.

Energirelaterade företag hade det tungt i slutet av 2014 och oljevalutorna tog stryk. Oljepriset har inte stabiliserats på någon ny nivå och valutorna är fortsatt instabila så hur dessa kommer att påverka risk-/avkastningsprofilen är osäkert. Men vi räknar med konsolideringar i drabbade branscher, eftersom tillgångarna blivit billigare för potentiella köpare.

Nedgången i energipriserna i slutet av 2014 kommer att ha gynnsamma effekter under 2015, för alla vars intäkter inte är beroende av oljepriset. Om energipriserna förblir låga kan det stärka konsumtionen och andra utgifter med 0,5 procent av BNP på de utvecklade marknaderna. I praktiken fungerar lägre energipriser ungefär som en enorm skattelättnad, men det speglas ännu inte i aktiekurserna. Som en följd kan den globala tillväxten uppgå till 3,5 procent, vilket skulle gynna såväl intäkter som lönsamhet.

En starkare vinsttillväxt i kombination med fortsatt låga räntor kan ge bränsle åt en börsuppgång på 25 procent eller mer, då vinsterna ökar snabbare och riskpremierna för aktier minskar från dagens nivå på 4–5 procent. En risk är förstås att aktiekurserna stiger för snabbt och att det skapas bubblor på marknaden.

Nordkorea, Kuba, Iran och andra länder öppnar för dialog och uppfattas som mer fredliga. Aktieinvesterarna älskar lugna miljöer och riskpremierna kan då falla ytterligare.

FOKUS PÅ BRA AKTIER, INTE BRA TEMAN

Makroekonomiska faktorer påverkar investerarnas riskaptit på kort sikt. I det långa loppet är vi dock övertygade om att det är rätt att satsa på starka affärsmodeller och stabila företagsledningar, eftersom båda delarna är avgörande för att skapa riktigt bra avkastning på sikt. Hittills har det visat sig lönsamt att investera i bra tillgångar i kristider.

Ledningarna för noterade företag är pressade att leverera bra resultat på kort sikt samtidigt som de ska anpassa sina organisationer till allt från demografiska förändringar till innovation och effektiviseringsbehov. Ta till exempel ledningen för ett bilföretag som måste ta sig an utmaningar i form av bildelningspooler som förändrar hela efterfrågebilden, eller elbilar som kanske påverkar själva strukturen för tillverkning och underleverantörer. Och på den globala energimarknaden innebär förändringar i bilindustrin såsom nya bränsleeffektiva modeller och elbilar utmaningar för dem som sysslar med fossila bränslen och måste anpassa sig till en helt ny efterfrågan på kunskap, produkter och tjänster. Att hänga med i dessa förändringar blir allt mer avgörande för att skapa värden på sikt.

Förluster går inte att undvika, men med sunt förnuft, gedigna kunskaper och en grundläggande förståelse för potentiella risker i förhållande till förväntad avkastning strävar vi efter att skapa god, riskjusterad avkastning åt våra kunder.

Olja är en viktig insatsfaktor i de flesta rika och fattiga länder. USA har redan god tillväxt. Överraskningen kommer att bli högre tillväxt än väntat i Asien och Europa.

Exflation

Sjunkande inflation och varaktig nollräntepolitik väntas hålla de långa nominella räntorna i de stora ekonomierna i schack 2015 – en ökande tillväxt till trots. Och det finns utrymme för minskade ränteskillnader.

Världsekonomin växer sannolikt snabbare under 2015 än vad de flesta föreställer sig. Det branta oljeprisfallet i höstas berodde i huvudsak på ökat utbud av olja och att oljekartellen Opec la sig platt. Det låga oljepriset väntas stimulera tillväxten, utom i Opec-länderna, Ryssland och Norge. Förklaringen är att olja är en viktig insatsvara i flertalet rika och fattiga länder. I USA har ekonomin redan tagit fart, så överraskningen är den oväntat höga tillväxten i Asien och Europa.

Ska man då vänta sig högre räntor om världsekonomin får mer vind i seglen? Många tror det, särskilt som de långa statsräntorna var mycket låga i många länder vid slutet av 2014.

Realräntorna bör stiga

Realräntorna, som nu är negativa i många länder, kommer troligen att stiga. Realräntan är vad man mätt i köpkraft måste punga ut med för att få lån. Eftersom högre tillväxt innebär att företagen investerar mer och att hushållen sparar en mindre del av sin inkomst, pressas de reala lånekostnaderna normalt upp när ekonomin tar fart. Allt annat lika drar detta upp de långa nominella räntorna.

Men högre realräntor behöver inte betyda högre nominella räntor. Inbakat i nominella räntor ligger nämligen ett antagande om förväntad inflation. Om den förväntade inflationen faller samtidigt som realräntorna stiger, kan de nominella räntorna lugnt ligga kvar. De två effekterna tar visserligen inte ut varandra helt, men i dagsläget kan vi räkna med fallande förväntad inflation i utvecklade ekonomier under en tid. Och detta bidrar till att hålla de långa nominella räntorna nere även om realräntorna klättrar upp.

Varför skulle då inflationsförväntningarna falla? Är det inte tvärtom så att när tillväxten ökar, så ökar också inflationen och därmed även inflationsförväntningarna?

Högre tillväxt utan inflation

Många sätter likhetstecken mellan ökad tillväxt och högre inflation. Men så är inte ekonomin beskaffad. Tänk på 70-talet. Då hade de flesta utvecklade ekonomier låg tillväxt och hög inflation – och ordet stagflation kom med i ordboken. Ryssland upplever samma sak nu. Av allt att döma kommer landets ekonomi att krympa under 2015, samtidigt som inflationen blir tvåsiffrig.

Historiskt finns det också många exempel på motsatsen, det vill säga att tillväxten ökar och inflationen avtar. Före första världskriget inträffade detta ganska ofta. Nu står vi troligen inför en liknande utveckling i många OECD-länder. Kommer det att kallas «exflation» – expansion utan inflation?

En del länder väntas flörta med deflationen, och Sverige gör det redan.

I motsats till vad som ofta hävdas behöver dock inte deflation vara ett problem. Det är en myt att den japanska ekonomin slukats i ett deflatoriskt svart hål. För det första har deflationen varit väldigt mild – omkring 0,3 procent per år sedan 1998. För det andra har tillväxten i Japan varit ganska hygglig under deflationsperioden, om man korrigerar för att arbetskraften krympt.

Tillfällig inflationseffekt överspelad

Inflationsförväntningarna kommer att dala till följd av låg inflation, som tillfälligt förstärks av oljeprisfallet, och fortsatt nollräntepolitik. Det senare låter paradoxalt. Är det inte just den extremt låga styrräntan som, i kombination med högre tillväxt, kan pressa upp inflationen?

Temporärt kan en sänkning av styrräntan dra upp inflationen, men en nollräntepolitik som fortgår under många år har motsatt effekt, speciellt om tillväxten tilltar. I det långa loppet kan centralbankerna nämligen inte styra det reala priset på krediter, lika lite som de kan styra det reala oljepriset.

De stora centralbankerna har nu hållit styrräntan nära noll sedan 2009, så den tillfälliga inflationseffekten är överspelad. Snart bör vi få se de långsiktiga konsekvenserna av nollräntepolitiken. Det som då sker är att inflationsförväntningarna anpassar sig så att ekonomin får den realränta den behöver. Om realräntan ska upp, och styrräntan ligger på noll, måste inflationsförväntningarna ned. Bara så kan långivare realt sett få mer betalt för att låna ut pengar.

Varaktig nollräntepolitik ett problem

Utvecklingen i Storbritannien illustrerar fenomenet. I början av 2014 fanns förväntningar om att Bank of England skulle vara beredd att höja räntan. Ekonomin hade sedan 2012 vuxit sig allt starkare och arbetslösheten minskat. Men så avtog inflationen och efter hand även den förväntade inflationen. Och nu står knappast någon räntehöjning för dörren.

Centralbankerna har skaffat sig ett problem med utdragen nollräntepolitik. Men det är framför allt ett problem för dem som har ett inflationsmål på två procent per år.

Om jag har rätt kan vi andra glädja oss över att 2015 står i «exflationens» tecken: Ekonomin tar fart och konsumentpriserna planar ut.

Detta gäller naturligtvis inte i alla länder. Jag beskriver vad jag tror blir utvecklingen i de stora avancerade ekonomierna – och jag reserverar mig när det gäller Japan, vars nedkörda statsfinanser kan leda till hög inflation.

– Torgeir Høien
Portföljförvaltare SKAGEN Tellus

SKAGEN Vekst

› Antalet norska innehav halverades, men det norska kronfallet var ett hårt slag

› Tungt för supply- och undervattensteknik

› Fonden är bra positionerad för fortsatt låga oljepriser

Portföljförvaltare

Geir Tjetland, Ole Søeberg, Erik Bergöö och Alexander Stensrud*.

**Junior portföljförvaltare under ett års tid.*

För mycket på Oslobörsen

En stor andel norska aktier i förhållande till det nya jämförelseindexet ledde till att SKAGEN Vekst drabbades rätt hårt av den norska kronans ras.

Med 13,5 procents avkastning var 2014 ändå ett gott år i absoluta tal för SKAGEN Vekst.

SKAGEN Vekst bytte jämförelseindex med start 2014: tidigare skulle minst 50 procent vara investerade i norska aktier och övriga medel vara väl diversifierade globalt. I det nya mandatet har den norska exponeringen ersatts med minst 50 procent i nordiska aktier.

Orsaken till mandatändringen var att minska den specifika risk som är förknippad med oljepriset och verksamheter kopplade till olje- och energisektorn, som påverkar en stor del av de företag som är noterade på Oslobörsen. Men även den begränsade likviditeten i många norska aktier spelade en avgörande roll.

Fallande råvarupriser i allmänhet och höstens halvering av oljepriset i synnerhet, var ett kvitto på att mandatförändringen var ett klokt beslut. Med en uppgång på måttliga sex procent mätt i norska kronor var Oslobörsen en av de svagaste i världen förra året.

HALVERING I NORGE

Under året har innehavet av norska aktier reducerats från drygt 50 procent till 26 procent. Som jämförelse utgör norska aktier bara runt sju procent av fondens jämförelseindex.

Exponeringen mot olje- och offshoresektorn kapades rejält. I somras sålde vi en av fondens största investeringar, Statoil, på nivåer i närheten av högstanoteringar. Vi har behållit stora positioner i företag som tjänar på oljeprisfallet med fondens fjärde största investering, Norwegian (fem procent), i spetsen.

Det vi däremot inte lyckades skydda oss mot var den dramatiska försvagningen av den norska kronan. I takt med oljeprisets fria fall sjönk den norska kronan med 25 procent mot den amerikanska dollarn. På grund av fondens relativt stora vikt i norska aktier, och det faktum att amerikanska aktier hade ännu ett bra år, slutade SKAGEN Vekst 7,6 procentenheter bakom index.

Foto: Bloomberg

ÖVERDRIVEN ORO FÖR MS-PATENT

Ett annat företag som till i fjol tyngt fondens utveckling är det israelisk-amerikanska läkemedelsföretaget Teva. Även här vände dock kursen upp under 2014. Rädslan för vad som skulle ske när patentet på företagets kassako, MS-medicinen Copaxone, gick ut i maj var visserligen stor men lanseringen av nya Copaxone blev en succé och investerarna var inte sena att trycka på köpknappen. Den nya medicinen tas tre gånger i veckan i stället för varje dag och Teva har patent på den fram till 2030.

Vår investeringstes har länge varit att oron för Copaxone varit överdriven och att aktiekursen speglat ett värstafallscenario. När Teva-kursen närmade sig vårt kursmål på 60 dollar i slutet av året bantade vi positionen rejält.

Foto: Norsk Hydro

LÖNSAM KRYSSNING

Royal Caribbean Cruises har länge varit ett av fondens största innehav och var en av fjolårets klara börsvinnare. Bidraget till fonden var inte mindre än 405 miljoner norska kronor. I början av året fick vi en bättre uppfattning om lönsamheten med företagets nya fartyg och vi justerade upp kursmålet från 60 till 85 dollar.

När Royal Caribbean Cruises lite senare presenterade sitt så kallade *double double program,* lyfte aktiekursen. Företagets långsiktiga mål är en vinst på sju dollar per aktie 2017, mot förväntade 3,50 dollar under 2014. Med andra ord en fördubbling på tre år.

Efter en kortvarig – men kursmässigt dramatisk – ebolarädsla fick aktien ett nytt ordentligt börsuppsving. När aktien närmade sig vårt kursmål och priset inte längre motsvarade den underliggande risken sålde vi av innehavet och säkrade vinsten.

Foto: Bloomberg

DEN SOM VÄNTAR PÅ NÅGOT GOTT

Efter en lång tid med skrala bidrag från våra aktier i den globala aluminiumproducenten Norsk Hydro vände det äntligen. Den tidigare näst största aktieägaren, brasilianska Vale, sålde sin aktiepost i företaget i november 2013 för 25 norska kronor per aktie och aluminiumpriset rörde sig uppåt. Sammantaget gav detta god skjuts åt Hydro-kursen som avslutade året med en uppgång på 57 procent mätt i norska kronor.

Även om den globala tillväxten är relativt klen är det sannolikt att aluminiumpriset har bottnat för den här gången och att återhämtningen fortsätter. På utbudssidan har det inte byggts ny kapacitet sedan finanskrisen, och bland biltillverkarna är trenden tydlig: Allt fler bilar byggs av den lättare metallen aluminium i stället för stål.

Utbudssidan är som alltid nyckeln på råvarumarknaderna och den främsta orsaken till att råvaror hörde till de riktiga botteninvesteringarna för tredje året i rad. Bloombergs råvaruindex backade med 14 procent under 2014. Aluminium var ett av få undantag, med en ökning på sex procent.

NYCKELTAL FÖR DE STÖRSTA INNEHAVEN I SKAGEN VEKST (PER 31 DEC 2014)

Företag	Postens storlek, %	Kurs	P/E 2014E	P/E 2015E	P/B senaste	Kursmål
Samsung Electronics	7,7	1 039 000	7,8	7,4	0,9	1 500 000
Norsk Hydro	6,9	42	32,6	13,1	1,2	58
Continental AG	5,4	176	13,9	12,0	3,9	225
Norwegian Air Shuttle	5,0	276	N.A	8,9	3,5	340
Teliasonera AB	4,5	50	12,6	12,0	2,0	70
Citigroup	4,2	54	15,7	9,1	0,8	75
Philips	3,9	24	20,1	15,1	2,0	34
Danske Bank A/S	3,8	167	12,7	10,7	1,2	205
ABB	3,5	166	19,8	13,7	3,0	250
Teva Pharmaceutical	3,5	58	11,7	11,3	2,1	60
Topp 10 vägt genomsnitt	**48,3**		**15,4**	**10,5**	**1,48**	**34%**
Topp 35 vägt genomsnitt	**85,1**		**13,2**	**10,3**	**1,38**	**42%**
Jämförelseindex (MSCI Nordic/MSCI AC ex. Nordic)			**16,9**	**15,1**	**2,01**	

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

BILLIGT SVENSK-FINSKT TELEKOMFÖRETAG

En av fjolårets nykomlingar, som vi förväntar oss mycket av framöver, är den svensk-finska telekomoperatören TeliaSonera. Ett stabilt resultat och en direktavkastning på sex procent är en bra början.

Vi tror på en allt starkare konsolidering i telekomsektorn framöver. Detta innebär mindre prispress och ökad genomsnittlig intäkt per abonnent. Teliasonera äger också aktier i Turkcell och Megafon, som inte är av strategisk betydelse. Så dessa bör man kunna sälja med god vinst.

TIO GÅNGER VINSTEN

SKAGEN Vekst går in i 2015 med en portfölj som värderas till 1,4 gånger bokfört värde och måttliga tio gånger företagets förväntade vinst. Det senare innebär alltså en vinstavkastning på tio procent.

Både P/E och P/B ligger klart under fondens jämförelseindex. Och med fortsatt historiskt låga långa statsobligationsräntor värderas SKAGEN Vekst med en mycket attraktiv riskpremie.

ABB HÄNGER PÅ AUTOMATISERINGSVÅGEN

En god underliggande tillväxt inom infrastruktur och kraftproduktion, som ofta går hand i hand, låg till grund för vårt köp av ABB-aktier. Den automatiseringsvåg som sveper fram över världen skapar också goda möjligheter för ABB:s robotdivision. ABB har tidigare varit ett företag med många olika produkter men få ledande positioner. Nu försöker man begränsa utbudet av både produkter och tjänster och fokusera på de områden där man har störst fördelar gentemot konkurrenterna. Bättre marginaler och stora besparingar på kostnadssidan bör göra ABB-aktien mer populär bland investerarna.

När det gäller en annan ”stor” och lovande nykomling, Citigroup, finns det mer att läsa i texten om SKAGEN Global på sidan 16, vars största innehav är just den amerikanska banken.

RYSK BANK OCH RIGG

Ryska Sberbank var fondens största sänke. Vi underskattade de risker som är kopplade till situationen i Ryssland och de sanktioner som införts. I slutet av det första halvåret värderades Sberbank i linje med det bokförda värdet. Vid utgången av året kunde aktien köpas till 40 procents rabatt.

Sberbank har en avkastning på det egna kapitalet på 17 procent och ger en direktavkastning på fyra procent. Osäkerhet när det gäller såväl vinster som förluster framöver har dock gjort att vi skurit ned innehavet i den ryska banken något. I slutet av året svarade det för 0,6 procent av portföljen och var det enda ryska företaget.

Orosmolnen över riggmarknaden hopade sig för norska Olsenkoncernens två dotterbolag Bonheur och Ganger Rolf. Dessa är majoritetsägare i riggföretaget Fred Olsen Energy vars kurs störtdök med 70 procent. Även om det är tuffa tider för riggföretagen över lag räcker Fred Olsen Energys befintliga kontrakt för att försvara nuvarande aktiekurs.

Med på köpet av Fred Olsen-tvillingarna får du också bland annat företagets verksamheter inom förnybar energi, sjöfart/offshore och kryssningar.

TUNGT FÖR SUPPLYSEGMENTET

Våra investeringar inom supply- och undervattensteknik hade också motvind under den andra hälften av året. Tillsammans uppgick de negativa bidragen från aktieposterna i Solstad, DOF, Siem och Eidesvik till 223 miljoner norska kronor. Allra sämst inverkan hade Solstad och DOF.

Dessa företag utgjorde vid utgången av året 3,5 procent av portföljen. Flera supplyföretag har fått ta sina fartyg ur trafik. Och mot bakgrund av ett lågt oljepris och en svag riggmarknad ser det fortsatt rätt mörkt ut den närmaste tiden.

Solstad och DOF har en relativt god kontraktstäckning för 2015. Den stora frågan är vad som sker 2016–2017. Aktiemarknaden har redan prisat in ett negativt scenario.

KONCENTRERAD PORTFÖLJ 2015

SKAGEN Vekst går in i 2015 med en mycket koncentrerad portfölj. De tio största investeringarna utgör drygt 48 procent av portföljen medan de 35 största motsvarar hela 86 procent.

Efter försäljningen av Royal Caribbean Cruises är Samsung Electronics tillbaka som fondens största investering. Vi tror starkt på att det svagare resultatet från Samsungs mobilverksamhet (se texten om SKAGEN Global sidan 16) i allt högre grad kommer att kompenseras av ökade marginaler för minneskorten, som i tekniska termer kallas DRAM och NAND.

Samsung Electronics nya DRAM-kort är dubbelt så snabba och 40 procent energieffektivare än föregångaren. Flera konkurrenter har redan tvingats kasta in handduken och kapitalkostnaderna för att sätta upp nya moderna fabriker är betydande. Det ser alltså lovande ut för Samsungs minnen framöver.

Under det kommande året förväntar vi oss också goda bidrag från några större trotjänare i portföljen som Continental, Norwegian och Danske Bank. Alla har de långt kvar till våra kursmål.

TVÅ LÖNSAMMA RESOR MED HURTIGRUTEN

När en engelsk uppköpsfond i höstas bjöd sju norska kronor per aktie i Hurtigruten, nästan 40 procent mer än den aktuella börskursen, sålde vi innehavet. Hurtigruten har, i olika former, funnits med i SKAGEN Vekst portfölj sedan fonden startade 1993.

Det var visserligen lite sorgligt när vi dagen före julafton tog farväl av de sista aktierna i bolaget som under 21 år varit en trevlig resa för andelsägarna. Men ibland har det stormat och för fem år sedan var Hurtigruten nära att förlisa.

Sex gånger pengarna

Vid starten av SKAGEN Vekst i december 1993 köpte fonden aktier i Troms Fylkes D/S (TFDS). TFDS ägde och drev fem Hurtigruten-fartyg medan Ofoten och Vesterålen D/S (OVDS) ägde och drev sex båtar. Fyra år senare köpte vi även in oss i OVDS.

Under den senare delen av vintern 2002 gick dessa företag samman till det som idag är Hurtigruten. Under fusionsprocessen sålde SKAGEN Vekst aktierna i TFDS och andelsägarna fick då nästan sex gånger mer än de hade betalat nio år tidigare.

Nära förlisning

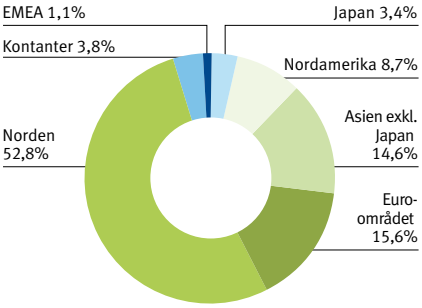
Efter samgåendet följde en lång ostadig period för Hurtigruten. Bristande kostnadskontroll, usel drift, försäljning av olika tillgångar till alldeles för låga priser och kontraktering av nya stora fartyg var allt annat än en lyckad kombination. Våra aktier i OVDS var i fritt fall.

2009 var Hurtigruten på väg att gå under och kastade ut livbojar i aktiemarknaden. Man lyckades ta in tillräckligt med stödkapital för att hålla sig flytande. Professionella ägare tog över rodret och inledde arbetet med att styra ut företaget på djupare och tryggare farvatten.

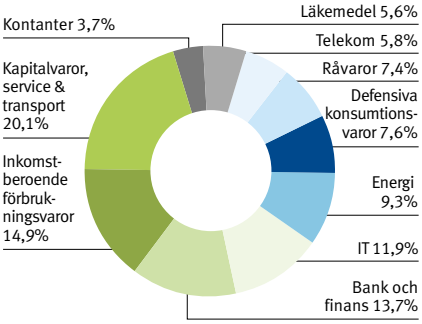
SKAGEN Vekst var en av dem som bidrog med mest kapital under räddningsinsatsen och blev sittande med sju procent i Hurtigruten. Emissionskursen var en norsk krona.

Med ett utgångsläge på sju norska kronor aktien och totalt en fördubbling av investerat kapital lyckades vi ta oss helskinnade i land – även efter den sista turbulenta men lönsamma Hurtigruten-resan.

GEOGRAFISK FÖRDELNING (avrundade siffror)



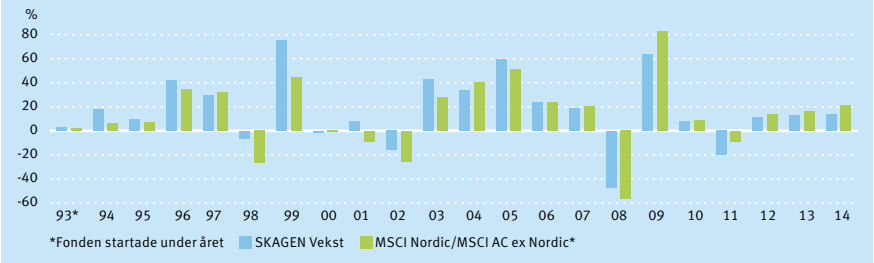
BRANSCHFÖRDELNING (avrundade siffror)



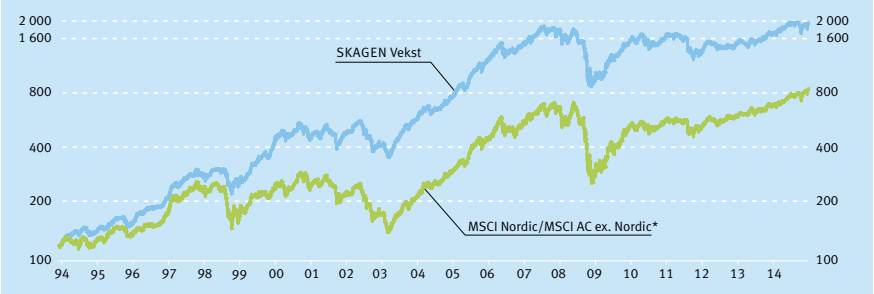
Fondens startdatum	1 december 1993
Avkastning sedan start	1 600%
Genomsnittlig avkastning per år	14,4%
Förvaltningskapital	9 030 milj
Antal fondsparare	73 282*

**inbegriper inte kunder via distributörer*

AVKASTNING PER ÅR (SEK)



HISTORISK KURSUTVECKLING



* 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 VEKST 2014 (MILJ. NOK)

De 5 största positiva bidragsgivarna	
Royal Caribbean Cruises Ltd	406
Norsk Hydro ASA	226
Teva Pharmaceutical - Sp ADR	223
Norwegian Air Shuttle ASA	132
Samsung Electronics Co Ltd Pref	129

De 5 största negativa bidragsgivarna	
Sberbank of Russia Pref	-129
DOF ASA	-97
Solstad Offshore ASA	-71
Ganger Rolf ASA	-59
Bonheur ASA	-58

5 största köp	
Teliasonera AB	367
Citigroup Inc	318
Koninklijke Philips NV	305
Casino Guichard Perrachon SA	226
Volvo AB	210

5 största försäljningar	
Royal Caribbean Cruises Ltd	-971
Statoil ASA	-360
Kongsberg Gruppen ASA	-255
Teva Pharmaceutical - Sp ADR	-243
Orange	-181

SKAGEN Global

› Det har varit ett tufft år för värdeförvaltare med globala mandat.

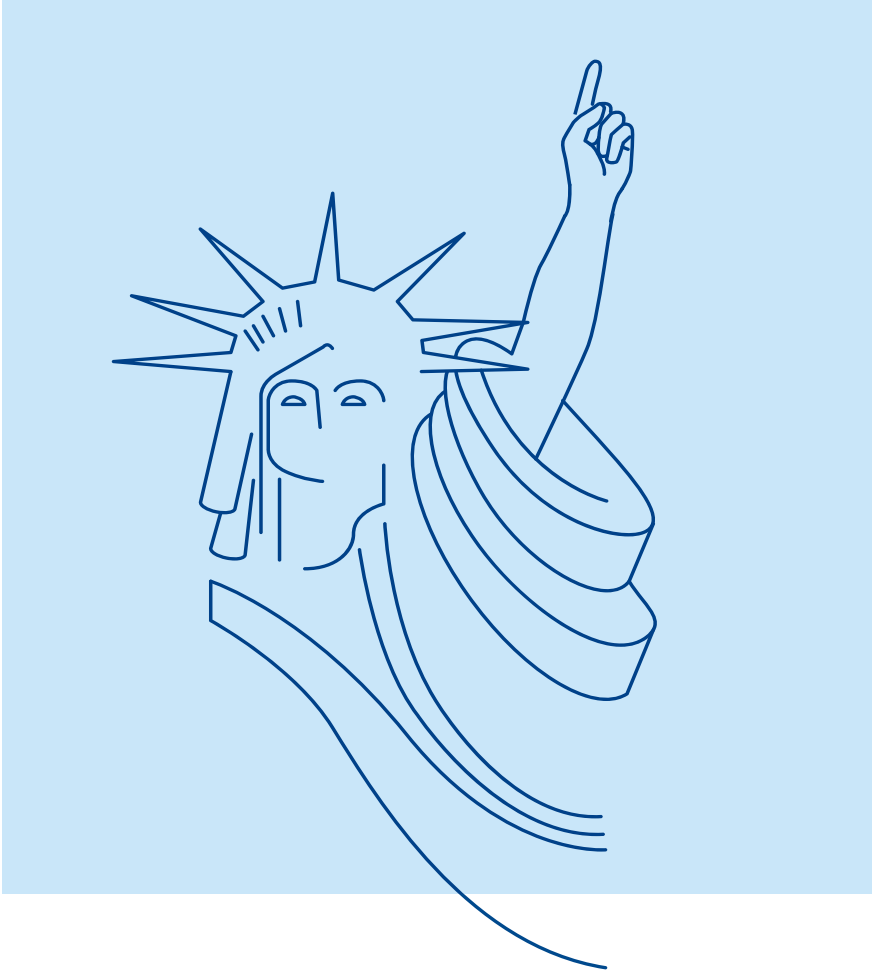
› En högre koncentration och färre företag kommer att ge bättre förhållande mellan risk och avkastning.

› Portföljen är prissatt med en betydande rabatt till världsindex.

Portföljförvaltare

Knut Gezelius, Søren Milo Christensen, Chris-Tommy Simonsen.*

**Kristian Falnes och Johan Swahn slutade vid årsskiftet.*



Motvind från USA

Vår undervikt i amerikanska aktier och dollar, i kombination med en övervikt i ryska aktier och rubel, gjorde 2014 till ett jämförelsevis svagt år för SKAGEN Global.

SKAGEN Global steg med 14,2 procent, jämfört med 26,8 procent för världsindex. Ungefär 80 procent av den negativa avvikelsen kan förklaras av en undervikt i amerikanska aktier och dollar.

De mest populära företagen – och enligt vår mening de dyraste – finns i USA. Här fortsatte börsfesten under 2014, med ständigt nya all time high-noteringar.

I början av 2015 uppgick fondens USA-andel till över 30 procent, medan världsindex, MSCI All Country World Index, till 56 procent bestod av amerikanska aktier.

En bra utgångspunkt för ett gott 2015 är att vi har kapat ”svansen” med olönsamma företag och ökat portföljens koncentration, och att denna är prissatt med en betydande rabatt.

IMPOPULÄRA RYSSAR

Att vi i början av 2014 hade sju procent av tillgångarna i ryska bolag – på papperet världens billigaste – satte också sina spår på avkastningen. Ukrainakrisen, västerländska sanktioner och dessutom ett oljepris i fritt fall, ledde till en massflykt från ryska rubel.

Såhär i efterhand ångrar vi att vi inte sålde en stor del av våra Rysslandsinnehav ”innan det var för sent.” Våra förväntningar om att Putin verkligen ville göra de ryska aktie- och kapitalmarknaderna till en bättre plats för internationella investerare kom på skam. Att oljepriset på kort tid halverades var dock en stor bomb, eller svart svan på den globala kapitalmarknaden.

Värdefall och försäljningar i slutet av året ledde till att andelen ryska aktier reducerades till 2,6 procent och två bolag, Gazprom (1,8 procent) och Vimpelcom (0,8 procent). Denna exponering är vi bekväma med, och vi räknar med att den ska ge en god riskjusterad avkastning framöver.

Foto: Bloomberg

Foto: Bloomberg

MER AKTIEÄGARVÄNLIGT SAMSUNG

Fondens största investering, Samsung Electronics (7,1 procent), var i motsats till 2013 en dålig bidragsgivare till resultatet. Kraftigt försämrad lönsamheten för mobildivisionen och fallande marknadsandelar fick investerare att vända tummen ner. Lågprisproducenter i Kina och gradvis i Indien tar en växande andel av den globala marknaden för smartphones.

Vi tror dock inte att Samsungs mobildivision kommer att möta samma öde som de tidigare giganterna Motorola, Sony Ericsson, Blackberry och Nokia. Främst eftersom Samsung till skillnad från dessa aktörer, har ett öppet operativsystem. Samsung är också ledande inom teknik för smartphones och surfplattor. Deras satsning på en mer koncentrerad och fokuserad portfölj av mobiltelefoner bör också bära frukt framöver.

Det starkt förbättrade resultatet för Samsungs minnesdivision bromsar alltmer av resultatförsämringen från mobiltelefoner. Denna utveckling kommer att intensifieras under de kommande åren (läs mer i SKAGEN Vekst berättelse på sidan 12). En mer aktieägarvänlig ledning, som har lovat både aktieåterköp och högre utdelning, bör också få investerare att uppvärdera Samsung Electronicsaktien.

Våra preferensaktier är prissatta på attraktiva 7,7 gånger 2015 års förväntade vinst.

NYCKELTAL FÖR DE STÖRSTA INNEHAVEN I SKAGEN GLOBAL (PER 31 DEC 2014)

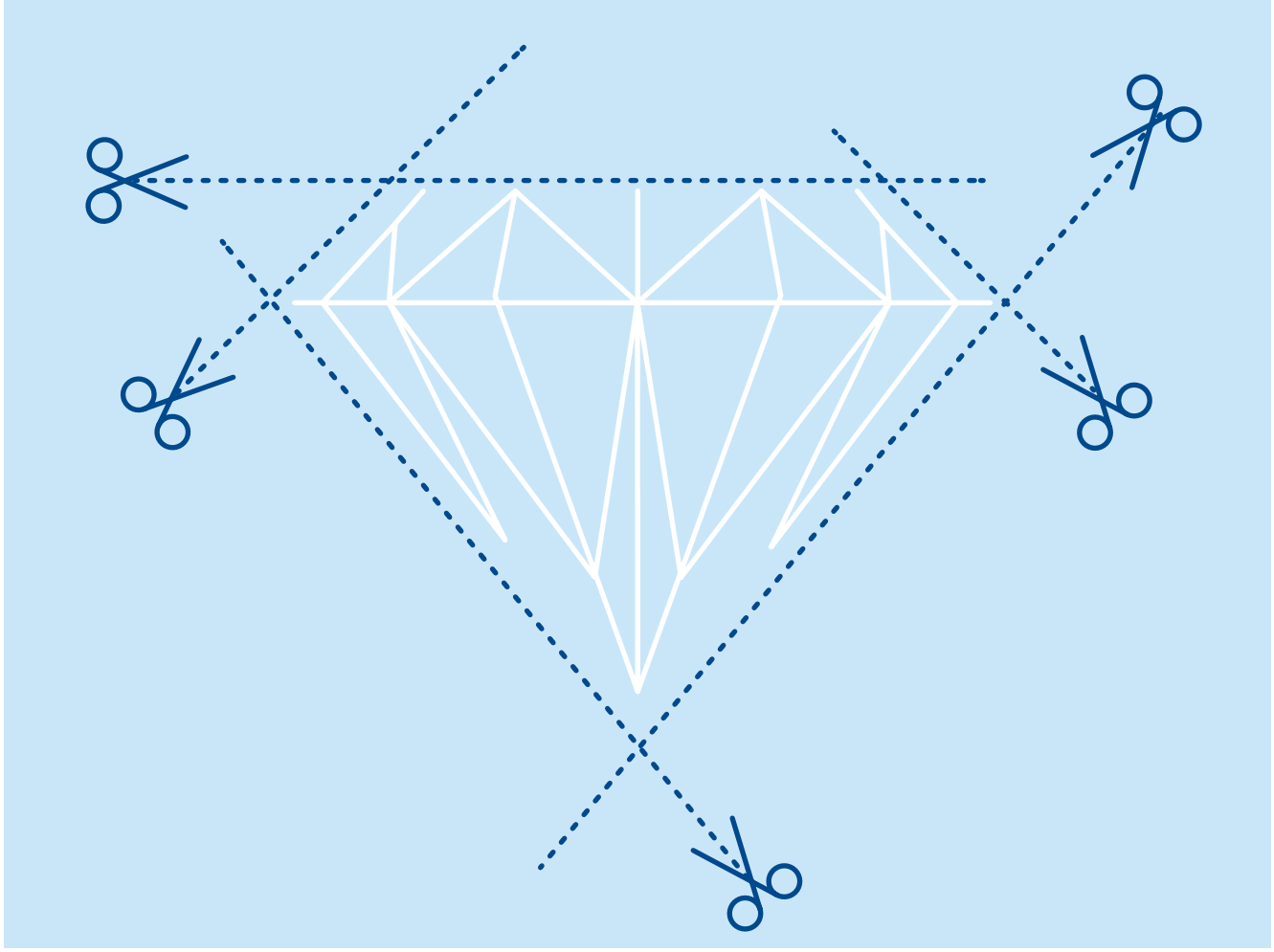
Företag	Postens storlek, %	Kurs	P/E 2014E	P/E 2015E	P/B senaste	Kursmål
Samsung Electronics	7,1	1 039 000	7,2	7,7	1,0	1 300 000
Citigroup	7,0	54,1	11,6	10,0	0,8	75
AIG	4,2	56	11,8	11,2	0,7	80
Akzo Nobel	2,8	57,7	18,5	15,6	2,6	65
Nordea	2,8	90,9	11,4	10,5	1,3	105
Renault	2,8	60,5	9,3	6,7	0,8	80
Roche	2,6	270	18,2	16,9	13,2	380
LG Corp	2,6	61 200	10,6	9,3	0,9	100 000
DSM	2,5	50,6	18,4	15,7	1,5	65
State Bank Of India	2,5	311,9	12,8	10,4	1,6	430
Topp 10 vägt genomsnitt	**36,8**		**11,0**	**10,0**	**1,0**	**33%**
Topp 35 vägt genomsnitt	**78,1**		**11,4**	**10,0**	**1,1**	**32%**
Jämförelseindex (MSCI ACWI)			**16,9**	**15,1**	**2,0**	

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

TILLFÄLLIGT UPPSKOV FÖR CITIGROUP

Prisutvecklingen för vår näst största investering Citigroup (7,0 procent) var tio procentenheter lägre än den amerikanska aktiemarknaden överlag. Anledningen är främst att tillsynsmyndigheterna i USA satte stopp för bolagets önskan att betala utdelning och starta ett program för aktieåterköp. Men processen är bara pausad. Citigroups resultat blir stadigt bättre. Likaså vinsten, som får god draghjälp av att den amerikanska ekonomin återhämtat sig.

Microsoft, en amerikansk tungviktare som varit med oss under lång tid, fortsätter att överraska med bättre resultat än väntat. En mer diversifierad verksamhet gör också att risken minskar. Vi har därför höjt riktkursen för bolaget flera gånger. Efter förra årets uppgång på 27,5 procent, mätt i lokal valuta, till 46,5 dollar, närmar sig aktien vår senaste riktkurs på 50 dollar.



KAPAR OLÖNSAMMA SVANSAR

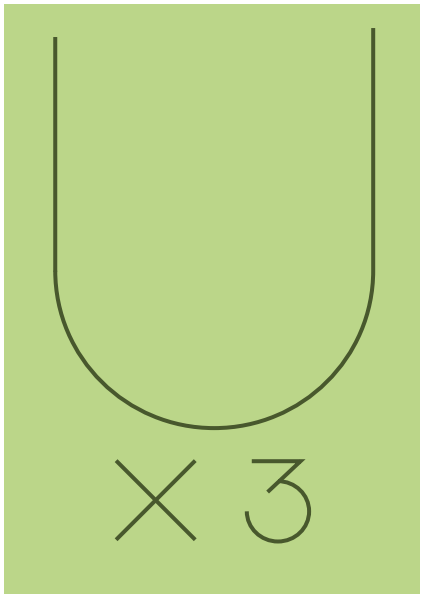
Under andra halvåret minskade vi fondens innehav från 103 till 66 företag, och graden av koncentration ökade. Vid årets slut utgjorde de tio största investeringarna en tredjedel av fondens värde. Målet är att topp 10 ska ligga i intervallet 35–45 procent av portföljens värde.

Historien har visat att de mindre positionerna, den så kallade svansen, har gett sämst bidrag till fondens resultat. De 35 största investeringarna har däremot bidragit positivt.

Varje enskild portföljförvaltare har begränsade resurser och måste fokusera på de företag som betyder mest för fondens avkastning. En förvaltare kan följa max 15–20 företag, samtidigt som de arbetar med att hitta nya kandidater till portföljen och har ett bibliotek som kräver uppföljning.

Fler poster i portföljen kommer att ha en vikt på 3–5 procent, mot tidigare 1–2 procent. Med andra ord kommer vi att lägga mer tid och mer fokus på bolag som vi anser har den bästa relationen mellan risk och förväntad avkastning.

Märk väl att alla företag i portföljen köps in gradvis – som alltid i SKAGEN. Och om kartan ser ut att stämma med terrängen ökar vi successivt vårt innehav i företaget.



FILOSOFIN BESTÅR

Vår investeringsfilosofi är oförändrad. Vi ska ha en värdebaserad portfölj som vid varje tidpunkt prissätts med en betryggande rabatt. Vår ledstjärna är att söka efter Undervärderade, Impopulära och Underanalyserade bolag för att kunna ge våra andelsägare bästa möjliga riskjusterade avkastning.

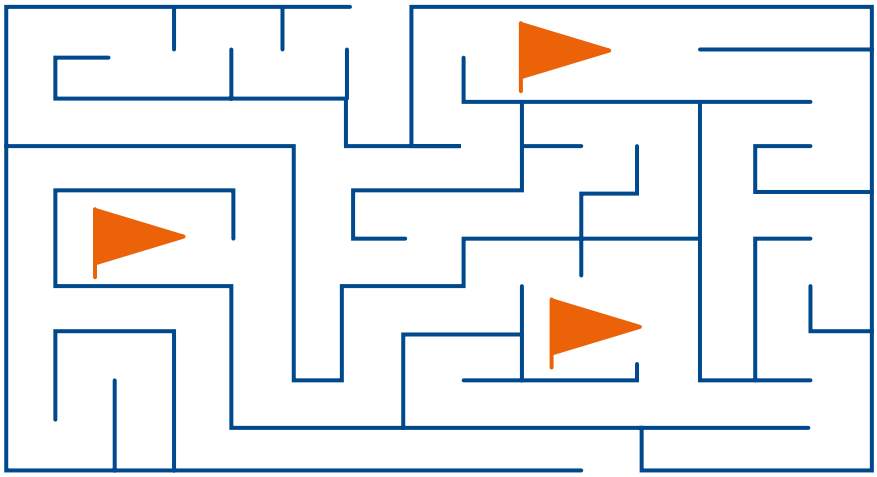
Under de senaste åren har så kallade tillväxtbolag, och speciellt tunga amerikanska sådana, varit populära bland investerare. Passiv förvaltning har fått alltfler anhängare, vilket har lett till en självförstärkande, uppåtgående prisspiral för tillväxtaktier.

Tiotusenkronorsfrågan är när fjolårets trend – att investera i bolag med stabila vinster och relativt höga utdelningar – svänger, och värdebolag blir moderna igen.

Enligt vår syn vinner alltid värdeförvaltning så småningom.

Med andra ord: SKAGENs contrarian värdebaserade investeringsfilosofi har visat sig vara framgångsrik i långa loppet. Även om vi nu har en svag motvind, kommer vinden att vända. På kort sikt gäller det att ha is i magen.

Vi går in i 2015 med en koncentrerad bolagsportfölj, värderad till tio gånger den förväntade vinsten och 1,1 gånger bolagens bokförda egna kapital. Rabatten i förhållande till de båda världsindexen är betryggande 34 respektive 45 procent.



ÖKAT FOKUS PÅ POLITISK RISK

En gemensam nämnare för de företag som har drabbat oss hårdast under de senaste åren är den politiska risken.

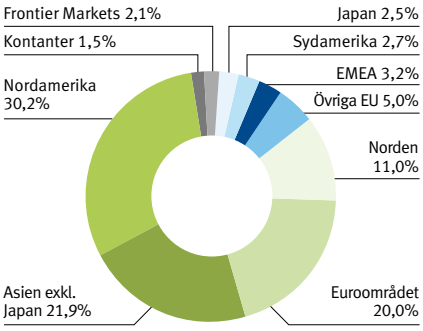
2014 var ett bra exempel på hur viktig faktor den politiska risken är vid bedömningen av hur billiga eller dyra aktier är. Den ryska aktiemarknaden visade till fullo att den förtjänade att ligga i topp på listan över länder med högst riskpremie. Något vi smärtsamt fick erfara.

Lärdomen vi drar av dessa bolag med hög politisk risk är att de förtjänar en hög riskpremie.

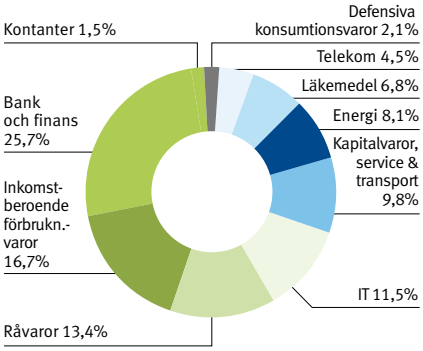
Vi ska naturligtvis inte vara rädda för att ta risker framgent, men vi måste ta de rätta riskerna. SKAGEN Global har stärkt den egna riskhanteringen, och vi portföljförvaltare har en nära dialog med den avdelning som har detta som sin huvuduppgift.

Centralt när vi plockar aktier är att de faktorer som kan utlösa en kursuppgång och öka aktiens popularitet hos investerarna, ska vara betydligt fler och tyngre än de riskfaktorer som kan dra kursen åt motsatt håll.

GEOGRAFISK FÖRDELNING (avrundade siffror)



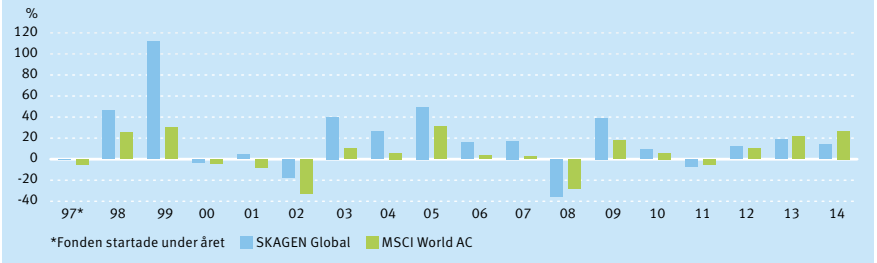
BRANSCHFÖRDELNING (avrundade siffror)



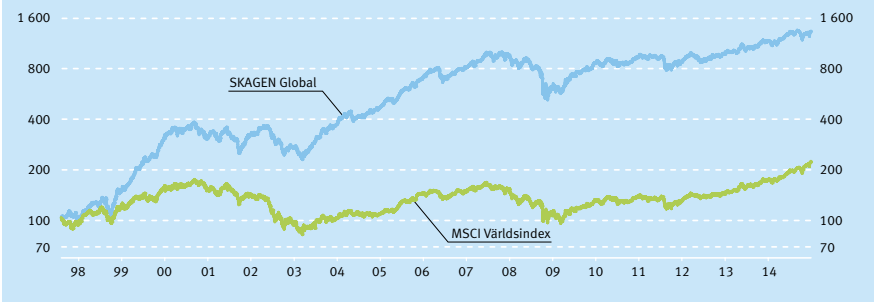
Fondens startdatum	7 augusti 1997
Avkastning sedan start	1 170,6%
Genomsnittlig avkastning per år	15,7%
Förvaltningskapital	41 162 milj
Antal fondsparare	86 507*

**inbegriper inte kunder via distributörer*

AVKASTNING PER ÅR (SEK)



HISTORISK KURSUTVECKLING



SKAGEN GLOBAL 2014 (MILJ. NOK)

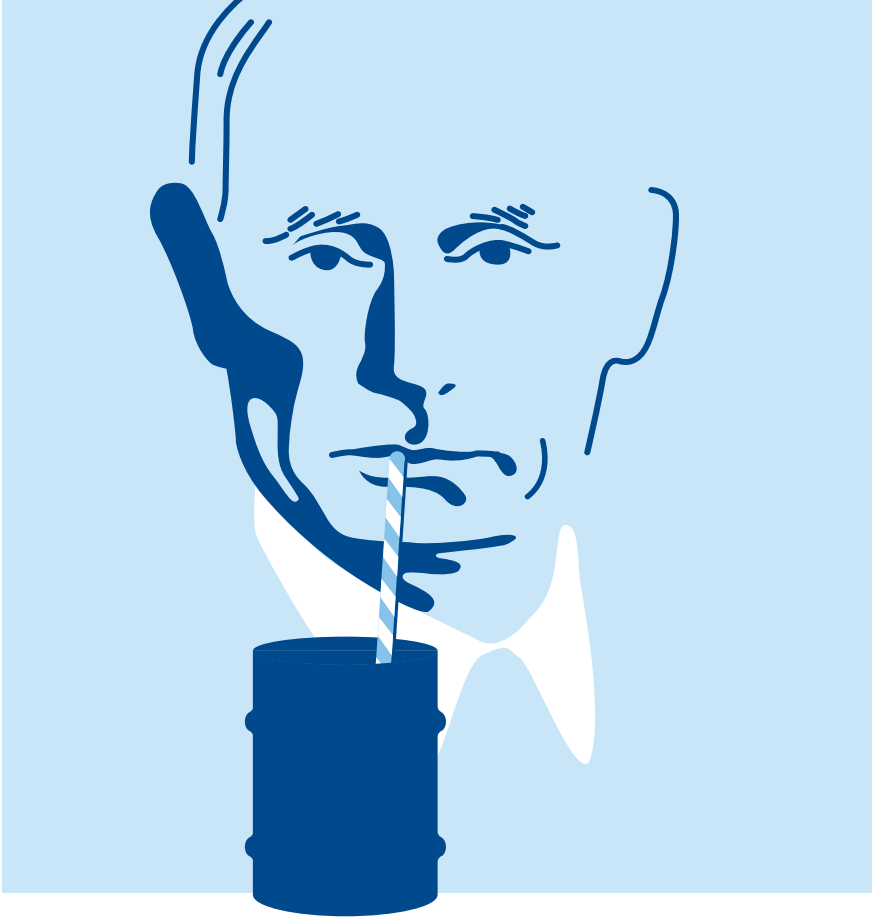
De 5 största positiva bidragsgivarna	
Citigroup Inc	729
Samsung Electronics Co Ltd Pref	576
American International Group Inc	554
Teva Pharmaceutical - Sp ADR	500
Microsoft Corp	467
De 5 största negativa bidragsgivarna	
Vimpelcom Ltd - Spon ADR	-512
Sistema Jsfc	-308
Afren Plc	-297
Gazprom Oao ADR	-293
OCI Co Ltd	-235
5 största köp	
Koninklijke DSM NV	883
Gap Inc/The	633
Sanofi	618
Volvo AB	584
NN Group NV	495
5 största försäljningar	
Samsung Electronics Co Ltd Pref	-1 308
Tyco International Plc	-817
Teva Pharmaceutical - Sp ADR	-744
Bunge Ltd	-728
Oracle Corp	-691

SKAGEN Kon-Tiki

› Innehaven i Ryssland, de utvecklade marknaderna i Europa och solenergiföretag drog ned resultatet i fjol.

› Indien visade däremot framfötterna, och State Bank of India var det innehav som bidrog mest till den absoluta och relativa avkastningen.

› Begreppet tillväxtmarknader håller på att spela ut sin roll. Det finns stora skillnader mellan länder som ger goda möjligheter för en aktiv, värdebaserad bolagsplockare som vi.



Ett år av politiska förändringar

Tillväxtmarknaderna stod i centrum för en rad politiska händelser under 2014 – på både gott och ont. Vår exponering mot ryska företag orsakade de största förlusterna under året, medan Indien var en klar ljuspunkt.

Portföljförvaltare

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

VAD HÄNDE 2014?

Efter stark både absolut och relativ avkastning under 2013 släpade SKAGEN Kon-Tiki efter sitt jämförelseindex 2014. Det finns tre skäl till det.

I Ryssland rasade Sistemas aktiekurs sedan regeringen konfiskerat konglomeratets oljetillgångar. Sistema köpte dessa mellan 2005 och 2009 i ett öppet anbudsförfarande finansierat av statskontrollerade banker, men nu verkar säljaren ha erhållit tillgångarna på ett kontroversiellt sätt som kan ha inkluderat korruption. Vi hyser dessvärre föga hopp om att domstolsprocessen mot tidigare ägare ska visa sig framgångsrik.

Våra innehav noterade på de utvecklade marknaderna i Europa, främst med hög exponering mot tillväxtländer, backade också. Vi tror dock att en svagare euro ska ge europeiska aktier skjuts. Vi menar att värderingarna för dessa företag, som motsvarar 17 procent av fondens tillgångar, är mycket attraktiva i och med att tillväxtmarknaderna är en ofta förbisedd drivkraft.

Placeringarna i solenergiföretag, som gav god avkastning 2013, utvecklades också trögt på grund av viss överkapacitet. Dessutom tyngdes sektorn av de sjunkande oljepriserna. Vi tycker att nedgången är irrationell, eftersom tillväxten i solenergisektorn främst drivs av viljan att minska beroendet av fossila bränslen och minska utsläppen. Kina har tagit täten och strävar efter att öka installationerna med närmare 50 procent till 14 GW nästa år, vilket motsvarar 30 procent av de globala installationerna. Fondens direkta exponering mot sektorn var 1,75 procent av tillgångarna vid årets slut.

Foto: Bloomberg

INDIEN/SBI – EXEMPEL PÅ EN MARKNAD OCH EN AKTIE SOM GICK BRA

Indien var en ljuspunkt under 2014. Vi hade en betydande exponering mot marknaden och de flesta av våra innehav överträffade ett starkt lokalt index. Premiärminister Narendra Modi bildade den första majoritetsregeringen sedan 1984 och hans seger väckte förhoppningar om reformer. En kraftig prisnedgång på mjuka råvaror, livsmedel och olja har bidragit till att mer än halvera inflationen till under 5 procent. Räntesänkningar, en stark och reformvänlig regering samt en väl ansedd centralbankschef skapar förutsättningar för snabbare tillväxt. Den höga avkastningen drev dock upp värderingarna och vi minskade exponeringen något i slutet av året. Indien svarar alltjämt för 15 procent av tillgångarna och vi har stor tilltro till våra viktigaste poster. Hit hör State Bank of India (SBI), som beskrivs nedan.

Vi ser sällan makroekonomi som en central drivkraft för aktieavkastning och baserar aldrig investeringsbeslut enbart på det. Men makroutvecklingen kan ge stöd åt våra investeringsteser.

I början av 2014 ökade vi positionen i State Bank of India väsentligt. Banken är landets ledande statskontrollerade långivare och var, och är, rätt impopulär bland investerarna.

Ett marknadsvänligt valresultat och stabilare lånekvalitet resulterade i ett aktieuppsving på 79 procent under året och motsvarade 4,0 procent av fondvärdet vid årets slut. Självfallet ledde kursuppgången till en viss omvärdering av aktien. Tänker vi då sälja? Inte alls – eftersom värderingen inledningsvis var så låg handlas banken fortfarande till ett P/B-tal på 1,5 jämfört med genomsnittet 3,9 för privatbanker i Indien.

Låg tillväxt, höga räntor och svag likviditet i privata företag ledde till låneförluster för SBI på 144 baspunkter under räkenskapsåret 2014. Det är en uppgång från 56 punkter under räkenskapsåret 2009 och nästan två gånger det tioåriga genomsnittet. Lägre räntor väntas stötta såväl ekonomisk tillväxt som kreditkvalitet, medan högre tillgångsvärderingar ökar bankgarantiernas värde och underlättar refinansiering. Den nya regeringen har infört nya lagar som gör det lättare att ta tillbaka tillgångar, vilket tidigare har tagit åratal i domstolarna. Om låneförlusterna normaliseras till historiska genomsnitt skulle avkastningen på eget kapital öka från 10 till 15 procent. Det bör sägas att SBI, som den största statliga banken, tidigare fått ta sin beskärda del av tvivelaktiga lån, men med den nya lagstiftningen kan återvinningen av tillgångar gå snabbare.

SBI har också förutsättningar för inbyggda, naturliga effektivitetsvinster. Omkring fem procent av personalstyrkan går i pension varje år och ersätts med billigare, mer produktiva arbetstagare. Detta framgår av att personalkostnaderna föll med fyra procent på årsbasis förra kvartalet medan tillgångarna ökade med 12 procent.

Möten med bankens privata konkurrenter visar att SBI har en imponerande effektiv inlåningsverksamhet. Detta kan bli en ännu starkare komparativ fördel framöver med regeringens fokus på finansiell inkludering och skärpt kontroll av mikrobanker.

Narendra Modis regering vidtar nu åtgärder för att förbättra bolagsstyrningen och vara en ansvarsfull aktieägare i statsägda banker. Man planerar att stärka såväl ledningen som styrelsen och skapa en mer professionell enhet för att övervaka sektorexponeringen.

Vi räknar med att SBI ska generera en långsiktig avkastning på eget kapital på 15 procent. Samtidigt bör kredittillväxten bli större än för flertalet andra tillväxtekonomier till följd av eftersatta investeringar i anläggningstillgångar och en växande arbetsstyrka med en medianålder på bara 27 år. Varje månad utökas arbetskraften i Indien med omkring fem miljoner, och nya löntagare behöver både bankkonton och lån. Det är visserligen en utmaning att skapa nya arbetstillfällen, men Modis kampanj *Made in India* kommer förhoppningsvis att locka till sig utländska direktinvesteringar.

Baserat på vårt tillväxtantagande och utsikterna för att kapitalavkastningen ”återgår till medelvärdet” bedömer vi alltjämt att SBI har en stark uppgångspotential.

NYCKELTAL FÖR DE STÖRSTA INNEHAVEN I SKAGEN KON-TIKI (PER 31 DEC 2014)

Företag	Postens storlek, %	Kurs	P/E 2014E	P/E 2015E	P/B senaste	Kursmål
Hyundai Motor	7,9	126 500	4,0	3,7	0,6	250 000
Samsung Electronics	7,5	1 039 000	6,9	6,9	1,0	1 500 000
Great Wall Motor	4,9	44,1	12,1	10,3	3,4	50
State Bank of India	4,0	312	12,5	9,5	1,5	420
Bharti Airtel	3,3	353	22,0	17,6	2,3	450
Mahindra & Mahindra	3,2	1 234	13,7	13,0	3,1	1500
Sabanci Holding	2,9	10,2	9,2	8,5	1,1	14
ABB	2,6	166	18,4	13,8	3,0	205
AP Moller-Maersk	2,5	12 370	8,2	8,5	1,1	16 500
Heineken	2,3	59,0	17,9	16,8	2,9	66
Naspers	1,9	1 515	43,3	30,3	8,0	1 800
Lenovo	1,9	10,2	15,7	11,3	4,5	14
Topp 12 vägt genomsnitt	**44,9**		**8,6**	**7,8**	**1,3**	**41%**
Topp 35 vägt genomsnitt	**73,2**		**9,4**	**8,2**	**1,2**	**46%**
Jämförelseindex (MSCI EM)			**12,3**	**11,4**	**1,4**	

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

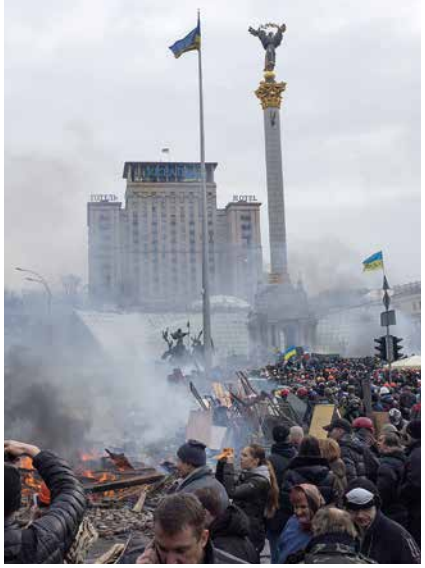


Foto: Bloomberg

TILLVÄXTMARKNADERNA UNDER 2014

Tillväxtmarknadsaktier hade en klen avkastning i förhållande till utvecklade marknader. Därtill var skillnaderna stora mellan de olika nyckelmarknaderna. Krisen i Ukraina, sjunkande oljepris och sanktioner bidrog till att ryska aktier tappade 34 procentenheter, där rubelfallet bidrog med 32 procentenheter. I den andra änden av spektrumet ledde Narendra Modis jordskredsseger i det indiska premiärministervalet i maj till en uppgång med 54 procent för indiska aktier.

Råvaror var den sektor som utvecklades sämst på tillväxtmarknaderna. Orsaken till oljeprisfallet är främst ett ökande utbud av olja. Vi sålde innehavet i Gazprom under 2014, eftersom katalysatorerna inte slog in. Dessutom gör det rådande geopolitiska läget i Ryssland att fler åtgärder som inte ligger i minoritetsaktieägarnas intresse är att vänta. Vi ändrade fördelningen för att fokusera på privata företag som är mindre utsatta för statliga interventioner genom att addera Moskvabörsen och öka innehavet i livsmedelsdetaljisten X5 Retail Group, som drar nytta av en inhemskt driven marginalexpansion. Ryssland svarade för 2,1 procent av fondens tillgångar i slutet av året.

2014 var det tredje året av fyra då aktieavkastningen var lägre på tillväxtmarknaderna än på utvecklade marknader. För andra året i rad skedde stora utflöden från tillväxtmarknadsfonder. Svaga tillväxtmarknadsvalutor förklarar en del, men det mesta av underavkastningen berodde återigen på skrala vinster. Kapitalavkastningen på tillväxtmarknaderna har nu pressats ihop till de nivåer som råder på utvecklade marknader om 12 procent.

BILSEKTORN OCH GWM

Vår stora exponering mot bilsektorn, som utgör 17 procent av tillgångarna, är baserad på bottom up-analys av enskilda företag och speglar inte någon sektorpreferens. Innehaven är spridda över en rad olika geografiska områden, vilket minskar risken.

Ett exempel är kinesiska Great Wall Motor. När vi började investera 2008 grundades vårt antagande på det faktum att nettokassan var större än börsvärdet, samtidigt som företaget hade rapporterat stabil lönsamhet. Den drygt tjugofaldiga avkastningen på vår ursprungliga placering har förstås ändrat på detta, men under perioden fann vi också att företaget var mycket sundare än vi trodde från början.

Sedan vi inledde satsningen har antalet sålda enheter ökat från 108 000 till 731 000 och Great Wall Motor är det ledande stadsjeepmärket i Kina med en marknadsandel nära 13 procent.

Efter ett svagt första halvår 2014 återhämtade sig aktien fint tack vare ökad kapacitet och försäljningstillväxt, driven av nya modeller. Vår uppfattning är att många investerare fortfarande missar poängen i investeringscaset.

Efterfrågan på stadsjeepar i Kina har ökat i en takt om 2–3 gånger den totala bilefterfrågan under de senaste åren och utgör nu 20 procent av bilförsäljningen. Det är fortfarande klart mindre än exempelvis stadsjeeparnas andel i USA, där den är 33 procent. I segmentet kompakta stadsjeepar, som Great Wall framför allt siktar in sig på, är penetrationen bara 15 procent.

Vi gillar ledningens ambitiösa långsiktiga mål att bli världens främsta SUV-tillverkare och företaget kan mycket väl nå målet 2016. På grund av begränsad kapacitet svarar försäljningen utomlands endast för 7 procent av antalet sålda enheter. Ledningen planerar dock att bygga ut antalet anläggningar för montering och tillverkning i utlandet till 24 från tio i dag.

Vi räknar med att ökad kapacitet och nya stadsjeepsmodeller blir en motor för högre tillväxt och hyggliga vinster i år efter ett svagt fjolår. Innehavet har utvecklats från en värdebaserad till en tillväxtbaserad investering med en rimlig värdering på nio gånger vinsten.

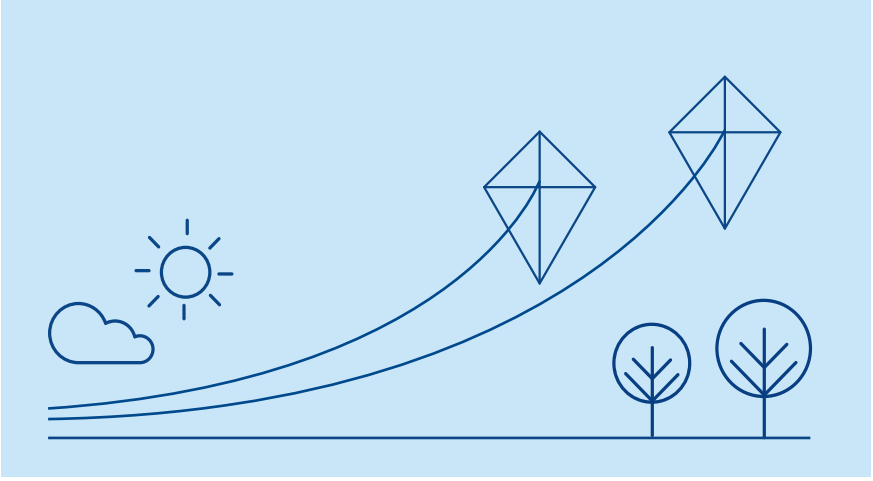
BOLAGSSTYRNING OCH NYA MÖJLIGHETER

JAPAN

Vi ökade våra investeringar i japanska bolag under 2014. Premiärminister Shinzo Abes regering ska införa en ny bolagsstyrningskod för börsnoterade företag, vilket väntas förbättra insynen och ansvarsutkrävandet. Kostnadsminskningar och utdelningar är mål som nu ofta nämns för första gången på årtionden. Vid vårt senaste besök i Japan blev vi positivt överraskade av dessa förbättringar. Många företag har inte alls samma lönsamhet som sina globala motsvarigheter, vilket inte beror på låga produktmarginaler utan på bristande kostnadseffektivitet. Våra två största innehav, Hitachi och Shiseido, är goda exempel på det.

SYDKOREA

Dålig bolagsstyrning har också ansetts vara det främsta skälet till att sydkoreanska aktier länge handlats med rabatt. Våra nyckelinnehav, Hyundai Motor och Samsung Electronics, har samlat på sig stora kassor och haft ensiffriga utdelningsandelar i åratal, vilket lett till en värderingsrabatt jämfört med liknande företag globalt. Nu gläder vi oss åt att regeringen med hjälp av ett kraftigt aktieägartryck äntligen lyckats åstadkomma förändringar: De båda företagen har signalerat påtagligt höjda utdelningar för 2014 och inlett aktieåterköp. Vår värdebaserade förvaltning av rejält rabatterade preferensaktier lyckades fortsatt bra i fjol, då strategin fick draghjälp av förhoppningar om ökade utdelningar som kanske kan göra våra preferensaktier till riktigt lönsamma placeringar.



KON-TIKI PÅ VÄG IN I 2015

SKAGENs investeringsdirektör har framhållit i sin krönika på sidan 4–5, att värde varit impopulärt under många år, vilket gett vår värdebaserade placeringsfilosofi motvind. Vi håller dock fast vid vår inriktning, som genererat stark avkastning på investeringarna över tiden. Det innebär bland annat att vi inte köper företag med 5–6 procent tillväxt till ett P/E-tal på 30–35, eftersom säkerhetsmarginalen är ofördelaktig.

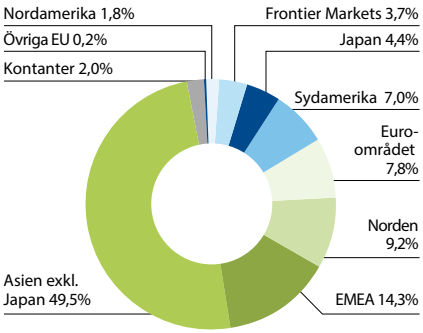
I dagsläget är värderingsrabatten mellan tillväxtmarknader och utvecklade marknader rekordlåg på grund av låga vinster och P/B-tal. Men med vår värdebaserade filosofi värderas nu Kon-Tikis portfölj till en betydande rabatt i förhållande till tillväxtmarknaderna över lag. Detta trots att vi har en rejäl undervikt i ”billiga” sektorer och ”billiga” länder som Kina och Ryssland, men övervikt i ”dyra” sektorer.

Somliga faktorer som bidrog till en klen avkastning 2014 väntas ge fortsatt motvind på väg in i 2015, samtidigt som svaga tillväxtmarknadsvalutor ger vind i seglen för lokala exportföretag. Bland dem finns nötköttsproducenten Marfrig i Brasilien, it-tjänsteföretaget TechMahindra i Indien och det brasilianska gruvbolaget Vale, som också gynnas av kraftigt minskade transportkostnader.

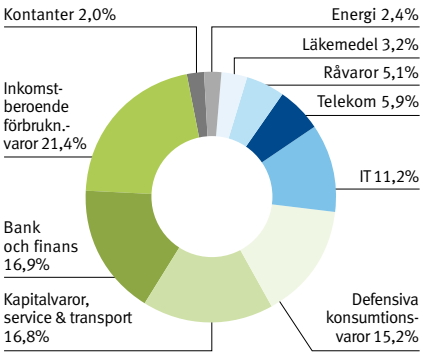
Under 2010–2012 kritiserades vi för att ge en avkastning nära jämförelseindexet. Det var visserligen sant, men den aktiva andelen var hela tiden hög under perioden. Under 2013 och 2014 avvek avkastningen påtagligt från jämförelseindexet, i båda riktningarna, men sammantaget med överavkastning.

Det ska dock sägas att tillväxtmarknadersom begrepp håller på att spela ut sin roll. Det finns stora skillnader i demografi, levnadsstandard, belåningsgrad och ekonomisk utveckling i de länder som ingår i beteckningen. Dessutom blir företag mer globala och i mindre grad knutna till platsen där de har sitt huvudkontor. I SKAGEN Kon-Tiki analyserar och plockar vi enskilda bolag. Att marknaden håller fast vid ett begrepp som snart har passerat bäst före-datum ger därför goda möjligheter för en aktiv, värdebaserad bolagsplockare som vi.

GEOGRAFISK FÖRDELNING (avrundade siffror)



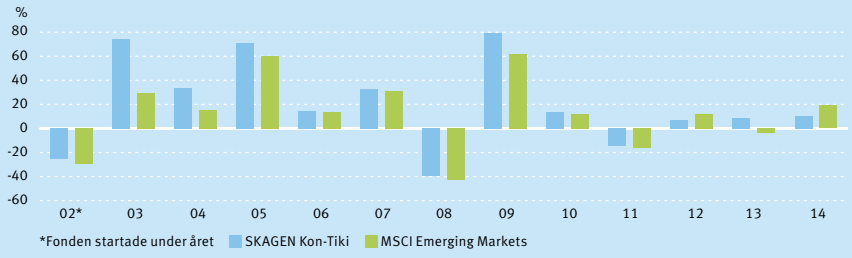
BRANSCHFÖRDELNING (avrundade siffror)



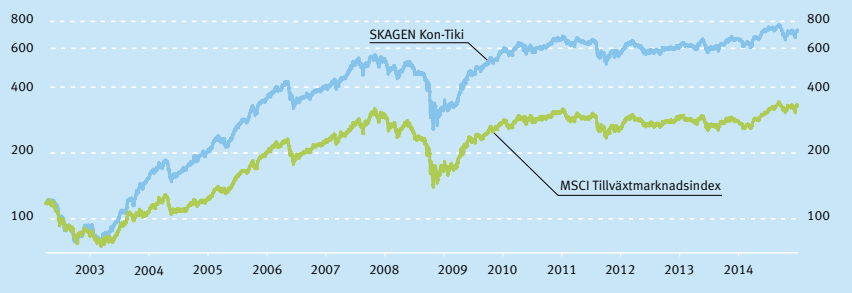
Fondens startdatum	5 april 2002
Avkastning sedan start	513,5%
Genomsnittlig avkastning per år	15,3%
Förvaltningskapital	54 070 milj
Antal fondsparare	71 284*

**inbegriper inte kunder via distributörer*

AVKASTNING PER ÅR (SEK)



HISTORISK KURSUTVECKLING



* Jämförelseindex före 1 jan 2004 MSCI World Index.

SKAGEN KON-TIKI 2014 (MILJ. NOK)

De 5 största positiva bidragsgivarna	
State Bank of India	1 283
Hyundai Motor Co Pref	844
Samsung Electronics Co Ltd Pref	744
Mahindra & Mahindra Ltd	660
Great Wall Motor Co Ltd	554

De 5 största negativa bidragsgivarna	
Sistema Jsfc	-1 355
Vale SA - Pref A	-390
Raiffeisen Bank International AG	-337
Tullow Oil Plc	-306
Cosan Ltd	-292

5 största köp	
Casino Guichard Perrachon SA	968
SBI Holdings Inc	604
Hitachi Ltd	591
Moscow Exchange MICEX-RTS OAO	578
Raiffeisen Bank International AG	469

5 största försäljningar	
Royal Caribbean Cruises Ltd	-1 278
Hyundai Motor Co Pref	-1 110
Haitong Securities Co Ltd	-957
Samsung Electronics Co Ltd Pref	-913
Gazprom Oao ADR	-834

SKAGEN m²

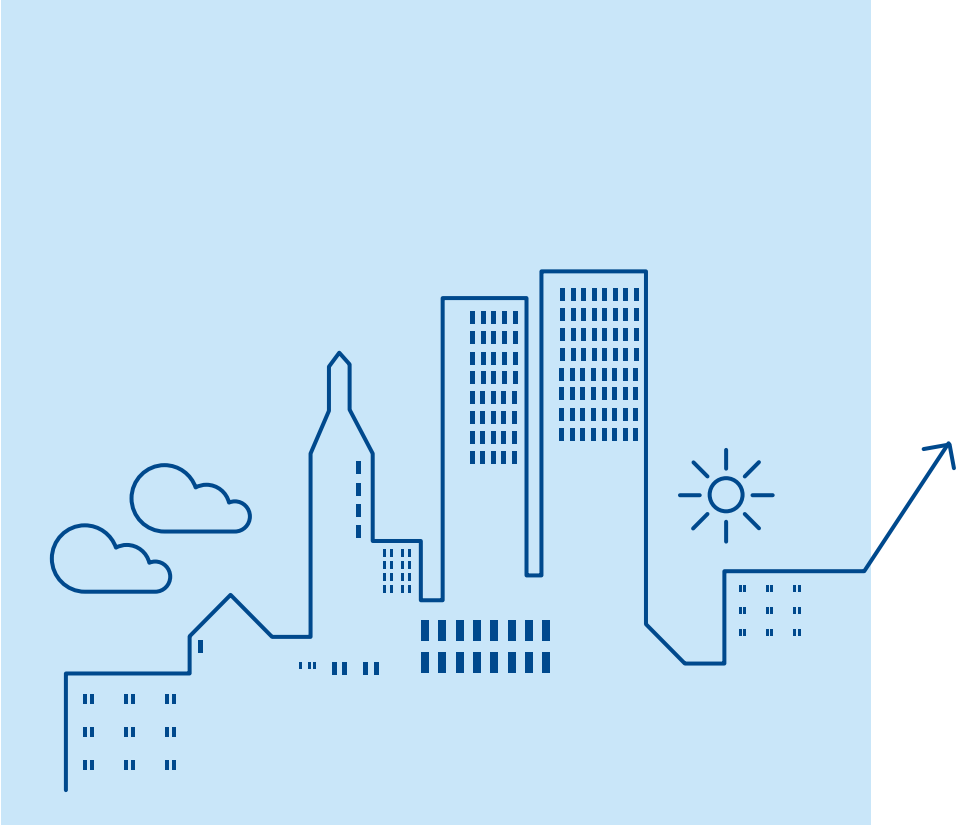
› 2014 präglades av fallande räntor i de industrialiserade länderna och en stark uppgång för amerikanska fastighetsaktier.

› I Tyskland gick det bra för fastighetsbolag som investerar i lägenheter, och Deutsche Wohnen bidrog väl till avkastningen.

› Ökat fokus på fastigheter som tillgångsslag i kombination med fondens val av bolag gav ett bra år.

Portföljförvaltare

Michael Gobitschek och Harald Haukås



Ett gott år för fastigheter

Investerarnas aptit på aktier med höga löpande utdelningar och allt lägre räntor i västvärlden, gjorde 2014 till ett bra år för SKAGEN m².

Avkastningen blev hela 34,2 procent under 2014. Det var likväl 4,2 procentenheter under jämförelseindex. Orsakerna till detta är många. Det är lätt att peka på vår kraftiga undervikt i USA, men samtidigt tjänade vi mycket på vår undervikt i Japan.

VAD PRÄGLADE 2014?

Året präglades av sjunkande räntor i de industrialiserade länderna och en mycket stark utveckling för amerikanska fastighetsaktier. Det amerikanska fastighetsaktieindexet gav en avkastning på 29 procent mot 14 procent för det globala fastighetsaktieindexet, mätt i dollar. Det betyder att den övriga fastighetsaktiemarknaden hade en flack utveckling mätt i en stark amerikansk dollar. En stor del av den amerikanska uppgången sett i ett globalt perspektiv beror på dollaruppgången, medan den i ett amerikanskt perspektiv kan härledas till den svaga utvecklingen för amerikanska fastighetsaktier under 2013 i förhållande till det amerikanska breda aktieindexet S&P 500.

SKILLNADEN MELLAN 2013 OCH 2014

Under bara några veckor under våren 2013 steg tioåriga statsräntor med över en procentenhet. Detta medförde en nedgång i amerikanska fastighetsaktier hösten 2013, som vi då utnyttjade för att öka fondens USA-andel från 15 till 30 procent. Vi ansåg nämligen att konsensussynen på den amerikanska ränteutvecklingen vid början av 2014 var fel. Det fick vi bra betalt för under 2014. Utmaningen för oss som har som mål att leverera god absolut avkastning, var att inte öka andelen amerikanska aktier ännu mer (USA:s indexvikt är över 50 procent).

Foto: Shutterstock

Mer Soho. Vi ökade vårt innehav i Soho China Ltd., som leds av vd Zhang Xin (bilden). Bolaget är i en övergångsfas, från fastighetsutvecklare till investerare och fastighetsägare med inriktning på framförallt kontor i Beijing och Shanghai. Foto: Bloomberg.

E-HANDEL PÅ VÄG IN I KÖPCENTRUM

Utöver räntan var det även andra trender som överraskade under 2014. Med mycket fokus på e-handel och köpcentrum-döden, avskräckte inte prissättningen av detta segment vid ingången till året. Spådomarna om att handelskedjorna ska flytta ut ur köpcentrum och ut på nätet är en halvsanning. Det finns numera även en motsatt rörelse där rena näthandlare ser nödvändigheten av att ha showroom och logistik som centrumkedjorna erbjuder. Därav finns en ökad efterfrågan på yta i köpcentrum i de mer centrala områdena i större städer. Fondens bästa absoluta bidragsgivare, General Growth Property, gav en avkastning på 12 miljoner norska kronor till fonden. Bolaget, som äger köpcentrum i de mer centrala områdena i de största städerna i USA, har varit i stånd att förnya avgående avtal med uppgång i hyresnivåerna med tvåsiffriga procenttal. Bolaget var vid början av 2014 prissatt till en kassaflödesmultipel på 16. Detta är billigt för högkvalitetsföretag som utöver kassaflödet förväntas öka värdet på de underliggande fastigheterna.

GODA BIDRAG FRÅN HOTELL OCH LÄGENHETER

De två nästa företagen på listan över bästa absoluta och relativa bidragsgivare är också amerikanska, Apartment Investment Trust (Aimco) och Ashford Hospitality Trust.

Att utbudet av nya lägenheter inte blev så stort som förväntat, eller fruktat, bidrog till en god värdeutveckling för Aimcos lägenhetsportfölj. På nedsidan finns vår högriskinvestering i husbyggaren Hovnanian, som hade ett svagt år.

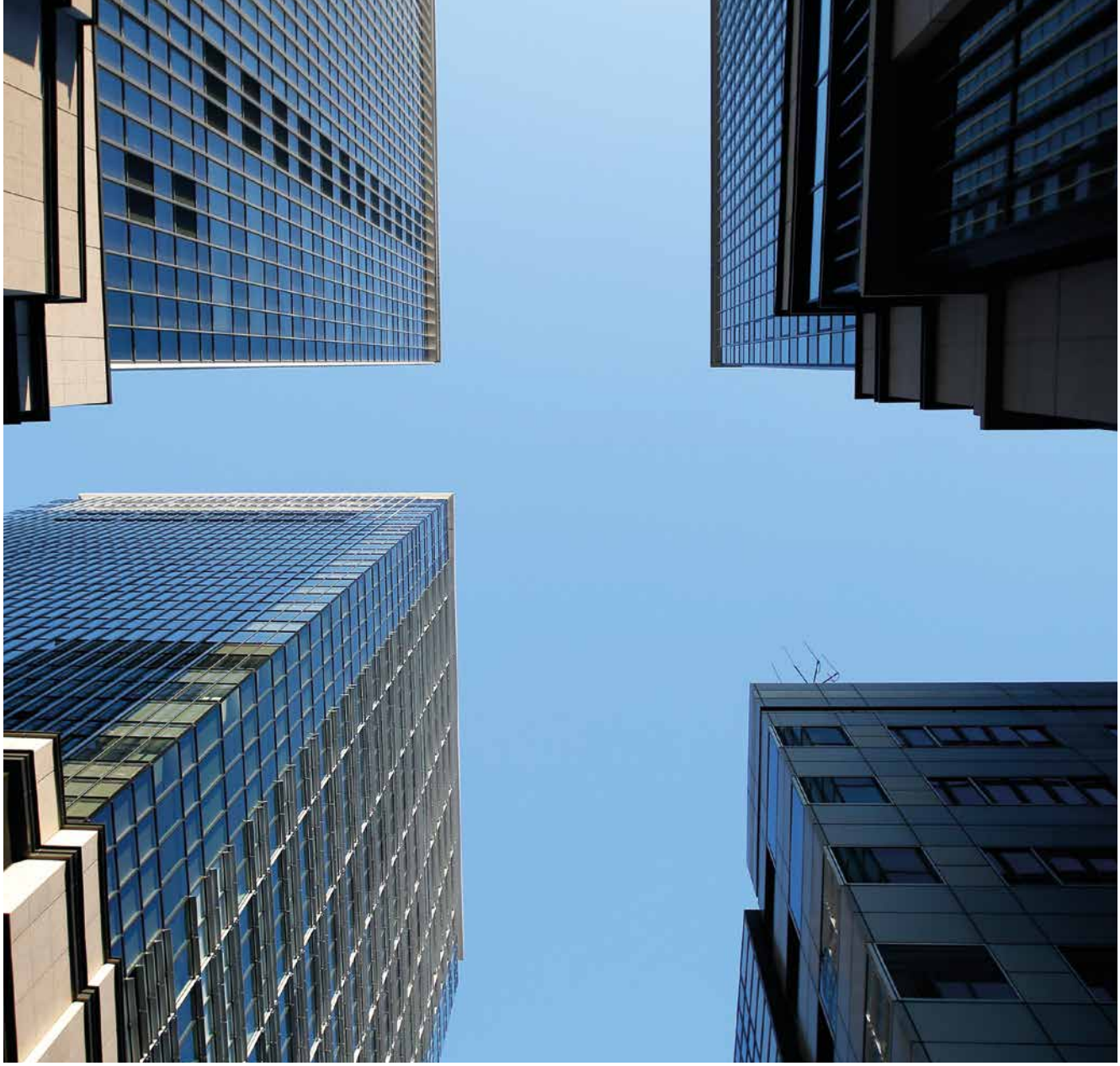
Ashford Hospitality Trust hade en stark utveckling som följd av fortsatt dyr finansiering vid nya hotellbyggen och ökande efterfrågan på hotellrum.

Den var inte bara i USA som fastighetsbolag som investerar i lägenheter upplevde goda tider. Så var även i högsta grad fallet i Tyskland. Vår investering i Deutsche Wohnen gav solida bidrag, både till fondens absoluta och relativa avkastning.

Tyskland kan nu stå inför en långsiktig uppgång för bostadspriserna. Förhållandet ett till två mellan priset på bostad och vanliga löneinkomster, är i nivå med till exempel Norge under tidigt 1990-tal. Dessutom är räntenivån nu mycket lägre än då. Det betyder att trots stark utveckling i företagen som investerar i lägenheter, bör inte dessa avyttras för snabbt trots att den första, och starkaste, uppgången nog ligger bakom oss.

Med en uppgång på 73 procent mätt i lokal valuta tog den thailändska bostadsbyggaren Ananda Development revansch under 2014 efter ett mycket svagt 2013. Det samma var fallet för de indonesiska fastighetsutvecklarna Bekasi Fajar och Summarecon Agung som var upp 64 respektive 95 procent i lokal valuta och därmed årets bästa relativa bidragsgivare. Detta visar att investeringarna vi behållit i Indonesien och Thailand gav solida bidrag till såväl absolut som relativ avkastning under 2014.

Större absoluta förlorare var det få av under 2014. Utöver nämnda Hovnanian var också bidraget från Franshion Properties China svagt. Under en period då det blåste motvind på den kinesiska fastighetsmarknaden knoppade bolaget av hotelldivisionen. Priset de fick låg väl under det vi förväntat. Vi sålde posten och ökade istället i Soho China som utvecklar och i huvudsak äger kontorsfastigheter i Beijing och Shanghai. Bolaget är i en övergångsfas från utvecklare till fastighetsägare. Generellt försöker vi hitta fastighetsägare att investera i hellre än fastighetsutvecklare.



Mitsui Fudosan Co:s Muromachi Furukawa Mitsui-byggnaden (nedan till vänster) och Muromachi Chibagin Mitsui-byggnaden (över till höger) i centrala Tokyo i januari 2015. Mitsui är en av två japanska investeringar och väntas bli en långsiktig värdeskapare. Foto: Bloomberg.

Trots att fondens absoluta förlorare var få, kommer det alltid vara en del relativa förlorare ett år då index stiger med 40 procent. En av våra stora relativa förlorare blev Global Logistic Properties, GLP, ironiskt nog en av de förväntade vinnarna på e-handelsutvecklingen. GLP är noterat på Singapores aktiemarknad, som var svag under 2014. Ett annat moment som hade negativ inverkan på kursen är att en av grundarna avled. Bolaget har en dominerande position inom logistik i Japan, Kina och Brasilien. Bolaget fick också fotfäste i USA under året. Vi ökade positionen under hösten.

Att fastighetsaktier har blivit dyrare under 2014 råder det inga tvivel om. I början av 2015 har analytikerna fortsatt tro på att tillväxten i amerikansk ekonomi resulterar i en ränteuppgång. Än en gång kan de ta fel.

Teorin om att räntenedgång medför ökad inflation, och omvänt, är en sanning som börjar bli problematisk att bevisa empiriskt. Genom allt lägre räntor och kvantitativa lättnader har Japan i flera decennier försökt öka inflationen. Utan att lyckas.

Om någon verkligen vill öka inflationen, bör räntorna kanske höjas snarare än att sänkas. Stick i stäv mot etablerade ekonomiska teorier!

Den japanska regeringen har nu satt sig själv på ett avgörande försök att få upp inflationen. Många förvaltare fruktar initiativen i den mån att de inte törs stå utanför marknaden därför att dessa initiativ kan leda till betydande rörelser i fastighetsaktier och andra tillgångar.

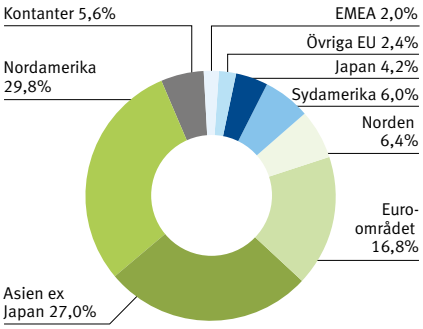
Vi har två investeringar i Japan, Nomura Real Estate Office Fund (NOF) och Mitsui Fudosan. Dessa baseras på förväntan att företagen kommer skapa god långsiktig avkastning, oavsett politiskt klimat. NOF var bästa bidragsgivare i december 2014 och har sedan vi köpte in oss i bolaget utvecklats betydligt bättre än andra japanska fastighetsbolag.

FASTIGHETER SOM NY SEKTOR

Det råder inga tvivel om att fastigheter gått från att vara hatade till älskade sedan finanskrisen. Detta bekräftas av att fastigheter kommer att bli den elfte sektorn i MSCI:s indexsystem från och med 2016. Tidigare var fastigheter en undersektor inom finanssektorn.

Fastighetsaktier har under 50 års historia i USA visat sig vara lika lukrativa som självständig investeringstillgång som den övriga aktiemarknaden. Detta kommer att leda till ökat fokus på fastighetsaktier och dessutom till ett fokus på fastigheter som ett självständigt investeringsalternativ på aktiemarknaden. Det övergripande positiva klimatet för fastighetsaktier sammantaget med vår aktiva stockpickning kan förväntas leda till ännu ett gott år för SKAGEN m².

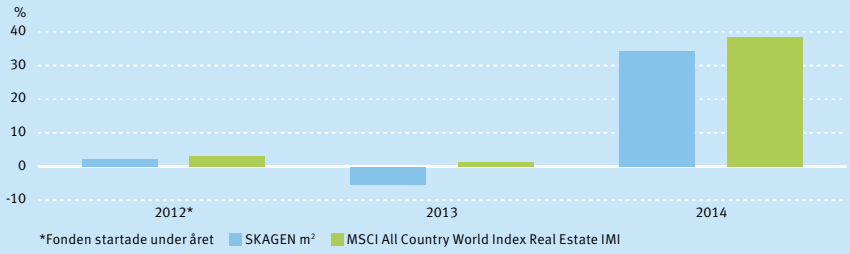
GEOGRAFISK FÖRDELNING (avrundade siffror)



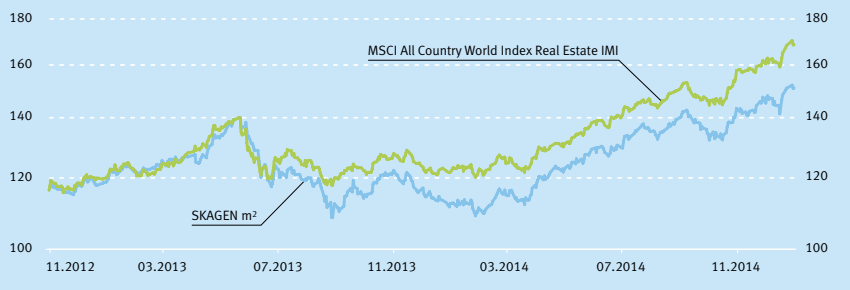
Fondens startdatum	31 oktober 2012
Avkastning sedan start	29,7%
Genomsnittlig avkastning per år	12,8%
Förvaltningskapital	875 milj
Antal fondsparare	6 429*

**inbegriper inte kunder via distributörer*

AVKASTNING PER ÅR (SEK)



HISTORISK KURSUTVECKLING



SKAGEN m² 2014 (MILJ. NOK)

De 5 största positiva bidragsgivarna	
General Growth Properties Inc	12
Apartment Investmest & Management Co	10
Ashford Hospitality Trust	10
Brandywine Realty Trust	9
Deutsche Wohnen AG	9
De 5 största negativa bidragsgivarna	
Etalon Group Ltd GDR	-3
Franshion Properties China Ltd	-3
DLF Ltd	-1
BR Properties SA	-1
Yuexiu Property Co Ltd	-1
5 största köp	
Columbia Property Trust Inc	25
General Growth Properties Inc	20
Melia Hotels International	16
Mitsui Fudosan Co Ltd	15
Dic Asset AG	15
5 största försäljningar	
Capitamalls Asia Ltd	-18
Lippo Malls Indonesia Retail Trust	-14
Segro Plc	-11
Franshion Properties China Ltd	-10
Indiabulls Real Estate Ltd	-10

SKAGEN Credit SEK

› Riskaversionen i räntemarknaden slog kraftigt på flera av våra innehav.

› Det fritt fallande oljepriset och oron i Ukraina/Ryssland påverkade också avkastningen negativt.

› Inför 2015 ser portföljens sammansättning desto mer lovande ut.

Portföljförvaltare

Ola Sjöstrand och Tomas Nordbø Middelthon

Fondens startdatum	30 maj 2014
Avkastning sedan start	-2,52%
Genomsnittlig avkastning per år	n/a
Förvaltningskapital	27 milj
Antal fondsparare i mottagarfonden	87*

**inbegriper inte kunder via distributörer*

SKAGEN Credit SEK är en valutasäkrad matarfond som investerar i mottagarfonden SKAGEN Credit.

Tuff start men ljusa utsikter

Under fondens första sju levnadsmånader visade sig vår diversifierade portfölj vara mindre diversifierad än vi hade räknat med. Dessutom slog riskaversionen i räntemarknaden kraftigt på flera av våra investeringar.

SKAGEN Credit startade den 30 maj 2014 och fondens avkastning efter de första sju månaderna är mycket otillfredsställande. Nu när året är till ända ser man att fondens startpunkt sammanföll med årets lägsta nivåer på kreditpåslag. Efter starten följde en tid med gradvis stigande kreditpåslag. Fondens investeringar ger dock en löpande ränteavkastning och under de första månaderna matchade de varandra. Som en följd av det stod avkastningen under denna period stilla.

Dåligt i Ryssland och Brasilien

Oljepriset föll kraftigt under hösten och flera energiexporterande länder fick sig en känga. Det påverkade bland annat våra obligationer emitterade av det brasilianska oljebolaget Petrobras och av oljeserviceföretaget Seadrill. Situationen i Ukraina/Ryssland förbättrades inte och Ryssland hade då hamnat i en situation där både oljepriset och sanktionerna slog mot landets ekonomi. Det här i sin tur gjorde att rubeln föll och att osäkerheten om landets ekonomi blev ytterligare markant. Något som slog negativt mot exempelvis vår investering i Gazprom.

Sent på hösten blev företagsobligationer som är emitterade i tillväxtmarknader – eller där bolagen har verksamhet i dessa länder – väldigt impopulära. Investerarna sålde därför allt, oavsett kreditkvalitet.

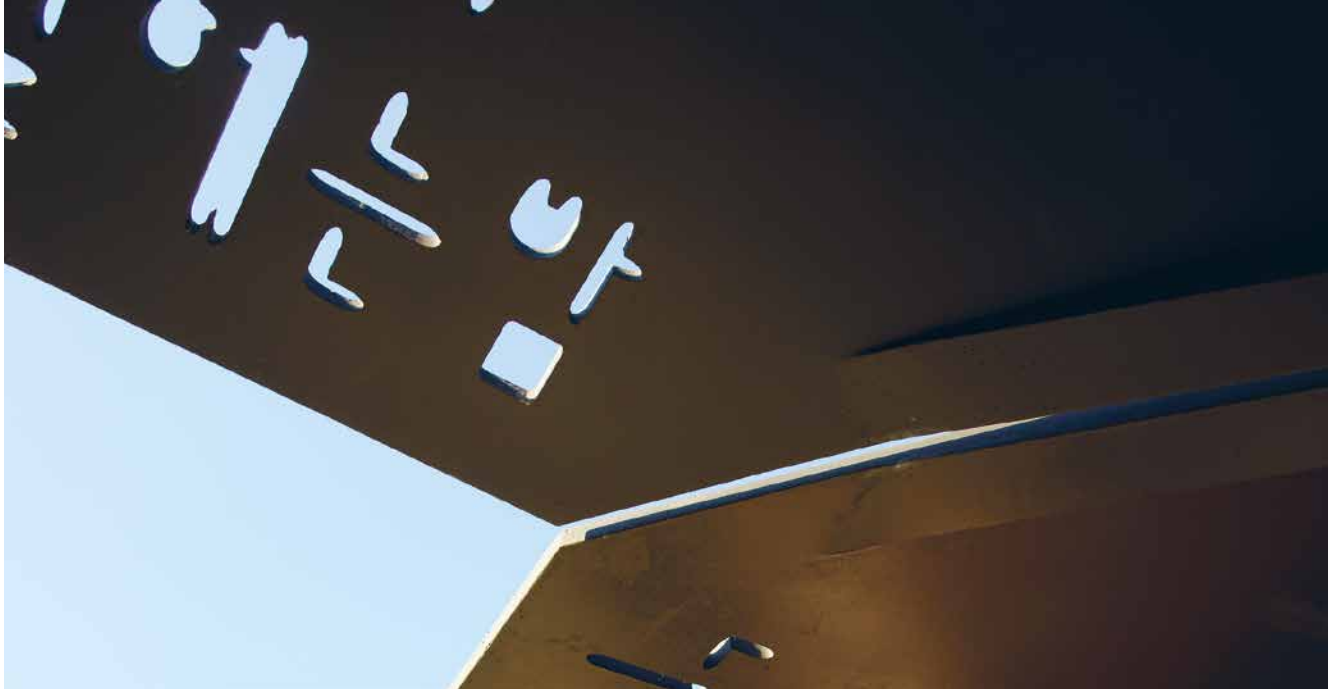
I osäkra tider föredrar investerare i regel sin hemmamarknad, och således flyttades många dollar och euro ut ur tillväxtmarknaderna.

En kombination av ovan nämnda faktorer gjorde att avkastningen blev negativ för 2014. Det var framförallt våra investeringar med Rysslands- och Brasilienexponering som gick dåligt.

I de obligationer fonden har investerat i har vi identifierat troliga triggers som kan få värdet att stiga. Det är antingen företagsspecifika händelser eller möjligheter, och i vissa fall är det ett relativt pris som ska korrigeras jämfört med konkurrenters obligationer.

Mer lovande 2015

Nu i början av året har vi en portfölj där risk-reward ser avsevärt mer lovande ut än för sju månader sedan. Det genomsnittliga kreditpåslaget på fondens investeringar har gått från 250 till cirka 375 räntepunkter vid årsskiftet. Det här påslaget och ändringar av dem är det som avgör fondens avkastning. Alla investeringar är valutasäkrade och således påverkas inte avkastningen när valutakurser ändrar sig. Fonden har också en kort räntedurationen (cirka ett år) och därmed påverkas avkastningen högst marginellt vid ränteändringar. Räntan på investeringarna i portföljen vid starten av 2015, utan ändringar i kreditpåslag, indikerar en avkastning under 2015 på 3,1 procent, cirka tre procentenheter över jämförelseindex.



Betongkropp: En tillbyggnad på Université Diderot i Paris campus, byggd med betong från Lafarge. Lafarge är ledande inom cement, granulat och betong och bolagets material används över hela världen. Foto: Emmanuel Gabily, copyright Lafarge.

LÖNSAM SAMMANSLAGNING

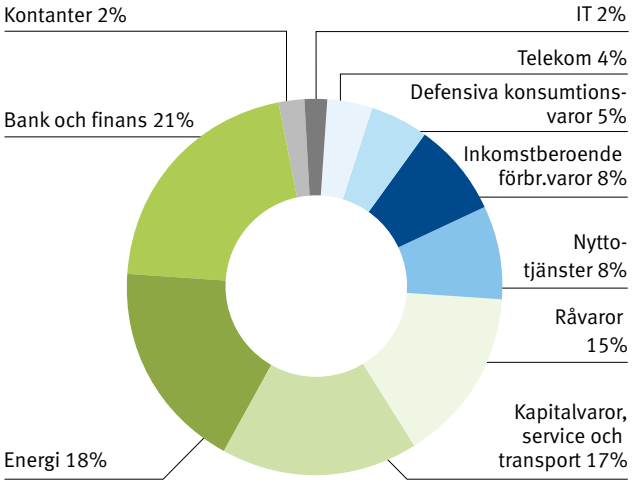
En av fondens större investeringar är i det franska företaget Lafarge som tillverkar byggnadsmaterial. Lafarge är världsledande inom bland annat cement och har en stabil och ganska så ospännande verksamhet. Ratinginstituten ger bolaget ratingen BB+. Det spännande är att företaget sedan en tid tillbaka genomgår en sammanslagning med ett annat bolag, Holcim, som är verksamt inom samma bransch.

Triggern i det här fallet ligger just häri; Holcim har en bättre kreditrating, BBB, vilket också innebär en klassificering som investment grade. När väl sammanslagningen är färdig kommer vår obligation också att få investment grade och kommer att handlas till ett väsentligt lägre kreditpåslag.

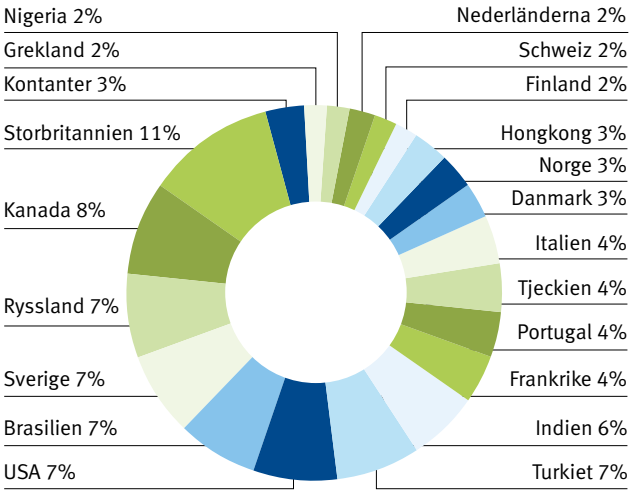
Ett annat exempel är bilföretaget Fiat, eller mer korrekt Fiat-Chrysler då koncernen består av ett flertal bilmärken varav Fiat och Chrysler är de viktigaste. Företaget har en rating på B/BB och är en av de största biltillverkarna i världen med en god diversifiering både geografiskt och produktmässigt.

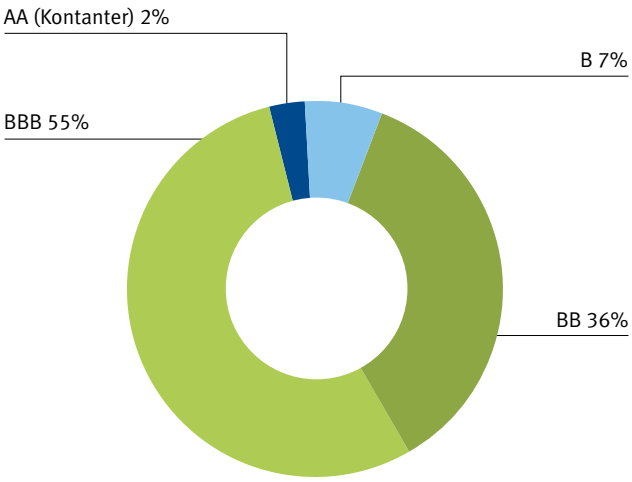
Deras obligationer handlas avsevärt högre än konkurrenternas med likvärdig kreditkvalitet och de har ett uttalat mål om att senast 2017 uppnå investment grade-rating, det vill säga BBB. Priset på deras obligationer är alltför lågt och fram till dess andra förstår det får fonden en bra ränta som inte motsvarar risken.

BRANSCH OCH RATING



LANDRISK





SKAGEN Krona

› Kronas effektiva ränta minskade som en konsekvens av Riksbankens nollränta.

› Det blir allt svårare att hitta obligationer med löptider längre än ett år där risken kompenseras av bättre ränta.

› Fonden ska ge stabil avkastning även i lågräntetider, och vi undviker att låta oss frestas att öka risken för att ge lika hög avkastning som tidigare.

Portföljförvaltare

Ola Sjöstrand och Elisabeth Gausel

Fondens startdatum	29 juni 2007
Avkastning sedan start	20,61%
Genomsnittlig avkastning per år	2,53%
Förvaltningskapital	633 milj
Antal fondsparare	373*

**inbegriper inte kunder via distributörer*

Ett år med ännu lägre räntor

För ett år sedan skrev vi att 2013 blev ännu ett år med låga räntor. Under 2014 sänktes räntorna ännu mer.

Inflationen vägrar att ta fart i Sverige och Riksbanken sänkte reporäntan från 0,75 till rekordlåga 0 procent. Den effektiva räntan i Krona minskade som en konsekvens från 1,3 till 0,5 procent under året. Årsavkastningen på 1,25 procent är med dessa låga räntenivåer inte så illa. Krona lyckades också mäkta med att ge en högre avkastning än fondens genomsnittliga effektiva ränta.

AVKASTNING PER ÅR

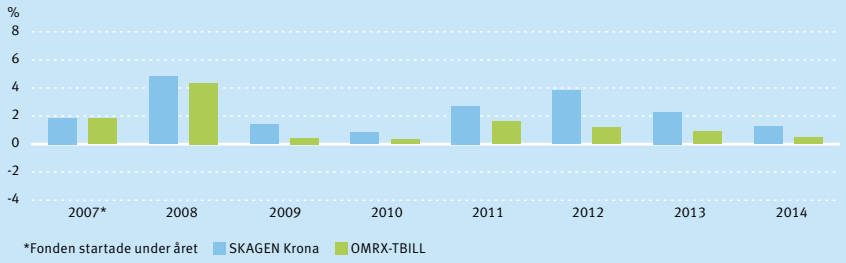
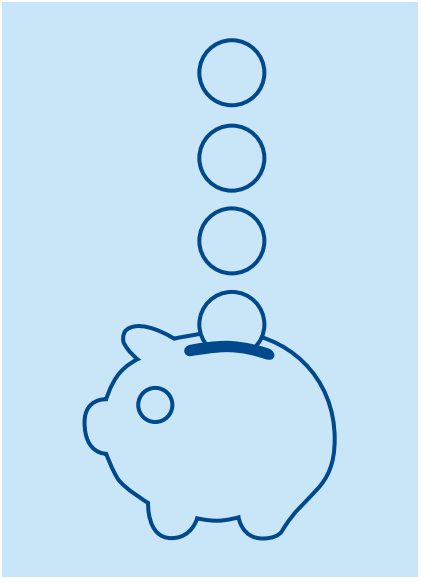


Foto: Ikano



PROBLEMATISKT MED LÅNGA LÅN

Det kreditpåslag som företag i Sverige måste betala utöver den riskfria räntan har minskat ytterligare under 2014. Det är inga dramatiska ändringar, men nivåerna är så låga att vi fått det allt svårare att finna prisvärda alternativ. Lån till företag på certifikatmarknaden, det vill säga lån som är kortare än tolv månader, ger generellt en bra riskjusterad ränta. Det är de längre lånen, obligationer med slutförfall bortom ett år, som är problemet.

Vid starten av året hade Krona drygt 40 procent investerat i obligationer med löptider längre än ett år. Den andelen har vi sedan årsskiftet minskat till cirka 20 procent. Dessa längre obligationer ger endast en marginellt högre ränta än de kortare, och den är inte så hög att den kompenserar risken för prisändring. Risken består i huvudsak av att de får ett högre kreditpåslag. Vid ett högre kreditpåslag faller värdet och ju längre obligation desto större påverkan får en ändring.

BANK UTAN RATING

Ikano Bank och dess räntepapper är ett bra exempel på hur Krona investerar. Banken är relativt liten och har inte någon officiell rating. Kreditkvaliteten är inte så bra som de stora svenska bankerna, men å andra sidan är det en bank som är avsevärt mindre komplex och som gör det enklare att bedöma risken. En investering i 9–12 månaders certifikat från Ikano ger en ränta som är cirka tre gånger så hög som räntan på storbankernas certifikat med samma löptid.

Likviditeten är förvisso något sämre i Ikanocertifikat men en så stor skillnad i ränta är inte försvarbar. Krona har haft Ikano Bank som en av sina absolut största investeringar genom hela året. Andelen investerat i Ikano-obligationer var större första delen av 2014 och andelen investerat i certifikat var större vid slutet av året.

STABILT OCH BÄTTRE ÄN SPARKONTOT

Som andelsägare i Krona ska man kunna förvänta sig en stabil avkastning och en avkastning som överstiger bankernas bästa sparkkonto. För att kunna uppnå det gör vi för det första egna bedömningar av alla företag vi investerar i. Vidare investerar vi i certifikat eller obligationer som gör att fonden enkelt kan omsätta innehaven om så skulle behövas.

För det tredje avser vi till varje tidpunkt hålla en portfölj där vi bedömer att risken är låg. Det sista betyder inte att allt ska investeras i svenska statsskuldväxlar. Risken kan mycket väl vara låg också i företag utan officiell rating eller i längre obligationer (med rörlig ränta) som har ett högt kreditpåslag. I begreppet låg risk väger vi in både kreditrisk och ränterisk och förväntad avkastning. Det är inte en enkel avvägning och det finns många fallgropar. I dessa tider med låga räntor och låga kreditpåslag är den största risken att man omedvetet ökar risken för att kunna ge en lika hög avkastning som tidigare. Det här försöker vi undvika till varje pris och avkastningen får hellre bli något lägre i en period än att andelsägarna får en volatil och oförutsägbar avkastning.

SKAGEN Tellus

› 2014 var ett lyckosamt år för andelsägarna.

› Inga placeringar i Japan.

› Vi tror fortsatt på minskade ränteskillnader i euro-området

Portföljförvaltare

Torgeir Høien och Jane Tvedt

Fondens startdatum	29 september 2006
Avkastning sedan start	66,87%
Genomsnittlig avkastning per år	6,40%
Förvaltningskapital	1 196 milj
Antal fondsparare	2 519*

**inbegriper inte kunder via distributörer*

Stabil avkastning

Våra antaganden att de ”säkra” långräntorna inte skulle sticka iväg och att skillnaderna mellan räntorna i euroområdet skulle krympa visade sig stämma. Därför blev 2014 ett mycket bra år för SKAGEN Tellus andelsägare med en avkastning på 22,3 procent.

Även den långsiktiga historiken är stabil. Den rekommenderade investeringshorisonten för andelsägarna i den globala statsobligationsfonden SKAGEN Tellus är tre år. De senaste tre åren har fonden i genomsnitt gett en avkastning på 9,4 procent. Det är 5,9 procentenheter mer än dess jämförelseindex, som mäter vad en passivt förvaltad statsobligationsportfölj ger i avkastning. Sedan fonden startades 2006 har den årliga avkastningen varit 6,4 procent. Det är 1,5 procentenheter bättre än indexet och i linje med fondens mål att över tiden ge en meravkastning på 1,5.

Fondens bästa investeringar hittade vi i euroområdets periferi, med de starkaste bidragen från Slovenien, Portugal och Italien. Därtill gav flertalet andra placeringar, som är spridda runt om i världen från Kina till USA, plusavkastning. I USA hade vi kunnat tjäna ännu mer pengar om vi valt att hålla obligationer med lång löptid, men den starkare dollarn bidrog i alla fall med en bra valutavinst.

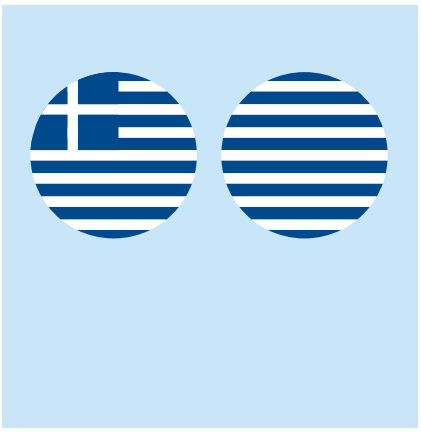
Japan – nej tack!

Den största avvikelsen från jämförelseindexet är att fonden inte har några japanska obligationer. Under året, då yenen låg kvar på ungefär samma kurs i förhållande till euron, gick vi därmed miste om ännu en nedgång i de långa räntorna.

Vi är ändå nöjda med att hålla oss borta från Japan, som är en tickande bomb. Risken är att investerarna en dag inser att de japanska myndigheterna inte kan hantera det skuldberg de byggt upp. När det sker rasar yenen, räntorna skjuter i höjden och inflationen tar fart. Det är som när oljeprisfallet fick folk att inse att den ryska staten inte kan klara av sina åtaganden framöver om priserna inte vänder upp. Vi vill inte ha några placeringar i Japan när det sker, samtidigt som vi är väl medvetna om att det är omöjligt att veta när skrällen kommer.

För 2015 tror vi att det alltjämt finns mycket att hämta på minskade ränteskillnader i euroområdet. Signalerna från Europeiska centralbanken är nu tydliga: man kommer att köpa statsobligationer i stor skala. Avsikten med detta är att få upp inflationen och sprida effekterna av lägre räntor till alla de 19 länder som nu är med i eurosamarbetet.

Vi tvivlar på att tillgångsköpen får någon märkbar inverkan på inflationen, men däremot bör ränteskillnaderna påverkas kraftigt. Som vi förklarat i den generella räntekommentaren på sidan 11, räknar vi inte med någon markant höjning av de långa tyska räntorna. Men det betyder att vi förväntar oss lägre statsräntor i andra länder, och således är utsikterna för kapitalvinster goda.



FÖLJER GREKLAND MED ARGUSÖGON

Vi följer utvecklingen i Grekland noga. I höstas sålde vi innehavet innan räntorna drog iväg sedan regeringens föreslagna presidentkandidat inte fått godkänt. Grekerna väljer nog inte att lämna euron, men det lär bli en turbulent period tills en ny regering förhandlat färdigt med Europeiska centralbanken, Europeiska unionen och Internationella valutafonden. Någon gång under 2015 blir grekiska obligationer sannolikt återigen attraktiva, precis som förr.

Avkastnings- och riskredovisning

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

Per 31-12-2014	Hittills i år	Senaste året	Senaste 2 år	Senaste 3 år	Senaste 5 år	Senaste 10 år	Sedan start
SKAGEN Vekst A*	13,5%	13,5%	13,4%	12,7%	4,3%	9,6%	14,4%
MSCI Nordic/MSCI AC ex. Nordic	21,1%	21,1%	18,8%	17,1%	9,6%	10,9%	9,9%
SKAGEN Global A**	14,2%	14,2%	16,5%	15,0%	9,0%	10,9%	15,7%
MSCI World AC	26,8%	26,8%	24,1%	19,2%	11,2%	7,3%	4,4%
SKAGEN Kon-Tiki A***	10,0%	10,0%	9,2%	8,6%	4,5%	13,4%	15,3%
MSCI Emerging Markets	19,1%	19,1%	7,1%	8,7%	3,7%	10,2%	8,4%
SKAGEN m^2 A	34,2%	34,2%	12,7%				12,8%
MSCI All Country World Index Real Estate IMI	38,4%	38,4%	18,5%				18,7%
SKAGEN Tellus A****	22,3%	22,3%	10,0%	9,4%	5,8%		6,4%
J.P. Morgan GBI Broad Index Unhedged in EUR	22,6%	22,6%	7,8%	3,5%	3,2%		4,9%
SKAGEN Credit SEK	-2,5%						-2,5%
OMRX Tresury Bill Index	0,2%						0,2%
SKAGEN Krona	1,3%	1,3%	1,8%	2,5%	2,2%		2,5%
OMRX Tresury Bill Index	0,5%	0,5%	0,7%	0,9%	0,9%		1,5%

* *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).*

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

*** *Jämförelseindex före 1/1/2004 var MSCI World Index.*

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

Risk- och prestationsmått

Per 31-12-2014	SKAGEN Vekst A	SKAGEN Global A	SKAGEN Kon-Tiki A	SKAGEN Tellus A
TRADITIONELLA RISK- OCH PRESTATIONSMÅTT SENASTE 5 ÅR				
Standardavvikelse fond	13,7%	10,9%	13,2%	6,6%
Standardavvikelse jämförelseindex	11,8%	8,3%	12,8%	9,4%
Sharpekvot för fond	0,24	0,71	0,27	0,71
Sharpekvot för index	0,70	1,16	0,21	0,24
Relativ volatilitet	5,5%	5,0%	4,8%	5,8%
IR	-0,90	-0,39	0,17	0,41
Korrelation	0,92	0,90	0,93	0,79
Alfa	-5,6%	-3,8%	0,95%	3,8%
Beta	1,07	1,17	0,97	0,56
R2	84%	80%	87%	62%
VINST- OCH FÖRLUSTANALYS SENASTE FEM ÅR				
Relativ vinst	98%	108%	106%	91%
Relativ förlust	133%	133%	102%	68%
Relativ vinst/relativ förlustkvot	0,74	0,81	1,04	1,34
Positiv indexavvikelse	5,5	6,0	6,8	8,9
Negativ indexavvikelse	10,5	8,0	6,0	6,5
Indexavvikelsekvot	0,53	0,76	1,14	1,36
Mängd positiv avvikelse	35%	43%	53%	58%
Mängd positiv avvikelse, uppgång	34%	50%	53%	31%
Mängd positiv avvikelse, nedgång	35%	34%	53%	92%
Konsistens	40%	47%	52%	58%
Konsistens, uppgång	35%	51%	55%	41%
Konsistens, nedgång	48%	37%	48%	87%
VALUE AT RISK 5 ÅR				
Value at risk: observed, NAV	-7,4%	-4,5%	-6,6%	-3,1%
Value at risk: observed, benchmark	-5,1%	-2,9%	-6,8%	-4,7%
Relativ Value at Risk, observed	-2,9%	-3,3%	-2,5%	-3,3%
RISKMÅTT SEDAN START				
Relativ vinst	95,2%	151,9%	120,5%	64,2%
Relativ förlust	78,2%	104,1%	100,2%	60,8%
Relativ vinst/relativ förlustkvot	1,2	1,5	1,2	1,1
Positiv indexavvikelse	13,9	18,4	12,1	13,4
Negativ indexavvikelse	9,9	8,6	6,0	14,7
Indexavvikelsekvot	1,4	2,2	2,0	0,9

ORDFÖRKLARING

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Konsistens är andelen månader med meravkastning i förhållande till index.

Ett år av samhälls-nyttiga projekt

SKAGEN har en lång tradition av engagemang i samhällsnyttiga projekt lokalt och globalt. Det gällde även 2014, då ljuskäglan har riktats mot långsiktiga och hållbara samhällsinvesteringar.

Christian Sigersted Larsen, kommunikations- och marknadschef i Danmark

Ända sedan starten har SKAGEN Fonder navigerat efter en uppsättning starka värderingar. Detta gäller såväl företagets unika investeringsfilosofi som den dagliga driften av kontoren i Europa. Hållbarhet och en långsiktighet genomsyrar hela företaget. Det kommer således också till uttryck i vårt engagemang i ett antal samhällsnyttiga projekt, som alla är noggrant utvalda för att matcha företagets värderingar.

– I en kulturdriven organisation som vår är mänskligt kapital vår viktigaste tillgång. Våra sponsororganisationer och vårt stöd till samhällsnyttiga projekt är nära besläktade med SKAGENs kärnvärden. De hjälper oss att kommunicera vad vi står för och vilka vi är, säger Lisen Dybdahl, chef för global kommunikation i SKAGEN Fonder.

Sedan 2006 har SKAGEN stöttat Läkare Utan Gränser, SOS Barnbyar och Kolibri – Children at Risk Foundation med mer än 70 miljoner norska kronor. Medlen kommer från fondbolaget SKAGEN och inte från SKAGENs andelsägare.

Läs mer om SKAGEN Fonders samhällsansvar på www.skagenfonder.se/csr.

Under 2014 har SKAGEN-anställda, familjer och vänner stickat babymössor som togs med till Läkare Utan Gränsers förlossningsmottagning i Nairobi. Tillsammans med de mössor som Läkare Utan Gränser tog med sig från Oslo, kunde varje barn som föddes under de tre första vintermånaderna få en mössa – allt som allt runt 700 stycken.

Innan de fyra SKAGEN-kollegerna reste till Kenya, samlade alla anställda i SKAGEN in pengar till en lekplats nära ett sjukhus i Nairobi. Sjukhuspersonalen önskade sig nämligen en klätterställning till lekplatsen, där många barn väntar länge för att besöka läkare.

LÅNGSIKTIGA INVESTERINGAR I SAMHÄLLET

Under de senaste nio åren har SKAGEN haft ett särskilt nära samarbete med de tre stödorganisationerna Läkare Utan Gränser, SOS-Barnbyar och Kolibri – Children at Risk Foundation. Tre organisationer som i många avseenden delar SKAGENs grundläggande värderingar. Gemensamt för dem är att de tänker långsiktigt och verkar i områden som ofta inte får så mycket uppmärksamhet.

– Det finns många paralleller mellan sättet vi investerar på och vårt stöd till samhällsnyttiga projekt. Vi tänker globalt och bidrar till hjälp i de kriser som inte nödvändigtvis får så mycket uppmärksamhet i resten av världen. Vårt ansvarstagande återspeglas också i de etiska riktlinjer som ligger bakom våra investeringar, säger Trygve Meyer som arbetar med SKAGENs portföljkommunikation.

FÄLTSTUDIE I KENYA

I november förra året fick fyra SKAGEN-medarbetare möjlighet att med egna ögon se den stora skillnad stödet verkligen gör, när de reste till Nairobi i Kenya tillsammans med Läkare Utan Gränser. Nairobi har nästan fyra miljoner invånare, varav hälften lever under svåra förhållanden i slumområden. Under en händelserik vecka upptäckte de fyra kollegorna hur Nairobis mest utsatta medborgare får hjälp av Läkare Utan Gränser i slumområdena Kibera och Mathare. Stadsdelar med ofattbar fattigdom, där behandlingen av tuberkulos och sjukvårdsupplysning gör en ofantlig skillnad. Här besökte de bland annat Kibera South Clinic, en stor och mer modern sjukhusbyggnad som erbjuder gratis vård till invånare som inte kan betala för sjukvård. På lång sikt är planen att myndigheterna ska ta över driften av sjukhuset.

Dagarna i Nairobis slum med Läkare Utan Gränser gav en god inblick i det stora och viktiga arbete som de utför för människorna här. Behovet är enormt, varje dag räddar och förbättrar de livet för människor som lever i extrem fattigdom. Intrycket att de gör en nödvändig skillnad för befolkningen här stärktes helt klart.

ENGAGEMANG SOM SMITTAR

Resan skapade ett stort engagemang bland de anställda, både de som var med på resan och andra. De såg ett stort intresse bland vänner och bekanta som de delade sina upplevelser med i sociala medier. Budskapet spreds på så sätt långt utanför SKAGENs väggar. Som Läkare Utan Gränser säger: När fler vet, dör färre.

FRAMTIDA STÖD

Samarbetet med Läkare Utan Gränser, SOS Barnbyar och Kolibri – Children at Risk Foundation kommer att fortsätta under 2015. Fokus kommer att förbli på projekt riktade till barn och ungdomar, både lokalt och globalt, samt inom områdena kunskap, forskning, utbildning och humanitärt arbete. Framemot 2016 kommer SKAGEN att stärka samarbetet med SOS Barnbyar. Detta för att SKAGEN ska kunna involvera sig ännu mer i specifika hållbara projekt med långsiktiga ändamål.

Inbjudan till bolags-stämma för SKAGEN AS

Vi önskar SKAGEN Fonders andelsägare välkomna till bolagsstämma i Stavanger Konserthus, onsdag 4 mars kl. 18.

Agenda för stämman:

1. Val av mötesordförande och två andelsägare som justeringsmän.
2. Styrelsens årsrapport.
3. Revisionsberättelse.
4. Val av en styrelseledamot till SKAGEN AS styrelse.
   – Valberedningen föreslår att nuvarande styrelseledamot Martin Petersson omväljs som andelsägarvald styrelseledamot med varaktighet fram till 2017.
5. Val till valberedningen
   – Styrelsen föreslår att Terje Vareberg väljs med varaktighet fram till 2018.
6. Inkomna frågor från andelsägarna.

Förhandsrösta på Mina sidor

Andelsägare kan enkelt rösta på Mina sidor genom att logga in på www.skagenfonder.se. Alternativt går det att skicka sin röstsedel till legal@skagenfondene.no eller till SKAGEN, Postboks 160, 4001 Stavanger. Förhandsröster ska vara SKAGEN tillhanda senast 27 februari. Innehav per 27 februari kommer att vara avgörande för antalet röster. För dig som har förhandsröstat är det inte nödvändigt att registrera dig vid ankomsten.

Vid valet justeras rösträtten så att andelsägare som äger samma värde får samma antal röster. Andelsägare kan rösta via fullmakt. Godkänd fullmaktsblankett finns på www.skagenfonder.se eller kan fås genom att kontakta Kundservice på telefon 0200-11 22 60. Kom ihåg att ta med legitimation och eventuellt registreringsbevis.

Andelsägare har rätt att få frågor behandlade som skickats in skriftligt till fondbolagets styrelse senast en vecka före stämman. Med undantag för valen kan stämman inte fatta beslut som binder fonderna eller förvaltningsbolaget.

Fondsamtal

Efter den formella delen av bolagsstämman kommer SKAGENs vd Leif Ola Rød berätta om de senaste nyheterna från SKAGEN, och därefter talar investeringsdirektör Ole Søeberg om utsikterna framöver. Det blir fondsamtal med flera av portföljförvaltarna och investeringsdirektören. Det kommer att vara möjligt att ställa frågor både via sms och på plats.

Med vänlig hälsning,
SKAGEN AS styrelse

Martin Gjelsvik
Styrelseordförande

Rhododendron i Dagmimes have, Skagen, 1917, Beskuren. Av Laurits Tuxen, en av Skagenmålarna. Bilden tillhör Skagens Museum.

ÄGARSTRUKTUR

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

STYRELSENS ANDELAR I SKAGENS FONDER

Namn	**Antal andelar**	**Funktion**
Martin Gjelsvik	16 766	Styrelseordförande, aktieägarvald
Åge K. Westbø	986 350	Aktieägarvald styrelseledamot
Simen Vier Simensen	0	Aktieägarvald styrelseledamot
Anne Sophie K. Stensrud	197 950	Aktieägarvald suppleant
Jesper Rangvid	224	Aktieägarvald suppleant
Per Gustav Blom	41 701	Andelsägarvald styrelseledamot
Martin Petersson	3 530	Andelsägarvald styrelseledamot
Aina Haug	157	Andelsägarvald suppleant

VALBEREDNING

Sigve Erland (ordförande), Barbro Johansson och Per Olof Höglund.

Valberedningens uppgift är att föreslå kandidater till andelsägarvalda styrelseledamöter.

Stora händelser – liten utdelning

2014 var ett år som präglades av dramatiska händelser och marknadsrörelser. Politiska risker och USA:s ökade attraktionskraft påverkade SKAGENs aktiefonder negativt.

De stora valutakursförändringarna under året ledde till mycket stora skillnader i absolut avkastning för fondsparare i de länder där SKAGEN finns – från god avkastning i norska kronor räknat till negativ avkastning i brittiska pund. Och oavsett hur den absoluta avkastningen såg ut gav samtliga aktiefonder lägre avkastning än sina jämförelseindex. Det är ett resultat som vi inte är nöjda med. Förklaringen var dels fondernas geografiska exponering, dels händelser på företagsnivå. Amerikanska företag har generellt varit för dyra för att uppfylla SKAGENs värdebaserade kriterier. Dessa har dock en stor andel i jämförelseindexen, så när amerikanska aktier stiger, stiger även indexen – men den uppgången fick våra fonder inte del av. Dessutom backade flera av fondens ryska investeringar kraftigt.

Förväntningar inför 2015

Den geopolitiska oron förväntas fortsätta under 2015. Samtidigt börjar vi året med ett lågt oljepris som sänker kostnadsnivån och bidrar till ökad lönsamhet för en rad företag. En fortsatt lågräntepolitik kan också locka fler investerare till aktiemarknaderna med omvärdering som följd. SKAGENs ambition är att skapa överavkastning åt kunderna genom noggranna analyser och ett aktieurval som grundar sig på vår investeringsfilosofi.

Förvaltningsbolaget SKAGEN AS stakar ut kursen för framtiden

SKAGENs investeringsfilosofi är långsiktig och värdebaserad. Detsamma gäller strategin för vår verksamhet. Organisationen har byggts upp steg för steg sedan grundandet 1993, och 2014 togs de första stegen mot ett generationsskifte på ägarsidan. Styrelsen är angelägen om att hitta en långsiktig ägarstruktur som främjar bästa möjliga riskjusterade avkastning och service till kunderna och som gör det möjligt att rekrytera och behålla de bästa talangerna inom företaget. Detta sammanfaller med grundarnas mål om att säkra ägarskap, effektiva beslutsprocesser samt företagets oberoende.

Antalet medarbetare har ökat i takt med att verksamheten vuxit, och ambitionen vid rekryteringen har varit att fördjupa kompetensen inom företaget och odla talanger. Det har varit en framgångsrik strategi. När Harald Espedal, verkställande direktör och investeringsdirektör, och Kristian Falnes, förvaltare för SKAGEN Global, nu lämnar SKAGEN efter 13 respektive 17 år i företaget, är det ytterst kompetenta interna efterträdare som tar över.

Styrelsen tackar Harald Espedal för hans insats och de goda resultat som skapats under hans ledning, och hälsar Leif Ola Rød välkommen som ny verkställande direktör.

Förtroendeförklaring

Att låta andra ta hand om ens pengar är en förtroendeförklaring, och det är viktigt för kunderna vem som förvaltar deras fonder. Både företaget och styrelsen förväntade sig därför att en del kunder skulle ta ut sina sparmedel till följd av förvaltarbytet.

SKAGEN har en bred kundgrupp med både privata sparare och institutionella kunder i flera olika länder. Olika kundtyper hanterar förändringar på olika sätt. Byte av portföljförvaltare kan till exempel utlösa en längre utvärderingsprocess hos en institutionell kund, medan privatpersoner kan vara snabba att reagera på information från SKAGEN och i medierna. Sammantaget bidrar kunddiversifieringen till ett stabilare förvaltningskapital, vilket i sin tur gör att portföljförvaltarna kan koncentrera sig på att skapa långsiktiga resultat. Än så länge har inga exceptionella reaktioner eller andelsförsäljningar märkts i spåren av förändringarna, utan dessa har legat i linje med styrelsens och SKAGENs förväntningar. Den mängd andelar som sålts har inte skapat några problem för fonderna.

Styrelsen vill tacka kunderna för deras förtroende under ett turbulent år.

Investeringsfilosofi

Kärnan i SKAGENs affärsidé är att erbjuda kunderna bästa möjliga riskjusterade avkastning, service och kommunikation.

SKAGEN FONDER

Förvaltningsbolag:	SKAGEN AS
Huvudkontor:	Stavanger
Filialer/kontor:	Bergen, Ålesund, Trondheim, Tønsberg, Oslo, Stockholm, Göteborg, Köpenhamn, Amsterdam och London
Marknadsföringstillstånd:	Norge, Sverige, Danmark, Luxemburg, Finland, Island, Storbritannien, Nederländerna, Schweiz, Belgien, Irland och Tyskland.
Tillsynsmyndighet:	Finanstilsynet
Förvaringsinstitut:	Handelsbanken
Förvaltningskapital:	121 mrd. NOK

Martin Gjelsvik
Styrelseordförande, aktieägarvald

Åge K. Westbø
Aktieägarvald styrelseledamot

Simen Vier Simensen
Aktieägarvald styrelseledamot

Per Gustav Blom
Andelsägarvald styrelseledamot

Aktiv och värdebaserad förvaltning hade motvind under 2014. Det förändrar dock inte tron på investeringsfilosofin. SKAGEN är en aktiv förvaltare vars fonder har breda, globala mandat och en långsiktig investeringshorisont. Våra förvaltare letar alltid efter lågt värderade värdepapper där det finns en katalysator som kan leda till att priset stiger.

På aktiesidan letar förvaltarna i första hand efter impopulära och underanalyserade aktier. Oftast är det bland dessa som de undervärderade företagen gömmer sig. Precis som i SKAGENs aktiefonder bygger även obligationsfonderna på egna analyser och strävan att hitta undervärderade värdepapper. Överavkastning från penningmarknadsfonder skapas genom en effektiv förvaltning av fondens medel. SKAGEN håller fast vid övertygelsen om att aktiva strategier skapar bäst resultat för våra kunder över tid.

God kundupplevelse

Att investera i SKAGEN ska inte bara vara lönsamt; det ska också vara en positiv upplevelse. Goda relationer är centralt, och vi vill att vår värdegrund ska lysa igenom i kontakterna med kunden. SKAGEN erbjuder rådgivning för alla företagets fondsparare i Norge, Sverige och Danmark, oavsett investerat belopp.

Öppettiderna för telefon och chatt har utökats i Norge, och vi ser fram emot att lansera nya webbsidor under 2015. I Norge finns redan spar- och pensionsräknare, och det är roligt att se att kunderna informerar sig om framtidssparande. Det är en trend vi hoppas ska fortsätta när människor på allvar inser hur stor skillnad det är mellan lönen man får som yrkesverksam och det man ska leva på som pensionär.

Kunderna kan även nå SKAGEN genom externa distributörer. Företaget har en medveten strategi för att välja samarbetspartner som delar SKAGENs syn på god kundservice. Särskilt utanför Norge är det externa distributionsnätet en viktig infrastruktur för att ge kunderna åtkomst till SKAGENs fonder lokalt. 2014 var det första verksamhetsåret med så kallade nettoandelsklasser, särskilt anpassade för utländska distributörer, och dessa upplevs som ett effektivt sätt att hantera distributionen.

Fonden SKAGEN Credit inrättades 2014. Den investerar i obligationer utgivna av företag i olika branscher över hela världen. Andelsägarna får tillgång till fonden genom matarfonder som noteras och valutasäkras i lokal valuta.

Nöjda medarbetare

Kunniga och trovärdiga medarbetare är avgörande för att vinna och behålla kundernas förtroende och säkra SKAGENs framgång.

Kärnan i SKAGENs arbete för att attrahera och behålla de bästa medarbetarna är företagets kultur och värdegrund. SKAGEN ska vara en glad arbetsplats där de anställda känner sig stolta över sitt arbete. Både kunderna och de anställda ska upp-

Muntra

Vi tror att arbetsglädje är viktigt för samarbetet och kommunikationen människor emellan. På så sätt har vi större förutsättningar att lyckas.

Inkluderande

Vi är inkluderande eftersom det lönar sig att dra åt samma håll.

Stolta

Vi sätter en ära i att göra ett bra jobb och skapa resultat som vi är stolta över.

Trovärdiga

Vi menar att tillit och trovärdighet är något man måste göra sig förtjänt av över tid.

Annorlunda

Vi har modet att göra saker på ett annat och bättre sätt än vad som är vanlig praxis, när det är till gagn för våra kunder och anställda.

Martin Petersson
Andelsägarvald styrelseledamot

Anne Sophie K. Stensrud
Aktieägarvald suppleant

Jesper Rangvid
Aktieägarvald suppleant

Aina Haug
Andelsägarvald suppleant

leva SKAGEN som trovärdigt och annorlunda, och känna sig inkluderade i verksamheten. Värdegrunden används aktivt i rekryteringsprocessen och underbyggs av SKAGENs traditioner och firanden.

Ett av de mer konkreta uttrycken för värdegrunden är SKAGENs modell för rörlig ersättning. Den skiljer sig från de ersättningsmodeller man ofta förknippar med finansbranschen. För det första omfattas alla fast anställda, inte bara portföljförvaltare och högsta ledning. Genom att man delar på vinsten skapas en intressegemenskap mellan de anställda, och mellan de anställda och kunderna. Vidare är kriterierna för att uppnå rörlig ersättning utformade så att de främjar samarbete och kunskapsdelning mellan olika delar av företaget. Systemet med rörlig ersättning möjliggör också lägre fasta löner. SKAGENs resultat varierar kraftigt från år till år beroende på hur marknaden och fonderna utvecklas. Genom att ha en låg kostnadsbas kan SKAGEN ändå behålla avgörande kompetens även i oroliga tider. För medarbetarna bidrar det till ökad trygghet och tillhörighet. För företaget betyder det att man behåller nyckelkompetenser och står starkare rustad att ta positioner när förhållandena ändras. Det tjänar även kunderna på.

Utifrån genomförda arbetsmiljöundersökningar, den låga personalomsättningen och den låga sjukfrånvaron på 3,0 procent drar styrelsen slutsatsen att SKAGEN har lyckats skapa en god arbetsmiljö.

Avkastning 2014 (NOK)

Fond	Avkastning
SKAGEN Avkastning	5,02 %
SKAGEN Balanse 60/40	9,85 %
SKAGEN Credit*	15,50 %
SKAGEN Credit NOK*	-1,75 %
SKAGEN Credit SEK*	-2,52 %
SKAGEN Credit EUR A*	-2,44 %
SKAGEN Credit EUR B*	-2,25 %
SKAGEN Credit GBP A*	-2,85 %
SKAGEN Credit GBP B*	-2,65 %
SKAGEN Global A	15,84 %
SKAGEN Global B**	15,61 %
SKAGEN Høyrente	2,28 %
SKAGEN Høyrente Institusjon	2,35 %
SKAGEN Kon-Tiki A	11,56 %
SKAGEN Kon-Tiki B**	11,84 %
SKAGEN Krona (SEK)	1,25%
SKAGEN m² A	36,13 %
SKAGEN m² B*	36,16 %
SKAGEN Tellus A	24,01 %
SKAGEN Tellus B*	18,34 %
SKAGEN Vekst A	15,11 %
SKAGEN Vekst B**	15,27 %

* Avkastning från start 2014-05-30.
** Avkastning från start 2014-01-01.

Kompetenta medarbetare

När man vill attrahera de bästa i branschen räcker det inte med att det är trevligt att gå till jobbet. Det ska vara krävande och utvecklande också. SKAGEN är ett utpräglat kunskapsföretag där ramvillkor och regelverk hela tiden utvecklas, marknaderna förändras och verksamheten internationaliseras. Mot den bakgrunden är det angeläget att medarbetarnas kunskaper alltid är aktuella. Vid sidan av specialistkompetens inom det egna fackområdet fäster SKAGEN vikt vid att alla medarbetare ska ha god förståelse för fondförvaltning och verksamhetens olika delar.

Tillsammans med HR ansvarar varje avdelningschef för att kartlägga medarbetarnas kompetenser, ta fram individuella utvecklingsplaner och regelbundet stämma av med medarbetaren att planen följs. Inom vissa områden ställer också regelverken krav på kompetensutveckling.

På SKAGENs årliga strategimöte går alla medarbetare igenom SKAGENs strategi och målsättningar för det kommande året. Genom att de anställda får ta ägarskap för strategin främjas helhetsförståelsen för företaget och förmågan att se det egna arbetet i ett vidare perspektiv. En sådan helhetskompetens ökar intresset och förståelsen för andra avdelningars verksamhet och bidrar till ett bättre samarbete mellan olika delar av företaget.

Risker

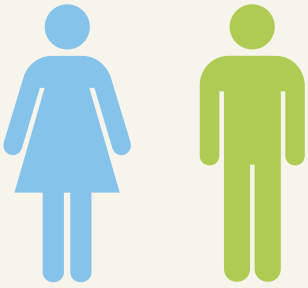
För att skapa avkastning måste man ta risker. Alla SKAGENs fonder har en riskprofil som godkänts av styrelsen och som följs upp vid varje styrelsemöte genom riskrapporter som utarbetats av företagets separata avdelning Affärsstöd och compliance.

Marknadsrisk

Värdet på fondernas investeringar i aktie- och ränteinstrument förändras till följd av bransch- och företagsspecifika omständigheter, valutakursutveckling, räntenivåer och allmänna konjunkturer. Dessa faktorer kallas marknadsrisk.

Vi räknade med ökad volatilitet (svängningar på marknaden) under 2014 eftersom synen på hur värderingarna skulle utvecklas från rådande låga nivåer gick isär. Inledningen på året präglades i stället av låg volatilitet, eftersom många avstod från köp i väntan på kursnedgångar. Samtidigt ökade korrelationen (samvariationen, dvs. att många aktiers värdeutveckling gick i samma riktning) till följd av att stora summor flyttades bort från och tillbaka till asiatiska marknader och tillväxtmarknader. I övrigt präglades marknaderna av politiska risker. Under andra hälften av 2014 gjorde spänning-

MEDARBETARE



35,7% **64,3%**

185 medarbetare sammanlagt

arna mellan Ryssland och Ukraina att riskpremien steg på såväl ryska aktier som andra aktier med direkt eller indirekt exponering mot dessa länder. Valen i Brasilien, Indien och Indonesien ledde också till ökad volatilitet.

Under 2015 väntas fortsatta svängningar till följd av geopolitisk oro och kapitalflöden mellan tillgångsklasser och regioner. Räntepolitiken i Europa och USA och hur ränteförväntningarna styrs kommer att spela en stor roll, och Japans Abenomics-politik kan fortsätta ha ett viktigt inflytande på marknader i Asien.

Marknadsrisken reduceras genom att investeringarna sprids mellan länder, branscher och värdepapper noterade i olika valutor. SKAGEN Credit använder ränteswapavtal för att minska fondens ränterisk. Såväl lagstadgade krav som interna riktlinjer har följts under 2014.

Kreditrisk

Räntefondernas investeringar baseras på bedömningar av kreditvärdigheten hos respektive utgivare liksom av ekonomiska, makropolitiska och institutionella förhållanden i det land där obligationen ges ut. Kreditrisken reduceras genom krav på hög kreditvärdighet och typ av utgivare. För att begränsa motpartsrisk vid handel kontrolleras mäklarmotparternas kreditvärdighet och/eller kreditriskpremie samt räkenskaper.

Likviditetsrisk

Alla SKAGENs fonder är öppna för inlösen varje dag och fonderna ska ha tillräcklig likviditet för att kunna betala ut inlösenbeloppet till kunderna inom de tidsfrister som anges i bestämmelserna. Likviditetsrisken kontrolleras genom att de största iakttagna och förväntade inlösningarna under olika tidsperioder jämförs med ett scenario där likviditeten på aktiemarknaden försämras kraftigt. Fokus riktas särskilt mot de tio minst likvida och de tio största företagen i varje portfölj.

Operativ risk

Operativ risk är risker som uppstår till följd av verksamheten i SKAGEN AS. Företaget har utarbetat interna rutiner för att minska risken för operativa fel. SKAGEN arbetar för att det ska finnas en stark riskmedvetenhet i verksamheten, där ansvaret för riskbedömning och riskreducerande åtgärder ligger på de medarbetare som utför en viss arbetsuppgift. Efterlevnaden övervakas av företagets oberoende avdelning Affärsstöd och compliance, som genomför kontroller kvartalsvis.

Två gånger per år genomförs en internkontrollprocess där alla chefer utvärderar företagets risk inom sina respektive ansvarsområden. Riskerna aggregeras på företagsnivå, utvärderas av compliance-avdelningen, företagets högsta ledning och internrevisorn samt redovisas för styrelsen tillsammans med förslag på åtgärder. Årligen genomförs flera internkontrollprojekt efter godkännande från styrelsen. Dessa syftar till att effektivisera driften och vidta målinriktade åtgärder för att minska den operativa risken. Den externa revisorn gör en årlig finansiell kontroll och lämnar sin bestyrkanderapport enligt standarden ISAE 3402.

Styrelsen tackar alla företagets medarbetare för en stor insats under ett turbulent år. Styrelsen bekräftar även att förutsättning finns för fortsatt drift av förvaltningsbolaget och fonderna.

Förslag på fördelning av fondernas överskott:

RESULTATRÄKNING 2014 I TUSENTAL NOK	SKAGEN VEKST 2014	SKAGEN GLOBAL 2014	SKAGEN KON-TIKI 2014	SKAGEN m²* 2014	SKAGEN BALANSE 60/40 2014	SKAGEN TELLUS 2014	SKAGEN AVKASTNING 2014	SKAGEN KRONA (1000 SEK) 2014
ÅRSRESULTAT	**1 172 823**	**6 174 916**	**5 353 876**	**184 529**	**25 108**	**180 969**	**67 991**	**9 382**
Som disponeras								
Avsatt till/från reserver	1 172 823	6 174 916	5 353 876	184 529	25 108	154 554	55 280	-4 435
Avsatt för utdelning till andelsägarna – ordinarie andelsklass	-	-	-	-	-	-	12 711	-
Avsatt för utdelning till andelsägarna – andelsklass A	-	-	-	-	-	26 002	-	-
Avsatt för utdelning till andelsägarna – andelsklass B	-	-	-	-	-	413	-	-
Nettoutdelning till andelsägarna under året – ordinarie andelsklass	-	-	-	-	-	-	-	13 817
SUMMA	**1 172 823**	**6 174 916**	**5 353 876**	**184 529**	**25 108**	**180 969**	**67 991**	**9 382**

RESULTATRÄKNING 2014 I TUSENTAL NOK	SKAGEN HØYRENTE 2014	SKAGEN HØYRENTE INSTITUSJON 2014	SKAGEN CREDIT 30.05.2014 - 31.12.14	SKAGEN CREDIT NOK 30.05.2014 - 31.12.14	SKAGEN CREDIT SEK (1000 SEK) 30.05.2014 - 31.12.14	SKAGEN CREDIT EUR (1000 EUR) 30.05.2014 - 31.12.14	SKAGEN CREDIT GBP (1000 GBP) 30.05.2014 - 31.12.14
ÅRSRESULTAT	**76 214**	**24 904**	**22 306**	**-2 007**	**-767**	**-74,1**	**-13,7**
Som disponeras							
Avsatt till/från reserver	-5 199	4 006	14 902	-2 007	-767	-74,1	-30,6
Avsatt för utdelning till andelsägarna – ordinarie andelsklass	81 414	20 898	7 404	-	-	-	-
Avsatt för utdelning till andelsägarna – andelsklass A	-	-	-	-	-	-	8,4
Avsatt för utdelning till andelsägarna – andelsklass B	-	-	-	-	-	-	8,5
Nettoutdelning till andelsägarna under året – ordinarie andelsklass	-	-	-	-	-	-	-
SUMMA	**76 214**	**24 904**	**22 306**	**-2 007**	**-767**	**-74,1**	**-13,7**

SKAGEN AS styrelse, Stavanger, 29 januari 2015

Martin Gjelsvik | Åge K. Westbø | Simen Vier Simensen | Per Gustav Blom | Martin Petersson | Anne S.K. Stensrud | Jesper Rangvid | Aina Haug

Årsregnskap 2014

RESULTATREGNSKAP (angitt i hele tusen kroner)	Noter	SKAGEN Vekst 2014	SKAGEN Vekst 2013	SKAGEN Global 2014	SKAGEN Global 2013	SKAGEN Kon-Tiki 2014	SKAGEN Kon-Tiki 2013	SKAGEN m² 2014	SKAGEN m² 2013
Porteføljeinntekter og -kostnader									
Renteinntekter/-kostnader		3 412	678	4 688	7 066	-11 631	7 947	939	-29
Aksjeutbytte		178 274	185 561	1 046 550	1 002 452	1 009 933	974 735	19 261	20 490
Gevinst/tap ved realisasjon		1 591 972	45 664	4 466 021	2 100 568	3 530 101	560 193	-18 383	12 861
Endring urealiserte kursgevinster/tap	7	-514 656	1 632 804	658 868	8 353 608	1 090 280	8 451 539	194 870	-47 481
Garantiprovisjon		-	195	1 101	370	-	536	-	-
Kurtasje		-7 576	-5 438	-52 862	-33 751	-47 563	-54 579	-1 020	-2 167
Valutagevinst/tap		88 509	23 759	682 795	159 551	426 444	68 446	2 826	1 318
PORTEFØLJERESULTAT		**1 339 935**	**1 883 224**	**6 807 161**	**11 589 864**	**5 997 562**	**10 008 817**	**198 493**	**-15 008**
Forvaltningsinntekter og -kostnader									
Provisjonsinntekter fra salg og innløsning av andeler		-	-	-	-1	-	-	-	-
Forvaltningshonorar fast	8	-84 323	-74 800	-450 245	-412 391	-1 008 148	-955 657	-8 442	-8 307
Forvaltningshonorar variabelt	8	-76 246	-136 194	-	-	463 770	-633 789	2 193	4 126
FORVALTNINGSRESULTAT		**-160 570**	**-210 994**	**-450 245**	**-412 392**	**-544 378**	**-1 589 447**	**-6 249**	**-4 181**
RESULTAT FØR SKATTEKOSTNAD		**1 179 366**	**1 672 229**	**6 356 916**	**11 177 472**	**5 453 184**	**8 419 371**	**192 244**	**-19 189**
Skattekostnad	10	-6 543	-12 173	-182 000	-121 683	-99 307	-91 468	-7 715	-1 210
ÅRSRESULTAT		**1 172 823**	**1 660 057**	**6 174 916**	**11 055 789**	**5 353 876**	**8 327 903**	**184 529**	**-20 399**
Som disponeres									
Overført til/fra opptjent egenkapital	9	1 172 823	1 660 057	6 174 916	11 055 789	5 353 876	8 327 903	184 529	-20 399
Avsatt til utdeling til andelseierne - ordinær andelsklasse	9	-	-	-	-	-	-	-	-
Avsatt til utdeling til andelseierne - andelsklasse A	9	-	-	-	-	-	-	-	-
Avsatt til utdeling til andelseierne - andelsklasse B	9	-	-	-	-	-	-	-	-
Netto utdelt til andelseierne i løpet av året - ordinær andelsklasse	9	-	-	-	-	-	-	-	-
SUM		**1 172 823**	**1 660 057**	**6 174 916**	**11 055 789**	**5 353 876**	**8 327 903**	**184 529**	**-20 399**

BALANSE		31.12.2014	31.12.2013	31.12.2014	31.12.2013	31.12.2014	31.12.2013	31.12.2014	31.12.2013
Eiendeler									
Norske verdipapirer til kostpris	3,7	1 777 193	2 558 016	652 468	1 479 170	1 397 187	1 307 106	25 535	11 330
Utenlandske verdipapirer til kostpris	3,7	5 025 309	3 283 566	26 716 927	32 526 759	35 107 835	34 803 657	609 305	520 320
Urealiserte kursgevinster/tap	7	1 514 202	2 028 704	11 416 598	10 756 595	14 191 065	13 100 771	150 971	-43 897
Opptjente renter verdipapir	7	-	-	216	-	-	-	108	88
SUM VERDIPAPIRPORTEFØLJE		**8 316 704**	**7 870 285**	**38 786 209**	**44 762 524**	**50 696 087**	**49 211 534**	**785 918**	**487 841**
Tilgodehavende aksjeutbytte		18 510	17 589	81 277	108 153	183 062	166 010	1 754	499
Opptjente renter bank		-	-	-	-	-	-	-	-
SUM OPPTJENTE, IKKE MOTTATTE INNTEKTER		**18 510**	**17 589**	**81 277**	**108 153**	**183 062**	**166 010**	**1 754**	**499**
Utsatt skattefordel	10	-	-	-	-	-	-	-	1 865
Til gode fra meglere		16 446	-	45 555	86 544	53 598	166 170	-	2 654
Til gode fra forvaltningsselskapet		4	4	17	18	211 632	26	4	1 954
Tilgodehavende skatt på aksjeutbytte		2 280	6 441	38 213	43 429	4 530	5 248	653	848
Andre fordringer		-	-	-	-	-	-	294	202
SUM ANDRE FORDRINGER		**18 730**	**6 445**	**83 785**	**129 991**	**269 761**	**171 445**	**951**	**7 522**
Bankinnskudd	11	386 083	306 670	659 001	1 841 208	613 624	1 478 438	77 592	13 569
SUM EIENDELER		**8 740 027**	**8 200 989**	**39 610 272**	**46 841 877**	**51 762 534**	**51 027 427**	**866 216**	**509 430**
Egenkapital									
Andelskapital til pålydende	9	467 604	500 868	3 103 280	4 262 254	7 458 488	8 056 199	580 240	478 320
Overkurs	9	-2 872 259	-2 330 671	6 161 410	18 482 830	17 067 125	20 158 787	89 640	45 874
INNSKUTT EGENKAPITAL		**-2 404 655**	**-1 829 803**	**9 264 689**	**22 745 084**	**24 525 613**	**28 214 987**	**669 879**	**524 194**
Opptjent egenkapital	9	11 044 233	9 871 410	30 113 170	23 938 254	27 200 418	21 846 541	167 246	-17 283
Avsatt til andelseierne for reinvestering i nye andeler	9	-	-	-	-	-	-	-	-
SUM EGENKAPITAL		**8 639 578**	**8 041 607**	**39 377 859**	**46 683 338**	**51 726 031**	**50 061 528**	**837 125**	**506 911**
Gjeld									
Utsatt skatt	10	-	-	1 134	-	-	-	1 840	-
Skyldig til meglere		-	-	9 786	3 688	4 462	53 916	23 968	71
Skyldig til forvaltningsselskapet		97 242	156 162	107 551	114 983	-	882 652	400	-
Annen gjeld	10	3 208	3 220	113 941	39 868	32 041	29 331	2 882	2 448
SUM ANNEN GJELD		**100 450**	**159 382**	**232 412**	**158 539**	**36 503**	**965 899**	**29 091**	**2 519**
SUM GJELD OG EGENKAPITAL		**8 740 027**	**8 200 989**	**39 610 272**	**46 841 877**	**51 762 534**	**51 027 427**	**866 216**	**509 430**

Stavanger 29. januar 2015
Styret for SKAGEN AS

Martin Gjelsvik | Åge K. Westbø | Simen Vier Simensen | Per Gustav Blom | Martin Petersson | Anne S.K. Stensrud | Jesper Rangvid | Aina Haug

RESULTATREGNSKAP		SKAGEN Balanse60/40		SKAGEN Tellus		SKAGEN Avkastning		SKAGEN Krona*	
(angitt i hele tusen kroner)	Noter	2014	2013	2014	2013	2014	2013	2014	2013
Porteføljeinntekter og -kostnader									
Renteinntekter/-kostnader		1 998	1 216	27 338	14 910	47 175	37 181	12 951	21 672
Aksjeutbytte		-	-	-	-	-	-	-	-
Gevinst/tap ved realisasjon		11 042	2 664	-2 335	47 765	-3 662	18 656	-	-
Endring urealiserte kursgevinster/tap	7	12 848	14 318	161 416	-20 438	61 478	-7 989	-2 075	246
Garantiprovisjon		-	-	-	-	-	-	-	-
Kurtasje		-	-	-34	-26	-17	-10	-14	-33
Valutagevinst/tap		-	-	751	4 587	-29 535	-10 696	-	-
PORTEFØLJERESULTAT		**25 888**	**18 198**	**187 137**	**46 798**	**75 439**	**37 141**	**10 861**	**21 885**
Forvaltningsinntekter og -kostnader									
Provisjonsinntekter fra salg og innløsning av andeler		-	-	-	-	-	-	-	-
Forvaltningshonorar fast	8	-	-	-5 717	-4 033	-7 447	-6 138	-1 479	-1 757
Forvaltningshonorar variabelt	8	-	-	-	-	-	-	-	-
FORVALTNINGSRESULTAT		**-**	**-**	**-5 717**	**-4 033**	**-7 447**	**-6 138**	**-1 479**	**-1 757**
RESULTAT FØR SKATTEKOSTNAD		**25 888**	**18 198**	**181 420**	**42 765**	**67 991**	**31 003**	**9 382**	**20 129**
Skattekostnad	10	-780	-314	-450	-	-	-	-	-
ÅRSRESULTAT		**25 108**	**17 884**	**180 969**	**42 765**	**67 991**	**31 003**	**9 382**	**20 129**
Som disponeres									
Overført til/fra opptjent egenkapital	9	25 108	17 884	154 554	-11 769	55 280	-6 176	-4 435	945
Avsatt til utdeling til andelseierne - ordinær andelsklasse	9	-	-	.	-	12 711	37 179	-	-
Avsatt til utdeling til andelseierne - andelsklasse A	9	-	-	26 002	54 535	-	-	-	-
Avsatt til utdeling til andelseierne - andelsklasse B	9	-	-	413	-	-	-	-	-
Netto utdelt til andelseierne i løpet av året - ordinær andelsklasse	9	-	-	-	-	-	-	13 817	19 184
SUM		**25 108**	**17 884**	**180 969**	**42 765**	**67 991**	**31 003**	**9 382**	**20 129**

BALANSE		31.12.2014	31.12.2013	31.12.2014	31.12.2013	31.12.2014	31.12.2013	31.12.2014	31.12.2013
Eiendeler									
Norske verdipapirer til kostpris	3,7	269 501	175 097	-	34 253	969 570	789 381	-	-
Utenlandske verdipapirer til kostpris	3,7	-	-	938 585	458 920	265 604	139 365	620 961	837 349
Urealiserte kursgevinster/tap	7	28 095	15 247	155 696	-5 720	66 657	5 179	-271	1 804
Opptjente renter verdipapir	7	-	-	18 674	8 146	11 084	5 383	1 204	2 653
SUM VERDIPAPIRPORTEFØLJE		**297 596**	**190 344**	**1 112 954**	**495 599**	**1 312 915**	**939 308**	**621 895**	**841 806**
Tilgodehavende aksjeutbytte		-	-	-	-	-	-	-	-
Opptjente renter bank		-	-	-	-	-	-	-	-
SUM OPPTJENTE, IKKE MOTTATTE INNTEKTER		**-**	**-**	**-**	**-**	**-**	**-**	**-**	**-**
Utsatt skattefordel	10	-	18	-	-	-	-	-	-
Til gode fra meglere		-	-	-	-	-	-	-	-
Til gode fra forvaltningsselskapet		-	-	4	5	2	2	-	2
Tilgodehavende skatt på aksjeutbytte		-	-	-	955	-	-	-	-
Andre fordringer		-	-	-	-	-	-	-	-
SUM ANDRE FORDRINGER		**-**	**18**	**4**	**960**	**2**	**2**	**-**	**2**
Bankinnskudd	11	3 555	2 561	34 871	11 094	434 828	260 080	12 916	23 075
SUM EIENDELER		**301 151**	**192 923**	**1 147 830**	**507 653**	**1 747 745**	**1 199 390**	**634 811**	**864 882**
Egenkapital									
Andelskapital til pålydende	9	230 571	162 382	851 683	416 855	1 219 380	852 668	633 263	848 159
Overkurs	9	25 488	10 993	115 624	45 046	444 577	302 771	4 554	6 382
INNSKUTT EGENKAPITAL		**256 059**	**173 375**	**967 307**	**461 900**	**1 663 956**	**1 155 438**	**637 817**	**854 541**
Opptjent egenkapital	9	44 275	19 167	150 850	-10 184	66 713	5 594	-4 339	1 918
Avsatt til andelseierne for reinvestering i nye andeler	9	-	-	26 355	54 494	12 103	36 578	-	-
SUM EGENKAPITAL		**300 334**	**192 542**	**1 144 512**	**506 210**	**1 742 772**	**1 197 611**	**633 478**	**856 459**
Gjeld									
Utsatt skatt	10	202	-	-	-	-	-	-	-
Skyldig til meglere		-	-	-	-	-	-	-	-
Skyldig til forvaltningsselskapet		-	-	1 983	1 036	2 155	1 566	349	473
Annen gjeld	10	615	381	1 334	407	2 818	214	984	7 951
SUM ANNEN GJELD		**817**	**381**	**3 317**	**1 443**	**4 973**	**1 780**	**1 333**	**8 424**
SUM GJELD OG EGENKAPITAL		**301 151**	**192 923**	**1 147 830**	**507 653**	**1 747 745**	**1 199 390**	**634 811**	**864 882**

* Angitt i hele tusen svenske kroner

Stavanger 29. januar 2015
Styret for SKAGEN AS

Martin Gjelsvik | Åge K. Westbø | Simen Vier Simensen | Per Gustav Blom | Martin Petersson | Anne S.K. Stensrud | Jesper Rangvid | Aina Haug

RÄKENSKAPER

RESULTATREGNSKAP (angitt i hele tusen kroner)	Noter	SKAGEN Høyrente 2014	SKAGEN Høyrente 2013	SKAGEN Høyrente Institusjon 2014	SKAGEN Høyrente Institusjon 2013	SKAGEN Credit 30.05.2014-31.12.2014	SKAGEN Credit NOK 30.05.2014-31.12.2014	SKAGEN Credit SEK* 30.05.2014-31.12.2014	SKAGEN Credit EUR** 30.05.2014-31.12.2014	SKAGEN Credit GBP*** 30.05.2014-31.12.2014
Porteføljeinntekter og -kostnader										
Renteinntekter/-kostnader		91795	102957	27689	32259	4956	5997	1286	141,1	23,7
Aksjeutbytte		-	-	-	-	-	-	-	-	-
Gevinst/tap ved realisasjon		139	-2226	711	199	2441	3144	157	-3,3	-0,6
Endring urealiserte kursgevinster/tap	7	-7228	-743	-1900	-1852	13752	6065	415	-35,4	-28,1
Garantiprovisjon		-	-	-	-	-	-	-	-	-
Kurtasje		-3	-5	-3	-3	-26	-11	-12	-0,6	-0,1
Valutagevinst/tap		-	-	-	-	1184	-16709	-2498	-163,8	-6,8
PORTEFØLJERESULTAT		**84703**	**99984**	**26498**	**30603**	**22306**	**-1515**	**-652**	**-62,0**	**-11,9**
Forvaltningsinntekter og -kostnader										
Provisjonsinntekter fra salg og innløsning av andeler		-	-	-	-	-	-	-	-	-
Forvaltningshonorar fast	8	-8489	-9036	-1594	-1783	-	-493	-115	-12,1	-1,8
Forvaltningshonorar variabelt	8	-	-	-	-	-	-	-	-	-
FORVALTNINGSRESULTAT		**-8489**	**-9036**	**-1594**	**-1783**	**-**	**-493**	**-115**	**-12,1**	**-1,8**
RESULTAT FØR SKATTEKOSTNAD		**76214**	**90947**	**24904**	**28820**	**22306**	**-2007**	**-767**	**-74,1**	**-13,7**
Skattekostnad	10	-	-	-	-	-	-	-	-	-
ÅRSRESULTAT		**76214**	**90947**	**24904**	**28820**	**22306**	**-2007**	**-767**	**-74,1**	**-13,7**
Som disponeres										
Overført til/fra opptjent egenkapital	9	-5199	4777	4006	-3454	14902	-2007	-767	-74,1	-30,6
Avsatt til utdeling til andelseierne - ordinær andelsklasse	9	81414	86170	20898	32273	7404	-	-		-
Avsatt til utdeling til andelseierne - andelsklasse A	9	-	-	-	-	-	-	-	-	8,4
Avsatt til utdeling til andelseierne - andelsklasse B	9	-	-	-	-	-	-	-	-	8,5
Netto utdelt til andelseierne i løpet av året - ordinær andelsklasse	9	-	-	-	-	-	-	-	-	-
SUM		**76214**	**90947**	**24904**	**28820**	**22306**	**-2007**	**-767**	**-74,1**	**-13,7**

BALANSE		31.12.2014	31.12.2013	31.12.2014	31.12.2013	31.12.2014	31.12.2014	31.12.2014	31.12.2014	31.12.2014
Eiendeler										
Norske verdipapirer til kostpris	3,7	2362404	2378339	354978	714565	5089	83030	26634	3049,1	505,9
Utenlandske verdipapirer til kostpris	3,7	-	-	-	-	121506	-	-	-	-
Urealiserte kursgevinster/tap	7	2680	9908	-272	1628	13752	6065	415	-35,4	-28,1
Opptjente renter verdipapir	7	8198	7011	1138	2335	2676	-	-	-	-
SUM VERDIPAPIRPORTEFØLJE		**2373282**	**2395258**	**355845**	**718528**	**143022**	**89094**	**27050**	**3013,7**	**477,9**
Tilgodehavende aksjeutbytte		-	-	-	-	-	-	-	-	-
Opptjente renter bank		-	-	-	-	-	-	-	-	-
SUM OPPTJENTE, IKKE MOTTATTE INNTEKTER		**-**	**-**	**-**	**-**	**-**	**-**	**-**	**-**	**-**
Utsatt skattefordel	10	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Til gode fra meglere		-	-	66953	-	-	191	-	-	-
Til gode fra forvaltningsselskapet		-	7	-	5	-	-	-	0,1	-
Tilgodehavende skatt på aksjeutbytte		-	-	-	-	-	-	-	-	-
Andre fordringer		-	-	-	-	-	-	-	-	-
SUM ANDRE FORDRINGER		**-**	**7**	**66953**	**5**	**-**	**191**	**-**	**0,1**	**-**
Bankinnskudd	11	966763	1044806	409271	547768	4676	314	196	15,9	8,5
SUM EIENDELER		**3340045**	**3440071**	**832069**	**1266301**	**147698**	**89600**	**27245**	**3029,6**	**486,3**
Egenkapital										
Andelskapital til pålydende	9	3224938	3309524	813619	1235057	127866	90978	27479	3098,4	499,3
Overkurs	9	28445	29180	-2247	-2995	-1553	417	59	-1,5	-
INNSKUTT EGENKAPITAL		**3253382**	**3338705**	**811373**	**1232062**	**126313**	**91395**	**27537**	**3097,0**	**499,3**
Opptjent egenkapital	9	2701	10025	-768	1260	13980	-2002	-750	-73,0	-30,6
Avsatt til andelseierne for reinvestering i nye andeler	9	81213	85983	21136	32512	7404	-	-	-	16,9
SUM EGENKAPITAL		**3337296**	**3434713**	**831742**	**1265834**	**147698**	**89393**	**26788**	**3023,9**	**485,5**
Gjeld										
Utsatt skatt	10	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Skyldig til meglere		-	-	-	-	-	-	401	-	-
Skyldig til forvaltningsselskapet		2163	2227	327	467	-	206	57	5,6	0,8
Annen gjeld	10	586	3130	-	-	-	-	-	-	-
SUM ANNEN GJELD		**2749**	**5358**	**327**	**467**	**-**	**206**	**458**	**5,6**	**0,8**
SUM GJELD OG EGENKAPITAL		**3340045**	**3440071**	**832069**	**1266301**	**147698**	**89600**	**27245**	**3029,6**	**486,3**

* Angitt i hele tusen svenske kroner
** Angitt i tusen euro
*** Angitt i tusen britiske pund

Stavanger 29. januar 2015
Styret for SKAGEN AS

Martin Gjelsvik | Åge K. Westbø | Simen Vier Simensen | Per Gustav Blom | Martin Petersson | Anne S.K. Stensrud | Jesper Rangvid | Aina Haug

Generelle noter 2014

NOTE 1: REGNSKAPSPRINSIPPER

Alle tall oppgis i hele tusen om ikke annet er angitt.

Regnskapet for 2014 er satt opp i samsvar med regnskapslov og forskrift om årsregnskap m.m for verdipapirfond.

Finansielle instrumenter:
Alle finansielle instrumenter, som aksjer, obligasjoner, sertifikater og renteswapper, vurderes til virkelig verdi (markedsverdi).

Fastsettelse av virkelig verdi:
Verdipapirer er vurdert til markedskurser 31.12.2014.

Obligasjoner og sertifikater der det ikke eksisterer "market-maker-kurser" prises til enhver tid mot gjeldende kredittspreader og yield-kurve.

Unoterte aksjer er verdsatt etter siste omsetningskurs, verdivurderinger foretatt av meglerforbindelser og/eller interne verdivurderinger.

Valutakurser:
Verdipapirer og bankinnskudd/-trekk i utenlandsk valuta er vurdert til gjeldende valutakurs ved tidspunkt for kursfastsettelse 31.12.2014.

Behandling av transaksjonskostnader:
Transaksjonskostnader i form av kurtasje til meglere kostnadsføres på transaksjonstidspunkt.

Avsatt til utdeling til andelseierne:
For rentefondene er skattemessig resultat, bestående av renteinntekter, realisert gevinst/tap samt andre inntekter med fradrag for forvaltningskostnader og transaksjonsdrevne depot omkostninger, utdelt til andelseierne i form av nye andeler pr 31.12.2014. I SKAGEN Krona er utdelingen gjennomført med tildeling av nye andeler pr 17.12.2014.

Alle utdelinger til andelseierne i rentefond behandles som overskuddsdisponeringer i henhold til forskrift om årsregnskap for verdipapirfond. Utdeling fra rentefond regnskapsføres ved at reinvesteringer føres som nye andeler i fondet i regnskapsåret.

NOTE 2: FINANSIELLE DERIVATER

SKAGEN Credit benytter rentederivater. Dette beskrives nærmere i de spesifikke noter for SKAGEN Credit. Ingen av de andre fondene har benyttet finansielle derivater gjennom 2014.

NOTE 3: FINANSIELL MARKEDSRISIKO

Aksjefondene er gjennom investering i norske og utenlandske virksomheter eksponert for aksjekurs-, valutakurs- og likviditetsrisiko. Rentefondene er eksponert for rente-, kreditt- og likviditetsrisiko. I tillegg er rentefondene eksponert for en valutarisiko i de tilfeller hvor fondene investerer i annen valuta enn fondets funksjonelle valuta.

Oversikt over fond som har fuksjonell valuta forskjellig fra NOK:

	Funksjonell valuta
SKAGEN Krona	SEK
SKAGEN Credit SEK	SEK
SKAGEN Credit GBP	GBP
SKAGEN Credit EUR	EUR

Foruten lover, forskrifter og vedtekter som regulerer fondenes risiko, styres fondenes risiko ut fra en bevisst holdning til selskapsspesifikk risiko knyttet til selskaper som inngår i fondenes porteføljer.

NOTE 4: DEPOTOMKOSTNINGER

Fondene blir kun belastet med transaksjonsdrevne depotkostnader.

NOTE 5: OMLØPSHASTIGHET

Omløpshastighet er et mål på gjennomsnittlig varighet på fondets investeringer.

Omløpshastigheten er beregnet som det minste av henholdsvis samlet kjøp og samlet salg av verdipapirer i porteføljen i løpet av året, delt på gjennomsnittlig forvaltningskapital i løpet av året. Formelen er en tilnærming for beregning av fondets omløpshastighet.

Omløpshastighet for 2014:

SKAGEN Vekst	39 %
SKAGEN Global	22 %
SKAGEN Kon Tiki	20 %
SKAGEN m²	39 %
SKAGEN Balanse 60/40	26 %
SKAGEN Avkastning	10 %
SKAGEN Høyrente	40 %
SKAGEN Høyrente Institusjon	40 %
SKAGEN Tellus	135 %
SKAGEN Krona	135 %
SKAGEN Credit	13 %

For feederfondene:

SKAGEN Credit NOK SKAGEN Credit SEK SKAGEN Credit EUR SKAGEN Credit GBP	For samtlige feederfond vil det være omløpshastigheten i masterfondet SKAGEN Credit som er relevant

NOTE 6: TEGNINGSPROVISJON

Fondene har ikke tegnings- eller innløsningsprovisjoner.

NOTE 7: SE SIDENE 51 – 65

SKAGEN Vekst Note 8, 9, 10 og 11

NOTE 8. FORVALTNINGSHONORAR

Fast forvaltningshonorar utgjør 1,0 prosent p.a. av den daglige forvaltningskapitalen i andelsklasse A og 0,8 prosent p.a. i andelsklasse B. I tillegg belastes variabelt forvaltningshonorar med 1/10 av avkastning utover 6 prosent p.a målt i norske kroner i begge andelsklasser.Fra og med 01.01.2014 belastes variabelt forvaltningshonorar kun dersom andelsverdien 31.12 er høyere enn andelsverdien ved forrige belastning/avregning av variabelt forvaltningshonorar (høyvannsmerk).

Kostnadsført forvaltningshonorar fordelt på de respektive andelsklasser:

	2014		
	Klasse A	**Klasse B**	**Totalt**
Forvaltningshonorar fast	84 288	36	84 323
Forvaltningshonorar variabelt	76 196	50	76 246
Sum forvaltningshonorar	**160 484**	**86**	**160 570**

Andelsklasse B ble etablert 01.01.2014.

NOTE 9. EGENKAPITAL

	Klasse	EGENKAPITAL PR 01.01.2014	Utstedelse av andeler	Innløsning av andeler	Årsresultat	EGENKAPITAL PR 31.12.2014
Andelskapital klasse	A	500 868	65 429	-99 173	-	467 124
Overkurs klasse	A	-2 330 671	1 042 609	-1 591 913	-	-2 879 975
Sum innskutt klasse	A	-1 829 803	1 108 038	-1 691 086	-	**-2 412 851**
Andelskapital klasse	B	-	610	-130	-	480
Overkurs klasse	B	-	9 847	-2 132	-	7 716
Sum innskutt klasse	B	-	10 458	-2 262	-	**8 196**
Opptjent egenkapital		9 871 410	-	-	1 172 823	**11 044 233**
Sum		**8 041 607**	1 118 495	-1 693 348	1 172 823	**8 639 578**

	Klasse	31.12.14	31.12.13	31.12.12
Antall andeler	A	4 671 239	5 008 679	5 591 123
Antall andeler	B	4 801	-	-
Basiskurs pr andel (angitt i kroner)*	A	1 847,7680	1 605,2264	1 284,4768
Basiskurs pr andel (angitt i kroner)*	B	1 882,5363	-	-

* Basiskurs er satt ved dagsslutt siste virkedag i året og basert på beste estimat på dette tidspunkt. I regnskap er endelige tall pr 31.12 lagt til grunn. Mindre periodiseringsavvik kan dermed forekomme.

Den eneste forskjell mellom andelsklasse A og andelsklasse B er ulikt forvaltningshonorar, ref note 8.

NOTE 10. SKATTENOTE

Aksjefond er i all hovedsak fritatt for skatteplikt på gevinster og har ikke fradragsrett for tap ved realisasjon av aksjer. Videre er utbytter mottatt fra selskaper innenfor EU/EØS i utgangspunktet skattefrie. 3 prosent av disse utbyttene behandles imidlertid som skattepliktige.

Utbytter mottatt fra aksjeselskaper utenfor EU/EØS er skattepliktige. Fondene kan i tillegg belastes kildeskatt på utbytte mottatt fra alle utenlandske selskaper.

Faktisk skattekostnad i SKAGEN Vekst for årene 2014 og 2013 knytter seg til kildeskatt på utenlandsk utbytte.

NOTE 11. RISK-BELØP (angitt i hele kroner)

Fastsatt Risk-beløp pr 1. januar:

1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000
-0,35	-0,37	3,28	-0,50	1,73	1,26	3,62

2001	2002	2003	2004	2005	2006	
3,77	0,51	2,03	3,06	-7,03	-9,44	

SKAGEN Global Note 8, 9 og 10

NOTE 8. FORVALTNINGSHONORAR

Fast forvaltningshonorar utgjør 1,0 prosent p.a. av den daglige forvaltningskapitalen i andelsklasse A og 0,8 prosent p.a. i andelsklasse B. I tillegg belastes variabelt forvaltningshonorar med 1/10 av bedre verdiutvikling i andelsverdien enn referanseindeksen MSCI All Country World Daily Total return Net $ målt i norske kroner i begge andelsklasser.

Kostnadsført forvaltningshonorar fordelt på de respektive andelsklasser:

	2014		
	Klasse A	Klasse B	Totalt
Forvaltningshonorar fast	436 634	13 611	450 245
Forvaltningshonorar variabelt	-	-	-
Sum forvaltningshonorar	**436 634**	**13 611**	**450 245**

Andelsklasse B ble etablert 01.01.2014.

NOTE 9. EGENKAPITAL

	Klasse	EGENKAPITAL PR 01.01.2014	Utstedelse av andeler	Innløsning av andeler	Årsresultat	EGENKAPITAL PR 31.12.2014
Andelskapital klasse	A	4 262 254	565 103	-1 892 808	-	2 934 549
Overkurs klasse	A	18 482 830	5 801 649	-19 800 914	-	4 483 564
Sum innskutt klasse	A	22 745 084	6 366 751	**-21 693 722**	-	**7 418 113**
Andelskapital klasse	B	-	288 053	-119 323	-	168 730
Overkurs klasse	B	-	2 948 805	-1 270 959	-	1 677 846
Sum innskutt klasse	B	-	3 236 858	-1 390 282	-	**1 846 576**
Opptjent egenkapital		23 938 254			6 174 916	**30 113 170**
Sum		**46 683 338**	9 603 610	-23 084 004	6 174 916	**39 377 859**

	Klasse	31.12.14	31.12.13	31.12.12
Antall andeler	A	29 345 494	42 622 543	41 032 500
Antall andeler	B	1 687 304	-	-
Basiskurs pr andel (angitt i kroner)*	A	1 268,7961	1 095,2810	835,3336
Basiskurs pr andel (angitt i kroner)*	B	1 266,2486	-	-

* Basiskurs er satt ved dagsslutt siste virkedag i året og basert på beste estimat på dette tidspunkt. I regnskap er endelige tall pr 31.12 lagt til grunn. Mindre periodiseringsavvik kan dermed forekomme.

Den eneste forskjell mellom andelsklasse A og andelsklasse B er ulikt forvaltningshonorar, ref note 8.

NOTE 10. SKATTENOTE

Aksjefond er i all hovedsak fritatt for skatteplikt på gevinster og har ikke fradragsrett for tap ved realisasjon av aksjer. Videre er utbytter mottatt fra selskaper innenfor EU/EØS i utgangspunktet skattefrie. 3 prosent av disse utbyttene behandles imidlertid som skattepliktige.

Utbytter mottatt fra selskaper utenfor EU/EØS er skattepliktige. Fondet kan i tillegg belastes kildeskatt på utbytte mottatt fra alle utenlandske selskaper.

Beregningsgrunnlag betalbar skatt	**2014**	**2013**
Renteinntekt og garantiprovisjon	5 790	7 436
Skattepliktig aksjeutbytte	700 470	693 614
3 % av skattefritt aksjeutbytte	10 382	9 265
Skattepliktig gevinst/tap utenfor fritaksmetoden	3 723	119
Valutagevinst/tap	682 795	159 551
Sum skattepliktige inntekter	**1 403 161**	**869 985**
Fast forvaltningshonorar	-450 245	-412 391
Variabelt forvaltningshonorar	-	-
Kildeskatt på utbytter innenfor EØS*	-	-30 216
Sum fradragsberettigede kostnader	**-450 245**	**-442 607**
Netto skattepliktig inntekt	**952 915**	**427 377**
Underskudd til fremføring fra tidligere år	-	-122 203
Beregningsgrunnlag betalbar skatt (A)	**952 915**	**305 173**
Betalbar skatt i resultatregnskapet		
Betalbar skatt (A x 27 %)	257 287	85 448
For mye/lite avsatt betalbar skatt tidligere år	-	-
Anvendelse av fremført kreditfradrag fra tidligere år	-99 409	-1 275
Kreditfradrag for betalt kildeskatt inneværende år	-80 945	-84 174
Betalbar skatt	**76 933**	**-**
Grunnlag utsatt skatt/ utsatt skattefordel i balansen		
Urealisert gevinst/tap utenfor fritaksmetoden	4 200	-3 347
Kreditfradrag til fremføring*		-114 873
Sum grunnlag utsatt skatt/utsatt skattefordel (B)	4 200	-118 221
Netto utsatt skatt i balansen (B x 27%)	1 134	-
Netto utsatt skattefordel er ikke balanseført		
Skattekostnad i resultatregnskapet		
Betalbar skatt	76 933	-
Kildeskatt utbytte	103 934	121 683
Endring i utsatt skatt	1 134	-
Sum skattekostnad	**182 000**	**121 683**

Skyldig betalbar skatt inngår i annen gjeld.

* Kildeskatt på utbytter innenfor EU/EØS ble i 2012 og 2013 ført til fradrag i henhold til avsagt dom i Asker og Bærum Tingrett den 19.11.2012. Høyesterett har i ettertid slått fast at det ikke foreligger fradragsrett for denne kildeskatt. Kildeskatt til fremføring fra tidligere år har dermed blitt endret fra UB 2013 til IB 2014.

SKAGEN Kon-Tiki Note 8, 9, 10 og 11

NOTE 8. FORVALTNINGSHONORAR

Fast forvaltningshonorar utgjør 2 prosent p.a. av den daglige forvaltningskapitalen i andelsklasse A og 1,5 prosent p.a i andelsklasse B. I tillegg belastes variabelt forvaltningshonorar med 1/10 av bedre verdiutvikling i andelsverdien enn referanseindeksen, MSCI Emerging Markets Index Daily Traded Net Total Return $ målt i norske kroner i begge andelsklasser. Ved dårligere verdiutvikling i andelsverdien enn referanseindeksen, trekkes 10 prosent av underutviklingen fra det faste forvaltningshonoraret. Sum forvaltningshonorar er dog begrenset oppad og nedad slik at samlet honorar ikke kan overstige 4 prosent p.a. og ikke bli lavere enn 1 prosent p.a. av gjennomsnittlig forvaltningskapital i andelsklasse A. I andelsklasse B er tilsvarende øvre grense 3,5 prosent p.a og nedre grense 0,5 prosent p.a.

Kostnadsført forvaltningshonorar fordelt på de respektive andelsklasser:

	2014		
	Klasse A	Klasse B	Totalt
Forvaltningshonorar fast	934 974	73 175	1 008 148
Forvaltningshonorar variabelt	-415 086	-48 684	-463 770
Sum forvaltningshonorar	**519 888**	**24 491**	**544 378**

Andelsklasse B ble etablert 01.01.2014.

NOTE 9. EGENKAPITAL

	Klasse	EGENKAPITAL PR 01.01.2014	Utstedelse av andeler	Innløsning av andeler	Årsresultat	EGENKAPITAL PR 31.12.2014
Andelskapital klasse	A	8 056 199	1 196 984	-2 835 350		6 417 833
Overkurs klasse	A	20 158 787	6 356 618	-15 051 801		11 463 604
Sum innskutt klasse	A	28 214 987	7 553 601	-17 887 152		**17 881 436**
Andelskapital klasse	B	-	1 448 692	-408 036		1 040 655
Overkurs klasse	B	-	7 834 439	-2 230 917		5 603 522
Sum innskutt klasse	B	-	9 283 130	-2 638 953		**6 644 177**
Opptjent egenkapital		21 846 541			5 353 876	**27 200 418**
Sum		**50 061 528**	16 836 731	-20 526 105	5 353 876	**51 726 031**

	Klasse	31.12.14	31.12.13	31.12.12
Antall andeler	A	64 178 326	80 561 992	88 896 486
Antall andeler	B	10 406 552		
Basiskurs pr andel (angitt i kroner)*	A	693,2737	621,4137	519,6300
Basiskurs pr andel (angitt i kroner)*	B	694,9191	-	-

* Basiskurs er satt ved dagsslutt siste virkedag i året og basert på beste estimat på dette tidspunkt. I regnskap er endelige tall pr 31.12 lagt til grunn. Mindre periodiseringsavvik kan dermed forekomme.

Den eneste forskjell mellom andelsklasse A og andelsklasse B er ulikt forvaltningshonorar, ref note 8.

NOTE 10. SKATTENOTE

Aksjefond er i all hovedsak fritatt for skatteplikt på gevinster og har ikke fradragsrett for tap ved realisasjon av aksjer. Videre er utbytter mottatt fra selskaper innenfor EU/EØS i utgangspunktet skattefrie. 3 prosent av disse utbyttene behandles imidlertid som skattepliktige.

Utbytter mottatt fra aksjeselskaper utenfor EU/EØS er skattepliktige. Fondene kan i tillegg belastes kildeskatt på utbytte mottatt fra alle utenlandske selskaper.

Faktisk skattekostnad i SKAGEN Kon-Tiki for årene 2014 og 2013 knytter seg til kildeskatt på utenlandsk utbytte.

NOTE 11. RISK-BELØP (angitt i hele kroner)

Fastsatt Risk-beløp pr 1. januar:

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

SKAGEN m² Note 8, 9 og 10

NOTE 8. FORVALTNINGSHONORAR

Fast forvaltningshonorar utgjør 1,5 prosent p.a. av den daglige forvaltningskapitalen i andelsklasse A og 1,2 prosent p.a i andelsklasse B. I tillegg belastes variabelt forvaltningshonorar med 1/10 av bedre verdiutvikling i andelsverdien enn referanseindeksen, MSCI ACWI Real Estate IMI Net total return index USD målt i norske kroner i begge andelsklasser. Ved dårligere verdiutvikling i andelsverdien enn referanseindeksen, trekkes 10 prosent av underutviklingen fra det faste forvaltningshonoraret. Sum forvaltningshonorar er dog begrenset oppad og nedad slik at samlet honorar ikke kan overstige 3 prosent p.a. og ikke bli lavere enn 0,75 prosent p.a. av gjennomsnittlig forvaltningskapital i andelsklasse A. I andelsklasse B er tilsvarende øvre grense 2,7 prosent p.a. og nedre grense 0,45 prosent p.a.

Kostnadsført forvaltningshonorar fordelt på de respektive andelsklasser:

	2014		
	Klasse A	Klasse B	Totalt
Forvaltningshonorar fast	8 433	9	8 442
Forvaltningshonorar variabelt	-2 188	-5	-2 193
Sum forvaltningshonorar	**6 245**	**4**	**6 249**

Andelsklasse B ble etablert 30.05.2014.

NOTE 9. EGENKAPITAL

	Klasse	EGENKAPITAL PR 01.01.2014	Utstedelse av andeler	Innløsning av andeler	Årsresultat	EGENKAPITAL PR 31.12.2014
Andelskapital klasse	A	478 320	387 181	-286 325		579 176
Overkurs klasse	A	45 874	99 881	-56 288		89 467
Sum innskutt klasse	A	524 194	487 062	**-342 613**		**668 643**
Andelskapital klasse	B	-	1 063	-		1 063
Overkurs klasse	B	-	173	-		173
Sum innskutt klasse	B	-	1 237	-		**1 237**
Opptjent egenkapital		-17 283			184 529	**167 246**
Sum		**506 911**	488 298	-342 613	184 529	**837 125**

	Klasse	31.12.14	31.12.13	31.12.12
Antall andeler	A	5 791 763	4 783 203	2 108 687
Antall andeler	B	10 634	-	-
Basiskurs prandel (angitt i kroner)*	A	144,2631	105,9746	101,4865
Basiskurs prandel (angitt i kroner)*	B	144,1397	-	-

* Basiskurs er satt ved dagsslutt siste virkedag i året og basert på beste estimat på dette tidspunkt. I regnskap er endelige tall pr 31.12 lagt til grunn. Mindre periodiseringsavvik kan dermed forekomme.

Den eneste forskjell mellom andelsklasse A og andelsklasse B er ulikt forvaltningshonorar, ref note 8.

NOTE 10. SKATTENOTE

Aksjefond er i all hovedsak fritatt for skatteplikt på gevinster og har ikke fradragsrett for tap ved realisasjon av aksjer.

Videre er utbytter mottatt fra selskaper innenfor EU/EØS i utgangspunktet skattefrie. 3 prosent av disse utbyttene behandles imidlertid som skattepliktige.

Utbytter mottatt fra aksjeselskaper utenfor EU/EØS er skattepliktige. Fondene kan i tillegg belastes kildeskatt på utbytte mottatt fra alle utenlandske selskaper.

Beregningsgrunnlag betalbar skatt	2014	2013
Renteinntekt/-kostnad	947	-29
Skattepliktig aksjeutbytte	15 669	13 325
3 % av skattefritt aksjeutbytte	108	215
Skattepliktig gevinst/tap utenfor fritaksmetoden	-4 056	-2 040
Valutagevinst/tap	2 826	1 318
Sum skattepliktige inntekter	**15 495**	**12 789**
Fast forvaltningshonorar	-8 442	-8 307
Variabelt forvaltningshonorar	2 193	4 126
Kildeskatt på utbytter innenfor EØS*	-	-927
Sum fradragsberettigede kostnader	**-6 249**	**-5 108**
Netto skattepliktig inntekt	**9 246**	**7 681**
Beregningsgrunnlag betalbar skatt (A)	**9 246**	**7 681**
Betalbar skatt i resultatregnskapet		
Betalbar skatt (A x 27 %)	2 496	2 151
For mye/lite avsatt betalbar skatt tidligere år	25	-
Avsatt betalbar skatt endring ligning 2012/2013*	259	-
Kreditfradrag betalt kildeskatt utenfor EØS	-1 037	-734
Anvendelse av fremført kreditfradrag		-3
Betalbar skatt	**1 744**	**1 413**
Grunnlag utsatt skatt/-skattefordel i balansen		
Urealisert gevinst/tap utenfor fritaksmetoden	6 813	-6 906
Underskudd til fremføring		
Sum grunnlag utsatt skatt/-skattefordel (B)	6 813	-6 906
Netto utsatt skatt/-skattefordel i balansen (B x 27 %)	**1 840**	**-1 865**
Skattekostnad i resultatregnskapet		
Betalbar skatt	1 744	1 413
Endring i utsatt skatt/-skattefordel	3 704	-1 877
Kildeskatt utbytte	2 267	1 673
Sum skattekostnad	**7 715**	**1 210**

Skyldig betalbar skatt inngår i annen gjeld.

* Kildeskatt på utbytter innenfor EU/EØS ble i 2012 og 2013 ført til fradrag i henhold til avsagt dom i Asker og Bærum Tingrett den 19.11.2012. Høyesterett har i ettertid slått fast at det ikke foreligger fradragsrett for denne kildeskatt.

SKAGEN Balanse 60/40 Note 8, 9 og 10

NOTE 8. FORVALTNINGSHONORAR

Det belastes ikke forvaltningshonorar i SKAGEN Balanse 60/40, men de underliggende fond belastes forvaltningsgodtgjørelse i henhold til hvert fonds prospekt.

Satsene for forvaltningsgodtgjørelse i potensielle underliggende fond er som følger:

	Fast honorar i prosent p.a. av den daglige forvaltningskapital	Variabelt forvaltningshonorar
SKAGEN Avkastning	0,5%	-
SKAGEN Tellus, andelsklasse A	0,8%	-
SKAGEN Høyrente	0,25 %	-
SKAGEN Høyrente Institusjon	0,15 %	-
SKAGEN Vekst, andelsklasse A	1,0%	1/10 av avkastning utover 6 prosent p.a.
SKAGEN Global, andelsklasse A	1,0%	*
SKAGEN Kon-Tiki, andelsklasse A	2,0%	**

* 1/10 av bedre verdiutvikling i andelsverdien enn referanseindeksen MSCI All Country World Daily Total return Net $ målt i norske kroner.

** 1/10 av bedre verdiutvikling i andelsverdien enn referanseindeksen, MSCI Emerging Markets Index Daily Traded Net Total Return $ målt i norske kroner. Ved dårligere verdiutvikling i andelsverdien enn referanseindeksen, trekkes 10 prosent av underutviklingen fra det faste forvaltningshonoraret. Sum forvaltningshonorar er dog begrenset oppad og nedad slik at samlet honorar ikke kan overstige 4 prosent p.a. og ikke bli lavere enn 1 prosent p.a. av gjennomsnittlig forvaltningskapital.

NOTE 9. EGENKAPITAL

	Andelskapital	Overkurs	Opptjent egenkapital	Sum
EGENKAPITAL PR 1.1.2014	162 382	10 993	19 167	192 542
Utstedelse av andeler	192 751	41 351		234 103
Innløsning av andeler	-124 563	-26 856		-151 419
Årsresultat			25 108	25 108
EGENKAPITAL PR 31.12.2014	**230 571**	**25 488**	**44 275**	**300 334**

	31.12.14	31.12.13	31.12.12
Antall andeler	2 305 707	1 623 820	681 158
Basiskurs prandel (angitt i hele kroner)*	130,2580	118,5793	101,8231

* Basiskurs er satt ved dagsslutt siste virkedag i året og basert på beste estimat på dette tidspunkt. I regnskap er endelige tall pr 31/12 lagt til grunn. Mindre periodiseringsavvik kan dermed forekomme.

NOTE 10. SKATTENOTE

SKAGEN Balanse 60/40 er fritatt for skatteplikt på gevinster og har ikke fradragsrett for tap ved realisasjon av aksjefondsandeler innenfor EU/EØS. Fondet er skattepliktig for gevinst og har fradragsrett for tap ved realisasjon av rentefondsandeler. Opptjente periodiserte renteinntekter inngår også i skattegrunnlaget.

Beregningsgrunnlag betalbar skatt	2014	2013
Netto renteinntekt	1 999	1 217
Gevinst/tap ved realisasjon av rentefondsandeler	75	70
Sum skattepliktige inntekter	**2 074**	**1 287**
Fradragsberettigede kostnader	-	-
Netto skattepliktig inntekt	2 074	1 287
Beregningsgrunnlag betalbar skatt (A)	**2 074**	**1 287**
Betalbar skatt i resultatregnskapet		
Betalbar skatt (A x 27 %)	560	360
For lite avsatt betalbar skatt tidligere år	-	-
Skyldig betalbar skatt	**560**	**360**
Grunnlag utsatt skatt/-skattefordel i balansen		
Urealisert gevinst / tap rentefondsandeler (B)	749	-65
Utsatt skatt/-skattefordel i balansen (B x 27%)	**202**	**-18**
Skattekostnad i resultatregnskapet		
Betalbar skatt	560	360
Endring i utsatt skatt/-skattefordel	220	-47
Sum skattekostnad	**780**	**314**

Skyldig betalbar skatt inngår i annen gjeld.

SKAGEN Høyrente Note 8, 9 og 10

NOTE 8. FORVALTNINGSHONORAR

Forvaltningshonoraret utgjør 0,25 prosent p.a. av den daglige forvaltningskapitalen.

NOTE 9. EGENKAPITAL

	Andelskapital	Overkurs	Opptjent egen-kapital	Avsatt til andelseierne for reinvest-ering i nye andeler	Sum
EGENKAPITAL PR 1.1.2014	3 309 524	29 180	10 025	85 983	3 434 713
Utstedelse av andeler	3 275 643	36 483	45 901		3 358 027
Innløsning av andeler	-3 360 230	-37 219	-48 026		-3 445 474
Reinvestert for andelseierne				-86 184	-86 184
Avsatt til reinvestering for andelseierne				81 414	81 414
Årsresultat etter utdeling til andelseierne			-5 199		-5 199
EGENKAPITAL PR 31.12.2014	**3 224 938**	**28 445**	**2 701**	**81 213**	**3 337 296**
	31.12.14	**31.12.13**	**31.12.12**		
Antall andeler	32 249 376	33 095 242	36 931 648		
Basiskurs pr andel (angitt i hele kroner)*	103,4846	103,7847	104,4340		

* Basiskurs er satt ved dagsslutt siste virkedag i året og basert på beste estimat på dette tidspunkt. I regnskap er endelige tall pr 31.12 lagt til grunn. Mindre periodiseringsavvik kan dermed forekomme.

NOTE 10. SKATTENOTE

Rentefond er skattepliktig med 27 prosent av netto realiserte kursgevinster på rentebærende verdipapirer, opptjente periodiserte renteinntekter, valutagevinst/tap, minus fradragsberettigede kostnader hvilket blant annet omfatter forvaltningshonoraret. Skattepliktig resultat utdeles i praksis til andelseierne slik at fondet ikke kommer i skatteposisjon.

SKAGEN Høyrente Institusjon Note 8, 9 og 10

NOTE 8. FORVALTNINGSHONORAR

Forvaltningshonoraret utgjør 0,15 prosent p.a. av den daglige forvaltningskapitalen.

NOTE 9. EGENKAPITAL

	Andelskapital	Overkurs	Opptjent egen-kapital	Avsatt til andelseierne for reinvest-ering i nye andeler	Sum
EGENKAPITAL PR 1.1.2014	1 235 057	-2 995	1 260	32 512	1 265 834
Utstedelse av andeler	563 814	-1 107	6 418		569 124
Innløsning av andeler	-985 251	1 855	-12 451		-995 847
Reinvestert for andelseierne				-32 273	-32 273
Avsatt til reinvestering for andelseierne				20 898	20 898
Årsresultat etter utdeling til andelseierne			4 006		4 006
EGENKAPITAL PR 31.12.2014	**813 619**	**-2 247**	**-768**	**21 136**	**831 742**
	31.12.14	**31.12.13**	**31.12.12**		
Antall andeler	8 136 195	12 350 572	12 562 857		
Basiskurs pr andel (angitt i kroner)*	102,2277	102,4937	103,1008		

* Basiskurs er satt ved dagsslutt siste virkedag i året og basert på beste estimat på dette tidspunkt. I regnskap er endelige tall pr 31.12 lagt til grunn. Mindre periodiseringsavvik kan dermed forekomme.

NOTE 10. SKATTENOTE

Rentefond er skattepliktig med 27 prosent av netto realiserte kursgevinster på rentebærende verdipapirer, opptjente periodiserte renteinntekter, valutagevinst/tap, minus fradragsberettigede kostnader hvilket blant annet omfatter forvaltningshonoraret. Skattepliktig resultat utdeles i praksis til andelseierne slik at fondet ikke kommer i skatteposisjon.

SKAGEN Avkastning Note 8, 9, 10 og 11

NOTE 8. FORVALTNINGSHONORAR

Forvaltningshonoraret utgjør 0,5 prosent p.a. av den daglige forvaltningskapitalen.

NOTE 9. EGENKAPITAL

	Andelskapital	Overkurs	Opptjent egen-kapital	Avsatt til andelseierne for reinvest i nye andeler	Sum
EGENKAPITAL PR 1.1.2014	852 668	302 771	5 594	36 578	1 197 611
Utstedelse av andeler	908 206	351 785	15 547		1 275 538
Innløsning av andeler	-541 494	-209 979	-9 708		-761 182
Reinvestert for andelseierne				-37 186	-37 186
Avsatt til reinvestering for andelseierne				12 711	12 711
Årsresultat etter utbetaling til andelseierne			55 280		55 280
EGENKAPITAL PR 31.12.2014	**1 219 380**	**444 577**	**66 713**	**12 103**	**1 742 772**
	31.12.14	**31.12.13**	**31.12.12**		
Antall andeler	12 193 797	8 526 677	7 881 492		
Basiskurs pr andel (angitt i kroner)*	142,9234	140,4571	141,457		

* Basiskurs er satt ved dagsslutt siste virkedag i året og basert på beste estimat på dette tidspunkt. I regnskap er endelige tall pr 31.12 lagt til grunn. Mindre periodiseringsavvik kan dermed forekomme.

NOTE 10. SKATTENOTE

Rentefond er skattepliktig med 27 prosent av netto realiserte kursgevinster på rentebærende verdipapirer, opptjente periodiserte renteinntekter, valutagevinst/tap, minus fradragsberettigede kostnader hvilket blant annet omfatter forvaltningshonoraret. Skattepliktig resultat utdeles i praksis til andelseierne slik at fondet ikke kommer i skatteposisjon.

NOTE 11. VALUTARISIKO

SKAGEN Avkastning benytter ikke valutasikringsinstrumenter mot norske kroner, men har pr 31.12.2014 trekk på EUR og MXN bankkonti for å redusere valutaeksponeringen på investeringene i Lithuanian Government, Portugese Government, Slovenia Government og Mexican Government.

SKAGEN Krona Note 8, 9 og 10 (alle tall i hele tusen SEK)

NOTE 8. FORVALTNINGSHONORAR

Forvaltningshonoraret utgjør 0,2 prosent p.a. av den daglige forvaltningskapitalen.

NOTE 9. EGENKAPITAL

	Andelskapital	Overkurs	Opptjent egenkapital	Sum
EGENKAPITAL PR 1.1.2014	848 159	6 382	1 918	856 459
Utstedelse av andeler	417 830	3 623	3 206	424 659
Innløsning av andeler	-646 541	-5 453	-5 027	-657 022
Reinvestert for andelseierne	13 815	2	-13 817	-
Årsresultat			9 382	9 382
EGENKAPITAL PR 31.12.2014	**633 263**	**4 554**	**-4 339**	**633 478**
	31.12.14	**31.12.13**	**31.12.12**	
Antall andeler	6 332 632	8 481 594	8 185 390	
Basiskurs pr andel (angitt i kroner)*	100,0338	100,9781	100,9874	

* Basiskurs er satt ved dagsslutt siste virkedag i året og basert på beste estimat på dette tidspunkt. I regnskap er endelige tall pr 31.12 lagt til grunn. Mindre periodiseringsavvik kan dermed forekomme.

NOTE 10. SKATTENOTE

Rentefond er skattepliktig med 27 prosent av netto realiserte kursgevinster på rentebærende verdipapirer, opptjente periodiserte renteinntekter, valutagevinst/tap, minus fradragsberettigede kostnader hvilket blant annet omfatter forvaltningshonoraret. Skattepliktig resultat utdeles i praksis til andelseierne slik at fondet ikke kommer i skatteposisjon.

SKAGEN Tellus Note 8, 9 og 10

NOTE 8. FORVALTNINGSHONORAR

Forvaltningshonoraret utgjør 0,8 prosent p.a. av den daglige forvaltningskapitalen i andelsklasse A og 0,45 prosent p.a i andelsklasse B.

Kostnadsført forvaltningshonorar fordelt på de respektive andelsklasser:

	2014		
	Klasse A	Klasse B	Totalt
Forvaltningshonorar fast	5 677	39	
Sum forvaltningshonorar	**5 677**	**39**	**5 717**

Andelsklasse B ble etablert 30.05.2014.

NOTE 9. EGENKAPITAL

	Klasse	EGEN-KAPITAL PR 01.01.2014	Utstedelse av andeler	Innløsning av andeler	Reinvestert for andels-eierne	Avsatt til reinve-stering for andels-eierne	Årsresultat etter utdeling til andels-eierne	EGEN-KAPITAL PR 31.12.2014
Andelskapital klasse	A	416 855	756 518	-352 065	-	-	-	821 308
Overkurs klasse	A	45 046	128 137	-64 323	-	-	-	108 860
Sum innskutt klasse	A	**461 900**	**884 656**	**-416 388**	-	-	-	**930 168**
Andelskapital klasse	B	-	30 611	-236	-	-	-	30 375
Overkurs klasse	B	-	6 825	-61	-	-	-	6 764
Sum innskutt klasse	B	-	**37 436**	**-297**	-	-		**37 139**
Opptjent egenkapital		-10 184	13 407	-6 927	-	-	154 554	150 850
Avsatt til andelseierne for reinvestering i nye andeler klasse	A	54 494	-	-	-54 554	26 002	-	25 942
Avsatt til andelseierne for reinvestering i nye andeler klasse	B	-	-	-	-	413	-	413
Sum opptjent		44 310	13 407	-6 927	-54 554	26 415	154 554	**177 205**
Sum		**506 210**	935 498	-423 611	-54 554	26 415	154 554	**1 144 512**

	Klasse	31.12.14	31.12.13	31.12.12
Antall andeler	A	8 213 082	4 168 548	4 230 420
Antall andeler	B	303 749		
Basiskurs pr andel (angitt i kroner)*	A	134,3725	121,4385	111,2406
Basiskurs pr andel (angitt i kroner)*	B	134,6566		

* Basiskurs er satt ved dagsslutt siste virkedag i året og basert på beste estimat på dette tidspunkt. I regnskap er endelige tall pr 31.12 lagt til grunn. Mindre periodiseringsavvik kan dermed forekomme.

Den eneste forskjell mellom andelsklasse A og andelsklasse B er ulikt forvaltningshonorar, ref note 8.

NOTE 10. SKATTENOTE

Rentefond er skattepliktig med 27 prosent av netto realiserte kursgevinster på rentebærende verdipapirer, opptjente periodiserte renteinntekter, valutagevinst/tap, minus fradragsberettigede kostnader hvilket blant annet omfatter forvaltningshonoraret. Skattepliktig resultat utdeles i praksis til andelseierne slik at fondet ikke kommer i skatteposisjon.

I 2014 er det belastet en skattekostnad i Tellus. Denne knytter seg til kildeskatt betalt i Sveits.

SKAGEN Credit Note Note 8, 9, 10, 11 og 12

NOTE 8. FORVALTNINGSHONORAR

SKAGEN Credit er en del av en "mottaker - tilføringsfond" struktur (master-feeder) hvor SKAGEN Credit er mottakerfondet. Det belastes ikke forvaltningshonorar i SKAGEN Credit. Forvaltningshonorar belastes direkte i de respektive tilføringsfond, SKAGEN Credit NOK, SKAGEN Credit SEK, SKAGEN Credit EUR og SKAGEN Credit GBP.

NOTE 9. EGENKAPITAL

	Andelskapital	Overkurs	Opptjent egen-kapital	Avsatt til andelseierne for reinvest-ering i nye andeler	Sum
EGENKAPITAL PR 30.05.2014	-	-	-	-	-
Utstedelse av andeler	209 251	2 401	1 365	-	213 018
Innløsning av andeler	-81 385	-3 954	-2 287	-	-87 626
Reinvestert for andelseierne	-	-	-	-	-
Avsatt til reinvestering for andelseierne	-	-		7 404	7 404
Årsresultat etter utbetaling til andelseierne	-	-	14 902	-	14 902
EGENKAPITAL PR 31.12.2014	**127 866**	**-1 553**	**13 980**	**7 404**	**147 698**

SKAGEN Credit ble etablert 30.05.2014.

	31.12.14
Antall andeler	1 278 662
Basiskurs pr andel (angitt i kroner)*	115,5046

* Basiskurs er satt ved dagsslutt siste virkedag i året og basert på beste estimat på dette tidspunkt. I regnskap er endelige tall pr 31.12 lagt til grunn. Mindre periodiseringsavvik kan dermed forekomme.

NOTE 10. SKATTENOTE

Rentefond er skattepliktig med 27 prosent av netto realiserte kursgevinster på rentebærende verdipapirer og finansielle kontrakter, opptjente periodiserte renteinntekter, valutagevinst/tap, minus fradragsberettigede kostnader hvilket blant annet omfatter påløpte rentekostnader. Skattepliktig resultat utdeles i praksis til andelseierne slik at fondet ikke kommer i skatteposisjon.

NOTE 11. VALUTARISIKO

SKAGEN Credit benytter ikke noen form for valutasikring.

NOTE 12. RENTERISIKO

SKAGEN Credit benytter renteswapper for å redusere renterisikoen i fondet. Risikoen reduseres i form av redusert durasjon. Fondet inngår kontrakter hvor fast rente byttes mot flytende rente. Hovedstol på kontaktene skal ikke gjøres opp og bokføres derfor ikke i balansen til fondet. Det er kun netto fordring/forpliktelse som tas inn i regnskapet. I note 7 er gitt en oversikt over de renteswapper fondet har inngått ved årets slutt. Disse kontrakter er representative for de kontrakter fondet har hatt gjennom året.

SKAGEN Credit EUR Note 8, 9, 10 og 11 (alle tall i tusen EUR)

NOTE 8. FORVALTNINGSHONORAR

SKAGEN Credit EUR er en del av en "mottaker - tilføringsfond" struktur (master-feeder) hvor SKAGEN Credit EUR er et tilføringsfond. Mottakerfondet er SKAGEN Credit. Forvaltningshonoraret i SKAGEN Credit EUR utgjør 0,8 prosent p.a. av den daglige forvaltningskapitalen i andelsklasse A og 0,45 prosent p.a. i andelsklasse B.

Kostnadsført forvaltningshonorar fordelt på de respektive andelsklasser:

	2014		
	Klasse A	Klasse B	Totalt
Forvaltningshonorar fast	10,5	1,6	
Sum forvaltningshonorar	**10,5**	**1,6**	**12,1**

NOTE 9. EGENKAPITAL

	Klasse	EGEN-KAPITAL PR 30.05.2014	Utstedelse av andeler	Innløsning av andeler	Reinvestert for andels-eierne	Avsatt til reinve-stering for andels-eierne	Årsresultat etter utdeling til andels-eierne	EGEN-KAPITAL PR 31.12.2014
Andelskapital klasse	A	-	2 640,3	-157,2				2 483,0
Overkurs klasse	A	-	-3,1	1,6				-1,5
Sum innskutt klasse	A	**-**	**2 637,2**	**-155,6**				**2 481,5**
Andelskapital klasse	B	-	665,4	-50,0				615,4
Overkurs klasse	B	-	0,1	-0,1				0,0
Sum innskutt klasse	B	-	**665,5**	**-50,1**				**615,4**
Opptjent egenkapital		-	1,1	-	-	-	-78,4	-77,2
Avsatt til andelseierne for reinvestering i nye andeler klasse	A	-	-	-	-	-	-	-
Avsatt til andelseierne for reinvestering i nye andeler klasse	B	-	-	-	-	-	-	-
Sum opptjent		-	1,1	-	-	-	-78,4	**-77,2**
Sum		**-**	3 303,8	-205,8	-	-	-78,4	**3 019,7**

SKAGEN Credit EUR ble etablert 30.05.2014.

	Klasse	31.12.14
Antall andeler	A	248 305
Antall andeler	B	61 540
Basiskurs pr andel (angitt i euro)*	A	9,7557
Basiskurs pr andel (angitt i euro)*	B	9,7755

* Basiskurs er satt ved dagsslutt siste virkedag i året og basert på beste estimat på dette tidspunkt. I regnskap er endelige tall pr 31.12 lagt til grunn. Mindre periodiseringsavvik kan dermed forekomme.

Den eneste forskjell mellom andelsklasse A og andelsklasse B er ulikt forvaltningshonorar, ref note 8.

NOTE 10. SKATTENOTE

Rentefond er skattepliktig med 27 prosent av netto realiserte kursgevinster på rentebærende verdipapirer, opptjente periodiserte renteinntekter, valutagevinst/tap, minus fradragsberettigede kostnader hvilket blant annet omfatter forvaltningshonoraret. Skattepliktig resultat utdeles i praksis til andelseierne slik at fondet ikke kommer i skatteposisjon.

NOTE 11. VALUTARISIKO

SKAGEN Credit EUR benytter ikke valutasikringsinstrumenter mot euro, men har pr 31.12.2014 trekk på USD, GBP og NOK bankkonti for å minimere valutaeksponeringen på sin andel av de underliggende dollar, britiske pund og norske kroner investeringene som ligger i masterfondet SKAGEN Credit.

SKAGEN Credit GBP Note 8, 9, 10 og 11 (alle tall i tusen GBP)

NOTE 8. FORVALTNINGSHONORAR

SKAGEN Credit GBP er en del av en "mottaker - tilføringsfond" struktur (master-feeder) hvor SKAGEN Credit GBP er et tilføringsfond. Mottakerfondet er SKAGEN Credit. Forvaltningshonoraret i SKAGEN Credit GBP utgjør 0,8 prosent p.a. av den daglige forvaltningskapitalen i andelsklasse A og 0,45 prosent p.a. i andelsklasse B.

Kostnadsført forvaltningshonorar fordelt på de respektive andelsklasser:

	2014		
	Klasse A	Klasse B	Totalt
Forvaltningshonorar fast	1,2	0,7	
Sum forvaltningshonorar	**1,2**	**0,7**	**1,8**

NOTE 9. EGENKAPITAL

	Klasse	EGEN-KAPITAL PR 30.05.2014	Utstedelse av andeler	Innløsning av andeler	Reinvestert for andels-eierne	Avsatt til reinve-stering for andels-eierne	Årsresultat etter utdeling til andels-eierne	EGEN-KAPITAL PR 31.12.2014
Andelskapital klasse	A	-	249,6	-	-	-	-	249,6
Overkurs klasse	A	-	-	-	-	-	-	-
Sum innskutt klasse	A	**-**	**249,6**	**-**	-	-	-	**249,6**
Andelskapital klasse	B	-	249,6	-	-	-	-	249,6
Overkurs klasse	B	-	-	-	-	-		-
Sum innskutt klasse	B	-	**249,6**	**-**				**249,6**
Opptjent egenkapital		-	-	-	-	-	-30,6	-30,6
Avsatt til andelseierne for reinvestering i nye andeler klasse	A	-	-	-	-	8,4	-	8,4
Avsatt til andelseierne for reinvestering i nye andeler klasse	B	-	-	-	-	8,5	-	8,5
Sum opptjent		-	-	-	-	16,9	-30,6	**-13,7**
Sum		**-**	499,3	-	-	16,9	-30,6	**485,5**

SKAGEN Credit GBP ble etablert 30.05.2014

	Klasse	31.12.14
Antall andeler	A	24 963
Antall andeler	B	24 963
Basiskurs pr andel (angitt i britiske pund)*	A	9,7154
Basiskurs pr andel (angitt i britiske pund)*	B	9,7354

* Basiskurs er satt ved dagsslutt siste virkedag i året og basert på beste estimat på dette tidspunkt. I regnskap er endelige tall pr 31.12 lagt til grunn. Mindre periodiseringsavvik kan dermed forekomme.

Den eneste forskjell mellom andelsklasse A og andelsklasse B er ulikt forvaltningshonorar, ref note 8.

NOTE 10. SKATTENOTE

Rentefond er skattepliktig med 27 prosent av netto realiserte kursgevinster på rentebærende verdipapirer, opptjente periodiserte renteinntekter, valutagevinst/tap, minus fradragsberettigede kostnader hvilket blant annet omfatter forvaltningshonoraret. Skattepliktig resultat utdeles i praksis til andelseierne slik at fondet ikke kommer i skatteposisjon.

NOTE 11. VALUTARISIKO

SKAGEN Credit GBP benytter ikke valutasikringsinstrumenter mot britiske pund, men har pr 31.12.2014 trekk på USD, EUR og NOK bankkonti for å minimere valutaeksponeringen på sin andel av de underliggende dollar, euro og norske kroner investeringene som ligger i masterfondet SKAGEN Credit.

SKAGEN Credit NOK Note 8, 9, 10 og 11

NOTE 8. FORVALTNINGSHONORAR

SKAGEN Credit NOK er en del av en "mottaker - tilføringsfond" struktur (master-feeder) hvor SKAGEN Credit NOK er et tilføringsfond. Mottakerfondet er SKAGEN Credit. Forvaltningshonoraret i SKAGEN Credit NOK utgjør 0,8 prosent p.a. av den daglige forvaltningskapitalen.

NOTE 9. EGENKAPITAL

	Andelskapital	Overkurs	Opptjent egen-kapital	Avsatt til andelseierne for reinvest i nye andeler	Sum
EGENKAPITAL PR 30.05.2014	-	-	-	-	-
Utstedelse av andeler	162 450	-16	6	-	162 440
Innløsning av andeler	-71 472	433	-1	-	-71 039
Reinvestert for andelseierne	-	-	-	-	-
Avsatt til reinvestering for andelseierne	-	-	-	-	-
Årsresultat etter utbetaling til andelseierne	-	-	-2 007	-	-2 007
EGENKAPITAL PR 31.12.2014	**90 978**	**417**	**-2 002**	**-**	**89 393**

SKAGEN Credit NOK ble etablert 30.05.2014

	31.12.14
Antall andeler	909 784
Basiskurs pr andel (angitt i kroner)*	98,2463

* Basiskurs er satt ved dagsslutt siste virkedag i året og basert på beste estimat på dette tidspunkt. I regnskap er endelige tall pr 31.12 lagt til grunn. Mindre periodiseringsavvik kan dermed forekomme.

NOTE 10. SKATTENOTE

Rentefond er skattepliktig med 27 prosent av netto realiserte kursgevinster på rentebærende verdipapirer, opptjente periodiserte renteinntekter, valutagevinst/tap, minus fradragsberettigede kostnader hvilket blant annet omfatter forvaltningshonoraret. Skattepliktig resultat utdeles i praksis til andelseierne slik at fondet ikke kommer i skatteposisjon.

NOTE 11. VALUTARISIKO

SKAGEN Credit NOK benytter ikke valutasikringsinstrumenter mot norske kroner, men har pr 31.12.2014 trekk på USD, EUR og GBP bankkonti for å minimere valutaeksponeringen på sin andel av de underliggende dollar, euro og britiske pund investeringene som ligger i masterfondet SKAGEN Credit.

SKAGEN Credit SEK Note 8, 9, 10 og 11 (alle tall i hele tusen SEK)

NOTE 8. FORVALTNINGSHONORAR

SKAGEN Credit SEK er en del av en "mottaker - tilføringsfond" struktur (master-feeder) hvor SKAGEN Credit SEK er et tilføringsfond. Mottakerfondet er SKAGEN Credit. Forvaltningshonoraret i SKAGEN Credit SEK utgjør 0,8 prosent p.a. av den daglige forvaltningskapitalen.

NOTE 9. EGENKAPITAL

	Andelskapital	Overkurs	Opptjent egen-kapital	Avsatt til andelseierne for reinvest i nye andeler	Sum
EGENKAPITAL PR 30.05.2014	-	-	-	-	-
Utstedelse av andeler	34 215	-26	17		34 207
Innløsning av andeler	-6 737	85	-		-6 652
Reinvestert for andelseierne					-
Avsatt til reinvestering for andelseierne					-
Årsresultat etter utbetaling til andelseierne			-767		-767
EGENKAPITAL PR 31.12.2014	**27 479**	**59**	**-750**	**-**	**26 788**

SKAGEN Credit SEK ble etablert 30.05.2014

	31.12.14
Antall andeler	274 786
Basiskurs pr andel (angitt i kroner)*	97,4753

* Basiskurs er satt ved dagsslutt siste virkedag i året og basert på beste estimat på dette tidspunkt. I regnskap er endelige tall pr 31.12 lagt til grunn. Mindre periodiseringsavvik kan dermed forekomme.

NOTE 10. SKATTENOTE

Rentefond er skattepliktig med 27 prosent av netto realiserte kursgevinster på rentebærende verdipapirer, opptjente periodiserte renteinntekter, valutagevinst/tap, minus fradragsberettigede kostnader hvilket blant annet omfatter forvaltningshonoraret. Skattepliktig resultat utdeles i praksis til andelseierne slik at fondet ikke kommer i skatteposisjon.

NOTE 11. VALUTARISIKO

SKAGEN Credit SEK benytter ikke valutasikringsinstrumenter mot svenske kroner, men har pr 31.12.2014 trekk på USD, EUR, GBP og NOK bankkonti for å minimere valutaeksponeringen på sin andel av de underliggende dollar, euro, britiske pund og norske kroner investeringene som ligger i masterfondet SKAGEN Credit.

SKAGEN m²

Note 7. Verdipapirportefølje pr 31.12.2014 (angitt i hele kroner)

Verdipapir	Antall	Kjøpsverdi NOK	Markedskurs	Valuta	Markedsverdi NOK	Urealisert gevinst/tap	Andel av fondet	Eierandel selskap/ aksjeklasse	Børs
Eiendomsselskaper inkl REITs [2]									
Brandywine Realty Trust	265 000	23 686 836	15,98	USD	31 732 484	8 045 648	3,82 %	0,15 %	New York
General Growth Properties Inc	150 000	20 256 119	28,13	USD	31 618 584	11 362 465	3,81 %	0,02 %	New York
Global Logistic Properties Ltd	2 057 000	27 076 824	2,48	SGD	28 855 588	1 778 764	3,47 %	0,04 %	Singapore
Columbia Property Trust Inc	150 000	25 214 490	25,35	USD	28 493 818	3 279 327	3,43 %	0,12 %	New York
HCP Inc	77 100	17 878 855	44,03	USD	25 438 089	7 559 234	3,06 %	0,02 %	New York
Ashford Hospitality Trust	310 000	15 025 290	10,48	USD	24 344 698	9 319 409	2,93 %	0,35 %	New York
PS Business Parks Inc	40 500	18 731 283	79,54	USD	24 139 153	5 407 871	2,91 %	0,15 %	New York
Apartment Investmest & Management Co	86 000	15 905 577	37,15	USD	23 940 802	8 035 225	2,88 %	0,06 %	New York
Soho China Ltd	4 458 500	21 774 301	5,48	HKD	23 582 326	1 808 026	2,84 %	0,09 %	Hong Kong
Deutsche Wohnen AG	125 000	11 316 968	19,58	EUR	22 195 643	10 878 675	2,67 %	0,04 %	Frankfurt
Mercialys SA	123 000	15 576 665	18,43	EUR	20 563 323	4 986 657	2,47 %	0,13 %	Paris
SL Green Realty Corp	23 000	12 922 247	119,02	USD	20 513 001	7 590 755	2,47 %	0,02 %	New York
British Land Co Plc	215 000	11 694 406	7,77	GBP	19 515 198	7 820 792	2,35 %	0,02 %	London
Olav Thon Eiendomsselskap ASA	153 081	15 279 174	125,50	NOK	19 211 665	3 932 491	2,31 %	0,14 %	Oslo Børs
Nomura Real Estate Office Fund Inc	495	13 848 403	595 000	JPY	18 411 200	4 562 797	2,22 %	0,13 %	Tokyo
CBL & Associates Properties Inc	120 000	13 651 897	19,42	USD	17 462 720	3 810 823	2,10 %	0,07 %	New York
CA Immobilien Anlagen AG	120 000	13 881 183	15,50	EUR	16 867 782	2 986 599	2,03 %	0,12 %	Wien
Mitsui Fudosan Co Ltd	82 000	15 018 255	3 255	JPY	16 684 944	1 666 689	2,01 %	0,01 %	Tokyo
Mapletree Logistics Trust	2 452 593	14 421 396	1,18	SGD	16 439 469	2 018 073	1,98 %	0,10 %	Singapore
SM Prime Holdings Inc	5 700 000	14 352 932	17,04	PHP	16 273 796	1 920 865	1,96 %	0,02 %	Philippines
Melia Hotels International	202 106	15 868 795	8,86	EUR	16 238 951	370 156	1,95 %	0,11 %	Madrid
Dic Asset AG	237 384	14 943 671	7,41	EUR	15 943 372	999 702	1,92 %	0,35 %	Xetra
Unibail-Rodamco SE	7 975	12 716 962	212,85	EUR	15 393 926	2 676 964	1,85 %	0,01 %	Amsterdam
Citycon Oyj	610 000	11 651 212	2,58	EUR	14 272 320	2 621 108	1,72 %	0,10 %	Helsinki
Ticon Industrial Connection Pcl-Nvdr	3 200 020	11 099 998	18,10	THB	13 188 466	2 088 468	1,59 %	0,29 %	Bangkok
BR Malls Participacoes SA	278 200	15 200 062	16,43	BRL	12 903 442	-2 296 620	1,55 %	0,06 %	Sao Paulo
Affine SA	92 000	9 711 899	15,17	EUR	12 656 640	2 944 741	1,52 %	1,02 %	Paris
Phoenix Mills Ltd	282 177	7 859 212	373,55	INR	12 503 006	4 643 794	1,50 %	0,19 %	National India
Entra ASA	153 575	10 255 654	76,50	NOK	11 748 487	1 492 834	1,41 %	0,08 %	Oslo Børs
BR Properties SA	400 000	17 805 920	10,25	BRL	11 574 300	-6 231 620	1,39 %	0,13 %	Sao Paulo
Westgrund AG	300 000	8 636 679	4,10	EUR	11 154 501	2 517 822	1,34 %	0,41 %	Xetra
Bekasi Fajar Industrial Estate Tbk PT	24 475 400	5 824 207	730,00	IDR	10 800 627	4 976 420	1,30 %	0,25 %	Indonesia
Emlak Konut Gayrimenkul Yatirim Ortakligi AS	1 210 000	8 787 640	2,77	TRY	10 755 210	1 967 571	1,29 %	0,03 %	Istanbul
China South City Holdings Ltd	3 042 000	10 151 786	3,54	HKD	10 393 930	242 144	1,25 %	0,04 %	Hong Kong
Lexington Realty Trust	120 000	8 335 242	10,98	USD	9 873 361	1 538 119	1,19 %	0,05 %	New York
Oberoi Realty Ltd	288 152	7 095 061	280,20	INR	9 577 096	2 482 036	1,15 %	0,09 %	National India
First Real Estate Investment Trust	1 346 397	7 458 553	1,25	SGD	9 557 863	2 099 310	1,15 %	0,18 %	Singapore
Gecina SA	9 500	7 397 636	103,50	EUR	8 916 799	1 519 163	1,07 %	0,02 %	Paris
Vista Land & Lifescapes Inc	7 139 700	5 790 559	7,20	PHP	8 613 048	2 822 489	1,04 %	0,08 %	Philippines
Irsa Sa ADR	74 300	5 359 705	15,37	USD	8 557 445	3 197 740	1,03 %	0,13 %	New York
Shimao Property Holdings Ltd	504 500	6 640 630	17,34	HKD	8 443 599	1 802 968	1,02 %	0,01 %	Hong Kong
Bumi Serpong Damai PT	7 186 500	6 508 886	1 805	IDR	7 841 352	1 332 466	0,94 %	0,04 %	Indonesia
Keppel Land Ltd	400 000	7 012 787	3,42	SGD	7 738 024	725 237	0,93 %	0,03 %	Singapore
Atrium Ljungberg AB	70 280	6 377 741	114,70	SEK	7 711 667	1 333 926	0,93 %	0,05 %	Stockholm
Ananda Development PCL-Nvdr	10 265 800	4 816 131	3,28	THB	7 667 074	2 850 943	0,92 %	0,31 %	Bangkok
Ascendas India Trust	1 625 000	6 090 306	0,82	SGD	7 537 220	1 446 913	0,91 %	0,18 %	Singapore
CapitaLand Ltd	400 000	6 017 269	3,31	SGD	7 489 140	1 471 870	0,90 %	0,01 %	Singapore
Summarecon Agung Tbk PT	8 019 400	5 501 906	1 520	IDR	7 368 545	1 866 640	0,89 %	0,06 %	Indonesia
General Shopping Finance (finansobligasjon)	1 000 000	5 429 495	89,12	USD	6 786 770	1 249 035	0,82 %	0,40 %	Euroclear
Rockwell Land Corp	20 000 000	8 186 790	1,74	PHP	5 830 740	-2 356 050	0,70 %	0,33 %	Philippines
Etalon Group Ltd GDR	386 388	8 640 506	2,00	USD	5 790 753	-2 849 753	0,70 %	0,13 %	London Int.
Hovnanian Enterprices Inc	185 000	5 468 294	4,13	USD	5 725 365	257 071	0,69 %	0,14 %	New York
General Shopping Brasil SA	246 900	7 466 054	7,28	BRL	5 074 151	-2 391 904	0,61 %	0,49 %	Sao Paulo
Parque Arauco SA	349 321	3 976 533	1 162	CLP	5 010 616	1 034 083	0,60 %	0,04 %	Santiago
Ashford Inc	6 400	3 207 939	94,00	USD	4 508 055	1 300 117	0,54 %	0,32 %	New York
CSI Properties Ltd	15 000 000	4 034 630	0,31	HKD	4 488 180	453 550	0,54 %	0,14 %	Hong Kong
Sum Eiendom		**634 839 451**			**785 918 324**	**150 970 638**	**94,59 %**		
SUM VERDIPAPIRPORTEFØLJE [1]		**634 839 451**			**785 918 324**	**150 970 638**	**94,59 %**		

[1] For verdi av likviditet i porteføljen pr 31.12.2014 henvises til balansen.

[2] REITs (Real Estate Investment Trusts) er børsnoterte, juridiske strukturer som er underlagt gunstige skatteregler i sine hjemland. Vilkårene for å oppnå gunstig beskatning er blant annet at selskapet oppfyller minimumskrav til eiendomseksponering og at en minimumsandel av overskuddet deles ut til eierne.

Tilordning av anskaffelseskost:

For SKAGEN m² benyttes FIFO-prinsippet ved beregning av realisert kursgevinst/-tap ved salg.

SKAGEN Vekst

Note 7. Verdipapirportefølje pr 31.12.2014 (angitt i hele kroner)

Verdipapir	Antall	Kjøpsverdi NOK	Markedskurs	Valuta	Markedsverdi NOK	Urealisert gevinst/tap	Andel av fondet	Eierandel selskap/ aksjeklasse	Børs
Energi									
Lundin Petroleum AB	1 800 000	175 580 247	112,40	SEK	193 549 428	17 969 181	2,24%	0,58%	Stockholm
Solstad Offshore ASA	1 982 746	99 497 880	79,00	NOK	156 636 934	57 139 054	1,81%	5,13%	Oslo Børs
Bonheur ASA	1 192 594	88 117 205	73,25	NOK	87 357 510	-759 695	1,01%	2,92%	Oslo Børs
Ganger Rolf ASA	1 213 817	124 262 346	71,50	NOK	86 787 915	-37 474 430	1,00%	3,59%	Oslo Børs
DOF ASA	5 762 213	110 021 666	14,95	NOK	86 145 084	-23 876 582	1,00%	5,19%	Oslo Børs
GCL-Poly Energy Holdings Ltd	30 000 000	59 320 136	1,80	HKD	52 120 800	-7 199 336	0,60%	0,19%	Hong Kong
Rec Silicon ASA	29 162 486	42 189 645	1,78	NOK	52 025 875	9 836 230	0,60%	1,26%	Oslo Børs
Siem Offshore Inc	8 036 317	68 364 907	4,04	NOK	32 466 721	-35 898 186	0,38%	2,06%	Oslo Børs
Eidesvik Offshore ASA	1 010 641	37 561 988	24,50	NOK	24 760 704	-12 801 283	0,29%	3,35%	Oslo Børs
Electromagnetic Geoservices AS	5 029 207	68 319 497	4,02	NOK	20 217 412	-48 102 085	0,23%	2,52%	Oslo Børs
Sevan Drilling ASA	13 252 171	83 460 363	1,07	NOK	14 179 823	-69 280 540	0,16%	2,23%	Oslo Børs
Sum Energi		**956 695 880**			**806 248 208**	**-150 447 672**	**9,33%**		
Råvarer									
Norsk Hydro ASA	14 042 679	355 935 581	42,44	NOK	595 971 297	240 035 716	6,90%	0,68%	Oslo Børs
OCI Co Ltd	39 000	33 002 671	78 600	KRW	21 035 081	-11 967 590	0,24%	0,16%	Seoul
Nordic Mining ASA	18 786 048	21 192 974	0,90	NOK	16 907 443	-4 285 531	0,20%	6,09%	Oslo Axess
Agrinos AS	817 242	23 068 088	2,30	NOK	1 879 657	-21 188 431	0,02%	1,26%	Unotert
Sum Råvarer		**433 199 314**			**635 793 478**	**202 594 164**	**7,36%**		
Kapitalvarer, service og transport									
Norwegian Air Shuttle ASA	1 551 707	110 582 944	276,20	NOK	428 581 473	317 998 530	4,96%	4,41%	Oslo Børs
Koninklijke Philips NV	1 518 075	304 812 045	24,15	EUR	332 472 247	27 660 203	3,85%	0,16%	Amsterdam
ABB Ltd	1 900 000	271 039 266	165,90	SEK	301 545 646	30 506 380	3,49%	0,08%	Stockholm
Wilh. Wilhelmsen Holding ASA	875 275	62 508 454	170,00	NOK	148 796 750	86 288 296	1,72%	2,53%	Oslo Børs
AirAsia Bhd	24 244 100	125 235 413	2,72	MYR	141 113 463	15 878 050	1,63%	0,87%	Kuala Lumpur
Kongsberg Gruppen ASA	1 056 509	43 882 279	123,00	NOK	129 950 607	86 068 328	1,50%	0,88%	Oslo Børs
Stolt-Nielsen Ltd	541 341	67 130 012	125,00	NOK	67 667 625	537 613	0,78%	0,84%	Oslo Børs
FLSmidth & Co A/S	170 000	54 248 773	272,30	DKK	56 356 978	2 108 205	0,65%	0,33%	København
Golar LNG Ltd	130 000	44 203 728	36,47	USD	35 527 164	-8 676 564	0,41%	0,14%	NASDAQ
Odfjell SE-A	1 217 307	54 496 151	28,80	NOK	35 058 442	-19 437 710	0,41%	1,85%	Oslo Børs
Goodtech ASA	2 116 842	48 134 917	12,00	NOK	25 402 104	-22 732 813	0,29%	6,51%	Oslo Børs
TTS Group ASA	3 055 946	30 511 719	4,75	NOK	14 515 743	-15 995 976	0,17%	3,53%	Oslo Børs
YIT Oyj	315 125	20 139 443	4,27	EUR	12 202 695	-7 936 747	0,14%	0,25%	Helsinki
I.M. Skaugen SE	1 728 652	21 005 353	4,50	NOK	7 778 934	-13 226 419	0,09%	6,38%	Oslo Børs
Viti Invest AS	931 782	5 643 663	0,47	NOK	437 938	-5 205 725	0,01%	5,95%	Unotert
Sum Kapitalvarer, service og transport		**1 263 574 160**			**1 737 407 810**	**473 833 650**	**20,11%**		
Inntektsavhengige forbruksvarer									
Continental AG	293 500	147 369 335	175,55	EUR	467 255 019	319 885 684	5,41%	0,15%	Frankfurt
Kia Motors Corporation	800 000	240 727 112	52 300	KRW	287 110 264	46 383 152	3,32%	0,20%	Seoul
Volvo AB	2 500 000	209 578 429	84,70	SEK	202 570 637	-7 007 792	2,34%	0,15%	Stockholm
Toshiba Corp	5 000 000	132 114 376	512,40	JPY	160 154 463	28 040 087	1,85%	0,12%	Tokyo
Nokian Renkaat OYJ	375 000	84 234 298	20,29	EUR	69 001 471	-15 232 827	0,80%	0,28%	Helsinki
Toto Ltd	550 000	43 403 162	1 408	JPY	48 408 906	5 005 743	0,56%	0,16%	Tokyo
Nippon Seiki Co Ltd	273 000	28 147 666	2 735	JPY	46 674 524	18 526 858	0,54%	0,45%	Tokyo
Fjord Line AS	3 622 985	33 137 910	2,50	NOK	9 057 462	-24 080 447	0,10%	4,54%	Unotert
Sum Inntektsavhengige forbruksvarer		**918 712 289**			**1 290 232 746**	**371 520 457**	**14,93%**		

Note 7. Verdipapirportefølje pr 31.12.2014 (angitt i hele kroner)

Verdipapir	Antall	Kjøpsverdi NOK	Markedskurs	Valuta	Markedsverdi NOK	Urealisert gevinst/tap	Andel av fondet	Eierandel selskap/ aksjeklasse	Børs
Defensive konsumvarer									
Casino Guichard Perrachon SA	330 000	225 750 798	76,46	EUR	228 819 625	3 068 827	2,65%	0,29%	Paris
Carlsberg AS-B	270 746	162 563 599	478,80	DKK	157 821 921	-4 741 678	1,83%	0,23%	København
Royal Unibrew A/S	95 000	29 418 857	1 087	DKK	125 719 974	96 301 118	1,46%	0,86%	København
Oriflame Cosmetics SA-SDR	536 829	76 416 034	108,50	SEK	55 720 985	-20 695 049	0,64%	0,99%	Stockholm
Sodastream International Ltd	315 000	75 696 247	20,12	USD	47 491 945	-28 204 303	0,55%	1,52%	NASDAQ
Yazicilar Holding AS	689 169	23 544 261	19,55	TRY	43 234 085	19 689 824	0,50%	0,43%	Istanbul
Genomar AS	483 807	11 591 091	0,29	NOK	140 304	-11 450 787	0,00%	6,59%	Unotert
Sum Defensive konsumvarer		**604 980 887**			**658 948 838**	**53 967 951**	**7,63%**		
Medisin									
Teva Pharmaceutical-Sp ADR	700 000	185 158 760	57,51	USD	301 663 544	116 504 784	3,49%	0,08%	NASDAQ
Novo Nordisk A/S-B	290 250	62 217 876	260,30	DKK	91 980 874	29 762 998	1,06%	0,01%	København
Medi-Stim ASA	1 465 625	18 313 038	27,50	NOK	40 304 687	21 991 650	0,47%	7,99%	Oslo Børs
Getinge AB - B shs	200 000	32 797 665	177,80	SEK	34 018 474	1 220 809	0,39%	0,09%	Stockholm
Photocure ASA	626 466	25 234 986	27,50	NOK	17 227 815	-8 007 171	0,20%	2,93%	Oslo Børs
Sum Medisin		**323 722 325**			**485 195 395**	**161 473 070**	**5,62%**		
Bank og finans									
Citigroup Inc	900 000	317 958 202	54,11	USD	364 923 192	46 964 990	4,22%	0,03%	New York
Danske Bank A/S	1 600 000	174 334 648	167,40	DKK	326 081 808	151 747 160	3,77%	0,16%	København
Tribona AB	2 803 335	92 588 897	38,60	SEK	103 517 883	10 928 986	1,20%	5,76%	Stockholm
Korean Reinsurance Co	1 250 000	42 640 374	10 800	KRW	92 638 350	49 997 976	1,07%	1,04%	Seoul
Sparebanken Øst	1 124 204	19 925 326	51,00	NOK	57 334 404	37 409 078	0,66%	5,42%	Oslo Børs
Hitecvision AS	793 668	7 193 426	69,00	NOK	54 763 092	47 569 666	0,63%	4,18%	Unotert
Sberbank of Russia Pref	11 120 000	160 943 926	37,70	RUB	53 136 642	-107 807 284	0,62%	1,11%	Moscow
Norwegian Finans Holding ASA	2 500 000	4 901 846	20,00	NOK	50 000 000	45 098 154	0,58%	1,45%	Unotert
SBI Holdings Inc	500 000	41 625 416	1 326	JPY	41 445 124	-180 292	0,48%	0,22%	Tokyo
Raiffeisen Bank International AG	306 524	69 052 483	12,53	EUR	34 844 470	-34 208 014	0,40%	0,10%	Wien
Zoncolan ASA	730 000	4 045 513	0,56	NOK	408 800	-3 636 713	0,00%	4,90%	Oslo Axess
Sum Bank og finans		**935 210 057**			**1 179 093 765**	**243 883 708**	**13,65%**		
Informasjonsteknologi									
Samsung Electronics Co Ltd Pref	93 660	554 401 443	1 039 000	KRW	667 769 753	113 368 310	7,73%	0,41%	Seoul
SAP SE	545 000	230 275 074	58,26	EUR	287 946 642	57 671 567	3,33%	0,04%	Frankfurt
PSI Group ASA	3 796 612	43 430 508	7,25	NOK	27 525 437	-15 905 071	0,32%	8,56%	Oslo Børs
Q-Free ASA	2 603 177	36 551 764	10,00	NOK	26 031 770	-10 519 994	0,30%	3,78%	Oslo Børs
Bang & Olufsen A/S	325 000	24 594 307	36,10	DKK	14 283 732	-10 310 575	0,17%	0,75%	København
Oter Invest AS	2 566 891	6 979 932	0,50	NOK	1 283 445	-5 696 487	0,01%	8,41%	Unotert
Sum Informasjonsteknologi		**896 233 028**			**1 024 840 780**	**128 607 751**	**11,86%**		
Telekom									
Teliasonera AB	8 000 000	366 645 271	50,40	SEK	385 721 280	19 076 009	4,46%	0,18%	Stockholm
Kinnevik Investment AB-B	463 583	103 529 237	255,30	SEK	113 222 149	9 692 911	1,31%	0,20%	Stockholm
Sum Telekom		**470 174 509**			**498 943 429**	**28 768 920**	**5,78%**		
SUM VERDIPAPIRPORTEFØLJE 1)		**6 802 502 448**			**8 316 704 447**	**1 514 201 999**	**96,26 %**		

[1] For verdi av likviditet i porteføljen pr 31.12.2014 henvises til balansen.

Tilordning av anskaffelseskost:
For SKAGEN Vekst er gjennomsnittlig anskaffelsesverdi benyttet for å finne realiserte kursgevinster/-tap ved salg av aksjer.

SKAGEN Global

Note 7. Verdipapirportefølje pr 31.12.2014 (angitt i hele kroner)

Verdipapir	Antall	Kjøpsverdi NOK	Markedskurs	Valuta	Markedsverdi NOK	Urealisert gevinst/tap	Andel av fondet	Eierandel selskap/ aksjeklasse	Børs
Energi									
Baker Hughes Inc	1 651 517	430 513 030	56,07	USD	693 897 027	263 383 996	1,76%	0,38%	New York
Gazprom Oao ADR	19 768 118	1 278 439 979	4,65	USD	688 810 406	-589 629 573	1,75%	0,17%	London Int.
Technip SA	1 088 394	600 960 756	49,41	EUR	487 741 797	-113 218 959	1,24%	0,96%	Paris
Kazmunaigas Exploration GDR	2 989 139	368 286 596	14,50	USD	324 784 680	-43 501 916	0,83%	0,71%	London Int.
Weatherford Intl Ltd	2 474 556	203 022 576	11,45	USD	212 316 719	9 294 143	0,54%	0,32%	New York
BP Plc	4 331 863	216 163 706	4,11	GBP	207 984 044	-8 179 662	0,53%	0,02%	London
Petroleo Brasileiro Pref ADR	3 550 248	439 163 092	7,58	USD	201 655 151	-237 507 942	0,51%	0,13%	New York
BP Plc ADR	606 673	177 094 585	38,12	USD	173 296 177	-3 798 408	0,44%	0,00%	New York
Afren Plc	28 366 070	303 193 926	0,47	GBP	156 671 544	-146 522 382	0,40%	2,56%	London
Renewable Energy Corp ASA 09/18 6,5%	8 099 882	48 909 416	87,50	USD	53 325 183	4 199 588	0,14%		Unotert
Sum Energi		**4 065 747 663**			**3 200 482 727**	**-865 481 115**	**8,13%**		
Råvarer									
Akzo Nobel NV	2 134 491	691 824 422	57,65	EUR	1 115 934 425	424 110 003	2,83%	0,87%	Amsterdam
Koninklijke DSM NV	2 123 303	882 660 713	50,64	EUR	975 103 479	92 442 765	2,48%	1,17%	Amsterdam
Norsk Hydro ASA	17 701 455	478 451 926	42,44	NOK	751 249 750	272 797 825	1,91%	0,86%	Oslo Børs
Heidelbergcement AG	1 253 485	414 798 724	58,81	EUR	668 521 465	253 722 741	1,70%	0,67%	Frankfurt
Lundin Mining Corp	10 469 031	295 063 094	5,72	CAD	387 648 683	92 585 589	0,98%	1,46%	Toronto
Ternium SA ADR	2 503 889	374 217 240	17,64	USD	330 974 912	-43 242 328	0,84%	1,28%	New York
UPM-Kymmene Oyj	2 433 683	178 308 183	13,62	EUR	300 598 045	122 289 862	0,76%	0,46%	Helsinki
Mayr-Melnhof Karton AG	358 326	165 979 342	86,00	EUR	279 461 386	113 482 043	0,71%	1,79%	Wien
OCI Co Ltd	438 528	416 479 844	78 600	KRW	236 524 927	-179 954 917	0,60%	1,84%	Seoul
Lundin Mining Corp SDR	5 862 946	154 553 366	37,45	SEK	210 049 084	55 495 718	0,53%	0,82%	Stockholm
Sum Råvarer		**4 052 336 854**			**5 256 066 154**	**1 203 729 300**	**13,35%**		
Kapitalvarer, service og transport									
LG Corp	2 391 893	669 940 233	61 200	KRW	1 004 500 628	334 560 395	2,55%	1,39%	Seoul
Tyco International Plc	2 724 661	293 567 156	43,86	USD	895 493 679	601 926 523	2,27%	0,65%	New York
Koninklijke Philips NV	2 951 400	541 329 736	24,15	EUR	646 383 473	105 053 737	1,64%	0,32%	Amsterdam
Valmet Corp	3 202 627	219 542 329	10,22	EUR	296 826 241	77 283 912	0,75%	2,14%	Helsinki
Prosegur Cia de Seguridad Sa	6 360 714	206 436 114	4,72	EUR	272 265 681	65 829 568	0,69%	1,03%	Madrid
China Communications Services Corp Ltd	74 754 294	269 563 912	3,64	HKD	262 636 354	-6 927 558	0,67%	3,13%	Hong Kong
Autoliv Inc	276 314	94 600 067	106,12	USD	219 726 052	125 125 985	0,56%	0,31%	New York
Mosaic Co/The	377 307	114 761 272	45,65	USD	129 067 550	14 306 278	0,33%	0,11%	New York
Autoliv Inc SDR	141 095	48 971 686	837,50	SEK	113 044 520	64 072 835	0,29%	0,16%	Stockholm
Sum Kapitalvarer, service og transport		**2 458 712 504**			**3 839 944 179**	**1 381 231 675**	**9,76%**		
Inntektsavhengige forbruksvarer									
Renault SA	2 003 179	559 628 778	60,53	EUR	1 099 601 866	539 973 088	2,79%	0,68%	Paris
General Motors Co	3 450 380	492 686 674	34,91	USD	902 605 963	409 919 289	2,29%	0,21%	New York
Gap Inc/The	2 576 997	632 224 685	42,11	USD	813 168 555	180 943 870	2,07%	0,61%	New York
Toyota Industries Corp	1 745 077	311 462 843	6 210	JPY	677 432 635	365 969 792	1,72%	0,54%	Tokyo
Comcast Corp	1 530 793	185 773 851	57,56	USD	660 322 960	474 549 109	1,68%	0,37%	NASDAQ
Volvo AB	7 530 159	583 951 938	84,70	SEK	610 155 644	26 203 705	1,55%	0,47%	Stockholm
Hyundai Motor Co Pref (2pb)	518 537	146 240 482	134 000	KRW	476 805 868	330 565 386	1,21%	1,38%	Seoul
Kingfisher Plc	9 876 304	315 511 939	3,40	GBP	392 848 455	77 336 516	1,00%	0,42%	London
Tata Motors Ltd-A- DVR	8 041 456	108 530 555	335,70	INR	320 206 485	211 675 929	0,81%	1,67%	Bombay
Yamaha Motor Co Ltd	2 055 851	173 754 925	2 442	JPY	313 831 993	140 077 068	0,80%	0,59%	Tokyo
Global Mediacom Tbk PT	247 094 045	230 826 145	1 425	IDR	212 849 899	-17 976 246	0,54%	1,74%	Jakarta
Hyundai Motor Co Pref (1p)	100 435	34 943 091	126 500	KRW	87 183 169	52 240 078	0,22%	0,40%	Seoul
Sum Inntektsavhengige forbruksvarer		**3 775 535 906**			**6 567 013 493**	**2 791 477 587**	**16,68%**		

Note 7. Verdipapirportefølje pr 31.12.2014 (angitt i hele kroner)

Verdipapir	Antall	Kjøpsverdi NOK	Markedskurs	Valuta	Markedsverdi NOK	Urealisert gevinst/tap	Andel av fondet	Eierandel selskap/ aksjeklasse	Børs
Defensive konsumvarer									
Unilever NV-Cva	1 740 674	364 639 549	32,64	EUR	515 243 626	150 604 077	1,31%	0,10%	Amsterdam
Yazicilar Holding AS	3 852 265	93 301 824	19,55	TRY	241 666 632	148 364 807	0,61%	2,41%	Istanbul
United Intl Enterprises	68 992	12 394 635	959,00	DKK	80 550 544	68 155 909	0,20%	1,94%	København
Sum Defensive konsumvarer		**470 336 008**			**837 460 801**	**367 124 793**	**2,13%**		
Medisin									
Roche Holding AG-Genusschein	507 608	498 365 082	269,90	CHF	1 033 320 738	534 955 656	2,63%	0,07%	Zürich
Sanofi	992 732	618 471 425	75,66	EUR	681 150 992	62 679 568	1,73%	0,07%	Paris
Teva Pharmaceutical-Sp ADR	1 119 331	246 785 828	57,51	USD	482 373 367	235 587 539	1,23%	0,13%	NASDAQ
Varian Medical Systems Inc	725 582	370 970 224	86,51	USD	470 364 172	99 393 949	1,19%	0,72%	New York
Sum Medisin		**1 734 592 558**			**2 667 209 270**	**932 616 712**	**6,78%**		
Bank og finans									
Citigroup Inc	6 753 367	1 546 438 724	54,11	USD	2 738 289 160	1 191 850 436	6,96%	0,22%	New York
American International Group Inc	3 982 321	969 281 286	56,01	USD	1 671 411 009	702 129 723	4,25%	0,28%	New York
Nordea Bank AB	12 756 133	896 126 469	90,90	SEK	1 109 266 756	213 140 288	2,82%	0,31%	Stockholm
Goldman Sachs Group Inc	530 136	471 979 212	193,83	USD	769 998 208	298 018 996	1,96%	0,12%	New York
State Bank of India	19 860 330	483 504 276	311,85	INR	734 642 925	251 138 649	1,87%	0,27%	National India
NN Group NV	2 795 661	494 945 042	24,84	EUR	629 895 556	134 950 515	1,60%	0,80%	Amsterdam
Cheung Kong Holdings Ltd	4 476 098	358 395 916	130,30	HKD	562 938 972	204 543 056	1,43%	0,19%	Hong Kong
Storebrand ASA	13 799 450	478 370 596	29,20	NOK	402 943 940	-75 426 656	1,02%	3,07%	Oslo Børs
Banco Do Estado Rio Grande Do Sul SA Pref	7 443 113	174 662 409	14,50	BRL	304 672 666	130 010 256	0,77%	1,82%	Sao Paulo
Raiffeisen Bank International AG	2 457 057	390 676 559	12,53	EUR	279 308 791	-111 367 767	0,71%	0,84%	Wien
EFG-Hermes Holding SAE	16 691 224	206 618 222	15,41	EGP	269 390 739	62 772 516	0,68%	2,91%	Cairo
Talanx AG	991 833	156 373 761	25,27	EUR	227 294 450	70 920 689	0,58%	0,39%	Frankfurt
State Bank Of India GDR	593 476	108 798 291	49,35	USD	219 468 270	110 669 978	0,56%	0,08%	National India
Irsa Sa ADR	1 819 371	151 247 564	15,37	USD	209 544 640	58 297 076	0,53%	3,14%	New York
Sum Bank og finans		**6 887 418 327**			**10 129 066 082**	**3 241 647 756**	**25,73%**		
Informasjonsteknologi									
Samsung Electronics Co Ltd Pref	357 352	865 540 247	1 039 000	KRW	2 547 820 380	1 682 280 133	6,47%	1,57%	Seoul
Microsoft Corp	2 466 146	392 164 496	46,45	USD	858 392 519	466 228 023	2,18%	0,03%	NASDAQ
Lenovo Group Ltd	49 790 000	374 238 892	10,20	HKD	490 184 542	115 945 650	1,25%	0,45%	Hong Kong
Samsung Electronics Co Ltd Pref GDR	65 631	66 326 284	469,90	USD	231 097 841	164 771 557	0,59%	0,14%	London Int.
Google Inc CLASS C	50 875	88 964 837	526,40	USD	200 678 906	111 714 069	0,51%	0,01%	NASDAQ
Google Inc CLASS A	45 315	79 242 095	530,66	USD	180 193 765	100 951 670	0,46%	0,02%	NASDAQ
Sum Informasjonsteknologi		**1 866 476 851**			**4 508 367 953**	**2 641 891 102**	**11,45%**		
Telekom									
China Unicom Hong Kong Ltd	52 793 796	461 481 299	10,40	HKD	529 948 348	68 467 049	1,35%	0,22%	Hong Kong
First Pacific Co Ltd	44 528 923	281 363 823	7,69	HKD	330 510 944	49 147 120	0,84%	1,04%	Hong Kong
Vimpelcom Ltd-Spon ADR	10 271 594	752 761 524	4,17	USD	321 348 108	-431 413 416	0,82%	0,58%	New York
China Unicom Hong Kong Ltd ADR	2 029 203	187 115 396	13,45	USD	204 516 900	17 401 504	0,52%	0,08%	New York
Indosat Tbk PT	65 422 055	226 137 562	4 050	IDR	160 167 911	-65 969 651	0,41%	1,20%	Indonesia
Global Telecom Holding	38 328 039	100 420 322	3,97	EGP	159 367 200	58 946 878	0,40%	0,73%	Cairo
Global Telecom Holding GDR	3 499 613	48 958 233	2,85	USD	74 738 831	25 780 598	0,19%	0,33%	London Int.
Sum Telekom		**2 058 238 159**			**1 780 598 242**	**-277 639 917**	**4,52%**		
SUM VERDIPAPIRPORTEFØLJE [1]		**27 369 394 829**			**38 786 208 900**	**11 416 597 893**	**98,53%**		

[1] For verdi av likviditet i porteføljen pr 31.12.2014 henvises til balansen.

Tilordning av anskaffelseskost:
For SKAGEN Global er gjennomsnittlig anskaffelsesverdi benyttet for å finne realiserte kursgevinster/-tap ved salg av aksjer.

SKAGEN Kon-Tiki

Note 7. Verdipapirportefølje pr 31.12.2014 (angitt i hele kroner)

Verdipapir	Antall	Kjøpsverdi NOK	Markedskurs	Valuta	Markedsverdi NOK	Urealisert gevinst/tap	Andel av fondet	Eierandel selskap/ aksjeklasse	Børs
Energi									
Tullow Oil Plc	8 461 624	793 316 634	4,14	GBP	409 131 232	-384 185 402	0,79%	0,93%	London
GCL-Poly Energy Holdings Ltd	224 088 000	368 096 213	1,80	HKD	389 321 528	21 225 314	0,75%	1,45%	Hong Kong
Rec Silicon ASA	83 201 594	133 426 462	1,78	NOK	148 431 644	15 005 182	0,29%	3,60%	Oslo Børs
Archer Ltd	25 327 048	405 547 179	4,04	NOK	102 321 274	-303 225 905	0,20%	4,37%	Oslo Børs
Deep Sea Supply Plc	17 250 931	170 959 211	5,29	NOK	91 257 425	-79 701 786	0,18%	6,60%	Oslo Børs
Afren Plc	13 923 928	172 410 936	0,47	GBP	76 904 671	-95 506 265	0,15%	1,26%	London
Siem Offshore Inc	10 977 629	94 336 405	4,04	NOK	44 349 621	-49 986 784	0,09%	2,82%	Oslo Børs
Sum Energi		**2 138 093 041**			**1 261 717 395**	**-876 375 646**	**2,44%**		
Råvarer									
Vale Sa Spons pref ADR	13 322 805	1 305 068 975	7,26	USD	724 792 539	-580 276 436	1,40%	0,66%	New York
Hindalco Industries Ltd	27 731 830	462 262 844	157,55	INR	518 252 050	55 989 206	1,00%	1,34%	National India
UPL Ltd	10 294 488	191 091 002	346,55	INR	423 169 878	232 078 876	0,82%	2,40%	National India
OCI Co Ltd	600 000	455 623 270	78 600	KRW	323 616 636	-132 006 634	0,63%	2,52%	Seoul
LG Chem Ltd Pref	259 179	178 914 878	141 000	KRW	250 770 222	71 855 344	0,48%	3,40%	Seoul
Asia Cement China Holdings	48 551 500	178 471 440	4,53	HKD	212 284 442	33 813 003	0,41%	3,10%	Hong Kong
Exxaro Resources Ltd	1 190 609	152 088 408	103,50	ZAR	79 870 249	-72 218 159	0,15%	0,33%	Johannesburg
Vale SA-Pref A	1 231 900	210 807 094	19,23	BRL	66 875 281	-143 931 813	0,13%	0,06%	Sao Paulo
Drdgold Ltd ADR	3 724 701	206 449 868	1,54	USD	42 982 687	-163 467 181	0,08%	9,66%	NASDAQ
Sum Råvarer		**3 340 777 777**			**2 642 613 983**	**-698 163 794**	**5,11%**		
Kapitalvarer, service og transport									
ABB Ltd	8 530 512	808 037 174	165,90	SEK	1 353 862 503	545 825 329	2,62%	0,37%	Stockholm
AP Moeller - Maersk A/S	85 000	684 517 721	12 370	DKK	1 280 087 803	595 570 082	2,48%	0,77%	København
Hitachi Ltd	12 195 000	591 389 122	900,70	JPY	686 628 598	95 239 475	1,33%	0,25%	Tokyo
AirAsia Bhd	108 497 800	414 918 483	2,72	MYR	631 514 483	216 596 000	1,22%	3,90%	Kuala Lumpur
CNH Industrial NV	9 338 348	567 834 249	8,06	USD	564 009 628	-3 824 621	1,09%	0,69%	New York
Bidvest Group Ltd	2 800 000	326 109 945	303,88	ZAR	551 487 502	225 377 557	1,07%	0,83%	Johannesburg
Frontline 2012 Ltd	12 706 335	342 811 850	40,00	NOK	508 253 400	165 441 550	0,98%	5,10%	Unotert
OCI NV	1 825 927	455 606 325	28,89	EUR	478 383 275	22 776 951	0,93%	0,89%	Amsterdam
Golar LNG Ltd	1 290 000	469 487 359	36,47	USD	352 538 779	-116 948 580	0,68%	1,38%	NASDAQ
Enka Insaat Ve Sanayi AS	20 782 815	217 527 820	5,28	TRY	352 121 113	134 593 294	0,68%	0,58%	Istanbul
Harbin Electric Company Ltd	65 244 000	589 466 555	4,85	HKD	305 421 518	-284 045 038	0,59%	4,74%	Hong Kong
Empresas ICA S.A.B	32 729 853	448 728 916	18,01	MXN	299 821 801	-148 907 114	0,58%	5,39%	Mexico
Norwegian Air Shuttle ASA	1 048 248	98 310 917	276,20	NOK	289 526 098	191 215 180	0,56%	2,98%	Oslo Børs
Aveng Ltd	21 017 094	617 358 060	17,40	ZAR	237 026 793	-380 331 268	0,46%	5,04%	Johannesburg
LG Corp Pref	808 430	118 266 161	41 200	KRW	228 558 133	110 291 972	0,44%	24,39%	Seoul
Kerry Logistics Network Ltd	16 905 000	170 209 837	12,30	HKD	200 695 484	30 485 647	0,39%	1,00%	Hong Kong
Yingli Green Energy Holding Co Ltd ADR	7 987 390	176 558 029	2,35	USD	140 654 676	-35 903 353	0,27%	4,39%	New York
Golden Ocean Group Ltd	22 086 808	96 408 028	4,74	NOK	104 691 470	8 283 442	0,20%	4,94%	Oslo Børs
Euronav SA	810 247	73 259 695	10,37	EUR	76 197 588	2 937 893	0,15%	0,67%	Brussel
Knightsbridge Shipping Ltd	699 512	25 959 197	4,53	USD	23 745 143	-2 214 053	0,05%	0,87%	NASDAQ
Kuribayashi Steamship Co Ltd	288 000	5 769 611	318,00	JPY	5 725 053	-44 558	0,01%	2,26%	Tokyo
Sum Kapitalvarer, service og transport		**7 298 535 053**			**8 670 950 840**	**1 372 415 786**	**16,77%**		
Inntektsavhengige forbruksvarer									
Great Wall Motor Co Ltd	60 000 000	108 837 095	44,10	HKD	2 553 919 200	2 445 082 105	4,94%	2,19%	Hong Kong
Hyundai Motor Co Pref (2pb)	2 351 443	375 433 804	134 000	KRW	2 162 202 159	1 786 768 356	4,18%	6,25%	Seoul
Hyundai Motor Co Pref (1p)	2 234 715	358 957 639	126 500	KRW	1 939 856 982	1 580 899 343	3,75%	8,90%	Seoul
Mahindra & Mahindra Ltd GDR	8 172 262	190 397 984	19,65	USD	1 203 334 195	1 012 936 211	2,33%	1,32%	London Int.
Naspers Ltd	1 000 919	292 956 091	1 515	ZAR	982 927 509	689 971 418	1,90%	0,24%	Johannesburg
LG Electronics Inc Pref	3 050 000	823 954 276	26 950	KRW	564 047 465	-259 906 812	1,09%	1,86%	Seoul
Mahindra & Mahindra Ltd	3 103 503	250 705 735	1 234	INR	454 432 899	203 727 165	0,88%	0,50%	National India
Apollo Tyres Ltd	13 981 313	108 625 299	223,20	INR	370 157 233	261 531 934	0,72%	2,75%	National India
DRB-Hicom Bhd	88 408 800	365 449 189	1,75	MYR	331 075 484	-34 373 705	0,64%	4,57%	Kuala Lumpur
Hengdeli Holdings Ltd	162 184 800	256 019 436	1,45	HKD	226 984 115	-29 035 321	0,44%	3,38%	Hong Kong
MRV Engenharia	8 095 400	172 460 675	7,50	BRL	171 399 856	-1 060 819	0,33%	1,80%	Sao Paulo
Rocket Internet AG	185 000	63 982 273	51,39	EUR	86 217 491	22 235 218	0,17%	0,12%	Frankfurt
Sum Inntektsavhengige forbruksvarer		**3 367 779 497**			**11 046 554 589**	**7 678 775 092**	**21,36%**		
Defensive konsumvarer									
Heineken NV	2 175 257	724 066 218	58,95	EUR	1 162 892 099	438 825 881	2,25%	0,38%	Amsterdam
Distribuidora Internacional de Alimentacion SA	17 835 135	665 038 017	5,63	EUR	910 119 357	245 081 341	1,76%	2,74%	Madrid
Casino Guichard Perrachon SA	1 223 074	967 747 904	76,46	EUR	848 070 708	-119 677 196	1,64%	1,08%	Paris
Cosan Ltd	12 991 033	786 886 457	7,75	USD	754 443 655	-32 442 802	1,46%	7,45%	New York
Marfrig Global Foods SA	33 457 200	525 978 738	6,10	BRL	576 143 021	50 164 283	1,11%	6,42%	Sao Paulo
Yazicilar Holding AS	8 837 139	222 039 654	19,55	TRY	554 385 956	332 346 303	1,07%	5,52%	Istanbul
Familymart Co Ltd	1 776 500	491 160 934	4 550	JPY	505 285 143	14 124 209	0,98%	1,82%	Tokyo
X 5 Retail Group NV GDR	4 990 306	506 265 525	12,20	USD	456 213 812	-50 051 713	0,88%	1,84%	London Int.
Shiseido Co Ltd	4 166 700	448 243 597	1 693	JPY	440 970 067	-7 273 529	0,85%	1,04%	Tokyo
Massmart Holdings Ltd	4 189 594	319 448 699	142,80	ZAR	387 771 308	68 322 609	0,75%	1,93%	Johannesburg
Kulim Malaysia BHD	50 827 600	160 451 024	3,00	MYR	326 297 944	165 846 920	0,63%	3,83%	Kuala Lumpur
PZ Cussons Plc	7 625 746	127 930 872	3,06	GBP	272 594 599	144 663 727	0,53%	1,78%	London
Cia Cervecerias Unidas SA ADR	1 538 270	280 090 167	18,55	USD	213 824 717	-66 265 450	0,41%	0,83%	New York
East African Breweries Ltd	5 774 866	88 566 475	310,00	KES	148 139 750	59 573 275	0,29%	0,73%	Nairobi
Podravka Prehrambena Ind DD	406 584	111 935 175	293,47	HRK	141 341 159	29 405 984	0,27%	7,50%	Zagreb
Pivovarna Lasko	499 286	138 711 783	23,50	EUR	106 405 061	-32 306 721	0,21%	5,71%	Ljubljana
United Intl Enterprises	39 581	7 476 358	959,00	DKK	46 212 185	38 735 827	0,09%	1,11%	København
Kulim Malaysia BHD Warrants	8 437 550	-	0,70	MYR	12 638 859	12 638 859	0,02%	5,40%	Kuala Lumpur
Sum Defensive konsumvarer		**6 572 037 596**			**7 863 749 401**	**1 291 711 805**	**15,21%**		

Note 7. Verdipapirportefølje pr 31.12.2014 (angitt i hele kroner)

Verdipapir	Antall	Kjøpsverdi NOK	Markedskurs	Valuta	Markedsverdi NOK	Urealisert gevinst/tap	Andel av fondet	Eierandel selskap/ aksjeklasse	Børs
Medisin									
Richter Gedeon Nyrt	8 936 510	970 296 171	3 535	HUF	905 480 303	-64 815 868	1,75%	4,79%	Budapest
China Shineway Pharmaceutical	36 934 000	280 297 726	11,78	HKD	419 941 648	139 643 922	0,81%	4,47%	Hong Kong
Eis Eczacibasi Ilac Ve Sanayi	19 410 554	133 038 236	2,32	TRY	144 503 940	11 465 704	0,28%	3,54%	Istanbul
Supermax Corp BHD	30 573 600	117 547 743	1,68	MYR	109 913 070	-7 634 672	0,21%	4,52%	Kuala Lumpur
Eczacibasi Yatirim Holding	3 362 732	39 931 421	6,36	TRY	68 628 285	28 696 863	0,13%	4,80%	Istanbul
Sum Medisin		**1 541 111 298**			**1 648 467 246**	**107 355 948**	**3,19%**		
Bank og finans									
State Bank of India	55 690 910	1 265 479 187	311,85	INR	2 060 032 890	794 553 704	3,98%	0,75%	National India
Haci Omer Sabanci Holding AS	45 791 436	927 447 130	10,15	TRY	1 491 434 131	563 987 001	2,88%	2,24%	Istanbul
Banco Do Estado Rio Grande Do Sul SA Pref	20 354 500	482 469 437	14,50	BRL	833 180 926	350 711 489	1,61%	4,98%	Sao Paulo
SBI Holdings Inc	7 759 600	603 587 207	1 326	JPY	643 195 176	39 607 969	1,24%	3,46%	Tokyo
Raiffeisen Bank International AG	4 062 472	797 112 935	12,53	EUR	461 806 195	-335 306 740	0,89%	1,39%	Wien
JSE Ltd	5 864 519	226 705 132	121,00	ZAR	459 931 647	233 226 515	0,89%	6,75%	Johannesburg
Moscow Exchange MICEX-RTS OAO	54 263 060	578 348 220	59,06	RUB	406 205 399	-172 142 821	0,79%	2,38%	Moscow
Korean Reinsurance Co	4 860 366	182 224 831	10 800	KRW	360 205 029	177 980 198	0,70%	4,04%	Seoul
Kiatnakin Bank Pcl	37 429 463	334 353 001	39,50	THB	336 646 205	2 293 204	0,65%	4,44%	Bangkok
Kiwoom Securities Co Ltd	1 043 205	190 647 588	46 100	KRW	330 010 401	139 362 813	0,64%	4,72%	Seoul
EFG-Hermes Holding SAE	17 939 257	353 506 506	15,41	EGP	289 533 571	-63 972 934	0,56%	3,13%	Cairo
Ghana Commercial Bank Ltd	18 001 604	88 821 180	5,30	GHS	221 957 662	133 136 482	0,43%	6,79%	Ghana
Dragon Capital - Vietnam Enterprise Investments Ltd	9 000 000	111 228 888	2,74	USD	184 788 310	73 559 422	0,36%	5,18%	Dublin
Value Partners Group Ltd	28 597 000	109 612 508	6,52	HKD	179 963 895	70 351 387	0,35%	1,56%	Hong Kong
Diamond Bank Plc	718 971 941	153 448 758	5,58	NGN	164 486 401	11 037 643	0,32%	4,97%	Lagos
Nordnet AB	5 007 907	69 538 630	28,20	SEK	135 100 961	65 562 331	0,26%	2,86%	Stockholm
VinaCapital Vietnam Opportunity Fund Ltd	4 062 000	44 474 421	2,50	USD	76 095 916	31 621 496	0,15%	1,79%	London
Norfinance AS	341 141	34 114 100	111,30	NOK	37 968 993	3 854 893	0,07%	9,89%	Unotert
Trimegah Securities Tbk PT	700 000 000	67 131 002	68,00	IDR	28 774 200	-38 356 802	0,06%	9,85%	Jakarta
Norfinance AS konvertibel obligasjon	21 272 400	21 272 400	111,30	NOK	23 676 181	2 403 781	0,05%		Unotert
EFG-Hermes Holding GDR	202 863	8 188 185	4,00	USD	6 080 570	-2 107 616	0,01%	0,07%	London Int.
Sum Bank og finans		**6 649 711 247**			**8 731 074 660**	**2 081 363 413**	**16,88%**		
Informasjonsteknologi									
Samsung Electronics Co Ltd Pref	354 632	876 146 203	1 039 000	KRW	2 528 427 537	1 652 281 333	4,89%	1,55%	Seoul
Samsung Electronics Co Ltd Pref GDR	388 277	382 056 196	469,90	USD	1 367 188 927	985 132 731	2,64%	0,85%	London Int.
Lenovo Group Ltd	98 150 000	563 091 969	10,20	HKD	966 290 676	403 198 707	1,87%	0,88%	Hong Kong
Tech Mahindra Ltd	2 529 440	408 241 341	2 594	INR	778 149 600	369 908 259	1,50%	1,07%	National India
Skyworth Digital Holdings Ltd	32 870 181	95 989 642	4,22	HKD	133 884 981	37 895 339	0,26%	1,16%	Hong Kong
Sum Informasjonsteknologi		**2 325 525 351**			**5 773 941 720**	**3 448 416 369**	**11,17%**		
Telekom									
Bharti Airtel Ltd	40 609 668	1 548 255 180	352,70	INR	1 698 943 711	150 688 531	3,29%	1,02%	National India
Kinnevik Investment AB-B	2 624 324	458 112 107	255,30	SEK	640 945 854	182 833 748	1,24%	1,11%	Stockholm
Indosat Tbk PT	206 683 750	557 400 537	4 050	IDR	506 008 324	-51 392 213	0,98%	3,80%	Indonesia
Sistema Jsfc GDR	2 757 256	220 118 140	5,21	USD	107 645 588	-112 472 552	0,21%	0,57%	London Int.
Sistema Jsfc	71 610 460	487 565 204	11,40	RUB	103 473 534	-384 091 670	0,20%	0,74%	Moscow
Sum Telekom		**3 271 451 168**			**3 057 017 012**	**-214 434 156**	**5,91%**		
SUM VERDIPAPIRPORTEFØLJE [1)]		**36 505 022 028**			**50 696 086 847**	**14 191 064 818**	**98,04%**		

[1)] For verdi av likviditet i porteføljen pr 31.12.2014 henvises til balansen.

Tilordning av anskaffelseskost:

For SKAGEN Kon-Tiki er gjennomsnittlig anskaffelsesverdi benyttet for å finne realiserte kursgevinster/-tap ved salg av aksjer.

SKAGEN Balanse 60/40

Note 7. Verdipapirportefølje pr 31.12.2014 (angitt i hele kroner)

Verdipapir	Antall	Kjøpsverdi NOK	Markedskurs	Valuta	Markedsverdi NOK	Urealisert gevinst/tap	Andel av fondet
Aksjefond							
SKAGEN Global	71 083	75 524 626	1 268,80	NOK	90 189 933	14 665 307	30,09%
SKAGEN Kon-Tiki	65 477	39 418 772	693,27	NOK	45 393 532	5 974 761	15,15%
SKAGEN Vekst	24 150	37 917 583	1 847,77	NOK	44 623 991	6 706 408	14,89%
Sum aksjefond		**152 860 981**			**180 207 456**	**27 346 476**	**60,13%**
Rentefond							
SKAGEN Høyrente Institusjon	442 303	44 171 894	99,66	NOK	44 079 526	-92 368	14,71 %
SKAGEN Høyrente	435 577	44 067 096	100,96	NOK	43 975 946	-91 150	14,67 %
Sum rentefond		**88 238 990**			**88 055 472**	**-183 518**	**29,38 %**
Obligasjonsfond							
SKAGEN Avkastning	206 747	28 400 979	141,88	NOK	29 333 508	932 528	9,79 %
Sum obligasjonsfond		**28 400 979**			**29 333 508**	**932 528**	**9,79 %**
SUM VERDIPAPIRPORTEFØLJE [1]		**269 500 950**			**297 596 435**	**28 095 486**	**99,30 %**

[1] For verdi av likviditet i porteføljen pr 31.12.2014 henvises til balansen.

Underliggende fond prises alle norske bankdager av forvaltningsselskapet SKAGEN AS. Kurser er tilgjenelige på hjemmesiden www.skagenfondene.no og publiseres i relevante aviser.

Tilordning av anskaffelseskost:

For SKAGEN Balanse 60/40 benyttes FIFO-prinsippet ved beregning av realisert kursgevinst/-tap ved salg.

SKAGEN Tellus

Note 7. Verdipapirportefølje pr 31.12.2014 (angitt i hele kroner)

Verdipapir	Forfallsdato	Kupong	Valuta	Pålydende NOK	Kostpris NOK	Effektiv rente[3]	Durasjon[2]	Markeds-kurs	Påløpt rente NOK	Markeds-verdi NOK	Markedsverdi inkl påløpt rente NOK	Urealisert gevinst/tap NOK	Andel av fondet	Risiko-klasse[4]
RENTEPAPIRER MED FAST RENTE														
Obligasjon utstedt av overnasjonal organisasjon														
European Bank Recon & Dev	28.05.2015	5,00	INR	445 000 000	46 285 308	7,48	0,38	11,79	1 569 065	52 462 236	54 031 301	6 176 928	4,73%	1
European Bank Recon & Dev	17.06.2015	0,50	CNY	43 000 000	41 462 381	1,27	0,45	119,79	140 027	51 509 317	51 649 344	10 046 936	4,52%	1
European Bank Recon & Dev	03.03.2016	6,00	INR	170 000 000	19 002 462	5,44	1,08	11,89	394 456	20 215 170	20 609 626	1 212 708	1,80%	1
Utenlandske statsobligasjoner														
US Government	31.08.2016	0,50	USD	22 650 000	146 168 671	0,55	1,65	748,96	281 340	169 640 300	169 921 640	23 471 629	14,86%	3
US Government	01.06.2015	0,25	USD	21 800 000	140 993 920	-0,07	0,42	749,90	34 781	163 478 304	163 513 085	22 484 384	14,30%	3
Italian Government	02.02.2037	4,00	EUR	8 865 000	76 369 194	3,75	14,27	1 048,66	1 328 249	92 963 631	94 291 881	16 594 438	8,25%	2
Portugese Government	15.04.2021	3,85	EUR	8 750 000	70 906 608	2,92	5,42	1 008,05	2 176 177	88 204 727	90 380 904	17 298 119	7,90%	2
Slovenia Government	30.03.2026	5,12	EUR	7 200 000	59 705 264	2,32	8,67	1 154,90	2 530 391	83 152 724	85 683 115	23 447 460	7,49%	2
Turkish Government	08.03.2023	7,10	TRY	22 250 000	58 316 033	9,52	5,53	303,95	1 456 354	67 627 834	69 084 188	9 311 800	6,04%	3
Lithuanian Government	01.02.2022	6,62	USD	5 500 000	42 570 423	3,35	5,59	908,98	1 137 676	49 993 743	51 131 419	7 423 320	4,47%	2
Brazilian Government	10.01.2028	10,25	BRL	16 400 000	46 094 862	9,56	6,68	288,79	2 254 095	47 362 036	49 616 131	1 267 174	4,34%	3
Peruvian Government	12.08.2037	6,90	PEN	18 000 000	41 062 696	6,73	10,90	262,94	1 194 018	47 329 856	48 523 874	6 267 160	4,24%	3
Croatia Government International Bond	26.01.2024	6,00	USD	5 750 000	40 953 433	4,86	6,73	810,04	1 113 089	46 577 370	47 690 458	5 623 937	4,17%	2
Chilean Government	05.08.2020	5,50	CLP	3 410 000 000	41 787 401	4,88	4,58	1,31	938 757	44 598 767	45 537 524	2 811 367	3,98%	3
Colombian Government	14.04.2021	7,75	COP	11 800 000 000	42 537 792	5,21	4,79	0,34	2 063 150	40 469 784	42 532 934	-2 068 008	3,72%	3
Mexican Government	20.11.2036	10,00	MXN	40 000 000	24 368 325	6,57	10,35	71,74	62 166	28 694 896	28 757 062	4 326 571	2,51%	3
SUM VERDIPAPIRPORTEFØLJE [5]					**938 584 773**				**18 673 790**	**1 094 280 694**	**1 112 954 485**	**155 695 922**	**97,33%**	

Nøkkeltall portefølje

	Klasse A	Klasse B
Effektivrente	3,49%	3,49%
Effektivrente til kunder [1]	2,69%	3,04%
Durasjon[2]	4,86	4,86

[1] Effektiv rente justert for forvaltningshonorar.

[2] Durasjon er et forenklet uttrykk for hvor mye kursen på rentepapiret vil endre seg dersom renten endrer seg ett prosentpoeng.

[3] Effektiv rente er den gjennomsnittlige årlige avkastningen på et rentepapir fram til det forfaller.

[4] Verdipapirene er inndelt i seks risikoklasser etter deres kredittrisiko.

Klasse 1 har lavest kredittrisiko og klasse 6 har høyest kredittrisiko.
Risikoklasse 1: Overnasjonale organisasjoner
Risikoklasse 2: Stat og statsgaranterte papirer innenfor EØS
Risikoklasse 3: Stat og statsgaranterte papirer utenfor EØS
Risikoklasse 4: Fylker og kommuner
Risikoklasse 5: Banker og finansinstitusjoner
Risikoklasse 6: Industri

[5] For verdi av likviditet i porteføljen pr 31.12.14 henvises til balansen.

Alle rentepapirene er omsatt i et telefonbasert internasjonalt marked.

Andelskurs pr 31.12.2014 andelsklasse A 134,3725
Andelskurs pr 31.12.2014 andelsklasse B 134,6566

Kr 26.001.797,- er besluttet utdelt til andelseierne i andelsklasse A og kr 413.312,- er besluttet utdelt til andelseierne i andelsklasse B.
Dette vil medføre en reduksjon i andelskurs tilsvarende utbetalt pr andel på utbetalingstidspunktet.

Tilordning av anskaffelseskost:

For SKAGEN Tellus benyttes FIFO-prinsippet ved beregning av realisert kursgevinst/-tap ved salg.

SKAGEN Avkastning

Note 7. Verdipapirportefølje pr 31.12.2014 (angitt i hele kroner)

Verdipapir	Forfallsdato	Kupong	Valuta	Renteregulerings-tidspunkt	Pålydende NOK	Kostpris NOK	Effektiv rente[3]	Durasjon[2]	Markeds-kurs	Påløpt rente NOK	Markeds-verdi NOK	Markedsverdi inkl påløpt rente NOK	Urealisert gevinst/tap NOK	Andel av fondet	Risiko-klasse[4]
RENTEPAPIRER MED FLYTENDE RENTE															
Finansobligasjoner															
Bank 1 Oslo Akershus AS	15.02.2016	2,40	NOK	16.02.2015	50 000 000	50 149 500	1,86	0,13	100,55	146 667	50 274 805	50 421 472	125 305	2,89%	
Kredittforeningen for Sparebanker	29.09.2017	2,01	NOK	02.01.2015	50 000 000	49 910 300	2,60	-0,01	99,71	254 042	49 854 715	50 108 757	-55 584	2,86%	5
Sparebanken Sør	16.09.2015	2,49	NOK	18.03.2015	49 000 000	48 497 106	1,58	0,21	100,57	47 448	49 279 686	49 327 134	782 580	2,83%	5
Sparebank 1 Buskerud-Vestfold	25.09.2015	2,75	NOK	25.03.2015	47 000 000	47 508 750	1,53	0,23	100,78	7 181	47 367 067	47 374 248	-141 683	2,72%	5
Sparebank 1 Nord-Norge	25.01.2016	2,75	NOK	26.01.2015	46 000 000	46 611 800	1,97	0,07	100,96	228 403	46 439 542	46 667 945	-172 258	2,68%	5
Helgeland Sparebank	25.08.2016	3,05	NOK	25.02.2015	40 000 000	40 900 600	1,91	0,16	101,86	122 000	40 742 623	40 864 623	-157 977	2,35%	5
Totens Sparebank	23.11.2015	2,92	NOK	23.02.2015	40 000 000	40 116 450	1,81	0,15	100,91	120 044	40 363 772	40 483 816	247 322	2,32%	5
Kredittforeningen for Sparebanker	08.03.2016	2,50	NOK	09.03.2015	40 000 000	40 200 500	1,83	0,18	100,72	63 889	40 289 868	40 353 757	89 368	2,32%	5
BN Bank ASA	07.03.2016	2,40	NOK	09.03.2015	40 000 000	40 015 600	1,83	0,18	100,60	61 333	40 241 877	40 303 211	226 277	2,31%	5
Sparebank 1 Nord-Norge	17.08.2016	2,99	NOK	17.02.2015	35 000 000	35 623 000	1,96	0,14	101,67	127 906	35 585 859	35 713 765	-37 141	2,05%	5
Totens Sparebank	08.06.2015	2,87	NOK	09.03.2015	35 000 000	35 418 500	1,69	0,18	100,46	64 176	35 162 096	35 226 273	-256 404	2,02%	5
Sparebank 1 SMN	23.03.2015	2,40	NOK	23.03.2015	34 000 000	34 201 150	1,48	0,22	100,17	18 133	34 057 014	34 075 148	-144 136	1,96%	5
Helgeland Sparebank	15.03.2017	3,17	NOK	16.03.2015	33 000 000	34 119 150	1,90	0,23	103,02	46 493	33 996 706	34 043 200	-122 444	1,95%	5
Sparebank 1 Buskerud-Vestfold	11.03.2016	2,30	NOK	11.03.2015	30 000 000	30 057 000	1,73	0,19	100,58	38 333	30 174 818	30 213 151	117 818	1,73%	5
Sparebank 1 Østfold Akershus	27.06.2016	2,14	NOK	27.03.2015	30 000 000	29 997 000	1,80	0,23	100,48	3 567	30 143 904	30 147 471	146 904	1,73%	5
Skandiabanken	16.01.2015	2,13	NOK	16.01.2015	30 000 000	29 995 500	1,82	0,04	100,01	134 900	30 004 110	30 139 010	8 610	1,73%	5
Fana Sparebank	09.05.2017	2,01	NOK	09.02.2015	30 000 000	30 093 000	2,30	0,10	99,90	85 425	29 970 059	30 055 484	-122 941	1,72%	5
Sparebank 1 Telemark	09.09.2016	3,01	NOK	09.03.2015	27 000 000	27 688 500	1,84	0,19	102,00	49 665	27 540 381	27 590 046	-148 119	1,58%	5
Sparebank 1 Søre Sunnmøre	15.09.2015	2,57	NOK	16.03.2015	24 500 000	24 759 300	1,64	0,20	100,60	27 984	24 645 825	24 673 810	-113 475	1,42%	5
Sparebank 1 SMN	15.03.2017	3,39	NOK	18.03.2015	20 000 000	20 787 000	1,89	0,23	103,46	26 367	20 692 990	20 719 357	-94 010	1,19%	5
Bank 1 Oslo Akershus AS	16.09.2016	2,96	NOK	16.03.2015	20 000 000	20 465 200	1,80	0,21	102,09	24 667	20 417 899	20 442 566	-47 301	1,17%	5
Sparebank 1 Østfold Akershus	15.05.2017	2,57	NOK	16.02.2015	20 000 000	20 086 000	2,26	0,13	101,04	62 822	20 207 892	20 270 714	121 892	1,16%	5
Sparebank 1 SMN	16.03.2016	2,52	NOK	18.03.2015	20 000 000	20 221 200	1,68	0,21	100,97	19 600	20 193 895	20 213 495	-27 305	1,16%	5
Fana Sparebank	20.05.2015	3,05	NOK	20.02.2015	20 000 000	20 108 000	1,80	0,14	100,45	69 472	20 090 670	20 160 142	-17 330	1,16%	5
Sparebank 1 Nordvest	30.05.2017	2,07	NOK	27.02.2015	20 000 000	20 006 000	2,20	0,15	99,99	37 950	19 997 444	20 035 394	-8 556	1,15%	5
Sparebanken Sør	05.09.2016	3,04	NOK	05.03.2015	15 000 000	15 355 200	1,87	0,18	101,92	32 933	15 287 785	15 320 718	-67 415	0,88%	5
Sparebank 1 Nordvest	13.04.2015	2,87	NOK	13.01.2015	15 000 000	15 202 500	2,00	0,04	100,30	94 471	15 044 392	15 138 863	-158 108	0,86%	5
Sparebank 1 Nord-Norge	19.02.2015	2,40	NOK	19.02.2015	15 000 000	14 880 600	1,66	0,13	100,09	42 000	15 013 655	15 055 655	133 055	0,86%	5
Sparebanken Møre	05.12.2016	2,74	NOK	05.03.2015	12 000 000	12 022 400	1,92	0,18	101,57	23 747	12 188 577	12 212 323	166 177	0,70%	5
Kredittforeningen for Sparebanker	01.10.2015	2,75	NOK	02.01.2015	11 000 000	11 103 700	2,09	0,01	100,65	76 465	11 071 547	11 148 013	-32 153	0,64%	5
BN Bank ASA	15.03.2017	3,24	NOK	18.03.2015	10 000 000	10 308 000	2,01	0,23	102,94	12 600	10 294 340	10 306 940	-13 660	0,59%	5
Pareto Bank ASA	09.01.2017	3,48	NOK	09.01.2015	10 000 000	10 129 000	2,69	0,04	102,45	80 233	10 245 278	10 325 511	116 278	0,59%	5
Sparebank 1 Østfold Akershus	20.09.2016	2,70	NOK	20.03.2015	10 000 000	10 152 000	1,91	0,22	101,46	6 750	10 146 330	10 153 080	-5 670	0,58%	5
Sparebanken Sør	18.02.2015	2,94	NOK	18.02.2015	10 000 000	10 039 000	1,66	0,13	100,16	35 117	10 016 206	10 051 323	-22 794	0,58%	5
Sparebanken Narvik	09.02.2015	2,48	NOK	09.02.2015	5 500 000	5 519 250	1,80	0,11	100,07	19 323	5 503 820	5 523 143	-15 430	0,32%	5
Sparebank 1 Søre Sunnmøre	21.08.2017	3,42	NOK	23.02.2015	5 000 000	5 198 200	2,26	0,17	103,38	19 000	5 168 828	5 187 828	-29 372	0,30%	5
Sparebank 1 Nordvest	29.06.2016	2,73	NOK	30.03.2015	5 000 000	5 069 250	1,77	0,24	101,37	758	5 068 294	5 069 052	-956	0,29%	5
Sparebanken Sør	09.05.2016	2,66	NOK	09.02.2015	5 000 000	5 068 700	1,95	0,11	101,08	18 842	5 054 007	5 072 849	-14 693	0,29%	5
Sparebank 1 Nord-Norge	12.10.2015	2,64	NOK	12.01.2015	2 000 000	1 986 400	1,98	0,03	100,64	11 587	2 012 741	2 024 328	26 341	0,12%	5
RENTEPAPIRER MED FAST RENTE															
Utenlandske statsobligasjoner															
Slovenia Government	30.03.2026	5,12	EUR		9 000 000	78 685 797	2,32	8,67	1 154,90	3 162 989	103 940 905	107 103 894	25 255 108	6,15%	2
Portugese Government	15.02.2024	5,65	EUR		8 000 000	71 368 460	2,67	7,10	1 124,20	3 582 459	89 936 112	93 518 571	18 567 652	5,37%	2
Mexican Government	20.11.2036	10,00	MXN		100 000 000	60 297 314	6,57	10,35	71,74	155 416	71 737 240	71 892 656	11 439 926	4,13%	3
Lithuanian Government	22.01.2024	3,37	EUR		6 330 000	55 252 619	1,53	7,71	1 048,43	1 820 639	66 365 771	68 186 410	11 113 152	3,91%	2
SUM VERDIPAPIRPORTEFØLJE [5]						**1 235 174 496**				**11 083 796**	**1 301 831 346**	**1 312 915 146**	**66 656 850**	**75,31%**	

Nøkkeltall portefølje

Effektiv rente	2,26 %
Effektiv rente til kunder [1]	1,76 %
Durasjon [2]	1,73

[1] Effektiv rente justert for forvaltningshonorar.

[2] Durasjon er et forenklet uttrykk for hvor mye kursen på rentepapiret vil endre seg dersom renten endrer seg ett prosentpoeng.

[3] Effektiv rente er den gjennomsnittlige årlige avkastningen på et rentepapir fram til det forfaller.

[4] Verdipapirene er inndelt i seks risikoklasser etter deres kredittrisiko.

Klasse 1 har lavest kredittrisiko og klasse 6 har høyest kredittrisiko.
Risikoklasse 1: Overnasjonale organisasjoner
Risikoklasse 2: Stat og statsgaranterte papirer innenfor EØS
Risikoklasse 3: Stat og statsgaranterte papirer utenfor EØS
Risikoklasse 4: Fylker og kommuner
Risikoklasse 5: Banker og finansinstitusjoner
Risikoklasse 6: Industri

[5] For verdi av likviditet i porteføljen pr 31.12.14 henvises til balansen.

Alle rentepapirene er omsatt i et telefonbasert internasjonalt marked.

Andelskurs pr 31.12.2014 142,9234

Kr 12.710.814,- er besluttet utdelt til andelseierne.
Dette vil medføre en reduksjon i andelskurs tilsvarende utbetalt pr andel på utbetalingstidspunktet.

Tilordning av anskaffelseskost:
For SKAGEN Avkastning benyttes FIFO-prinsippet ved beregning av realisert kursgevinst/-tap ved salg.

SKAGEN Krona

Note 7. Verdipapirportefølje pr 31.12.2014 (angitt i SEK)

Verdipapir	Forfallsdato	Kupong	Renteregulerings-tidspunkt	Pålydende	Kostpris SEK	Effektiv rente[3]	Durasjon[2]	Markeds-kurs SEK	Markeds-verdi SEK	Sum påløpt rente og urealisert gevinst/tap SEK	Andel avfondet	Risiko-klasse[4]
RENTEPAPIRER MED FLYTENDE RENTE												
Finansobligasjoner												
Länsförsäkringar Bank AB	10.02.2015	1,67	10.02.2015	27 000 000	27 359 648	0,42	0,11	100,15	27 039 656	-256 153	4,28 %	5
Danske Bank A/S	17.08.2015	2,13	17.02.2015	25 000 000	25 651 750	0,52	0,13	101,01	25 252 185	-334 603	4,00 %	5
Ikano Bank SE	26.09.2016	1,41	26.03.2015	25 000 000	25 000 000	1,06	0,23	100,87	25 216 962	218 923	3,98 %	5
Sampo Oyj	28.05.2015	1,02	02.03.2015	23 000 000	23 000 000	0,47	0,17	100,24	23 054 651	76 177	3,64 %	5
Nordea Bank AB	16.01.2015	2,00	16.01.2015	23 000 000	23 220 072	0,28	0,04	100,08	23 017 704	-105 160	3,65 %	5
Jyske Bank A/S	03.05.2016	1,25	03.02.2015	20 000 000	20 000 000	0,66	0,09	100,75	20 150 576	190 950	3,19 %	5
Swedbank AB	31.07.2015	1,35	02.02.2015	17 000 000	17 172 330	0,41	0,09	100,53	17 090 231	-45 042	2,70 %	5
Sparebank 1 SMN	25.09.2015	1,21	25.03.2015	15 000 000	15 000 750	0,68	0,23	100,50	15 075 460	75 720	2,38 %	5
Jyske Bank A/S	22.02.2016	1,27	23.02.2015	10 000 000	10 046 100	0,68	0,15	100,68	10 068 409	35 393	1,59 %	5
Industriobligasjoner												
Volvo Treasury AB	26.02.2016	1,27	26.02.2015	43 000 000	43 111 200	0,73	0,16	100,64	43 277 068	219 170	6,84 %	6
Svensk Fastighets Finansiering AB	24.08.2015	1,92	24.02.2015	37 000 000	37 215 385	0,95	0,15	100,65	37 239 520	97 261	5,89 %	6
Getinge AB	29.05.2015	2,17	27.02.2015	33 000 000	33 177 740	1,23	0,16	100,41	33 133 878	21 811	5,24 %	6
Tele2 AB	06.03.2015	1,38	06.03.2015	27 000 000	27 022 240	0,63	0,18	100,15	27 041 089	42 637	4,27 %	6
Skanska Financial Services AB	25.04.2016	2,12	26.01.2015	19 000 000	19 085 400	0,70	0,08	101,68	19 318 693	305 918	3,06 %	6
Securitas AB	19.01.2015	2,06	19.01.2015	15 000 000	15 219 740	0,40	0,05	100,09	15 013 303	-144 547	2,38 %	6
Volvo Treasury AB	19.09.2016	0,67	19.03.2015	15 000 000	15 000 000	0,84	0,21	99,94	14 991 053	-5 572	2,37 %	6
Vasakronan AB	26.01.2015	1,67	26.01.2015	10 000 000	10 070 400	0,31	0,07	100,10	10 009 963	-30 337	1,58 %	6
Industrisertifikater												
Arla Foods amba	05.02.2015			30 000 000	29 900 581	0,56	0,10	99,95	29 984 314	83 733	4,73 %	6
Trelleborg Treasury AB	06.07.2015			30 000 000	29 787 439	0,79	0,51	99,62	29 885 015	97 576	4,72 %	6
Volkswagen Finans Sverige AB	20.02.2015			28 000 000	27 983 005	0,40	0,14	99,95	27 986 598	3 592	4,42 %	6
Fabege AB	25.02.2015			20 000 000	19 935 437	0,69	0,15	99,90	19 980 956	45 519	3,15 %	6
Ikano Bank SE	10.09.2015			20 000 000	19 797 989	0,77	0,69	99,33	19 866 285	68 296	3,14 %	6
Hexagon AB	09.10.2015			20 000 000	19 753 336	0,98	0,76	99,12	19 824 862	71 526	3,13 %	6
Hexagon AB	16.11.2015			20 000 000	19 787 522	0,89	0,87	99,03	19 806 005	18 483	3,13 %	6
Vasakronan AB	29.01.2015			15 000 000	14 996 413	0,24	0,08	99,98	14 997 357	944	2,37 %	6
Intrum Justitia AB	05.06.2015			15 000 000	14 948 585	0,87	0,42	99,69	14 953 152	4 567	2,36 %	6
Holmen AB	15.01.2015			10 000 000	9 983 679	0,25	0,04	99,99	9 999 008	15 329	1,58 %	6
Hexagon AB	09.04.2015			10 000 000	9 832 057	0,88	0,27	99,79	9 979 183	147 126	1,58 %	6
Fabege AB	05.02.2015			8 000 000	7 992 114	0,63	0,10	99,94	7 995 260	3 146	1,26 %	6
Finanssertifikater												
Ikano Bank SE	06.11.2015			10 000 000	9 910 557	0,70	0,84	99,21	9 921 463	10 906	1,57 %	5
SUM VERDIPAPIRPORTEFØLJE[5]					**620 961 469**				**621 169 859**	**933 289**	**98,17 %**	

Nøkkeltall portefølje	
Effektiv rente	0,68 %
Effektiv rente til kunder [1]	0,48 %
Durasjon [2]	0,23

[1] Effektiv rente justert for forvaltningshonorar.

[2] Durasjon er et forenklet uttrykk for hvor mye kursen på rentepapiret vil endre seg dersom renten endrer seg ett prosentpoeng.

[3] Effektiv rente er den gjennomsnittlige årlige avkastningen på et rentepapir fram til det forfaller.

[4] Verdipapirene er inndelt i seks risikoklasser etter deres kredittrisiko.

Klasse 1 har lavest kredittrisiko og klasse 6 har høyest kredittrisiko.
Risikoklasse 1: Overnasjonale organisasjoner
Risikoklasse 2: Stat og statsgaranterte papirer innenfor EØS
Risikoklasse 3: Stat og statsgaranterte papirer utenfor EØS
Risikoklasse 4: Fylker og kommuner
Risikoklasse 5: Banker og finansinstitusjoner
Risikoklasse 6: Industri

[5] For verdi av likviditet i porteføljen pr 31.12.14 henvises til balansen.

Alle rentepapirene er omsatt i det svenske markedet.

Andelskurs pr 31.12.2014 100,0338

SEK 13.817.189,- er besluttet utdelt til andelseierne.
Dette medførte en reduksjon i andelskurs tilsvarende utbetalt pr andel på utbetalingstidspunktet.

Tilordning av anskaffelseskost:
For SKAGEN Krona benyttes FIFO-prinsippet ved beregning av realisert kursgevinst/-tap ved salg.

SKAGEN Høyrente

Note 7. Verdipapirportefølje pr 31.12.2014 (angitt i hele kroner)

Verdipapir	Forfallsdato	Kupong	Renteregulerings-tidspunkt	Pålydende	Kostpris NOK	Effektiv rente[3]	Durasjon[2]	Markeds-kurs	Påløpt rente	Markeds-verdi	Markedsverdi inkl påløpt rente	Urealisert gevinst/tap	Andel av fondet	Risiko-klasse[4]
RENTEPAPIRER MED FLYTENDE RENTE														
Finansobligasjoner														
Skandinaviska Enskilda Banken AB	20.02.2015	2,95	20.02.2015	75 000 000	75 000 000	1,65	0,14	100,17	251 979	75 128 076	75 380 055	128 076	2,26%	5
Sparebank 1 SMN	15.03.2017	3,39	18.03.2015	71 500 000	74 171 025	1,89	0,23	103,46	94 261	73 977 440	74 071 701	-193 585	2,22%	5
Sparebank 1 SMN	16.03.2016	2,52	18.03.2015	68 000 000	68 720 800	1,68	0,21	100,97	66 640	68 659 242	68 725 882	-61 558	2,06%	5
BN Bank ASA	07.03.2016	2,40	09.03.2015	62 000 000	62 499 840	1,83	0,18	100,60	95 067	62 374 910	62 469 976	-124 930	1,87%	5
Sparebanken Sør	05.09.2016	3,04	05.03.2015	60 000 000	61 345 200	1,87	0,18	101,92	131 733	61 151 139	61 282 872	-194 061	1,84%	5
Sparebanken Sogn og Fjordane	06.06.2017	2,29	06.03.2015	60 000 000	60 456 000	2,03	0,18	100,80	87 783	60 481 296	60 569 079	25 296	1,82%	5
Sparebanken Sør	18.02.2015	2,94	18.02.2015	53 000 000	53 451 300	1,66	0,13	100,16	186 118	53 085 892	53 272 010	-365 408	1,60%	5
Sparebank 1 Nord-Norge	17.08.2016	2,99	17.02.2015	51 000 000	51 992 800	1,96	0,14	101,67	186 377	51 853 680	52 040 057	-139 120	1,56%	5
Sparebank 1 Østfold Akershus	20.09.2016	2,70	20.03.2015	50 000 000	50 760 000	1,91	0,22	101,46	33 750	50 731 649	50 765 399	-28 350	1,52%	5
Sparebank 1 Buskerud-Vestfold	25.09.2015	2,75	25.03.2015	50 000 000	49 926 250	1,53	0,23	100,78	7 639	50 390 497	50 398 136	464 247	1,51%	5
BN Bank ASA	26.01.2015	3,15	26.01.2015	50 000 000	50 000 000	1,82	0,07	100,09	284 375	50 047 242	50 331 617	47 242	1,51%	5
Sparebank 1 Nordvest	30.05.2017	2,07	27.02.2015	50 000 000	50 015 000	2,20	0,15	99,99	94 875	49 993 610	50 088 485	-21 389	1,50%	5
Kredittforeningen for Sparebanker	01.10.2015	2,75	02.01.2015	44 000 000	44 463 320	2,09	0,01	100,65	305 861	44 286 188	44 592 049	-177 132	1,33%	5
Sparebanken Øst	03.07.2017	2,03	05.01.2015	40 000 000	40 118 400	2,41	0,01	100,08	200 744	40 031 174	40 231 918	-87 226	1,20%	5
Eiendomskreditt AS	08.05.2015	2,48	09.02.2015	40 000 000	40 000 000	1,89	0,11	100,19	140 533	40 076 478	40 217 011	76 478	1,21%	5
Sparebanken Møre	18.12.2015	1,76	18.03.2015	40 000 000	40 000 000	1,62	0,21	100,07	25 422	40 028 648	40 054 070	28 648	1,20%	5
BN Bank ASA	15.03.2017	3,24	18.03.2015	30 000 000	30 943 800	2,01	0,23	102,94	37 800	30 883 020	30 920 820	-60 780	0,93%	5
Kredittforeningen for Sparebanker	10.02.2017	2,48	10.02.2015	30 000 000	30 125 400	2,24	0,11	100,96	105 400	30 288 257	30 393 657	162 857	0,91%	5
Totens Sparebank	23.11.2015	2,92	23.02.2015	30 000 000	29 880 000	1,81	0,15	100,91	90 033	30 272 829	30 362 862	392 829	0,91%	5
Kredittforeningen for Sparebanker	18.04.2017	2,13	19.01.2015	30 000 000	30 036 000	2,41	0,04	100,21	127 800	30 064 232	30 192 032	28 232	0,90%	5
Kredittforeningen for Sparebanker	29.09.2017	2,01	02.01.2015	30 000 000	29 949 000	2,60	-0,01	99,71	152 425	29 912 829	30 065 254	-36 171	0,90%	5
Sparebanken Sør	09.05.2016	2,66	09.02.2015	27 000 000	27 290 250	1,95	0,11	101,08	101 745	27 291 638	27 393 383	1 388	0,82%	5
Sparebanken Sogn og Fjordane	21.08.2017	3,31	23.02.2015	25 000 000	25 842 500	2,13	0,18	103,33	91 944	25 833 183	25 925 128	-9 317	0,78%	5
Sparebank 1 Telemark	02.03.2017	3,33	02.03.2015	25 000 000	25 877 500	1,99	0,19	103,00	67 062	25 750 825	25 817 888	-126 675	0,77%	5
Sparebank 1 Nord-Norge	19.02.2015	2,40	19.02.2015	22 500 000	22 267 500	1,66	0,13	100,09	63 000	22 520 483	22 583 483	252 983	0,68%	5
Totens Sparebank	14.10.2016	3,47	14.01.2015	20 000 000	20 655 000	2,31	0,06	102,64	150 367	20 527 397	20 677 764	-127 603	0,61%	5
Kredittforeningen for Sparebanker	03.10.2016	2,95	05.01.2015	20 000 000	20 394 000	2,36	0,02	101,67	145 862	20 334 197	20 480 059	-59 803	0,61%	5
Sparebank 1 Telemark	21.12.2015	2,35	23.03.2015	20 000 000	20 126 000	1,66	0,22	100,57	11 750	20 114 747	20 126 497	-11 253	0,60%	5
Sparebanken Sør	30.11.2017	2,87	27.02.2015	19 000 000	19 461 320	2,17	0,18	102,40	49 986	19 456 146	19 506 131	-5 174	0,58%	5
Sparebank 1 Nordvest	09.08.2016	2,86	09.02.2015	18 000 000	18 322 560	2,13	0,11	101,51	72 930	18 271 800	18 344 730	-50 760	0,55%	5
Totens Sparebank	02.12.2015	1,89	02.03.2015	16 000 000	15 852 800	1,78	0,16	100,01	24 360	16 002 295	16 026 655	149 495	0,48%	5
Helgeland Sparebank	15.03.2017	3,17	16.03.2015	12 000 000	12 427 080	1,90	0,23	103,02	16 907	12 362 439	12 379 345	-64 641	0,37%	5
Sparebank 1 Telemark	10.02.2015	2,35	10.02.2015	10 000 000	9 880 000	1,75	0,11	100,06	33 292	10 006 204	10 039 495	126 204	0,30%	5
Industriobligasjoner														
Entra Eiendom AS	09.11.2015	2,85	09.02.2015	115 000 000	115 533 900	1,98	0,11	100,77	464 312	115 881 355	116 345 668	347 455	3,49%	6
Olav Thon Eiendomsselskap ASA	15.09.2015	2,57	16.03.2015	94 000 000	94 649 875	1,72	0,20	100,58	107 369	94 542 062	94 649 431	-107 813	2,84%	6
Felleskjopet Agri SA	15.02.2016	3,38	13.02.2015	60 000 000	60 000 000	2,07	0,12	101,36	270 400	60 817 210	61 087 610	817 210	1,83%	6
Schibsted ASA	16.12.2015	3,51	16.03.2015	55 500 000	56 260 890	1,90	0,20	101,52	81 169	56 346 039	56 427 207	85 149	1,69%	6
Tele2 AB	24.02.2015	3,37	24.02.2015	50 000 000	50 460 000	1,90	0,15	100,20	173 181	50 102 475	50 275 656	-357 525	1,51%	6
Scania CV AB	17.06.2016	2,34	17.03.2015	50 000 000	50 000 000	1,96	0,20	100,36	45 500	50 180 016	50 225 516	180 016	1,51%	6
Kraftobligasjoner														
Agder Energi AS	28.10.2016	2,29	28.01.2015	160 000 000	160 780 000	2,07	0,08	100,65	651 378	161 047 299	161 698 677	267 299	4,85%	6
BKK AS	26.08.2016	2,61	26.02.2015	150 000 000	151 067 500	1,86	0,16	101,08	380 625	151 623 826	152 004 451	556 326	4,56%	6
BKK AS	20.11.2015	2,65	20.02.2015	100 000 000	100 005 600	1,84	0,14	100,62	301 806	100 620 070	100 921 876	614 470	3,02%	6
BKK AS	22.08.2017	2,95	23.02.2015	55 000 000	56 269 400	2,11	0,17	102,39	166 757	56 315 332	56 482 089	45 932	1,69%	6
Agder Energi AS	02.03.2016	2,53	02.03.2015	25 000 000	25 117 500	1,79	0,17	100,73	50 951	25 183 068	25 234 020	65 568	0,76%	6
RENTEPAPIRER MED FAST RENTE														
Industrisertifikater														
Olav Thon Eiendomsselskap ASA	17.09.2015	2,03		50 000 000	50 000 000	1,58	0,70	100,25	291 986	50 126 050	50 418 036	126 050	1,51%	6
Olav Thon Eiendomsselskap ASA	28.05.2015	2,25		50 000 000	50 000 000	1,51	0,40	100,19	668 836	50 096 591	50 765 427	96 591	1,52%	6
Entra Eiendom AS	10.03.2015	2,00		50 000 000	50 000 000	1,69	0,19	100,03	389 041	50 012 870	50 401 911	12 870	1,51%	6
Olav Thon Eiendomsselskap ASA	15.01.2015	2,15		30 000 000	30 009 000	2,05	0,04	100,00	618 493	30 000 634	30 619 128	-8 365	0,92%	6
SUM VERDIPAPIRPORTEFØLJE[5]					**2 362 404 310**				**8 197 624**	**2 365 084 581**	**2 373 282 205**	**2 680 271**	**71,10%**	

Nøkkeltall portefølje

Effektiv rente	2,04 %
Effektiv rente til kunder[1]	1,79 %
Durasjon[2]	0,12

[1] Effektiv rente justert for forvaltningshonorar.

[2] Durasjon er et forenklet uttrykk for hvor mye kursen på rentepapiret vil endre seg dersom renten endrer seg ett prosentpoeng.

[3] Effektiv rente er den gjennomsnittlige årlige avkastningen på et rentepapir fram til det forfaller.

[4] Verdipapirene er inndelt i seks risikoklasser etter deres kredittrisiko.

Klasse 1 har lavest kredittrisiko og klasse 6 har høyest kredittrisiko.
Risikoklasse 1: Overnasjonale organisasjoner
Risikoklasse 2: Stat og statsgaranterte papirer innenfor EØS
Risikoklasse 3: Stat og statsgaranterte papirer utenfor EØS
Risikoklasse 4: Fylker og kommuner
Risikoklasse 5: Banker og finansinstitusjoner
Risikoklasse 6: Industri

[5] For verdi av likviditet i porteføljen pr 31.12.14 henvises til balansen.

Alle rentepapirene er omsatt i det norske markedet.

Andelskurs pr 31.12.2014 103,4846

Kr 81.413.549,- er besluttet utdelt til andelseierne. Dette vil medføre en reduksjon i andelskurs tilsvarende utbetalt pr andel på utbetalingstidspunktet.

Tilordning av anskaffelseskost:
For SKAGEN Høyrente benyttes FIFO-prinsippet ved beregning av realisert kursgevinst/-tap ved salg.

SKAGEN Høyrente Institusjon

Note 7. Verdipapirportefølje pr 31.12.2014 (angitt i hele kroner)

Verdipapir	Forfallsdato	Kupong	Renteregulerings-tidspunkt	Pålydende	Kostpris NOK	Effektiv rente[3]	Durasjon[2]	Markeds-kurs	Påløpt rente	Markeds-verdi	Markedsverdi inkl påløpt rente	Urealisert gevinst/tap	Andel av fondet	Risiko-klasse[4]
RENTEPAPIRER MED FLYTENDE RENTE														
Finansobligasjoner														
Kredittforeningen for Sparebanker	08.03.2016	2,50	09.03.2015	46 000 000	46 197 600	1,83	0,18	100,72	73 472	46 333 348	46 406 820	135 748	5,60%	5
Santander Consumer Bank AS	18.11.2015	2,65	18.02.2015	45 000 000	45 233 550	2,06	0,13	100,47	142 437	45 212 774	45 355 212	-20 776	5,47%	5
Eiendomskreditt AS	08.05.2015	2,48	09.02.2015	40 000 000	40 000 000	1,89	0,11	100,19	140 533	40 076 478	40 217 011	76 478	4,85%	5
Sparebank 1 Østfold Akershus	20.09.2016	2,70	20.03.2015	37 000 000	37 562 400	1,91	0,22	101,46	24 975	37 541 421	37 566 396	-20 979	4,53%	5
Totens Sparebank	14.10.2016	3,47	14.01.2015	22 000 000	22 716 920	2,31	0,06	102,64	165 403	22 580 136	22 745 540	-136 784	2,72%	5
Sparebanken Sogn og Fjordane	21.08.2017	3,31	23.02.2015	20 000 000	20 673 800	2,13	0,18	103,33	73 556	20 666 547	20 740 102	-7 253	2,50%	5
Kredittforeningen for Sparebanker	03.10.2016	2,95	05.01.2015	20 000 000	20 410 000	2,36	0,02	101,67	145 862	20 334 197	20 480 059	-75 803	2,45%	5
BN Bank ASA	18.07.2017	2,01	19.01.2015	20 000 000	19 996 600	2,47	0,04	99,86	80 400	19 971 914	20 052 314	-24 686	2,42%	5
Sparebanken Møre	18.12.2015	1,76	18.03.2015	20 000 000	20 000 000	1,62	0,21	100,07	12 711	20 014 324	20 027 035	14 324	2,42%	5
Sparebank 1 Østfold Akershus	10.02.2015	2,75	10.02.2015	14 000 000	14 016 900	1,75	0,11	100,11	54 542	14 015 034	14 069 575	-1 866	1,70%	5
Sparebank 1 SMN	23.03.2015	2,40	23.03.2015	10 500 000	10 556 805	1,48	0,22	100,17	5 600	10 517 607	10 523 207	-39 198	1,27%	5
Sparebank 1 Telemark	02.03.2017	3,33	02.03.2015	10 000 000	10 352 400	1,99	0,19	103,00	26 825	10 300 330	10 327 155	-52 070	1,25%	5
Skandiabanken	16.01.2015	2,13	16.01.2015	10 000 000	10 015 500	1,82	0,04	100,01	44 967	10 001 370	10 046 337	-14 130	1,21%	5
Sparebank 1 SMN	20.02.2015	2,25	20.02.2015	9 000 000	9 025 572	1,65	0,14	100,07	23 062	9 006 484	9 029 546	-19 088	1,09%	5
Helgeland Sparebank	05.10.2015	2,77	05.01.2015	8 000 000	8 096 000	2,02	0,02	100,72	52 938	8 057 900	8 110 838	-38 100	0,97%	5
Aurskog Sparebank	11.04.2016	2,79	12.01.2015	5 000 000	5 072 575	2,20	0,04	101,10	30 613	5 055 144	5 085 757	-17 431	0,61%	5
Sparebank 1 Buskerud-Vestfold	16.02.2015	3,01	16.02.2015	5 000 000	5 026 100	1,67	0,13	100,16	18 394	5 008 197	5 026 591	-17 903	0,61%	5
Sparebanken Hedmark	17.02.2017	2,11	17.02.2015	5 000 000	5 000 500	2,08	0,12	100,20	12 894	5 010 063	5 022 957	9 563	0,61%	5
Sparebank 1 Telemark	10.02.2015	2,35	10.02.2015	5 000 000	5 025 000	1,75	0,11	100,06	16 646	5 003 102	5 019 748	-21 898	0,61%	5
SUM VERDIPAPIRPORTEFØLJE[5]					**354 978 222**				**1 138 374**	**354 706 370**	**355 844 744**	**-271 852**	**42,91%**	

Nøkkeltall portefølje	
Effektiv rente	2,13 %
Effektiv rente til kunder[1]	1,98 %
Durasjon[2]	0,06

[1] Effektiv rente justert for forvaltningshonorar.

[2] Durasjon er et forenklet uttrykk for hvor mye kursen på rentepapiret vil endre seg dersom renten endrer seg ett prosentpoeng.

[3] Effektiv rente er den gjennomsnittlige årlige avkastningen på et rentepapir fram til det forfaller.

[4] Verdipapirene er inndelt i seks risikoklasser etter deres kredittrisiko.

Klasse 1 har lavest kredittrisiko og klasse 6 har høyest kredittrisiko.
Risikoklasse 1: Overnasjonale organisasjoner
Risikoklasse 2: Stat og statsgaranterte papirer innenfor EØS
Risikoklasse 3: Stat og statsgaranterte papirer utenfor EØS
Risikoklasse 4: Fylker og kommuner
Risikoklasse 5: Banker og finansinstitusjoner
Risikoklasse 6: Industri

[5] For verdi av likviditet i porteføljen pr 31.12.14 henvises til balansen.

Alle rentepapirene er omsatt i det norske markedet.

Andelskurs pr 31.12.2014 102,2277

Kr 20.897.816,- er besluttet utdelt til andelseierne.
Dette vil medføre en reduksjon i andelskurs tilsvarende utbetalt pr andel på utbetalingstidspunktet.

Tilordning av anskaffelseskost:
For SKAGEN Høyrente Institusjon benyttes FIFO-prinsippet ved beregning av realisert kursgevinst/-tap ved salg.

SKAGEN Credit

Note 7. Verdipapirportefølje pr 31.12.2014 (angitt i hele kroner)

Verdipapir	Forfallsdato	Kupong	Valuta	Renteregulerings-tidspunkt	Pålydende NOK	Kostpris NOK	Effektiv rente[3]	Durasjon[2]	Markeds-kurs	Påløpt rente	Markeds-verdi	Markedsverdi inkl påløpt rente NOK	Urealisert gevinst/tap	Andel av fondet	Risiko-klasse[4]
Energi															
Gazprom OAO Via Gaz Capital SA	11.04.2018	8,15	USD		700 000	4 838 423	8,64	2,66	745,12	94 954	5 215 826	5 310 780	377 403	3,60 %	6
Talisman Energy Inc	05.12.2017	6,62	GBP		400 000	4 547 869	2,64	2,69	1 300,44	22 052	5 201 763	5 223 815	653 894	3,54 %	6
Petrobras International Finance Co	01.03.2018	5,87	USD		700 000	4 571 625	6,86	2,69	737,12	102 723	5 159 805	5 262 528	588 181	3,56 %	6
Noble Group Ltd	29.01.2020	6,75	USD		550 000	3 967 443	4,41	4,13	830,99	117 460	4 570 461	4 687 921	603 017	3,17 %	6
Seadrill Ltd	15.09.2017	6,12	USD		500 000	3 152 116	12,47	2,20	668,63	67 571	3 343 162	3 410 733	191 047	2,31 %	6
Rosneft International Finance Ltd	07.03.2022	4,20	USD		400 000	2 277 668	9,42	5,47	556,64	40 205	2 226 572	2 266 777	-51 096	1,53 %	6
Sum Energi						**23 355 144**				**444 965**	**25 717 589**	**26 162 554**	**2 362 446**		
Råvarer															
Lafarge SA	13.04.2018	6,25	EUR		600 000	5 569 601	1,83	2,92	1 033,07	244 110	6 198 420	6 442 530	628 819	4,36 %	6
Braskem Finance Ltd	15.04.2021	5,75	USD		775 000	4 936 832	5,89	5,01	760,36	70 496	5 892 759	5 963 254	955 926	4,04 %	6
SSAB AB	10.04.2019	3,87	EUR		600 000	4 945 005	3,93	3,77	906,97	153 081	5 441 819	5 594 899	496 814	3,79 %	6
Glencore Funding LLC	29.04.2019	3,12	USD		475 000	2 878 696	3,10	3,94	752,54	19 156	3 574 549	3 593 705	695 853	2,43 %	6
Sum Råvarer						**18 330 134**				**486 843**	**21 107 547**	**21 594 388**	**2 777 412**		
Kapitalvarer, service og transport															
Bombardier Inc	17.05.2021	6,12	EUR		500 000	4 479 073	3,92	5,20	1 027,41	35 488	5 137 056	5 172 543	657 983	3,50 %	6
Stena AB	01.02.2019	5,87	EUR		520 000	4 681 271	4,35	3,47	959,02	115 437	4 986 878	5 102 315	305 607	3,45 %	6
Color Group AS	18.09.2019	6,72	NOK	18.03.2015	5 000 000	5 089 000	8,26	-0,10	97,00	12 133	4 850 000	4 862 133	-239 000	3,29 %	6
Heathrow Funding Ltd	10.09.2018	6,25	GBP		250 000	2 894 671	2,50	3,30	1 324,98	56 009	3 312 461	3 368 470	417 791	2,28 %	6
PostNL NV	14.08.2018	7,50	GBP		200 000	2 505 895	2,34	3,18	1 377,58	66 731	2 755 153	2 821 884	249 258	1,91 %	6
Frigoglass Finance BV	15.05.2018	8,25	EUR		375 000	3 245 952	23,12	1,74	652,94	35 850	2 448 515	2 484 365	-797 437	1,68 %	6
Bombardier Inc	16.03.2020	7,75	USD		200 000	1 390 159	5,70	4,10	822,44	34 199	1 644 886	1 679 085	254 727	1,14 %	6
Sum Kapitalvarer, service og transport						**24 286 021**				**355 847**	**25 134 949**	**25 490 795**	**848 929**		
Inntektsavhengige forbruksvarer															
Fiat Finance & Trade SA	15.03.2018	6,62	EUR		600 000	5 526 144	3,05	2,78	1 007,47	287 397	6 044 815	6 332 212	518 671	4,29 %	6
Jaguar Land Rover Automotive Plc	14.12.2018	4,12	USD		350 000	2 209 246	3,80	3,55	761,61	4 808	2 665 652	2 670 460	456 406	1,81 %	6
Levi Strauss & Co	15.05.2020	7,62	USD		250 000	1 624 738	2,23	0,41	791,99	17 855	1 979 974	1 997 829	355 236	1,35 %	6
Sum Inntektsavhengige forbruksvarer						**9 360 128**				**310 060**	**10 690 441**	**11 000 501**	**1 330 313**		
Defensive konsumvarer															
Safeway Ltd	10.01.2017	6,00	GBP		350 000	3 823 452	2,43	1,83	1 250,78	238 599	4 377 734	4 616 332	554 282	3,13 %	6
Avon Products Inc	01.03.2019	6,50	USD		400 000	2 689 850	6,05	3,44	747,55	64 943	2 990 184	3 055 127	300 334	2,07 %	6
Sum Defensive konsumvarer						**6 513 302**				**303 542**	**7 367 918**	**7 671 459**	**854 616**		
Bank og finans															
Bank of Baroda - London	23.07.2019	4,87	USD		750 000	4 781 490	3,38	3,94	799,11	120 246	5 993 312	6 113 558	1 211 822	4,14 %	5
Danske Bank AS	29.09.2021	5,37	GBP		400 000	4 319 506	3,84	3,33	1 226,99	63 994	4 907 940	4 971 934	588 434	3,37 %	5
Amlin Plc	18.12.2026	6,50	GBP		400 000	4 275 558	4,31	1,83	1 215,44	9 986	4 861 773	4 871 759	586 215	3,30 %	5
Tyrkiye Halk Bankasi AS	19.07.2017	4,87	USD		550 000	3 413 502	3,85	2,29	771,38	90 413	4 242 563	4 332 976	829 061	2,93 %	5
Akbank TAS	24.10.2017	3,87	USD		400 000	2 448 009	3,62	2,58	757,95	21 617	3 031 787	3 053 404	583 778	2,07 %	5
Diamond Bank Plc	21.05.2019	8,75	USD		400 000	2 431 686	13,37	3,21	640,15	29 141	2 560 599	2 589 741	128 914	1,75 %	5
Akbank TAS	09.03.2018	6,50	USD		300 000	2 030 233	3,90	2,78	814,83	45 460	2 444 489	2 489 949	414 256	1,69 %	5
VTB Bank OJSC Via VTB Capital SA	29.05.2018	6,87	USD		200 000	1 334 981	12,39	2,71	638,74	9 445	1 277 482	1 286 927	-57 499	0,87 %	5
Sum Bank og finans						**25 034 965**				**390 302**	**29 319 945**	**29 710 248**	**4 284 981**		
Informasjonsteknologi															
Nokia OYJ	04.02.2019	6,75	EUR		300 000	2 888 446	1,72	3,51	1 085,54	166 032	3 256 625	3 422 656	368 179	2,32 %	6
Sum Informasjonsteknologi						**2 888 446**				**166 032**	**3 256 625**	**3 422 656**	**368 179**		
Telekom															
Bharti Airtel International Netherlands BV	10.12.2018	4,00	EUR		300 000	2 618 080	1,83	3,66	981,63	6 261	2 944 897	2 951 158	326 817	2,00 %	6
VimpelCom Holdings BV	01.03.2022	7,50	USD		350 000	2 278 513	12,42	4,70	618,85	65 605	2 165 961	2 231 566	-112 552	1,51 %	6
Sum Telekom						**4 896 593**				**71 866**	**5 110 858**	**5 182 724**	**214 265**		
Nyttetjenester															
EP Energy AS	01.11.2019	5,87	EUR		575 000	5 287 985	2,91	4,16	1 032	51 059	5 932 018	5 983 077	644 033	4,05 %	6
EDP Finance BV	01.10.2019	4,90	USD		550 000	3 580 307	3,95	4,10	783	50 487	4 309 123	4 359 610	728 817	2,95 %	6
EDP Finance BV	21.09.2017	5,75	EUR		175 000	1 596 279	1,36	2,54	1 013	25 251	1 772 307	1 797 558	176 029	1,22 %	6
Sum Nyttetjenester						**10 464 571**				**126 797**	**12 013 448**	**12 140 245**	**1 548 879**		
Eiendom															
American Tower Corp	15.02.2019	3,40	USD		200 000	1 465 208	3,03	3,73	765	19 250	1 529 936	1 549 186	64 728	1,05 %	6
Sum Eiendom						**1 465 208**				**19 250**	**1 529 936**	**1 549 186**	**64 728**		
SUM VERDIPAPIRPORTEFØLJE 5)						**126 594 512**				**2 675 504**	**141 249 256**	**143 924 756**	**14 654 748**	**96,84 %**	

Note 7. Verdipapirportefølje pr 31.12.2014 (angitt i hele kroner)

Finansielle derivater pr 31.12.2014 (angitt i hele kroner)

Derivat	Forfallsdato	Kupong	Valuta	Rente-reguleringstidspunkt	Pålydende	Netto gevinst / tap finansielle kontrakter	Andel av fondet
Rentederivater							
IRSEUR20180620	20.06.2018	0,18	EUR	22.06.2015	3 000 000	2 695 352	
IRSEUR20180620	20.06.2018	0,54	EUR		-3 000 000	-3 036 864	
IRSGBP20180129	29.01.2018	0,72	GBP	29.01.2015	1 200 000	12 863 445	
IRSGBP20180129	29.01.2018	1,91	GBP		-1 200 000	-13 251 913	
IRSUSD20180620	20.06.2018	0,25	USD	23.03.2015	3 500 000	5 233 320	
IRSUSD20180620	20.06.2018	1,47	USD		-3 500 000	-5 283 467	
IRSUSD20190820	20.08.2019	0,23	USD	20.02.2015	2 000 000	2 699 275	
IRSUSD20190820	20.08.2019	1,73	USD		-2 000 000	-2 822 184	
SUM						**-903 036**	**-0,61 %**

Nøkkeltall portefølje	
Effektiv rente	4,37 %
Effektiv rente til kunder [1]	4,37 %
Durasjon [2]	1,29

[1] Effektiv rente justert for forvaltningshonorar.

[2] Durasjon er et forenklet uttrykk for hvor mye kursen på rentepapiret vil endre seg dersom renten endrer seg ett prosentpoeng.

[3] Effektiv rente er den gjennomsnittlige årlige avkastningen på et rentepapir fram til det forfaller.

[4] Verdipapirene er inndelt i seks risikoklasser etter deres kredittrisiko.

Klasse 1 har lavest kredittrisiko og klasse 6 har høyest kredittrisiko.
Risikoklasse 1: Overnasjonale organisasjoner
Risikoklasse 2: Stat og statsgaranterte papirer innenfor EØS
Risikoklasse 3: Stat og statsgaranterte papirer utenfor EØS
Risikoklasse 4: Fylker og kommuner
Risikoklasse 5: Banker og finansinstitusjoner
Risikoklasse 6: Industri

[5] For verdi av likviditet i porteføljen pr 31.12.14 henvises til balansen.

Alle rentepapirene er omsatt i et telefonbasert internasjonalt marked.

Andelskurs pr 31.12.2014 115,5046

Kr 7.403.964,- er besluttet utdelt til andelseierne.
Dette vil medføre en reduksjon i andelskurs tilsvarende utbetalt pr andel på utbetalingstidspunktet.

Tilordning av anskaffelseskost:
For SKAGEN Credit benyttes FIFO-prinsippet ved beregning av realisert kursgevinst/-tap ved salg.

SKAGEN Credit NOK

Note 7. Verdipapirportefølje pr 31.12.2014 (angitt i hele kroner)

Verdipapir	Antall	Kjøpsverdi NOK	Markedskurs	Valuta	Markedsverdi NOK	Urealisert gevinst/tap	Andel av fondet
Rentefond							
SKAGEN Credit	812 059	83 029 525	109,71	NOK	89 094 452	6 064 927	99,68 %
SUM VERDIPAPIRPORTEFØLJE [1])		**83 029 525**			89 094 452	**6 064 927**	**99,68 %**

[1]) For verdi av likviditet i porteføljen pr 31.12.2014 henvises til balansen.

Det underliggende fond prises alle norske bankdager av forvaltningsselskapet SKAGEN AS. Kurs reflekterer priser på de underliggende papirer i SKAGEN Credit.
Pr 31.12.2014 eier SKAGEN Credit NOK 60,3 % av andelene i SKAGEN Credit.

Tilordning av anskaffelseskost:
For SKAGEN Credit NOK benyttes FIFO-prinsippet ved beregning av realisert kursgevinst/-tap ved salg.

SKAGEN Credit SEK

Note 7. Verdipapirportefølje pr 31.12.2014 (angitt i hele svenske kroner)

Verdipapir	Antall	Kjøpsverdi SEK	Markedskurs	Valuta	Markedsverdi SEK	Urealisert gevinst/tap	Andel av fondet
Rentefond							
SKAGEN Credit	235 858	26 634 210	114,69	SEK	27 049 570	415 360	99,68 %
SUM VERDIPAPIRPORTEFØLJE [1])		**26 634 210**			27 049 570	**415 360**	**99,68 %**

[1]) For verdi av likviditet i porteføljen pr 31.12.2014 henvises til balansen.

Det underliggende fond prises alle norske bankdager av forvaltningsselskapet SKAGEN AS. Kurs reflekterer priser på de underliggende papirer i SKAGEN Credit.
Pr 31.12.2014 eier SKAGEN Credit SEK 17,5 % av andelene i SKAGEN Credit.

Tilordning av anskaffelseskost:
For SKAGEN Credit SEK benyttes FIFO-prinsippet ved beregning av realisert kursgevinst/-tap ved salg.

SKAGEN Credit EUR

Note 7. Verdipapirportefølje pr 31.12.2014 (angitt i hele euro)

Verdipapir	Antall	Kjøpsverdi EUR	Markedskurs	Valuta	Markedsverdi EUR	Urealisert gevinst/tap	Andel av fondet
Rentefond							
SKAGEN Credit	249 101	3 049 090	12,10	EUR	3 013 656	-35 434	99,66 %
SUM VERDIPAPIRPORTEFØLJE [1])		**3 049 090**			3 013 656	**-35 434**	**99,66 %**

[1]) For verdi av likviditet i porteføljen pr 31.12.2014 henvises til balansen.

Det underliggende fond prises alle norske bankdager av forvaltningsselskapet SKAGEN AS. Kurs reflekterer priser på de underliggende papirer i SKAGEN Credit.
Pr 31.12.2014 eier SKAGEN Credit EUR 18,5 % av andelene i SKAGEN Credit.

Tilordning av anskaffelseskost:
For SKAGEN Credit EUR benyttes FIFO-prinsippet ved beregning av realisert kursgevinst/-tap ved salg.

SKAGEN Credit GBP

Note 7. Verdipapirportefølje pr 31.12.2014 (angitt i hele britiske pund)

Verdipapir	Antall	Kjøpsverdi GBP	Markedskurs	Valuta	Markedsverdi GBP	Urealisert gevinst/tap	Andel av fondet
Rentefond							
SKAGEN Credit	50 879	505 903	9,39	GBP	477 850	-28 053	98,42 %
SUM VERDIPAPIRPORTEFØLJE [1])		**505 903**			477 850	**-28 053**	**98,42 %**

[1]) For verdi av likviditet i porteføljen pr 31.12.2014 henvises til balansen.

Det underliggende fond prises alle norske bankdager av forvaltningsselskapet SKAGEN AS. Kurs reflekterer priser på de underliggende papirer i SKAGEN Credit.
Pr 31.12.2014 eier SKAGEN Credit GBP 3,8 % av andelene i SKAGEN Credit.

Tilordning av anskaffelseskost:
For SKAGEN Credit GBP benyttes FIFO-prinsippet ved beregning av realisert kursgevinst/-tap ved salg.

Till styrelsen i SKAGEN AS

Revisionsberättelse

Rapport om årsredovisningen

Vi har reviderat de bifogade finansiella rapporterna för värdepappersfonderna, vilka består av balansräkningar per den 31 december 2014 och resultaträkningar, en sammanfattning av betydelsefulla redovisningsprinciper samt andra upplysningar. Resultaträkningarna visar följande resultat för redovisningsåret som avslutades den 31 december 2014:

SKAGEN Vekst	NOK	1 172 822 679
SKAGEN Global	NOK	6 174 916 030
SKAGEN Kon-Tiki	NOK	5 353 876 488
SKAGEN Avkastning	NOK	67 991 309
SKAGEN Høyrente	NOK	76 214 115
SKAGEN Høyrente Institusjon	NOK	24 903 553
SKAGEN Tellus	NOK	180 969 345
SKAGEN Krona	SEK	9 381 964
SKAGEN m²	NOK	184 528 961
SKAGEN Balanse	NOK	25 108 299
SKAGEN Credit	NOK	22 306 108
SKAGEN Credit NOK	NOK	-2 007 153
SKAGEN Credit SEK	SEK	-767 299
SKAGEN Credit EUR	EUR	-74 128
SKAGEN Credit GBP	GBP	-13 703

Styrelsens ansvar för årsredovisningen

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

Revisorns ansvar

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

En revision innefattar att genom olika åtgärder inhämta revisionsbevis om belopp och annan information i årsredovisningen. Revisorn väljer vilka åtgärder som ska utföras, bland annat genom att bedöma riskerna för väsentliga felaktigheter i årsredovisningen, vare sig dessa beror på oegentligheter eller på fel. Vid denna riskbedömning beaktar revisorn de delar av den interna kontrollen som är relevanta för hur företaget upprättar årsredovisningen för att ge en rättvisande bild i syfte att utforma granskningsåtgärder som är ändamålsenliga med hänsyn till omständigheterna, men inte i syfte att göra

ett uttalande om effektiviteten i företagets interna kontroll. En revision innefattar också en utvärdering av ändamålsenligheten i de redovisningsprinciper som har använts och av rimligheten i styrelsens uppskattningar i redovisningen, liksom en utvärdering av den övergripande presentationen i årsredovisningen.

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

Uttalanden

Enligt vår uppfattning ger årsredovisningen en i alla väsentliga avseenden rättvisande bild av värdepapperfondernas finansiella ställning den 31 december 2014 och av dess finansiella resultat för året enligt årsredovisningslagen och god redovisningssed i Norge.

Rapport om andra krav enligt lagar och andra författningar

Uttalanden om styrelsens rapport

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

Uttalanden om registrering og dokumentation

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

Stavanger, 2015-01-29
PricewaterhouseCoopers AS

Gunstein Hadland
Statsauktoriserad revisor (Norge)

Notera: Denna översättning från norska är endast för information

Returadress:
SKAGEN Fonder
Box 11
101 20 Stockholm

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: *Vilhelm Rosenstand,* 1886. Av Peder Severin Krøyer, en av Skagenmålarna. Tillhör Skagens museum(beskuren/manipulerad).

Till dig som vill investera i våra fonder rekommenderar vi att kontakta våra kvalificerade kundrådgivare för individuell rådgivning.

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 portföljförvaltarnas 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.

SKAGEN fonder