

8

Dreven efterfølger

Beate Bredesen overtager
SKAGEN Vekst

10

SKAGEN udvider

Øger service med flere
rådgivere i Danmark

12

Vokser i vækstlandene

Standard Chartered er en
historisk stærk bank

24

Euroen under pres

Fortsat stor usikkerhed om
valutaens fremtid



KRISTOFFER
STENSRUD

6

Hvem bekymrer sig om valuta?

LÆS PORTEFØLJEFORVALTERNES BERETNING PÅ SIDE 14

Selskaberne leverer

Det ukritiske frasal, vi har set i aktiemarkederne, giver gode muligheder for en aktiv valuebaseret forvalter som os. Selskaberne leverer fortsat bedre tal end ventet. Vores største investering Samsung Electronics præsenterede sit bedste kvartalsregnskab nogensinde.

**SKAGEN FONDENE
MARKEDSRAPPORT NR 1 2010**

SKAGEN Fondene er en ledende nordisk investeringsforening. Forvaltningsselskabet bag fondene blev grundlagt i 1993 i Stavanger. SKAGEN Fondene åbnede kontor i Danmark i december 2006 og er i 2007 og 2009 kåret som årets investeringsforening i Danmark af Dansk Aktie Analyse og Morgenavisen Jyllands-Posten.

Redaktion:

Christian Jessen,
Tlf: 33 41 76 52
cje@skagenfondene.dk

Søren R. Rasmussen,
Tlf: 33 41 76 54
srr@skagenfondene.dk

SKAGEN søger efter bedste evne at sikre, at al information er korrekt gengivet i denne rapport, men tager forbehold for eventuelle fejl og udeladelser. Udtalelserne i rapporten afspejler porteføljeforvalternes vurdering på et bestemt tidspunkt, og denne vurdering kan efterfølgende ændres uden varsel. Rapporten skal ikke opfattes som et tilbud eller en anbefaling om køb eller salg af finansielle instrumenter. SKAGEN påtager sig intet ansvar for direkte eller indirekte tab eller udgifter, som skyldes anvendelse eller forståelse af rapporten.

SKAGEN anbefaler alle, som ønsker at investere i vores fonde, at tage kontakt med en af vores formuerådgivere på telefon 7010 4001 eller via e-mail kundeservice@skagenfondene.dk. Ønsker du ikke længere at modtage rapporten, henvender du dig samme sted.

► *I rapporten angives beløb og afkasttal i danske kroner, hvis andet ikke er angivet.*



På forsiden: Samsung Electronics 2 GB Double Data Rate (DDR) Memory Chips. Samsung Electronics er blandt andet Asiens største producent af Memory Chips, Fladskærme og mobiltelefoner. Selskaber indgår i SKAGENS aktieporteføljer.

Foto indhold: Carsten Lundager, Bloomberg News og SKAGEN Fondene billedarkiv

Indhold



Uro i Grækenland og frasalg af aktier giver gode købsmuligheder

FOTO: BLOOMBERG NEWS



FOTO: BLOOMBERG NEWS

Den findes ingen gratis frokost, i valutamarkedet. Men der findes tricks, som kan give dig en lidt billigere frokost end andre, skriver Kristoffer Stensrud.



FOTO: JANI INGE HAGA

I vores branche er det let at se, om man har gjort et godt arbejde. Vi får svaret med to streger under, siger Beate Bredesen.

- | | |
|---|-------------------------------------|
| 3 Afkast | 26 Porteføljer |
| 4 Leder og kommentar | 33 Regnskab 1. kvartal 2010 |
| 5 Kort nyt | 34 Afkast og risiko |
| 6 Hvem bekymrer sig om valuta? | 35 Kommentar Torkell Eide |
| 8 Dreven arvtager – nye forvaltere i SKAGEN Global | 36 Investeringsfilosofi |
| 10 Flere rådgivere i Danmark – Inspirationsmøder | 38 Tal med SKAGEN |
| 12 Aktiefokus: Standard Chartered | 39 Kommende møder |
| 14 Porteføljeforvalternes beretninger | 40 Bagsiden: Noget må gøres! |

Kontorer:

SKAGEN Fondene i Danmark
Nyhavn 63A, 2
1051 København K
Telefon: 7010 4001
CVR-nummer: 29 93 48 51
kundeservice@skagenfondene.dk
www.skagenfondene.dk

Stavanger – hovedkontor

SKAGEN Fondene
SKAGEN AS
Postboks 160
NO-4001 Stavanger
Skagen 3, Torgterrassen
Telefon: +47 04001
Telefax: +47 51 86 37 00
Organisationsnr:
867462732

MARKEDSRAPPORTEN
Oplag: 6000

Dansk sprogforvaltning:
Adverbium

Grafisk produktion og
Tryk og udsendelse:
Rosendahls-Schultz Grafisk

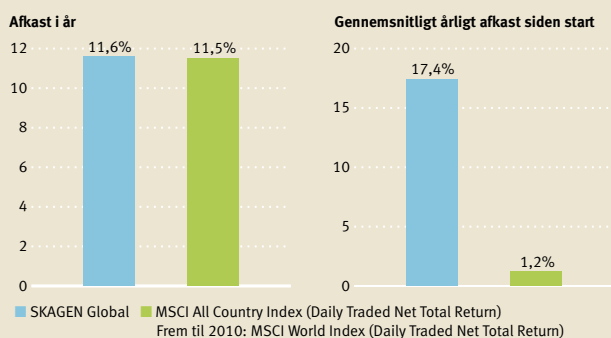


SKAGEN Fondenes afkast

Nedenstående tabeller viser afkast for SKAGENs fonde sammenlignet med deres respektive referenceindeks målt i danske kroner. Tallene er opgjort siden fondenes start og siden årsskiftet. Tabellerne er opdateret den 30. april 2010. SKAGEN Fondene har altid anvendt udbyttejusterede sammenligningsindeks, og fondenes afkast er opgjort efter omkostninger. På side 34 og 35 finder du en udførlig oversigt over samtlige SKAGEN Fondenes nøgletal.

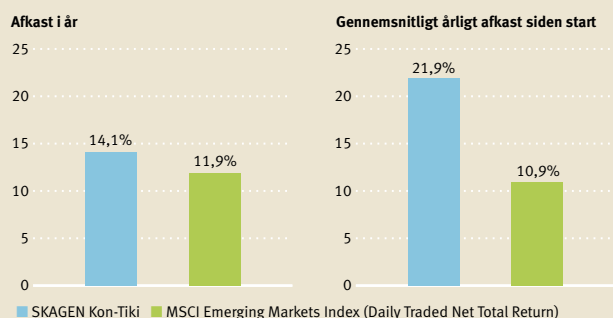
AKTIEFONDEN SKAGEN GLOBAL

Porteføljeforvalter: Kristian Falnes. Lancering: 7. august 1997.



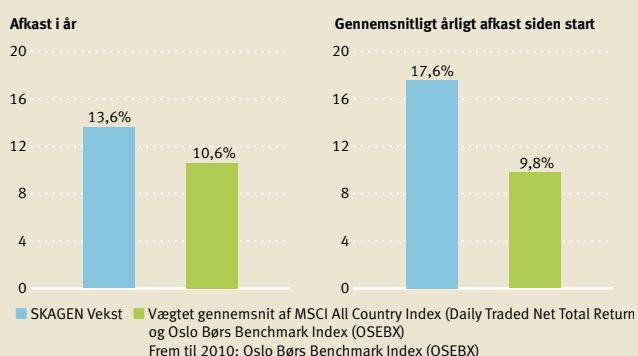
AKTIEFONDEN SKAGEN KON-TIKI

Porteføljeforvalter: Kristoffer Stensrud. Lancering: 5. april 2002.



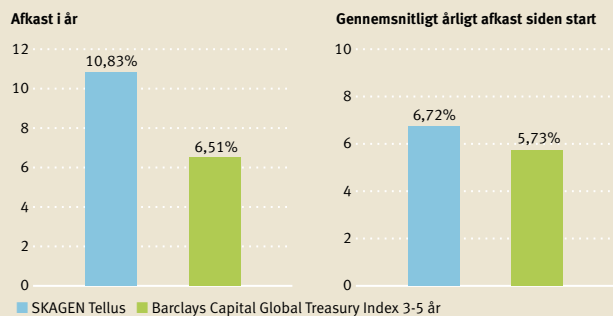
AKTIEFONDEN SKAGEN VEKST

Porteføljeforvalter: Beate Bredesen. Lancering: 1. december 1993.



OBLIGATIONSFONDEN SKAGEN TELLUS

Porteføljeforvalter: Torgeir Høien. Lancering: 29. september 2006.



Ovenfor er vist udvalgte fonde, som SKAGEN har tilladelse til at markedsføre i Danmark. Obligationsfonden SKAGEN Avkastning, der overvejende har et norsk fokus, er ikke medtaget i denne rapport, men kan findes på hjemmesiden skagenfondene.dk. Al information om fondene i markedsrapporten er opgjort i danske kroner bortset fra værdipapirer i porteføljerne og regnskab, der er opgjort i norske kroner.

Kære Investor

Fremgangen for vores aktiefonde i 2009 er fortsat i årets første fire måneder af 2010. Vores investeringsfilosofi er fortsat et glimrende redskab for dygtige porteføljeforvaltere til at skabe et godt afkast og samtidig holde risikoen under kontrol. Det kan du læse meget mere om på de følgende sider.

I Danmark er interessen for SKAGENs fonde voksende, især blandt kritiske og vidende private investorer. Flotte bedømmelser fra Dansk Aktie Analyse, herunder to kåringer som årets investeringsforening i Danmark, og fra analyseselskabet Morningstar, medvirker til at bekræfte vores berettigelse i markedet. Vi er den første såkaldte udenlandske investeringsforening, som gør et aktivt og målrettet forsøg på at nå helt ud til den danske private investor, ligesom vi, i lighed med andre forvaltere med rødder uden for Danmark, bejler til de institutionelle investorer.

Vi kan sige, at syv års koncentreret indsats begynder at bære frugt. Et par facts understøtter påstanden:

- Der bliver nu stabilt omsat for ca. 100 mio. kr. om måneden i vores fonde på Nasdaq

OMX. Det månedlige inflow er på ca. 200 mio. kr.

- Vi er med en forvaltningskapital på 4,7 mia. kr. rykket op som den 11.-største investeringsforening i Danmark.
- Mere end 2.500 private har mødt os på vores inspirationsmøder rundt om i Danmark. Vi fortæller nøgternt om baggrunden for, at SKAGEN Fondenes historiske resultater har været i særklasse, og uddyber, hvorfor betingelserne for at skabe gode afkast fortsat er til stede i rigt mål.

Medvinden på den danske cykelsti får os ikke til at slappe af efter nogle arbejdsomme år, siden vi åbnede vores danske kontor i december 2006.

Et af de væsentligste indsatsområder vi slider med, er at få udvidet kredsen af banker, som ønsker at afvikle handel i vores fonde via en løsning, som danske VP SECURITIES (tidligere Værdipapircentralen) har udviklet for udenlandske fonde. VP-løsningen er en afgørende brik i at gøre det enklere og billigere at investere i vores fonde. Foreløbig har 60 danske pengeinstitutter tilsluttet sig

LEDEREN

Jens Elkjær
Adm. direktør,
SKAGEN Fondene i Danmark

je@skagenfondene.dk



systemet, som giver dem væsentlige administrative lettelser ved afvikling af handler i vores fonde.

Et andet område, hvor vi altid står på tæer, er vores information og service til danske investorer. Den markedsrapport, du nu sidder med i hånden, udkommer fremover tre gange årligt. Den er udvidet i forhold til tidligere, og porteføljeforvalterne skriver mere uddybende om baggrunden for investeringsvalg i fondene. Til gengæld har vi skåret ned på antallet af udgivelser, som mange investorer især i en travl efterårssæson vurderede som overvældende.

En anden og for mange investorer endnu vigtigere informationsform er at møde os face to face. Det kan du gøre på et af vores mange inspirationsmøder, eller du kan kigge forbi vores faste kontor i Nyhavn. Et hyppigt tilbagevendende punkt i vores kalender er ”fredagsmøder”, hvor vi ved frokosttid serverer et let traktement og fortæller om både markederne og fondene. Vi får her mange gode spørgsmål afledt af markedsrapporten, som du nu sidder med i hånden. God læselyst!

Kære Investor

De seneste måneders dramatiske begivenheder minder os om, at den fælles europæiske mønt og de stadigt tættere forbundne finansmarkeder både rummer enorme muligheder og finansielle risici, som kun skeptikere i den akademiske verden pegede på for bare ti år siden.

I Grækenland, Spanien, Portugal og Irland har man nydt gevinsterne ved euroen i fulde drag de seneste ti år. Især Spanien og Irland var de store vindere i det europæiske samarbejde, mens Tyskland af mange blev betragtet som Europas slagte land.

Så hurtigt tingene kan vende – tyve år med lav økonomisk vækst har bragt tyskernes løn-niveau ned, og landets virksomheder er nu

særdeles konkurrencedygtige. Imens har randområderne forsømt at holde både produktiviteten, lønudviklingen og de offentlige budgetter under kontrol. Inden for euroens rammer forestår nu hestekur og en årrække på smalkost, hvis ikke værre ting skal ske.

På side 24 i vores globale rentekommentar og på side 14 i porteføljeforvalternes beretning gennemgår vores porteføljeforvaltere, hvordan vi vurderer euroens fremtid.

I det europæiske mørke er det let at overse, at der faktisk er stærk økonomisk vækst i verden anno 2010. En forventet global økonomisk vækst i BNP på over 4 pct. vidner om en stærk indhentning af de økonomiske efter-slab fra finanskrisen.

KOMMENTAR

Christian Jessen
Redaktør
Markedsrapporten

cje@skagenfondene.dk



Virksomheder over en bred kam har klaret sig godt gennem krisen og fremstår nu som særdeles profitable og produktive. Disse gevinster vil sprede sig i samfundene i form af højere realløn og forbedret beskæftigelse.

Samtlige vores aktiefonde har et globalt investeringsmandat. Det spreder risikoen over samtlige regioner og sektorer, og vi tager ansvar for kun at investere dine penge i de absolut bedste aktier, vi formår at finde. Selv om man som dansk forbruger og lønmodtager ikke kan lukke øjnene for, at en ny økonomisk og finansiell krise er i gang i Europa, så luner det at tænke på, at ens sparepenge i SKAGEN Fondene også yngler i lande som Sydkorea, Brasilien og USA, hvor der er fremgang nu.

Lipper-priser til SKAGEN

Aktiefondene SKAGEN Global og SKAGEN Kon-Tiki modtog 13 priser ved flere Lipper-uddelinger i Europa i første kvartal i år.

Det britiske analyseselskab Lipper uddeler priser til fonde og forvaltere, som har de stabileste afkast sammenlignet med andre i deres respektive fondskategorier. Lipper uddeler priser til fonde i 21 lande i USA, Asien og Europa



Særlige SKAGEN-arrangementer

Investormødet ”Mænd og Investering”, oprindeligt lanceret på bagsiden af markedsrapporten som et satirisk indslag, vender stærkt tilbage sidst i august i København og Odense. Vi har store planer om at forene det nyttige med det fornøjelige, så følg med på hjemmesiden.

Efter at have fået kvindelige ansatte er kvinderne klar til at tage revanche med det første ”Kvinder og Investering”-arrangement i Danmark. Det bliver i november.

Sidst, men ikke mindst så aktiverer vi vores samarbejde med Skagen Museum på grenen i byen Skagen i juli. Der bliver både et ordinært inspirationsmøde og et ekstraordinært musikalsk arrangement. Følg med på hjemmesiden, datoerne har du her.

- *Musikalsk arrangement på Skagen Museum, torsdag den 15. juli, kl. 17.30*
- *Inspirationsmøde på Skagen Museum, fredag den 16. juli kl. 12.00*
- *Mænd og Investering i Odense, onsdag den 25. august*
- *Mænd og Investering i København, torsdag den 26. august*
- *Kvinder og Investering i København, onsdag den 10. november.*

Læs mere på

SKAGENFONDENE.DK



Opdaterede forretningsvilkår

Som følge af enkelte lovændringer (f.eks. ny lovgivning med tiltag mod hvidvaskning og terrorfinansiering), har vi foretaget en revision af vores almindelige forretningsvilkår. De nye vilkår er tilgængelige på www.skagenfondene.dk.

Henvend dig til kundeservice på telefon 7010 4001 eller via e-mail kundeservice@skagenfondene.dk

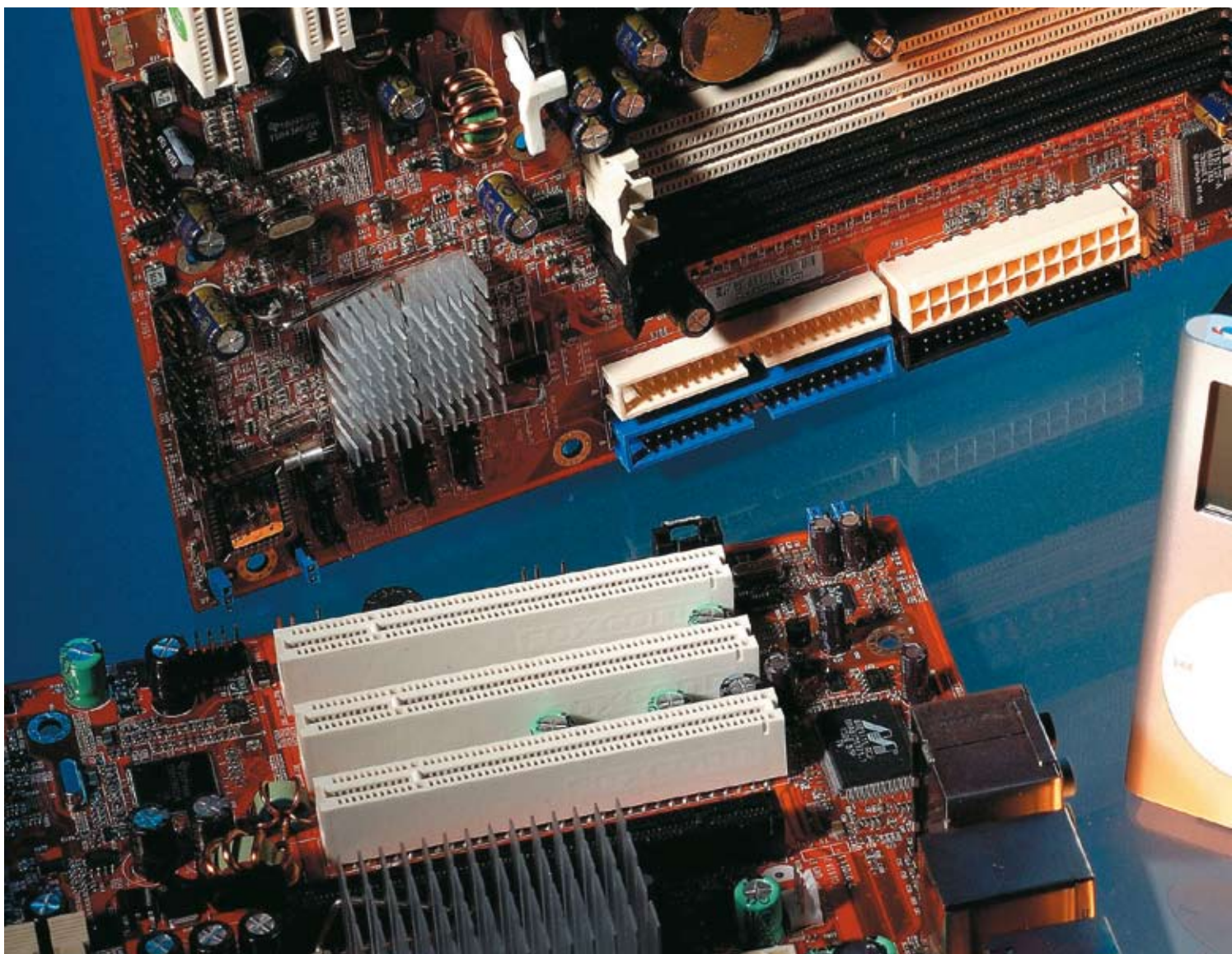
skagenfondene.dk hvis du ønsker omkostningsfrit at få tilsendt et eksemplar af de nye forretningsvilkår.



Markedsrapporten i nyt format

SKAGEN Fondenes Markedsrapport har gennemgået en del forandringer i år. Rapporten er tilbage i A4-format. For at øge læsbarheden har vi øget skriftstørrelsen og linjeafstanden, ligesom vi anvender tykkere papir. Rapporten indeholder nu yderligere otte sider, som vi frem for alt har anvendt til at give mere plads til porteføljevalternes beretninger.

I tillæg til Årsrapporten, som udkom i februar, kan SKAGENs kunder forvente sig yderligere to rapporter i postkassen med omtrent tre måneders mellemrum, det vil sige totalt fire rapporter i løbet af 2010. Næste udgave forventes udsendt medio august. Er det længe at vente? Benyt da vores mange andre informationsydelser, f.eks. www.skagenfondene.dk og de månedlige statusrapporter.



Hvem bryder sig om valuta?

SKAGEN Fondene bekymrer sig om valuta. Men når vi på investormøder bliver spurgt, om vi tror, dollaren skal op eller ned, og hvad med euroen og yen? – så er vores ærlige svar: Vi aner det ikke.

Den klassiske såkaldte "carry-trade-filosofi" i valutamarkedene er enkel: at låne i lavrentevalutaer og investere i alt andet, som stiger. Og håbe på, at lavrentevalutaen ikke stiger, som den nødvendigvis vil på sigt. Idéen er også ganske fornuftig og fungerer i lange perioder faktisk godt.

Men som en stor norsk rallystjerne har sagt: "It is not the fart who kills, it is the smell". 1998 og 2008 var begge år, som virkelig slog hårdt for dem, der var belånte i lavrentevaluta. Tidligere tjente penge blev hurtigt spist op, og gælden steg hurtigt. For mange blev det enden på valutafinten og vejen til døren.

Med andre ord: Heller ikke i valutamarkedet får man gratis frokost. Men der findes nogle tricks, som kan give dig en lidt billigere frokost end alle andre.

Spekulerer ikke i valuta

Hvad gør SKAGEN så, når det gælder valuta? Lidt. Vi har globale fonde. Valuta er pr. definition et nulsumsspil. Den eneste fortjeneste er den andens tab. Over tid skabes der jo merværdier her også, er der nogle, som hævder. Der er heldigvis ikke vores bord.

Sagt med Warren Buffetts ord: "On currencies we are agnostic, all countries are a sell". Vi noterer os, at nogle lande tror, de

tjener på at have en svag valuta ud fra merkantilistiske økonomiske modeller, som for andre afgik ved døden allerede under den franske revolution i 1789.

I de første år i SKAGENS historie, tilbage i midt-90'erne, så vi faktisk på valuta som en mulighed for at skabe ekstra afkast. Verden var dengang ikke så globalt integreret som i dag, og et element i investeringsprocessen var at gætte rigtigt land og rigtig valuta. Gættede du rigtigt, var betalingen nogle procentenheder "ekstra" afkast. Og vice versa.

Det var i euro-konvergensens tid. Og mærkeligt nok: Tvivl og tro var dengang som nu en vigtig faktor i et godt investeringsresultat.



Verden er global, selv om selskaberne har hovedsæde i blot ét land. Det kan vi udnytte som aktieinvestorer. Apples iPod og iPhone er designet i Californien, men bliver produceret af taiwanske Hon Hai Precision, som er et nyt selskab i SKAGEN Kon-Tiki porteføljen.

Gamle fordomme

Gennem det seneste årti er fokus ændret. Globaliseringen betyder, at gamle forudsætninger og fordomme er faldet. Vores to store koreanske selskaber i SKAGEN Kon-Tiki, Samsung Electronics og Hyundai Motors, er glimrende eksempler på dette.

Lokale investorer ser fortsat på udviklingen af landets valuta som en vigtig driver for aktiekursen. Men i så fald har de overset et centralt element: Det er ikke bare salget, men også produktionen af varerne, som er flyttet udenlands.

Samsung Electronics' salg er fordelt helt ligeligt mellem alle verdensdele. Som følge

af skræk for teknologilækage sker produktionen af vitale komponenter fortsat i Korea – mens samlebandsproduktionen er godt spredt over hele verden, fra Mexico til Kina, Tyrkiet, Ungarn og Slovakiet.

I praksis betyder dette, at salget i hver region er godt tilpasset produktionen i samme valutaområde.

For Hyundai Motors er devalsen den samme. Designet på bilerne er det samme verden over, og både salg og produktion foregår lokalt.

Vores nye selskab i SKAGEN Kon-Tiki, det taiwanske it-selskab Hon Hai Precision, er et tilsvarende eksempel på, at verden er globalt integreret, og at udviklingen i den lokale

valuta ikke betyder ret meget for aktiekursen. Hvis du er ejer af en iPhone, kan du se, at der på bagsiden står, at den er designet af Apple, Cupertino, CA. Produktionen sker derimod i et taiwansk selskab, Hon Hai Precision, som har sine fabrikker i Fastlands-kina.

Alligevel muligt at tjene på valuta?

Selv om verden er globalt integreret, mon så ikke det alligevel kan være muligt at tjene penge på valuta gennem køb af aktier i et selskab? Jo da, det er faktisk muligt, men vi udsteder ingen garanti. Et trick er at se på begrebet cost of capital i forskellige lande.

Tag Sydkorea som et eksempel. De børsnoterede selskaber er her generelt lavere prisfastsat end i sammenlignelige lande. Rabatten skyldes blandt andet nabolandet til "Axis of Evil", Nordkorea.

Når vi køber aktier i Samsung Electronics, som har sit hovedkontor i Seoul, spiller det så nogen rolle for aktiekursen, om nabolandet er godt eller slemt? Selskabet er jo under alle omstændigheder globalt og vil fortsat være det i al fremtid. At det i dag over hele verden er mellem de decideret ledende på sine virksomhedsområder, har intet med hovedkontorets geografiske beliggenhed at gøre. Eller at naboen hedder Nordkorea.

I SKAGEN prøver vi systematisk at se forskelle på lokal og global opfattelse af selskaber og drage nytte deraf i vores investeringsbeslutninger.

Konvergens mellem de europæiske økonomier var det store tema i 90'erne. På samme måde kigger vi i dag efter konvergens i begrebet cost of capital. Godt hjulpet af, at globale regnskabsregler, betegnet af akronymet IFRS, er ved at blive standard.

Vi har en fordel

Valuta – ja, vi bekymrer os. Men i den globale tidsalder har betydningen mistet næsten al relevans for investorer med hele verden som nedslagsfelt. Undtagen i vores egen investeringsproces.

Netop forskellen mellem andres opfattelse af valutarisiko og vores egen, med hensyn til hvordan dette påvirker den lokale prisfastsættelse af aktier, giver os en fordel. Mens andre ser på verden med lokale briller, har vi altid de globale briller på. Det har historisk givet gode resultater. Sådan håber vi også det bliver i fremtiden.

Kristoffer Stensrud

PORTEFØLJEFORVALTER



Dreven efterfølger

Da Beate Bredesen tog over som porteføljeforvalter i SKAGEN Vekst, var det bestemt ingen nybegynder, der fik ansvaret for SKAGENS ældste fond.

Det er en stor tillids erklæring at få ansvaret for forvaltningen af SKAGEN Vekst, men der vil ikke være så mange nye opgaver til hverdag i forhold til tidligere. Den afgørende forskel består i det større ansvar, siger Beate Bredesen.

Spol tilbage til marts i år. På kvindernes kampdag d. 8. marts overtog hun det overordnede ansvar for SKAGENS første fond som følge af ændringer i porteføljeteamet. Den energiske mor til to små børn blev pludselig en af Norges mest fremtrædende forvaltere.

Teamwork

SKAGENS forvaltere har fra begyndelsen arbejdet tæt sammen og udvekslet ideer. Alle forvalterne sidder samlet i et stort lokale på øverste etage på hovedkontoret i Stavanger. For uindviiede kan det forekomme trangt og støjende.

– Jeg synes, det er en fordel at sidde i et åbent landskab. Alle, der arbejder her i porteføljeteamet, er fantastisk dygtige til at dele deres viden. De positive sider ved et åbent landskab overstiger de negative. Der er selvfølgelig støj, men fordelene er, at diskussioner opstår spontant, og at man kan opfange ting, som kan være nyttige for hinandens investeringer, forklarer Beate.

Hun var den første medforvalter, der blev ansat i porteføljeteamet i SKAGEN i 2004. Hun oplevede det tætte samarbejde i porteføljeteamet som en positiv forandring.

– Jeg kan huske, at jeg syntes, det var en fantastisk chance at arbejde så tæt sammen med de overmåde dygtige forvaltere her i SKAGEN. Desuden var det en ny og spændende dimension pludselig at have hele verden som investeringsområde, siger hun.

– Jeg ser med den største alvor på, at jeg nu har det overordnede ansvar for fonden. Jeg er så heldig, at jeg er omgivet af et fantastisk team. Der er kontinuitet mellem teamene. Alle sidder ved det samme bord i et fælles miljø og med den samme filosofi, siger Beate. SKAGENS investeringsfilosofi med de tre berømte U'er er central for forvaltningen af alle tre fonde. Den betyder en ufravigelig retningslinje i arbejdet.

Navn: Beate Bredesen
Alder: 37 år
Ansæt i SKAGEN: maj 2004
Uddannelse: civiløkonom og AFA (Autoriseret Finans Analytiker)
Forvalter: SKAGEN Vekst



FOTO: Jan Inge Haga

Det er en stor tillids erklæring at få ansvaret for forvaltningen af SKAGEN Vekst, men der vil ikke være så mange nye opgaver til hverdag i forhold til tidligere. Den afgørende forskel består i det større ansvar, siger Beate Bredesen.

«Kunderne vil ikke kunne mærke dramatiske ændringer i porteføljen. Vi ønsker ikke at forhaste os, og der er heller ingen grund til store forandringer.»

Ny rolle

Beate har fået Ross Porter med på forvalterholdet. De har begge lang erfaring i SKAGEN. Ross har de seneste år arbejdet med selskabsanalyse og temaer knyttet til SKAGENS ejerskab over hele verden.

I tiden herefter vil Beate arbejde tæt sammen med investeringsdirektør Kristian Falnes for at få den bedst mulige overdragelse af viden om fonden. Undrer jeg mig over noget, kan jeg bare spørge Kristian. Han sidder stadig ved siden af mig her ved bordet, siger hun.

– Kunderne vil ikke umiddelbart kunne mærke dramatiske ændringer i porteføljen. Vi ønsker ikke at forhaste os, og der er heller ingen grund til store forandringer.

– Men er det ikke fristende at foretage dine egne indgreb og give porteføljen dit eget præg?

– Jeg har allerede i flere år bidraget med mit eget præg på porteføljen. Med tiden vil Ross og jeg sikkert give hele porteføljen vores eget særkende – ganske som Kristian gjorde, da han tog over efter Kristoffer, forklarer Beate.

– Hvordan ser du på de "sidegevinster", som følger med jobbet – mediernes søgelys og stærkere projektør på præstationerne?

– I vores branche er det meget let at se, om du har gjort et godt stykke arbejde eller ej. Facit kommer med to streger under. Enten tjener du, eller også taber du penge på dine investeringer, og her har der altid været genomsigtighed i SKAGEN.

At skulle forvalte andre menneskers penge (ud over ens egne) er en kæmpe tillidsklæring fra investorerne til os. Det er et ansvar, vi tager meget alvorligt, siger Bredesen.

Læselyst

Stillingsannoncerne siger sjældent noget om det, men for at blive en god porteføljevalter, må du sætte pris på at læse. Årsrapporter, aviser og Bloombergterminalen er vigtige informationskilder i jagten på undervurderede, underanalyserede og upopulære selskaber. Men kunsten er at omsætte det, du læser, til investeringsbeslutninger eller alternativt til det modsatte.

– Beate er meget analytisk stærk. Hun er desuden lidenskabeligt optaget af at forvalte virksomheder. Det er nemlig det, vi beskæftiger os med. Vi giver os ikke af med papirhandel; arbejdet drejer sig om virkelige virksomheder, siger investeringsdirektør Kristian Falnes.

Men selv de største læseheste har brug for at koble af indimellem. Nogle stresser af med håndarbejde eller krydsogtværns, men Beate går anderledes fysisk til værks. Håndbold, fodbold, løb og ski med videre – her i vinter blev hun nødt til at springe det traditionsrige skiløb Sesiłami fra Setesdal til Sirdal over på grund af en uheldig fodboldepisode, som endte med, at hånden kom i gips.

– Hvad er det med dig og træning?

– Jeg har altid haft uro i blodet. Træning giver overskud og er en fantastisk god måde at afreagere på, siger hun.

– Man bruger så meget tid og kræfter på denne beskæftigelse, at uden en ægte interesse for investeringer tror jeg ikke, man vil bryde sig om arbejdet. Det er møj spændende og lærerigt.

NYE FORVALTERE I SKAGEN GLOBAL

Selv om forvaltningen er overgået til et nyt team, er der hverken tale om forvaltere, der er uerfarne eller ukendte for vores kunder.

Investeringsdirektør Kristian Falnes fik i marts ansvaret for SKAGEN Global sammen med Torkell Eide og nyansatte Søren Milo Christensen. De tre bliver assisteret af analytiker og trader Chris-Tommy Simonsen, som allerede i en del år har arbejdet med forvaltningen af SKAGEN Global.



Kristian Falnes



Torkell Eide

Af de tre nye forvaltere er det Falnes, som været længst undervejs med porteføljevaltning. Han har over 20 års erfaring – de seneste 13 fra SKAGEN Vekst. Kristian har leveret udmærkede resultater i de forløbne år i SKAGEN Vekst.

Fonden har haft et gennemsnitligt afkast på 12,6 procent om året i de ti år, hvor Falnes har været eneansvarlig for fonden. Oslo Børs har til sammenligning givet et årligt afkast på 6,7 procent, og MSCI verdensindekset er faldet 3,4 procent om året i samme periode*. Af de tre nye porteføljevaltere er det Torkell Eide, som har erfaring med SKAGEN Global fra tidligere. Torkell har fra tidlig ungdom været interesseret i aktier og kom sidste sommer med på Globalteamet, hvor han allerede har tilført fonden nye investeringsideer. Inden SKAGEN arbejdede Torkell med investeringer i en Londonbaseret hedgefond. Han må betegnes som en forsigtig optimist og habil værdiorienteret investor.

Den sidste af de nye porteføljevaltere er Søren Milo Christensen, som begynder i SKAGEN i maj. Han har 10 års erfaring med plukning af undervurderede selskaber og vil passe godt ind i det eksisterende team.



Søren Milo Christensen

Søren Milo Christensen kommer fra en stilling som porteføljevalter i danske Bankinvest, hvor han har haft fokus på Asien og vækstmarkeder.

For mere information om vores porteføljevaltere, se www.skagenfondene.dk

* Tal gælder til og med marts 2010

SKAGEN vokser stærkt Flere rådgivere i Danmark

Vi får stadig flere henvendelser til vores kontor i København, både fra eksisterende og kommende investorer. Samtidig ønsker vi at komme rundt i Danmark og møde kunder ansigt til ansigt. Derfor har vi udvidet med ansættelse af rådgiverne Camilla Grabowski og Vevika Søberg.



Vevika Søberg (til venstre) og Camilla Grabowski. Siddende på Nyhavns anker tæt på vores kontor. Klar til at forankre det danske SKAGEN-skib i hverdagen

Det er nye tider på SKAGENS danske kontor i København. Der er således både kommet kvindelige ansatte og nye billeder på væggen.

Begge dele fortæller noget om, at vi efter tre et halvt år med dansk repræsentation er vokset til en pæn størrelse. Tiden som iværksættere og norske nybrydere i det temmelig lukkede danske investeringsforeningsmarked er ved at være til ende, og fokus er på det, som er vigtigst: at levere de bedst mulige risikojusterede afkast til investorerne og desuden yde god kommunikation og service.

Vi forvalter nu 4,7 mia. danske kroner fra private og professionelle investorer og er blevet den første såkaldt udenlandske investeringsforening, som har fået direkte kontakt med sine private investorer i Danmark. Året 2010 har budt på en fortsat stærk tilgang af investorer til SKAGEN Fondene i Danmark, og vi har dermed fået stadig flere investorer at tage hånd om i hverdagen.

Samtidig har Danmark internt i SKAGEN fået status som etableret "hjemmemarked"

på linje med Norge og Sverige. For arbejdet i Danmark betyder det, at vi har kunnet blande kortene på ny med ansættelse af Camilla Grabowski og Vevika Søberg, som fremover skal arbejde sammen med de fem mænd, der har været i fuldt sving i et eller flere år.

"Vores kontor er organiseret således, at samtlige syv medarbejdere har kontakt med investorerne, hvad enten vi taler private eller professionelle. For os er det hjertet i, hvad vi laver i Danmark," fortæller Jens Elkjær, adm. direktør for SKAGEN Fondene i Danmark.

"Samtidig løser vi en lang række andre opgaver såsom at opbygge en stadig bedre distribution i Danmark, varetage kontakt til myndighederne og at kommunikere via diverse platforme og medier. Desuden bidrager vi med vores kompetencer i samarbejder på tværs af lande internt i SKAGEN Fondene," fortsætter han.

Camilla Grabowski og Vevika Søberg er fremover kontorets bærende støtter og ansvarlige for alle indkommende henvendel-

ser, både på telefon og e-mail. De kan rådgive potentielle investorer om SKAGENS fonde.

De to holder hånd i hanke med de omrejssende formuerådgivere og sætter sig i spidsen for projektarbejde såsom koordinering af kundearrangementer, styring af markedsføringsaktiviteter, videreudvikling af hjemmesiden www.skagenfondene.dk og rapportering.

Ansættelsen af de to nye rådgivere betyder desuden, at vi får betydeligt bedre muligheder for at komme ud og møde vores investorer på tværs af landet, ligesom vi kan øge vores indsats over for institutionelle investorer og pressen.

Camilla kommer med en baggrund som Client Manager (Distribution Partners) i Alfred Berg Fondsmæglerselskab A/S, og Vevika har 3 års erfaring i Wealth Management fra Landsbanki Luxembourg S.A. i Luxembourg og har tidligere arbejdet i filialnettet samt hovedsædefunktioner i Danske Bank i Danmark.

Christian Jessen
cje@skagenfondene.dk



Formuerådgiver Jonas Rasmussen i fuld udfoldelse på vores inspirationsmøde i Bagsværd i maj 2010

Inspirationsmøder Tusindvis af investorer

SKAGENs inspirationsmøder over hele Danmark begynder at ligne en folkebevægelse. Flere tusind private investorer har mødt SKAGEN-rådgiverne Jonas Rasmussen, Søren Risager Rasmussen og Thomas Lund. ”Vi kan se, det gør en forskel at møde vores investorer i det lokale. Så det bliver vi ved med,” lover de.

Den personlige kontakt er afgørende for, at private vælger at investere midler hos SKAGEN Fondene. Derfor skal vi som investeringsforening være villig til at bevæge os ud, hvor investorerne er. For SKAGEN kræver det både tid, penge og kræfter at holde møder på tværs af landet, men det er på alle måder umagen værd.

Det mener vores rådgivere Jonas Rasmussen, Søren R. Rasmussen og Thomas Lund, som nu i fællesskab har mødt mere end 2.500 private investorer. Når året 2010 er til ende, vil vi i alt have besøgt 27 byer fordelt over hele Danmark.

– Vi møder private investorer, som har brug for et alternativ til de anbefalinger, de får som kunder i deres bank. De er opmærksomme på, hvilket afkast de har fået, og hvad der egentlig skal til for, at de får en betryggende alderdom. Vi mødes med stor interesse og gode spørgsmål, siger Søren R. Rasmussen.

Hovedparten af deltagerne ved et SKAGEN inspirationsmøde for private investorer er mænd i alderen plus 45 år, som har taget ansvar for forvaltning af egne midler via for eksempel en privattegnede rate- og kapitalpension. Kvinder, unge og ældre er ligeledes velkomne, men de interesserede og kritiske mænd besætter mange stole.

På et inspirationsmøde gennemgår SKAGEN-rådgiverne vores investeringsfilosofi og fortæller om baggrunden for, at samtlige tre

SKAGEN aktiefonde har leveret mere end 17 procent i årligt afkast.

Resultater, som er særdeles respektable i dansk sammenhæng og har givet international anerkendelse. Samtidig understreger rådgiverne, at gode historiske afkast på ingen måde er en garanti for gode resultater i fremtiden.

– Det er en tillids sag at overgive sine midler til en investeringsforening, og derfor er det personlige møde så afgørende. Fire ud af fem, vi træffer på et inspirationsmøde, har hørt om os, men er ikke investorer. Der bliver stillet mange gode spørgsmål, og stemningen plejer at være ganske uformel, mener Søren R. Rasmussen.

SKAGEN i Danmark vokser ganske kraftigt i øjeblikket, drevet af en solid tilgang af private investorer. Den seneste opgørelse fra InvesteringsForeningsRådet (IFR) viser, at private og professionelle har investeret i alt 4,7 mia. kr. i vores fonde.

Det er et stort beløb, men det samlede marked for danske investeringsforeninger er på 874 mia. kr.

Vores mål er at levere de bedst opnåelige resultater for vores eksisterende investorer; ikke at blive en gigant i det danske marked. Men trods det har vi appetit på at nå en væsentlig større udbredelse i Danmark end den, vi endnu har fået.

Det rejsende hold i SKAGEN bekræfter, at interessen for vores fonde er til stede.

– Vi har tradition for at holde et frokostmøde og et aftenmøde, når vi besøger en by. Vi har tradition for at tilbyde en lettere anretning efter det formelle indlæg, og det er især her, de mange spørgsmål bliver stillet, siger Søren R. Rasmussen.

Lokker vi folk med god mad? vil SKAGEN Fondenes markedsrapport gerne vide. Det afviser Søren R. Rasmussen.

– Folk kommer ikke for maden, og ofte bliver de overrasket over at blive bospist. Men skal folk have en chance for at møde os, så er kl. 17.00 et godt tidspunkt, og da er det naturligt, at vi også får noget at spise, tilføjer han.

Teamet planlægger nu en serie møder for efteråret, hvor vi besøger en række større byer, vi endnu ikke har besøgt. Hvor og hvornår kan du læse mere om på side 39 i denne rapport.

Christian Jessen
cje@skagenfondene.dk

Standard Chartered: Stor og stærk i vækstmarkederne

Banken Standard Chartered blev under finanskrisen vurderet særdeles lavt i aktiemarkedet, men i takt med at bankens sande styrke i vækstmarkederne viser sig, er banken blevet værdifastsat højere.



Standard Chartered er ingen vanlig britisk bank, som blev ramt og lammet af finanskrisen. Banken har sine rødder i Det Britiske Imperium i midten af det 19. århundrede. I hele sin levetid har banken bygget broer for handel fra Afrika, Mellemøsten og Asien (se faktaboks).

Med andre ord tabte banken kun lidt på finanskrisen og tjener i dag godt på den stærke vækst i verdens vækstmarkeder.

Indlån, udlån og god service

Investeringer i solide og konservativt drevne banker med en stærk eksponering i attraktive dele af vækstmarkederne har tjent SKAGENS investorer godt i de seneste år.

Det er lykkedes os at finde konservativt drevne banker i vækstmarkederne, som har holdt sig til den form for værdiskabelse, vi helst ser: at yde god service og især at modtage indskud og at yde lån, som er baseret på et dybt kendskab til hver enkelt kunde.

– En god bank kendetegnes ved, at den er lokalt til stede og kender sine kunder. De må så at sige ikke være længere væk, end at bankens rådgiver kan se dem fra toppen af et kirketårn. Og banken skal kunne forklare, hvordan den skaber værdi for sine kunder, siger Kristoffer Stensrud, porteføljeformidler i aktiefonden SKAGEN Kon-Tiki.

Forsigtige med finans

De gode banker, vi har fundet det værd at investere i, ligger overvejende placeret i vækstmarkederne.

Store banker og finanskoncerner i Vesten har som bekendt gjort det skidt for både sig selv og de omgivende samfund de seneste år. Vi har været særdeles forsigtige med denne sektor, både før, under og efter finanskrisen.

Her har banker i en periode tjent nemme penge på at låne til rentesatser holdt kunstigt lave af myndighederne. Penge som i stor udstrækning er blevet anvendt meget lidt produktivt. Desuden har bankerne engageret sig alt for dybt i at handle finansielle instrumenter og gerne "glemt" udenfor balancen. Det gik godt indtil finanskrisen slog ind med fuld styrke i 2008.

Tredobbelt succes i Brasilien

Vores investeringer i finanssektoren de seneste år har i overvejende grad været

fokuseret om aktører i vækstmarkederne. Det har vi tjent gode penge på, ikke mindst i Brasilien.

Her har vi i tre omgange satset på lokale banker med en konservativ drift og evner til at drage nytte af den kraftige økonomiske fremgang i landet.

Fra at være et land hvor næsten ingen optog hus- og billån, bliver dette nu stadig mere vanligt. Med gode marginer og lave tab har bankerne kunnet levere solide regnskabs-tal, også i finanskrisearene.

Den første investering var i 2005 Banco do Brasil. Et par år senere solgte vi os ud med en betydelig gevinst. Pengene fra salget brugte vi til at købe aktier i en anden undervurderet bank, Banco Nossa Caixa, som et års tid senere blev købt op til en betydelig præmie af netop Banco do Brasil. Vi fandt så en tredjedel lavt vurderet bank i Brasilien i den regionale sparebank Banrisul (beskrevet i markedsrapporten 2009/4), som ligeledes har været et godt bekendtskab for investorerne.

Standard Chartered kort fortalt

Standard Chartered er en global bank med fokus på vækstmarkederne i Asien, Afrika og Mellemøsten, som udgør mere end 80 procent af balancen. Banken har 77 000 ansatte i 75 lande og mere end 1800 filialer. Udlån til private udgør knap halvdelen, mens en stor del af lånene til erhvervslivet er med kort løbetid. Største aktionær er den statslige investeringsfond Temasek Holding (Singapore), som ejer 18,4 %.



En af årets bedste bidragsydere

Blandt de seneste skud på stammen er banken Standard Chartered, som er en top-10 investering i SKAGEN Kon-Tiki. Standard Chartered blev en væsentlig investering i november 2008 og vinteren 2009, i stor udstrækning betalt med penge fra salget af nævnte Banco Nossa Caixa. Også kursudviklingen i Standard Chartered har været særdeles gunstig for investorerne. De seneste 12 måneder er kursen stort set fordoblet, og banken er en af de absolut bedste bidragsydere i år.

Standard Chartered har en historisk stærk position i vækstmarkederne i Asien, Mellemøsten og Afrika, både over for privatkunder og erhvervslivet. Banken har i hele sin levetid koncentreret sig om at drive bankvirksomhed i vækstmarkederne, i starten med rødder i Det Britiske Imperium og datidens handelsmønstre, siden med en særdeles stærk lokal tilstedeværelse i alle sine markeder.

Betalt for langsigtet Asien-satsning

I 1999 begyndte bankens topledelse for alvor at fokusere på Asien, og siden har banken foretaget en række mindre opkøb på gunstige tidspunkter, når andre har trukket sig ud. Blandt bankens styrker er dens evne til at begrænse tab og samtidig generere en god organisk vækst.

Banken kom relativt godt gennem Asien-krisen i 1997-98, og har siden tjent godt på sin tilstedeværelse og satsning i regionen.

– Vi mener, at Standard Chartered håndterede den finansielle krise i Asien ualmindelig godt. Mange andre finanskoncerner hev teltpælene op som følge af tab og drog

hjem. Standard Chartered blev på pladsen og udnyttede, at der var få konkurrenter med en lige så langsigtet tidshorizont, siger Kristoffer Stensrud.

Fortæller det noget om, hvordan banken drives tolv år senere? Det mener Kristoffer Stensrud.

– Absolut. I efteråret 2008 under finanskrisen havde Standard Chartered rimeligvis travlt med at håndtere sine egne udfordringer. Men faktisk undgik de både under krisen og i årene op til at gøre virkeligt uheldige ting, såsom at engagere sig i en mega-fusion med banker som Royal Bank of Scotland. Det viser disciplin, når de køber op, siger Kristoffer Stensrud.

Bankens historie og kultur fortæller noget om, hvorvidt den fremover kan styre sig fra af en uheldig fusion, mener han. Ved investering i store finanskoncerner er en særlig risiko for investor, at de kaster sig ud i værdiødelæggende fusioner med andre finans kæmper. Det findes der mange ”gode” eksempler på det. På papiret skaber den type transaktion værdi, men i realiteternes verden går det ofte galt.

Aktiviteterne i Standard Chartered er rettet mod en række områder, hvor den forretningsmæssige risiko er fornuftigt sammensat, f.eks. depotopbevaring, valutahandel for virksomheder og lån med kort varighed.

Banken formår at vokse organisk med 15 procent om året trods sin betydelige størrelse og holder samtidig tab i ro. Andelen af såkaldt dårlige lån er blot 1,6 procent, og selv her lykkedes det at holde i tovet og få indrevet godt 70 procent af de udestående beløb.

Standard Chartered blev skabt i 1969 gennem en sammenslutning af The Standard Bank of British South Africa (født i 1863) og The Chartered Bank of India, Australia and China (født i 1853).

The Chartered Bank

Oprettet af James Wilson i 1853 med støtte fra dronning Victoria. Banken åbnede sine første filialer kort efter i Mumbai (Bombay), Kolkata, Shanghai, Hongkong og Singapur.

Den traditionelle handel fra destinationerne var eksport af bl.a. bomuld, te, ris, sukker, tobak og silke. Handlen med Østen fik for alvor fart med åbningen af Suezkanalen i 1869. I 1957 fik Chartered Bank fodfæste i Mellemøsten med køb af Eastern Bank på Cypern.

The Standard Bank

Oprettet i Cape-provinsen i Sydafrika i 1862 af John Paterson. Var stærkt engageret i udvikling og finansiering af diamantminer i 1867 og siden guld nord for Johannesburg i 1885. Voksende siden i en række afrikanske lande.

(Kilde: Standard Chartered).

Banken betegner selv sin likviditetsposition som stærk og bakker udsagnet op med stærke tal og et godt nyhedsflow i 2009 og 2010.

Næsten ”all time high”

I dag er Standard Chartered prisfastsat på niveau med andre gode finanskoncerner. Pris i forhold til forventet indtjening (P/E) i år er på 11 og børskursen i forhold til værdien af bogført egenkapital ligger på 1,9.

Den er nu kursmæssigt tæt på sit højeste niveau nogensinde, hvilket er usædvanligt for finanskoncerner anno 2010. Alligevel afviser Kristoffer Stensrud, at prisfastsættelsen er blevet urealistisk.

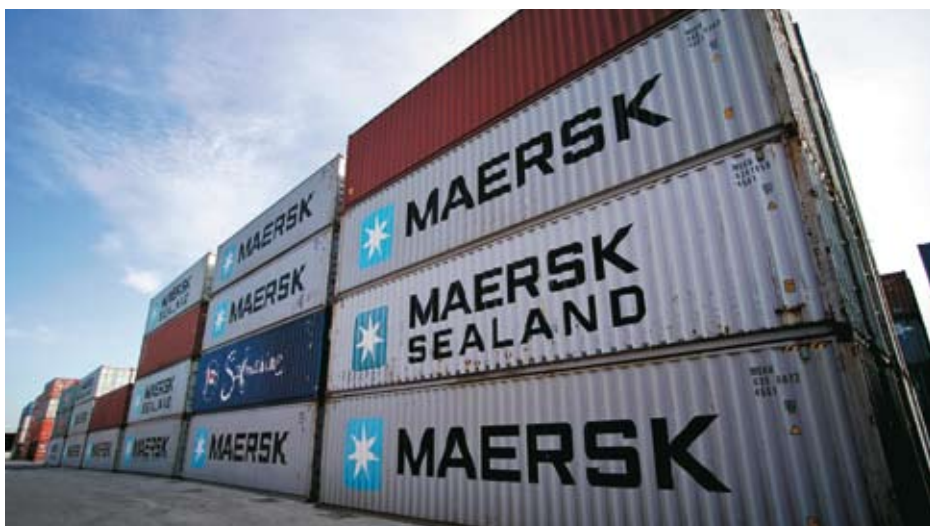
– Standard Chartered var prisfastsat særdeles lavt, da vi opbyggede investeringen. Det er den ikke længere, men den er heller ikke blevet omvurderet til et nyt og højere niveau. Markedsdeltagerne har efter vores opfattelse ikke forståelse for, hvor stærk den underliggende forretning er blevet i takt med den stærke økonomiske fremgang især i Asien. Og så har den i øvrigt nul-eksponering til det græske syrebad i Europa, siger Kristoffer Stensrud.

Christian Jessen
cje@skagenfondene.dk

Artiklen gengiver SKAGEN Fondenenes vurdering i skrivende stund, men vi forbeholder os retten til uden yderligere varsel at ændre opfattelse. SKAGEN Fondenene påtager sig intet ansvar for direkte eller indirekte tab eller udgifter, som skyldes anvendelse eller forståelse af artiklen.

Frygten er fortsat vores våben

- ▶ Det ukritiske frasalg af aktier, vi har set i begyndelsen af maj, giver gode købsmuligheder for en aktiv forvalter som os.
- ▶ Hvilke realøkonomiske effekter gælds- og statsfinansproblemerne i de enkelte eurolande får på sigt, er ikke godt at vide.
- ▶ Klarer EU og den internationale valutafond IMF at holde branden i Grækenland i skak, samt at hindre spredning til større økonomier som Spanien og Italien, så kan aktiemarkedene hurtigt komme tilbage.
- ▶ Klimaet i realøkonomien i resten af verden bliver stadig bedre. Overraskende gode nøgletal tikker ind på rad og række.
- ▶ Ikke mindst overrasker verdens største økonomi, USA, med en meget stærkere indhentning, end nogen havde drømt om for bare nogle få måneder siden.
- ▶ Selskaberne fortsætter, på bred global basis, med at levere bedre resultater end forventet. Vi har foretaget en række opjusteringer af vores selskabers forventede resultater fremover.
- ▶ De generelle aktiemarkeder handles nu til historisk "normale" niveauer, men vores aktieporteføljer er stadig prisfestsat med en betydelig rabat til markedet.



Grækenlandsfrygt, olieudslip i Den Mexicanske Golf og restriktioner i Kina har givet chok i aktiemarkedet. Men verdensøkonomien og vores selskaber, som eksempelvis Mærsk, lever i bedste velgående.

Ikke længere en motorvej

Trods en vaklende start på året bidrog solide nøgletal og gode selskabsresultater til et relativt godt aktiemarked i årets fire første måneder. Målt i danske kroner var verdensindekset og vækstmarkedsindekset oppe med henholdsvis 11,5 og 11,9 procent.

Turbulensen i eurolandene er stor, der er usikkerhed omkring den kinesiske vækstmaskine, og aktiemarkedet er prisfastsat på linje med historisk gennemsnit. Vejen frem ser derfor lidt mere snoet ud end den motorvej, vi befandt os på for et år siden.

2009 var et typisk "momentum-år" i de globale aktiemarkeder. Men i de første måneder i 2010 har vi set en større divergens mellem både selskaber, brancher og lande. I skrivende stund er den græske gældskrise dog en undtagelse herfra, idet aktiemarkederne først i maj er faldet ukritisk over hele verden.

Vi har været gennem en periode, hvor aktiemarkederne har været drevet op af stor likviditet på sidelinjen. I et lavrenteklima er den blevet øst ind i aktiemarkedet. Aktiekurserne vil fremover formentlig blive drevet mere af, hvad selskaberne leverer af resultater og af de underliggende fundamentale forhold. Markedet bliver med andre ord stadig mere selektivt. I sådanne markeder vil vores investeringsfilosofi i endnu højere grad vise sit værd, eftersom aktieudvælgelse bliver endnu vigtigere. Derfor åbner den ukritiske korrektion, vi har set i maj, muligheder for os.

Alle aktiefondene bedre end indeks

Det er rart at kunne meddele, at efter årets fire første måneder ligger alle vores tre aktiefonde foran deres respektive referenceindeks.

SKAGEN Vekst, SKAGEN Global og SKAGEN Kon-Tiki er oppe henholdsvis 13,6; 11,6 og 14,1 procent, mens afkast for referenceindeks var 10,6; 11,5 og 11,9 procent. Dermed er den relative vinder indtil nu i år SKAGEN Vekst, mens SKAGEN Kon-Tiki sidder i førertrøjen, hvad angår det absolutte afkast.

Men SKAGEN handler ikke bare om aktiefonde. Obligationsfonden SKAGEN Tellus har virkelig leveret varen indtil nu i år. Med et afkast på 10,83 procent, målt i danske kroner, har fonden udklasseret sit referenceindeks med 4,22 procentpoint.

Meget at glæde sig over

Der har indtil nu i 2010 været meget at glæde sig over fra realøkonomien. Aktivitets- og forventningsindikatorer såvel som andre økonomiske nøgletal fra forskellige dele af verden har skabt begejstring. Vi har været vidne til en fortsat stabil global indhentning.

De seneste nøgletal fra USA viser for eksempel tegn på, at indhentningen har spredt sig fra industrien og videre til husholdningerne. Ud over den højere vækst i verdensøkonomien har producenterne haft fordel af indenlandsk varelageropbygning. Industriens nøgletal har derfor et stykke tid været i teten. Optimismen er langsomt, men sikkert smittet af på forbrugerne, som er begyndt at bruge penge igen.

Det øgede forbrug i USA er dog finansieret af en lavere opsparingsrate og ikke af vækst i lønningerne. Opsparingsraten lå ved udgangen af marts på 2,7 procent mod 4,0 procent ved udgangen af sidste år. Der er altså grund til at stille spørgsmålstegn ved, om forbrugsvæksten vil fortsætte. Den vidner under alle omstændigheder om øget optimisme, også i USA. Der var næsten ingen, som for bare få måneder siden levede verdens største økonomi mulighed for at komme ud af det økonomiske uføre i nær fremtid. Også på arbejdsmarkedet, som er afgørende for øget forbrug, er der tydelige tegn på fremgang.

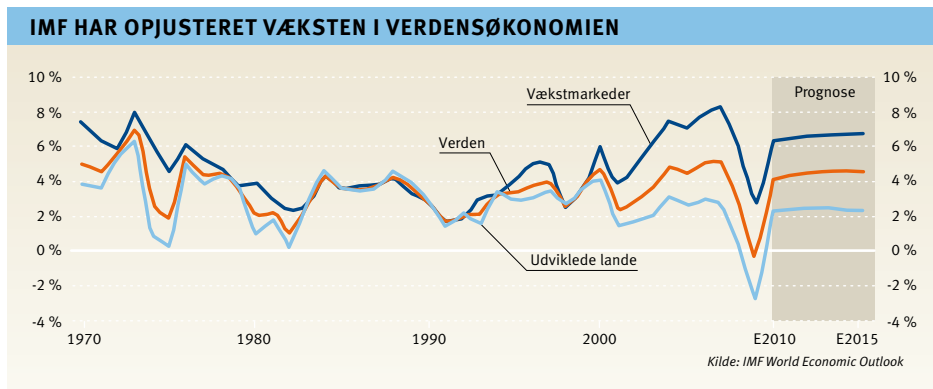
Det er også glædeligt at konstatere, at de økonomiske indikatorer atter peger i den rigtige retning i lande som Tyskland og Japan.

Stramninger for at undgå bobler

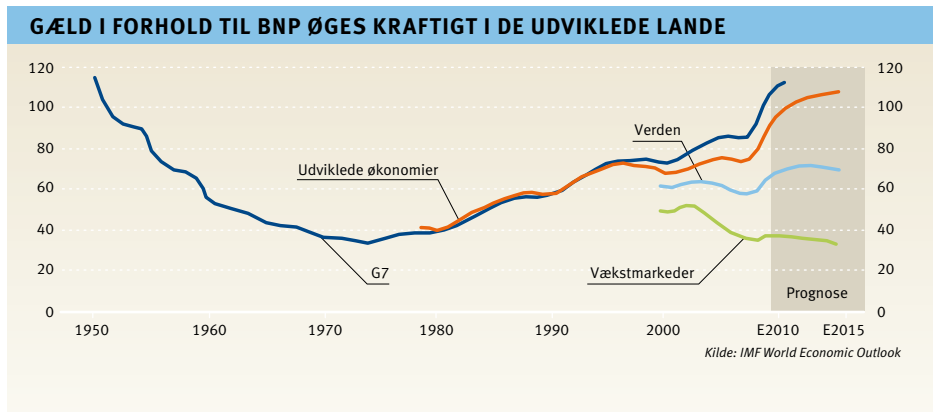
Udsigterne for vækstmarkedet virker i det store hele meget solide. I lande som Kina og Brasilien er fokus dog flyttet til faren for overophedning, og myndighederne har iværksat tiltag for at forhindre dette. Aktiemarkederne i disse lande har derfor indtil nu i år klaret sig ringere end det generelle marked. Brasilien er gået op med kun en enkelt procent, mens Kina er gået ned med 11 procent i perioden.

I Kina har myndighederne indført stramninger for at dæmpe prisvæksten i ejendomsmarkedet. Reservekravene til bankerne er i flere omgange forhøjet. Det ser allerede nu ud til at have gjort sin virkning. Kinesiske myndigheder har også været under stort pres fra international side for at styrke valutaen, uafhængigt af den amerikanske dollars kursudvikling.

Man kan argumentere både for og imod, men sandsynligheden er stor for, at vi vil se en gradvis styrkelse af renminbien i løbet af året. Myndighedernes tiltag har indtil nu i år vist, at de arbejder bevidst for at undgå bobletendenser, således at væksten i landet fremover vil være bæredygtig.



Vækstmarkederne viser vejen: Den Internationale Valutafond, IMF, har opjusteret vækstprognoserne for verdensøkonomien. Den store driver fremover er fortsat vækstmarkederne. Men selv efter opjusteringerne forventes der imidlertid en svagere global vækst i de kommende år, end hvad vi så før finanskrisen.



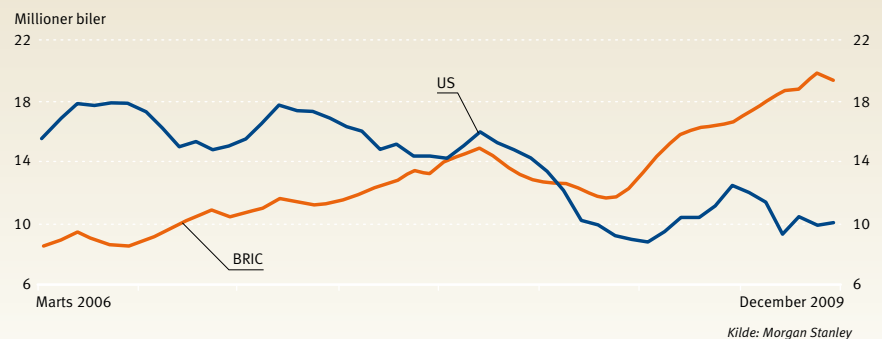
Gælden falder i vækstmarkederne: I henhold til IMF's prognoser fortsætter gælden i forhold til BNP med at stige betydeligt i de udviklede lande, mens det modsatte er tilfældet i vækstmarkederne.

BRIC-LANDENE IMPORTERER MERE END USA



Overhaler USA: Efter kun at have udgjort 25% i begyndelsen af 90'erne er importen til BRIC-landene – Brasilien, Rusland, Indien og Kina – nu større end importen til USA.

BRIC-LANDENES BILSALG KØRER FRA USA



Afstanden øges: I løbet af første halvår 2008 passerede BRIC-landenes bilsalg, personbiler og "light trucks", salget i USA. Afstanden er siden kraftigt accelereret.

Inflationsspøgelset gemmer sig

Råvarepriserne har været understøttet af den stærke vækst i vækstmarkederne. Inflationsspøgelset har alligevel ikke gjort sin entre. En del af æren tilfalder de såkaldt bløde råvarer som korn og andre madvarer. Deres priser er ikke røget i vejret og har dermed bidraget til at holde inflationen nede, især i vækstmarkederne.

I USA og Eurozonen er der ingen tegn på nævneværdig inflation, og man kan forvente, at de ledende rentesatser holdes nede på historisk lave niveauer et stykke tid fremover. Det kan blive meget stimulerende for økonomien, ikke mindst i USA, hvor indhentningen som nævnt er kommet meget hurtigere, end de fleste havde troet.

En stor del af den positive udvikling rundt om i verden kan stadig forklares med ekspansiv offentlig budgetpolitik, som har været særlig fremherskende i den vestlige verden. Men også i de fremvoksende økonomier har forbrugerne nydt godt af statslige stimulanser.

Den senere tids begivenheder i Europa, ikke mindst i Grækenland, har understreget, hvor elendige mange europæiske statsfinanser egentlig er. Særligt i de berømte "PIIGS-lande" (Portugal, Irland, Italien, Grækenland og Spanien). Her vil der ikke være mange

statslige stimulanser at hente fremover. Kendingsmelodien bliver snarere det modsatte: nedskæringer af de offentlige udgifter og højere skatter og afgifter.



Amerikanerne handler igen: Til glæde for blandt andre Warren Buffett kommer amerikanerne nu lidt færre dollar ned i spareprisen og bruger lidt mere på blandt andet Coca Cola.

Et todelt Europa

Vi har ofte talt om, at verden er blevet todelt. De sunde og friske vækstmarkeder på den ene side og de skadelidte udviklede lande på den anden. Efter den sidste tids begivenheder kan vi også tale om et todelt Europa.

Den græske gældskrise har spredt frygt for, at vi vil opleve lignende problemer i gældstyngede lande som Portugal, Italien, Spanien og Storbritannien, som også har vaklende statsfinanser. Det må nødvendigvis føre til hårde stramminger.

Vi får at se, hvad virkningen (ikke kun den psykologiske skrækeffekt) vil blive på væksten i verdensøkonomien og aktiemarkedet. En stor del ser dog ud til allerede at være diskonteret i det til dels betydelige kursfald først i maj måned.

Indtil nu er problemet afgrænset til en del af Europa. Grækenland repræsenterer for eksempel kun tre procent af Eurozonens bruttonationalprodukt og 0,5 procent af verdens værdiskabelse. Men hvis branden ikke slukkes her og spredes videre til større økonomier som Spanien og Italien, kan det begynde at lugte brændt.

Her i begyndelsen af maj ser det ud til, at EU sammen med IMF er nået til en løsning for Grækenland. Var den kommet tidligere, kunne skaderne i markedet nok have været mindre, og EU's omdømme bedre. De tyske myndigheders nøl med at godkende kriselånet til Grækenland har afdækket interne konflikter og problemer i Eurozonen. Det har selvfølgelig skræmt mange investorer og ført

til, at markedet er blevet nedkorrigeret over en bred kam.

Vi har en meget lille eksponering i vores porteføljer mod de mest udsatte lande.

I bagklogskabens lys kan man spekulere over, hvorfor EU i de tidlige 90'ere, hvor traktaten om den fælles møntenhed i EU blev udfærdiget, ikke havde klare planer for, hvordan man skal reagere, hvis et land ikke efterlever kravene for at indgå i Den Europæiske Union.

Store bevægelser i rente- og valutamarkedet

Uroen i Europa er heller ikke gået upåagtet hen over obligations- og valutamarkedet. Euroen er selvfølgelig blevet relativt svækket i forhold til de fleste valutaer. Det er i sig selv en stimulans, der kan bidrage til at trække den europæiske økonomi op via øget eksport.

De stærke økonomier i Europa med Tyskland i spidsen tjener gode penge på den svage euro i dag. Dollaren er som i 2008 igen blevet en "sikker havn". Tidligere argumenter for, at euroen efterhånden ville tage over som hovedvaluta, står ikke længere så stærkt.

Selskaberne overrasker fortsat

Vi er nu godt i gang med første kvartals rapporteringssæson. Som det var tilfældet i fjerde kvartal sidste år, leverer de fleste selskaber fortsat bedre tal, end markedet har forventet. Man ser nu en operationel "gearing", som driver et cyklisk opsving i virksomhedernes indtjening, som følge af et ekstremt omkostningsfokus de seneste 12-18 måneder.

Men indtjeningen har ikke bare overrasket positivt på grund af besparelser på omkostningssiden. Det er endnu vigtigere i dette kvartal, at vi nu ser en trend, hvor også top-linjen overrasker positivt. Det sender et klart signal om, at virksomhederne atter er i en position, hvor de efterhånden kan begynde at ansætte i stedet for at reducere personalet. Og ikke mindst øge investeringerne.

Bedst helbred i vækstmarkederne

Selv om vi har set øget optimisme hos verdens forbrugere, er vækstmarkedernes konsumenter stadig i meget bedre form end de vestlige. Vi tror, at disse lande fortsat vil trække en stor del af vækstlæsset i tiden herefter. Deres gæld er minimal, og en stadig større del af befolkningen får øget købekraft.

Vi har også set en øget fusions- og opkøbsaktivitet indtil nu i år. Det er sikkert tegn på optimisme. Adgangen til finansiering er bedre, både i form af billigere lån og egenkapital, og det er et fingerpeg om, at trenden vil fort-

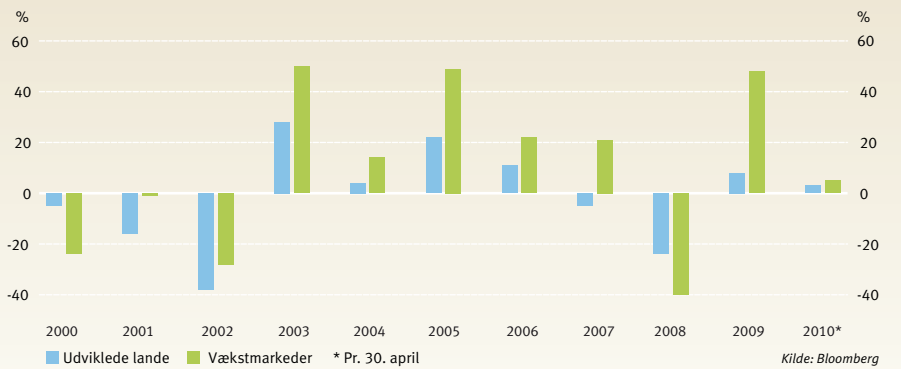
ANALYTIKERNE OPJUSTERER DERES FORVENTNINGER



Kilde: First Securities

Tror på højere overskud: De skraverede felter viser de perioder, hvor børsen i New-York er steget i værdi, samtidig med at aktieanalytikerne har opjusteret deres estimater for selskabernes indtjening. Sådan er situationen nu.

VÆKSTMARKEDERNE ER DET SIDSTE ÅRTIS VINDERMARKEDER



Kilde: Bloomberg

Tabere i de udviklede markeder: De som i de sidste ti år har satset på aktier inden for den udviklede del af verden (verdensindekset) har oplevet et sørgeligt årti, mens de som har gået efter aktier i vækstmarkederne (indekset) har tjent gode penge. Finanskrisen til trods. De seneste måneder har de udviklede markeder imidlertid gjort det bedst.

sætte. Flere af selskaberne i vores porteføljer er også potentielle opkøbskandidater.

Den generelle prisfastsættelse er i øjeblikket på et historisk "normalt" niveau. Vækstmarkedsindekset er prisfastsat til 12 gange selskabernes forventede fortjeneste i 2010, mens multiplikatoren (P/E) for verdensindekset ligger på 14. Det er bestemt ikke afskrækkende niveauer, men højt nok til, at vi vil være mere udsat for korrektioner i aktiemarkedene, end vi var ved udgangen af sidste år.

Vi kan dog se tilstrækkeligt med lyspunkter til at understøtte en fortsat positiv trend. Vores porteføljer handles desuden til langt under markedets prisfastsættelse, og vi har derfor en indbygget buffer for den uro, vi oplever i øjeblikket.

Cathrine Gether
cag@skagenfondene.no



SKAGEN Global

SKAGEN GLOBAL FORVALTERTEAM

Afkast	Hidtil i år	2009*
SKAGEN Global	11,6%	48,7%
MSCI All Country World Index	11,5%	26,2%

TAL pr. 30/4 2010. *Index i 2009: MSCI World



Porteføljeteamet består af Kristian Falnes, Torkell Eide, Søren Milo Christensen og Chris-Tommy Simonsen

SKAGEN Global havde en god udvikling i årets første fire måneder. Afkastet var 11,6 procent målt i danske kroner, hvilket var marginalt over det nye referenceindeks MSCI All Country. Som forklaret i forrige markedsrapport skiftede fonden ved starten af det nye år referenceindeks og overgik til et verdensindeks, som også omfattede vækstmarkederne siden lanceringen af SKAGEN Global i 1997 har udgjort en forholdsvis lille del af verdens aktieunivers (ca. 13 procent ved indeksskiftet), medfører det nye indeks ingen signifikant forskel i historisk relativ afkast.

Overraskende gode konjunkturer

Den generelle konjunktursituation har i år indtil nu udviklet sig bedre, end vi selv og de fleste prognosestillere lagde til grund ved årets indgang.

I marts fik vi tal, som dokumenterede, at Kinas import for første gang i mange år oversteg eksporten. Det understreger, at Kina er blevet en endnu vigtigere faktor i verdens økonomiske vækst. Kina er traditionelt blevet opfattet som ”fabrikken i verden”, som importerer råvarer og derefter eksporterer dem videre som færdigvarer. Men kinesernes eget forbrug udgør nu en stadig større del af værdiskabelsen.

Vi har ved flere lejligheder sidste år kommenteret den eksplosive stigning i det kinesiske bilsalg. Den er en god indikator for kinesernes større konsumtilbøjelighed. Udvik-

SKAGEN GLOBAL – NØGLETAL FOR DE STØRSTE POSTER

Selskab	Vægtning i %	Kurs	P/E 2009	P/E 2010	P/B	Kursmål
Samsung	7,4	527 000	8	5,4	1,2	780 000
Elektrobras	4,2	30,2	10,5	8,6	0,4	70
Tyco International	4,2	38,79	16,2	14,3	1,4	50
Bunge	3,7	52,95	14,7	9,8	0,7	90
LG Corp	3,5	76 000	8,6	7,8	1,7	95 000
Pfizer	3,4	16,72	8,2	7,7	1,4	20
Pride	3,2	30,33	14	16,7	1,2	40
Kyocera	3,0	9490	42,5	22,9	1,3	11 000
Parmalat	2,8	1,99	16,6	16,6	1	3
Cheung Kong	2,7	97,05	11,4	12,1	0,9	110
Vægtet gennemsnit, top 10	38,10		11,3	9,2	1,1	46%
MSCI AC Index			15,7	13	1,9	

lingen er fortsat i 2010. Den stærke vækst i kinesisk import har bidraget betydeligt til, at væksttallene i den vestlige del af verden også er blevet bedre, end mange forventede. Statistikken for USA har vist en økonomisk udvikling, som er langt bedre end forventningerne fra sidste efterår. Selv arbejdsmarkedet er begyndt at vise positive tendenser. Det ser ud til, at arbejdsløsheden er toppet på lidt over 10 procent sidste efterår.

Konjunkturernes fine udvikling er nok den vigtigste årsag til, at vi har set en meget god generel udvikling i de globale aktiemarkeder. Der er også i år flere vækstmarkedslande, som kan henvise til en stærk kursudvikling. Hos de udviklede lande har aktiemarkederne i USA, Canada og Japan haft en pæn kursudvikling i år, mens det modsatte har været tilfældet i flere europæiske lande som Grækenland, Spanien, Italien og Frankrig.

Blandede bolsjer i selskaberne

Fjerde kvartals rapporteringssæson var en pose blandede bolsjer. Selv om de fleste af vores porteføljeselskaber rapporterede tal, som var på højde med eller over forventningerne, måtte vi også konstatere, at nogle af vores selskaber rapporterede tal i den svage afdeling. Selskaber med skuffende tal var blandt andre Pfizer, Pride International, Renault og Bunge. Lyspunkterne var blandt andre Nestlé, Metro, Cheung Kong og Elektrobras – de rapporterede tal, som oplagt lå lige over markedets forventninger. Samsung Electronics' foreløbige resultatopgørelse var særlig vigtig for os. Omsætningen var en smule lavere end forventet, men selskabet kunne melde om et rekordresultat fra driften. Alt tyder på, at 2010 kan blive det bedste år i selskabets historie.

Annonceringen af, at Apache ønsker at købe Mariner Energy, var et af årets foreløbige

højdepunkter. Budpræmien var på over 60 procent i forhold til aktiekursen før annoncering og 120 procent højere end ved årets indgang. Opkøbet forekommer attraktivt for Apaches aktionærer selv med denne høje budpræmie. Vores analyse har været, at selskabets ejendele i Den Mexicanske Golf har været groft undervurderet af aktiemarkedet. Den betydelige præmie på Mariner Energy bekræfter rigtigheden heraf.

Det tyske medicinalselskab Fresenius bekendtgjorde, at de vil foreslå en konvertering af præferenceaktierne til ordinære aktier i forholdet en til en. Vi ejede de mindre likvide og dermed rabatgivende ordinære aktier og fik dermed glæde af både konverteringsforslaget og den efterfølgende positive aktie-

BIDRAGYDERE ÅR TIL DATO 2010

Største positive bidragydere

Selskab	min NOK
Mariner Energy	+314
Samsung Electronics	+161
Kyocera	+142
Tyco International	+138
Charoen Pokphand Foods	+131
Cliffs Natural Resource	+115
LG Corp	+110
Tyco Electronics	+107
Amdocs	+99
Time Warner Cable	+82

Største negative bidragydere

Selskab	min NOK
Bunge	-194
Pfizer	-60
Elektrobras	-45
Transocean	-43
Renault	-37
Pride	-35
Toyota Industries	-35
Banrisul	-34
BP	-25
Richter	-20



Efter et godt afkast på 60 procent, siden vi i sommeren 2009 gik ind i det tyske medicinal selskab Fresenius, valgte vi at afvikle investeringen.



Amerikanske Pfizer, med sine kolesteroldæmpende Lipitor piller, er fortsat en stor investering i porteføljen. Efter et svagt fjerde kvartal i 2009, overraskede selskabet markedet med gode tal for årets første kvartal.

kursudvikling. Aktiens likviditet bliver bedre med konverteringen.

Kursopgangen var så stærk, at vi ikke længere fandt værdifastsættelsen attraktiv. Vi valgte altså at sælge os ud af Fresenius med et afkast på over 60 procent, siden vi fjøede selskabet til porteføljen i efteråret 2009.

Ind i upopulær amerikansk gas

Det amerikanske olieserviceselskab Baker Hughes kom i løbet af vinteren ind som nyt selskab i porteføljen. Baker Hughes er siden sidste sommer blevet mere og mere upopulær hos investorerne. Grunden er de lave naturgaspriser i USA samt opkøbet af BJ Services, som flere analytikere mente ville udvande aktionærværdierne. Vi tror, at flere analytikere vil blive taget på sengen med hensyn til olievirksomhedens muligheder. Det gælder både indtjeningsudviklingen samt den øgede efterspørgsel på selskabets produkter og tjenester inden for landbaseret boring i USA.

Inden for råvarer har vi reduceret posten i Grupo Mexico i takt med stigende kobberpriser og en pæn udvikling i aktiekursen. Den har overgået toppen fra 2007 med en klar margin. Prisfastsættelsen af selskabet diskonterer høje kobberpriser i lang tid fremover. Vi har desuden solgt os helt ud af den brasilianske jernmalmproducent Vale, som har overgået vores kursmål for aktien. Efter at den britiske elevatorproducent Kone blev positivt revurderet i markedet, blev også dette selskab solgt helt ud af porteføljen.

Inden for forbrugsvarer skilte vi os af med posterne i dækproducenten Michelin og det hollandske forlag Reed Elsevier. De blev erstattet af en øget eksponering mod den franske bilproducent Renault, hvor vi øjner større potentiale fremover. Selskabet har ud over sin egen produktion af Renault en betydelig og meget interessant eksponering mod japanske Nissan og den svenske lastbilproducent Volvo.

Japanske motorer

Japanske Yamaha Motor indgik som nyt selskab. Produktporteføljen består ud over produktion af motorcykler blandt andet af påhængsmotorer, både, golfbiler samt motorer til Toyota og Ford. Selskabet har på grund af dårlige konjunkturer og højt omkostningsniveau døjet med lønsomheden, men er godt i gang med at restrukturere virksomheden både operationelt og finansielt. Absolut og relativ værdifastsættelse førte til, at også Time Warner Cable blev føjet til som nyt porteføljeselskab. Vi reducerede samtidig eksponeringen i konkurrenten Comcast.

Inden for Telekom solgte vi os helt ud af Magyar Telekom. Det sydafrikanske telekommunikationselskab MTN Group er nytillkomme i porteføljen. Selskabet er eksponeret mod det mere modne hjemmemarked, men har desuden betydelige vækstpositioner i

SKAGEN GLOBALS NYE REFERENCEINDEKS

Som omtalt i forrige markedsrapport og på nettet skiftede fonden fra årsskiftet referenceindeks til et verdensindeks som også inkluderer vækstmarkederne for derigennem bedre at afspejle fondens investeringsmandat og faktiske investeringsunivers, MSCI All Country. Vækstmarkederne har i fondens levetid kun udgjort en lille del af det samlede MSCI All Country indeks. De historiske forskelle i afkast mellem disse to indeks er derfor insignifikante.

mere underudviklede markeder i det øvrige Afrika. MTN har en stærk balance og er efter vores vurdering undervurderet. Det gælder især i forhold til den attraktive eksponering mod markeder, som foreløbig har lav penetration af mobiltelefoner.

Vi har desuden i perioden solgt størstedelen af aktierne i det indonesiske medicinalsselskab Kalbe Farma. Vi har også reduceret vores post i svenske Kinnevik og den tyrkiske shariabank Asya Katilim Bankasi. Alle tre selskaber har bidraget godt til porteføljerisultatet. Deres priseddel var kommet op på et niveau, hvor de ikke længere var særlig undervurderede, i forhold til hvad vi opfatter som selskabernes fundamentale værdi.

Fortsat attraktiv portefølje

Vi mener fortsat, at SKAGEN Globals portefølje har en attraktiv værdifastsættelse på trods af årets kursopgange. Mange af vores selskaber har et betydeligt kurspotentiale. Medianselskabet i porteføljen er værdifastsat betydeligt under verdensindekset, både hvad angår indtjening (P/E) og bogført egenkapital (P/B).

Den senere tids mange positive konjunkturindikatorer har bevirket, at mange investorer er blevet optimister. Der vil derfor i tilfælde af dårlige nyheder fra makroøkonomien være stor fare for markedskorrektion. Men korrektion vil i alle tilfælde altid være en del af aktieinvestorerens hverdag. Præmisserne for verdens vækstudsigt leveres som før nævnt stadig af Kina og andre store vækstmarkedslande.

Aktiemarkedernes største risikofaktorer er – ud over vestlig statsgældsproblematik – ændringer i kinesisk politik og flere protektionistiske tiltag fra vestlige lande. Selv om kursudviklingen det seneste år har været formidabel, har værdifastsættelserne generelt ikke nået et niveau, som bør få advarslamps til at blinke. Der er foreløbig ingen grund til højdeskræk. I hvert fald ikke for investorer i SKAGEN Global, der fortsat har en lavt vurderet aktieportefølje (se tabel med de største poster og nøgletal).

Læs mere om fonden på side 26 og

SKAGENFONDENE.DK



SKAGEN Kon-Tiki

SKAGEN KON-TIKI FORVALTERTEAM

Afkast	Hidtil i år	2009
SKAGEN Kon-Tiki	14,1%	91,6%
MSCI Emerging Markets	11,9%	73,3%
Tal pr. 30/4 2010		



Porteføljeforvalterne Kristoffer Stensrud, Knut Harald Nilsson og Cathrine Gether

Investeringsmandat med muligheder

De seneste måneders gode forventningsindikatorer fra de industrialiserede lande har ført til, at aktiemarkedene i disse lande har udviklet sig bedre end vækstmarkedene i år.

Investeringsmandatet for SKAGEN Kon-Tiki åbner dog mulighed for, at indtil halvdelen af forvaltningskapitalen kan investeres i selskaber i udviklede lande. Det har medvirket til, at fonden har opnået et noget bedre afkast end vækstmarkedsindekset. Det er dog vigtigt at understrege, at investering uden for vækstmarkedene forudsætter, at selskaberne som hovedregel har en betydelig forretningsmæssig eksponering mod vækstmarkedene.

Skræk for overophedning

Et gennemgående træk i perioden har været skræk for overophedning i Kina og Brasilien, de mest populære investeringslande i 2009. Aktiemarkedene i disse lande har derfor været svage i år. I Kina er pengepolitikken strammet op, samtidig med at vi har set kraftige tiltag fra myndighederne for at begrænse spekulation i fast ejendom. I Brasilien har centralbanken foretaget renteforhøjelser, og det største selskab i aktiemarkedet olieselskabet Petrobras planlægger en gigantisk aktieudvidelse til sommer.

Mange af de lande, som havde en negativ udvikling i 2009, er kommet pænt tilbage i år. Det gælder særligt de afrikanske markeder. Vi ser en lignende trend for vores egne selskaber.

Opsigtsvækkende gode resultater

Regnskabssæsonen 2009 og de væsentligste resultater for første kvartal 2010 har vist, at selskaberne gennemgående har leveret opsigtsvækkende gode resultater i en krietid. Mange kan endog fremvise bedre tal end i en tilsvarende periode før finanskrisen.

SKAGEN KON-TIKI – NØGLETAL FOR DE STØRSTE POSTER

Selskab	Vægtning i %	Kurs	P/E 2009	P/E 2010	P/B	Kursmål
Sistema	6,0	27,0	158,7	9,0	2,6	30
Samsung Electronics	5,9	527 000	8,0	5,4	1,2	780 000
Elektrobras	5,8	30,2	201,3	8,6	0,4	70
Hyundai Motors	4,5	47 200	4,3	3,0	0,6	90 000
Banrisul	3,3	13,4	10,2	8,4	1,6	17
Pride International	3,3	30,3	12,9	10,5	1,2	35
Baker Hughes	3,3	49,8	36,6	16,6	2,1	75
Standard Chartered	3,2	1 757	15,8	11,0	2,1	2 000
Vale	2,4	46,5	23,6	11,6	2,5	50
Sabancı Holding	2,3	6,8	10,3	7,7	1,2	10
Seadrill	2,2	150,4	7,0	6,8	2,1	200
Hon Hai Precision	2,2	148,5	16,8	13,8	2,8	200
Vægtet gennemsnit, top 12	44,30		11,6	6,9	1,1	49%
MSCI EM Index			18,7	13,0	2,1	

I en nationaløkonomisk sammenhæng tyder dette på en stærkt stigende produktivitet, med stigende realløn og voksende fortjenester i selskaberne som resultat.

Selv om der er mange mørke skyer i den økonomiske horisont, er der fra et selskabsperspektiv meget at glæde sig over. Efter vores skøn er langt fra alle gode nyheder regnet ind i aktiekurserne.

Europæisk gældsrisiko øger risikoen

En specifik risikofaktor for de globale vækstmarkeder er gældsrisikoen i Sydeuropa og en ikke helt grundfæstet økonomisk fremgang i USA. Samtidig er den nominelle inflation særdeles lav, renterne er fortsat lave, og det øger risikoen for overophedning i de kraftigst voksende markeder. Den vigtigste kortsigtede driver for kursudviklingen i disse aktiemarkeder er myndighedernes anvendelse af virkemidler for at forhindre overophedning.

I enkelte markeder som Tyrkiet, Sydafrika og Rusland fornemmer vi, at investeringsklimaet er varigt forbedret. Lavere renter og større fokus på produktivitet og sund økonomisk udvikling er den gennemgående melodi.

Langt fra bobletendenser

Heldigvis er værdifastsættelsen af selskaberne og markederne fortsat ikke i nærheden af tidligere bobleniveauer. De store indekstunge markeder Kina og Brasilien har korrikeret meningsfuldt ned de seneste måneder, uden at det har haft nævneværdig negativ indvirkning på vores portefølje. Vi er kraftigt undervægtet i "mainstream-aktier" som kinesiske banker, russiske Gazprom og de brasilianske investorfavoritter Vale og Petrobras.

Inden for energi har vi fortsat en hovedvægt på olieservice, hvor borerigselskaberne Pride og Seadrill er de to store tunge poster.

Oliekatastrofen i Den Mexicanske Golf har medført, at de har kostet os dyrt i april. Begge selskaberne driver imidlertid nogle af de nyeste flåder i branchen med en lav eksponering mod Nordamerika, og vi ser derfor lyst på fremtiden.

Årets største nyanskaffelse i porteføljen er det verdensledende selskab inden for udvindingstekniske produkter Baker-Hughes. Effektiv udnyttelse af ukonventionel gas er her det centrale, samtidig med at en uventet olieprisstigning gør brøndstimulering mere attraktiv end større investeringsprojekter. Kortsigtede triggere for en aktiekursstigning i Baker Hughes er en vellykket integration af det opkøbte selskab BJ Services og et bedre afkast af den investerede kapital.

BIDRAGYDERE ÅR TIL DATO 2010

Største positive bidragydere

Selskab	MNOK
Sistema	+529
Hyundai Motors	+307
Sabancı Holding	+296
Indosat	+195
Samsung Electronics	+171
Great Wall Motor	+167
EFG-Hermes Holding	+143
Cosan Ltd.	+113
Standard Chartered	+110
Vale	+104

Største negative bidragydere

Selskab	MNOK
Hanmi Pharm	-143
Banrisul	-79
Tullow Oil	-57
Elektrobras	-40
Pride International	-39
Gedeon Richter	-38
DRD Gold	-37
Strabag	-25
KGI Securities	-25
Asia Cement China	-23

En anden ny investering i porteføljen er Coal of Africa. Selskabet udvikler kulressourcer i Afrika, specielt metallurgisk kul, som er blevet en global mangelvare. Energi gav et svagt absolut, men acceptabelt relativt afkast i perioden.

Materialer gav et godt bidrag til resultatet, og vi foretog ingen nævneværdige ændringer i porteføljen. Især de små selskaber gav særdeles gode resultater.

Inden for industri og transport solgte vi mexicanske Alfa. Aktien har haft en super udvikling det seneste år, og det meste af potentialet var væk. Thai Air og sydafrikanske Bidvest blev også solgt ud af porteføljen.

Nyt selskab er den mexicanske entreprenør- og infrastrukturoperatør ICA. Vi tror, der kommer et stigende fokus på selskabets hurtigvoksende stabile indtjening på infrastruktur, og at dette modcykliske element inden for entreprenørvirksomheden kan give en revurdering af aktien.

Danske containere

Inden for shipping har vi købt op i danske A.P. Møller-Mærsk. Den kraftige vending i den globale verdenshandel synes ikke at være diskonteret i aktiekursen for verdens ledende containeroperatør. Heller ikke effekten af de stigende oliepriser på koncernens betydelige olieengagement.

Vi anvendte midler fra salget af Thai Air og en del af realisationsprovenuet fra vores investering i Norwegian til at øge investeringen i AirAsia væsentligt. Vi fik desuden et bud på vores aktier i Freeworld Coatings i Sydafrika, som vi accepterede. Midlerne fra salget blev anvendt til at investere i søsterselskabet Barloworld.

Cykliske forbrugsgoder blev en særdeles god bidragsyder i perioden med Hyundai Motors og Great Wall Motors i teten. Vi solgte derimod en marginal post i Convenience Retail Asia.

Inden for stabile forbrugsgoder blev vores investering i Cosan en umiddelbar succes, og aktien er nu vores største post i sektoren. Strukturelle forhold, mere end den øjeblikkelige pris på sprit og sukker, ser ud til at være den væsentligste kortsigtede driver for aktien. Vi øgede desuden væsentligt i den sydafrikanske fødevarer-kæde Shoprite.

Efter et bud fra hovedaktionæren solgte vi vores aktier i bryggeriet Efes International i Tyrkiet, men er fortsat med via Yazicilar Holdings, som blev en af periodens bedste bidragsydere.

Ude af kinesisk medicin

Efter en nærmest spektakulær udvikling solgte vi os ud af medicinal-selskabet China Shineway. Vi benyttede desuden en svag



Vi har købt en betydelig post i det taiwanske teknologiselskab Hon Hai Precision, som blandt andet monterer Apples iPod.

kursudvikling for koreanske Hanmi Pharma til at fordoble vores investering i selskabet. Hanmi Pharma er et af de få koreanske medicinal-selskaber og gearer nu op til at blive en global aktør. Ekspansionen har ført til svagere økonomiske resultater, men vi vurderer, at strategien er rigtig, og at betalingen for den vil komme på længere sigt.

Medicin var i øvrigt periodens vindersektor, men vores nettobidrag blev magert.

Finans blev en vindersektor i både absolutte og relative termer. Vi øgede posten i russiske VTB Bank betydeligt. Den er den russiske bank, som kommer til at tjene mest på faldende interbankrenter og en bedre betalingssevne hos oligarkerne. Vi købte også nogle flere aktier i thailandske Tisco og vores nye investering Bangkok Bank.

Samsung slog til uden for sæsonen

Samsung Electronics leverede sit bedste kvartalsresultat nogensinde, endda uden for selskabets højsæson. En stærk kursudvikling for selskabets aktier gav et særdeles godt bidrag til fondens resultat i perioden. Det koreanske elektronik-selskab er fortsat fondens største enkeltinvestering.

Vi noterer os, at kapacitetsudnyttelsen i teknologikæden er særdeles høj, og at efterspørgslen efter alt lige fra bredbånd til printere er rekordhøj på global basis. Vi har derfor en betydelig post i Hon Hai Precision fra Taiwan. Selskabet er verdensledende inden for montering af færdigvarer for Apple, HP og Cisco. Prisen, vi betalte, er det billigste, aktien er blevet handlet til i mere end ti år. Både salg og indtjeningsmarginer ser ud til at kunne overraske positivt fremover.

Spændende med indere i Afrika

Vi er blevet vænnet til at håndtere en fast cyklus for telekommunikation i vækstmar-

kederne: I takt med at dækningen forøges, falder priserne drastisk, og lavprisudbyderen bliver vinderen.

Efter et par år i Skyggenes dal blev Indosat igen en vinder. Vi har også med spænding fulgt udviklingen for indiske Bharti Airtel, som i perioden afgav bud på den afrikanske del af virksomheden Zain fra Kuwait. Bharti har en dokumenteret evne til at eksekvere, og denne konstellation burde give en lige så god fremdrift, som vi har set i Indien de seneste år. Bhartis indtræden i Afrika medførte, at vi solgte vores aktier i kenyanske Safaricom.

Det russiske konglomerat Sistema blev fondens absolutte vinder i perioden. Det skyldtes primært selskabets evne til at udbygge sin lønsomme vækst gennem overtagelse og integration af Bashneft-gruppen, og i mindre grad selskabets virke inden for telekommunikation.

Købekraft og pricing power

Hovedfokus i SKAGEN Kon-Tiki er fortsat væksten i lokal købekraft i vækstmarkederne, knaphed på kapacitet, som giver pricing power, samt et fokus på geografisk arbitrage og selskaber, der er upopulære i aktiemarkedet. Vi har fortsat omkring 100 selskaber i porteføljen, og vi sælger, når enten kurspotentialet er opnået, eller når selskaberne ikke lever op til vores forventninger.

Efter 18 måneder med et godt afkast er der underligt nok fortsat interessante investeringsobjekter derude. Og de finansielle nøgletal for porteføljen har ikke ændret sig nævneværdigt de seneste måneder. Det skyldes overraskende gode resultater fra selskaberne og opjusteringer af forventningerne til fremtidig indtjening. Samtidig har vi en dynamisk holdning til vores investeringsunivers.

Fondens næste prøve kommer, den dag det globale renteniveau stiger. Baseret på erfaringerne fra 2004 tror vi, det er håndterbart.

I starten af maj handles porteføljen fortsat med en betydelig rabat i forhold til det generelle vækstmarked. Kurspotentialet, baseret på vores kursmål for de enkelte selskaber, er tilnærmelsesvist uændret siden årsskiftet. Det skyldes ikke, at afkastkravet er reduceret – hvilket havde været naturligt i kraft af den globale udvikling. Men det er en følge af, at selskaberne har leveret væsentligt bedre resultater end ventet, og at vi har foretaget udskiftninger i porteføljen.

Læs mere om fonden på side 28 og

SKAGENFONDENE.DK



SKAGEN Vekst

SKAGEN VEKST FORVALTERTEAM

Afkast	Hidtil i år	2009
SKAGEN Vekst	13,6%	74,5%
OSBX/MSCI AC World	10,6%	94,1%*
TAL pr. 30/4 2010. *Index i 2009: OSBX		



Porteføljeforvalterne Beate Bredesen og Ross Porter

God start

I årets fire første måneder har vi set en markant forøgelse af olieprisen, samtidig med at den amerikanske dollar er styrket. Det har fået en betydelig positiv effekt på værdifastsættelsen af norske olierelaterede selskaber.

Regnskaberne fra de norske selskaber har dog efter første kvartal været af blandet kvalitet, mens billedet internationalt stort set har været positivt. De fleste af de globale selskaber har leveret bedre tal, end markedet har forventet. Det er nok en del af forklaringen på, at det norske aktiemarked har været svagere end verdensmarkedet. Mens Oslo Børs Hovedindeks efter årets fire første måneder er steget med 9,2 procent, er verdensindekset steget med 11,5 procent, målt i danske kroner.

SKAGEN Vekst har i perioden haft et bedre afkast end begge de nævnte indeks og dermed også et højere afkast end fondens referenceindeks, som er en kombination af disse to indeks.

Ved udgangen af april var 58 procent af fondens midler investeret i norske børsnoterede selskaber, resten var godt spredt globalt. Fondens kontantandel var 1,5 procent.

Vi har i perioden reduceret antallet af selskaber en del, hovedsagelig småposterne, defineret som mindre end 0,25 procent af fonden. Flere af disse småposter har oplevet en fænomenal opgang det seneste år og fremstår nu som fuldt prisfastsat.

Hurtig fordobling i Crew Gold

De største positive bidragydere hidtil i år er Royal Caribbean Cruises, Kongsberg Gruppen, Crew Gold og Hurtigruten (se tabel).

Vi blev tildelt nye aktier i Crew Gold i forbindelse med restrukturerings af selskabet. Siden er de på kort tid mere end fordoblet i værdi, og vi benyttede lejligheden til at sælge os ud af selskabet. Set i bakspejlet var det

SKAGEN VEKST – NØGLETAL FOR DE STØRSTE POSTER

Selskab	Vægtning i %	Kurs	P/E 2010	P/B	Kursmål
Kongsberg Gruppen	3,5	116	11,8	3,5	140
Royal Caribbean Cruises	3,2	35,8	16,3	1,0	45
Pride International	2,9	30,3	12,6	1,2	40
Samsung Electronics	2,8	527 000	5,3	1,2	700 000
Solstad Offshore	2,6	125	10,4	1,0	160
Statoil	2,4	143,1	8,9	2,3	180
Elektrobras	2,4	30,2	9,4	0,4	60
Bonheur	2,3	173,5	5,8	1,2	275
Telenor	2,3	84,4	12,1	1,8	105
Ganger Rolf	2,3	160	5,3	1,1	235
LG Corp	2,2	76 000	7,6	1,8	100 000
DOF	2,0	43,7	12,5	0,9	60
Vægtet gennemsnit, top 12	30,90		8,8	1,2	37%

lidt for tidligt. Selskabet foretog strukturelle ændringer, hvorefter aktiekursen fortsatte op i stratosfæren. Alligevel endte vores investering i Crew Gold med at blive en betydelig bidragyder til fonden.

Cruiserederiet Royal Caribbean Cruises (RCCL) er kommet i god gænge igen efter finanskrisen. Omkostningerne har været under kontrol, og bookingen er i år væsentligt højere end sidste år. Verdens største cruiseskib Oasis of the Seas ligner foreløbig en succes. Vi er derfor mindre bekymrede for færdiggørelsen af søsterskibet, som ventes leveret til sommer. Vi noterer også med tilfredshed, at mere end halvdelen af turisterne kommer fra andre lande end USA, hvilket reducerer afhængigheden af det amerikanske privatforbrug.

Hurtigruten og Kongsberg Gruppen

Vi ser til vores store glæde, at Hurtigruten begynder at få styr på driften. Årets booking er 40 procent højere end i fjor. Bidrag fra skibet "Finnmarken", som lige nu anvendes som overnatningshotel for oliearbejdere i Australien, vil give en god effekt på bundlinjen de kommende år.

Det har selvfølgelig også været rart for kursudviklingen, at kongen af norsk erhvervspresse Trygve Hegnar fortsætter med at købe aktier. Nu ejer han mere end 26 procent af selskabet. Vi har benyttet os af Hegnars køb til at trimme vores investering, til gode kurser.

Kongsberg Gruppen har i flere år haft en rivende udvikling. Selskabet leverede en særdeles god indtjening i årets første kvartal og har oparbejdet en stærk ordresreserve. Selskabets CROWS-system, en beskyttelsesteknologi for militære køretøjer, ser ud til at blive standarden i USA, hvor Kongsberg Gruppen nu har en markedsandel på 80 procent. Hidtil i år har Kongsberg Gruppen taget imod ordrer for

en værdi af 2,9 milliarder norske kroner inden for dette segment. Selskabets vækstudsigter, kombineret med bundsolide finanser, overbeviser os om, at den nuværende værdifastsættelse fortsat er attraktiv.

Købte vestlandske egenkapitalbeviser

Sparebanken Vest er en ny investering i fonden. Vi deltog i en stor emission af egenkapitalbeviser, som skal anvendes til at tilbagebetale et lån fra Statens Finansfond, som blev ydet under finanskrisen. Da Sparebanken Vest har en relativt lav andel af erhvervsudlån, vurderer vi risikoen til at være relativt lav. Prisen på ca. 0,9 gange værdien af bogført egenkapital er også attraktiv. Kombinationen af en bedre indtjening fremover og en bedre

BIDRAGYDERE ÅR TIL DATO 2010

Største positive bidragydere

Selskab	MNOK
Royal Caribbean Cruises	+112
Kongsberg Gruppen	+91
Hurtigruten	+62
Crew Gold Corp	+60
Solstad Offshore	+35
Northland Resources	+34
Samsung Electronics	+33
Rezidor Hotel	+32
Wilh. Wilhelmsen	+31
Charoen Pokphand	+27

Største negative bidragydere

Selskab	MNOK
Yara International	-33
RXT	-27
Norwegian Property	-25
Transocean	-19
Chiquita Brands	-18
Sevan marine	-13
Petrobras	-13
Vimpelcom	-10
DSG International	-10
Norsk Hydro	-9

likviditet i egenkapitalbeviserne bør føre til en omvurdering af banken.

Et egenkapitalbevis er et egenkapitalinstrument udviklet af de norske sparebanker. Det har klare lighedstræk med aktier. Forskellen er først og fremmest knyttet til ejerret til selskabsformuen og indflydelse i bankens organer.

Vi deltog også i en emission i det canadiske skifergasselskab Questerre Energy, som ligeledes er et nyt selskab i porteføljen. Hovedparten af værdien i selskabet ligger i Quebec, hvor det ejer nogle af de mest lovende dele af skifergasområdet Utica. Foreløbige boreriger foretaget sammen med partneren Talisman Oil har været positive og har dermed reduceret risikoen i projektet.

I samme sektor har vi købt en post i bore-rigoperatøren Songa Offshore. Selskabet er blandt de billigste i sin kategori og kan fremvise en høj udnyttelsesgrad af sine seks platforme. Risikoen er først og fremmest forbundet med, om de tre enheder, som drives på løbende korttidskontrakter, får nye opgaver, og om den nye dybhavsplatform, som de er delvist ejer af, får kontrakt, før den bliver leveret i marts 2011. Songa Offshore er prisfastsat til fem gange sin forventede indtjening i 2010 og fremstår med en meget sundere balance end tidligere.

Solgte udvandet RXT

De største negative bidragydere i år har været Yara, RXT, Norwegian Property og Transocean (se tabel).

En anstrengt likviditetssituation i RXT resulterede endnu en gang i, at selskabet måtte hente penge. Denne gang 240 millioner norske kroner. Emissionen mere eller mindre udslettede de gamle aktionærværdier. Al gæld blev med et fratræk på 40 procent konverteret til ny aktiekapital til 10 øre aktien. Efter emis-

sionen blev den nye egenkapital prisfastsat til over 800 millioner norske kr. Det synes vi var en høj prisfastsættelse, og vi valgte derfor at sælge vores aktier i selskabet.

Reducerede i Yara

Yara var en vigtig bidragyder til fonden i 2009. Udsigterne for gødningsmarkedet har indtil nu i år ikke vist samme styrke som i fjor. Årsagen er ny kapacitet i markedet, blandt andet fra Kina, og fald i priserne på korn og soja. Med faldende priser på urea (gødning) i andet kvartal, svagere guidance fra selskabet, samt en pris i forhold til bogført egenkapital på 3x, vurderede vi, at aktien fremstod temmelig dyr. Vi solgte derfor en tredjedel af posten i Yara.

Men en aktiekurs, som ligger 25 procent under topniveauet, og et bedre marked på sigt for gødning, betyder, at vi fortsat ser et godt langsigtet potentiale i Yara-aktien.

Der er tre af alle dårlige ting

Vi valgte i perioden at skifte en del ud i vores olierigeksponering. Aktierne i Rowan Companies blev solgt. I stedet købte vi aktier i Transocean. Efter en særdeles god ejertid i Rowan var tanken at blive mere defensivt orienteret gennem Transoceans bredere og lavere prisfastsatte flåde. Set i bakspejlet kunne timingen næppe have været værre.

Transocean er nu i hårdt vejr, efter at en af selskabets olierigge eksploderede og sank i Den Mexicanske Golf. Ulykken kostede 11 menneskers livet og ser ud til at give store miljøskader på USA's sydøstkyst. Potentielle omkostninger for selskabet som følge af erstatningsansvar og oprydning synes begrænset, da det meste vil falde tilbage på operatørselskabet BP. Dette selskab befinder sig (desværre) også i vores portefølje med en andel på 0,6 procent.

”For en sikkerhed skyld” ejer vi også aktier i forsikringsselskabet Hannover Re, som har en eksponering i den forliste platform. Der er ganske vist tale om en meget lille del af selskabets totale forsikringsportefølje. Efter at de amerikanske myndigheder nu har suspenderet yderligere olieudvinding i Den Mexicanske Golf, indtil ulykken er endeligt opklaret, medfører det, at også andre aktører, som opererer i samme farvand, bliver ramt.

Reduktion i råvarer

Efter en fantastisk opgang det seneste år har vi reduceret vores eksponering mod råvarebaserede selskaber.

Vi mener, der er for høje forventninger til de fremtidige kobberpriser, og har derfor valgt at vinke farvel til Grupo Mexico efter et godt ejerskab. En del aktier i selskaber med virksomhed inden for stål er også blevet solgt. Denne sektor døjer fortsat med overkapacitet og en høj pris på input-faktorerne jernmalm og energi. Vi solgte os helt ud af finske Rautaruukki, mens posterne i Ternium og Outokumpu blev kraftigt barberet.

Vi solgte os desuden ud i Korean Air og Furukawa Electric samt reducerede vores investering i Kinnevik og Petrobras på meget gode kurser.

Inden for medicin har vi øget investeringen i Axis Shield betydeligt. Selskabet leverer stabilt høje indtjeningsmarginer og har i de senere år også fremvist en særdeles god salgsvækst. Axis Shield har nu overtaget hele distributionen af sit hovedprodukt Afinion fra Abbott i USA. Det er en strategi, vi tror vil bære frugt fremover.

Læs mere om fonden på side 30 og

SKAGENFONDENE.DK



Investeringen i RCCL, da det stormede aller værst sidste vinter, har været guldrandet.

Vil Eurozonen falde fra hinanden?

Den umiddelbare fare for, at Eurozonen vil skrumpes fra 16 til 15 medlemmer, er blevet mindsket med den græske hjælpepakke, men der er stadig stor usikkerhed omkring Eurozonens fremtid.



Den internationale valutafond IMF og landene i Eurozonen er netop blevet enige med Grækenland om en hjælpepakke til de græske statsfinanser. Meget tyder på, at den vil blive godkendt både af bestyrelsen i IMF og af eurolandenes parlamenter.

Det vil sige, at Athen højst sandsynligt vil have penge på lommen d. 19. maj, hvor 8,5 milliarder euro af statsgælden forfalder. Det ser ud til, at en umiddelbar misligholdelse af et eurolands statsgæld er blevet afværget. En misligholdelse, der let kunne have bevirket, at Eurozonen blev et land mindre.

Er statsgælden først misligholdt, kan det være, at landets myndigheder ikke har noget at tabe ved at træde ud af eurosamarbejdet. Har man sin egen valuta, kan man forsøge at blæse liv i en forgældet og stagnerende økonomi med en kraftig devaluering.

Selv om den umiddelbare fare for, at Eurozonen skal skrumpes fra 16 til 15 medlemslande, er mindsket, er der mange huller i vejen for euroen.

De græske myndigheder må for det første bevise, at de atter er troværdige og formår at levere i henhold til ekstremt ambitiøse stramninger de næste tre år for at få tildelt op til 110 milliarder euro fra IMF og de 15 andre eurolande.

Ingen har tidligere klaret det

Den græske økonomi vil formentlig skrumpes med syv procent fra 2009 til 2011. Udgifterne skal samtidig beskæres, og skatteindtægterne forøges, således at underskuddet på statsbudgettet i 2014 kommer under tre procent af bruttonationalproduktet (BNP). Statsgæl-

den skal stabilisere sig på ca. 140 procent af BNP. Ingen andre lande har formået at vende statsfinanser så radikalt på så kort tid, i en periode med økonomisk stagnation – uden samtidig at have devalueret sin valuta.

For det andet er Grækenland ikke det eneste land, som har levet over evne. Irland havde det største underskud på statsbudgettet sidste år, målt i forhold til BNP. Spanien og Portugal fulgte lige efter.

Portugal gældsslave

Problemerne er formentlig størst i Portugal, som også har meget stor gæld i både den statslige og private sektor. Parlamentets sammensætning gør det vanskeligt at presse en upopulær nedskæringspolitik igennem. Hvad Spanien angår, bliver det særdeles vanskeligt at få vendt statens finansielle skude. Landets arbejdsløshed er nu vokset til over 20 procent.

Det kan med andre ord godt tænkes, at et eller flere eurolande snart vil blive presset i knæ på samme måde som Grækenland. Det er så spørgsmålet, om de øvrige eurozonelande stiller op en gang til. Hvis ikke, kan det ende i misligholdelse og måske også et exit fra Eurozonen. IMF vil sandsynligvis kunne stille op med hjælp uanset hvad. Men hvis ikke Eurozonen bidrager, kan IMF's vilkår blive, at statsgælden "omstruktureres", og landet træder ud af Eurozonen.

Flere muligheder for brud

Eurozonen kan revne, enten ved at de svageste lande træder ud af geledet, eller ved at landene med de mest solide statsfinanser finder det mest formålstjenligt at afslutte valutasamarbejdet. Det er tydeligt, at det er hos tyskerne, at hjælpen til andre lande i Eurozonen ligger længst væk.

Egentlig er en sådan hjælp grundlæggende i strid med EU's love og regler. Intentionen, da euroen blev oprettet, var at straffe lande, som bruger for mange penge. Ved i stedet at hjælpe dem opfordrer man ikke just til finanspolitisk ædruelighed. Hvor stort frirum den tyske opinion har i denne sammenhæng, ved vi ikke. Men der er selvfølgelig grænser for, hvor meget af andre stater gæld tyske skatteborgere vil være med til at finansiere. Og længe inden politikerne siger nej, kan forfatningsdomstolen komme frem til, at sådanne hjælpepakker er grundlovsstridige.

ECB skal begrænse euroens fald

Eurozonens grundproblem er, at en fælles pengepolitik i virkeligheden kræver en fælles nøgtern finanspolitik. Den Europæiske Centralbank ECB skal sørge for, at euroens værdi ikke falder mere end to procent i værdi om året, målt på en typisk indkøbspose i Eurozonen (forbrugerprisindekset). ECB skal have tilstrækkeligt finanspolitisk råderum for at kunne gennemføre dette. Centralbanken anvender de korte renter til at styre værdien af den type gældsbrev, som vi kalder for penge. Det vil sige sedler og mønter noteret i euro. ECB's handlinger må bevare den tilsigtede virkning på pengenes værdi. Det er derfor afgørende, at myndighederne i Eurozonen ikke udsteder så mange gældsbreve i form af statsobligationer, at folk mister sansen for at eje enhver form for offentlig gæld, herunder penge udstedt i Eurozonen.

Dette var rationalet i Maastrichttraktatens tre procents grænse for underskud på statsbudgettet og 60 procents grænse for statsgæld målt i forhold til BNP for alle Eurozonens lande.

ECB måtte bide i det sure æble

Den 3. maj måtte også ECB bide i det sure æble, ombestemme sig og acceptere græsk statsgæld som pant, selv om alle kreditratingbureauer såsom Standard & Poor's ville "rate" den græske stat som såkaldt junk. Det samme vil i givet fald selvfølgelig ske for andre eurolande, som bliver nedgraderet. Det betyder, at ECB, der i stor stil har udlån til banker med pant i statsobligationer fra Eurozonen, kan få lige lovlig meget kreditrisiko i sin balance.

Hvis ikke ECB rekapitaliseres hurtigt efter, at et eller flere eurolande eventuelt misligholder sin statsgæld, og landets banker samtidig risikerer at gå ned, vil centralbankens handlefrihed blive hæmmet. Jeg har længe ment, at euroen fundamentalt er overvurderet i forhold til dollaren. Den seneste uges begivenheder og udsigterne fremover gør mig endog endnu mere pessimistisk med hensyn til euroens styrke. EU-valutaen vil sikkert bumle ned ad bakke i tiden herefter.

Torgeir Høien

TH@SKAGENFONDENE.NO



SKAGEN Tellus

SKAGEN TELLUS FORVALTERTEAM

Afkast	Hidtil i år	2009
SKAGEN Tellus	10,83%	10,74%
Barclays CGT Index	6,51%	0,48%



Porteføljeformalerne Torgeir Høien og Jane Tvedt

Kanonstart!

Den globale obligationsfond SKAGEN Tellus har med en opgang på 10,8 procent opnået sit bedste tertiale siden fondens opstart i september 2006.

Baggrunden for det gode afkast, fonden har givet de seneste fire måneder, skal man finde i investeringsfilosofien. Hvordan har SKAGEN Tellus formået så godt et afkast på disse fire måneder? For at besvare det spørgsmål er det vigtigt at forklare, hvordan fondens investeringsfilosofi fungerer.

SKAGEN Tellus har et bredt investeringsmandat og kan anbringe investorernes penge i statsobligationer udstedt i alle verdenshjørner. Det står os helt frit at vælge obligationer med kort eller lang løbetid. Fonden foreta-

ger sine placeringer, alt efter hvor der er flest penge at tjene. Indtægterne er renteindtægter, kursgevinster på obligationer og valuta-kursgevinster.

Obligationerne stiger i værdi, når markedsrenterne falder, og jo længere løbetid, desto større bliver kursudslaget fra en givet ændring i markedsrenterne. Valutakursgevinster opstår, når noteringsvalutaen for en obligation, som fonden har investeret i, stiger i værdi i forhold til andre valutaer.

SKAGEN Tellus' referencevaluta er euro. Det vil sige, at vi måler afkastet i euro, hvilket også er tilfældet for det referenceindeks, fonden sammenligner sig med.

Har tjent på den stærkere dollar

Hoveddriveren for kursstigningen i SKAGEN Tellus har været en stærkere dollar. Vi har haft tiltro til, at dollaren vil blive styrket i forhold til euroen og har derfor haft mange flere dollarpapirer i porteføljen, end referenceindekset har. Dollarpapirerne er ikke nødvendigvis

udstedt af amerikanske myndigheder. Vi har også haft færre europapirer end indekset. Vi tror, at denne udvikling vil fortsætte (se makrokommentaren på forrige side).

Vi har også valgt at investere i lande med sunde statsfinansier. Det vil sige lande, som har lav statsgæld, og hvor der ikke er udsigt til, at gælden vil være hurtigt voksende fremover. Det betyder dog ikke, at vi kun har investeret i såkaldte udviklede økonomier. Mange fremvoksende økonomier som for eksempel Peru og Indonesien kan referere til lige så gode tal for statsfinansierne som de fleste industrilande.

BEKENDTGØRELSE

Historisk afkast er ikke garanti for fremtidigt afkast. Fremtidigt afkast vil blandt andet afhænge af markedsudviklingen, forvalterens dygtighed, fondens risiko samt omkostninger ved tegning og forvaltning. Afkastet kan blive negativt som følge af kurstab.

Der er ingen købsomkostninger i vores aktiefonde. Det årlige forvaltningshonorar for SKAGEN Vekst og SKAGEN Global er 1 % per år + variabelt forvaltningshonorar. I SKAGEN Vekst fordeles afkastet over 6 % per år 90/10 mellem fondens investorer og forvaltningsselskabet. I SKAGEN Global fordeles værdiudvikling bedre end MSCI AC World index målt i norske kroner 90/10 mellem fondens investorer og forvaltningsselskabet. I SKAGEN Kon-Tiki er forvaltningshonoraret 2,0 % per år plus/minus variabelt forvaltningshonorar. I SKAGEN Kon-Tiki fordeles værdiudvikling bedre end MSCI vækstmarkedsindeks målt i norske kroner 90/10 mellem fondens investorer og forvaltningssel-

skabet. Samlet belastet forvaltningshonorar per år kan dog ikke overstige 4 procent af den gennemsnitlige forvaltningskapital. Ved dårligere værdiudvikling end MSCI vækstmarkedsindeks målt i norske kroner fordeles differencen 90/10 mellem fondens investorer og forvaltningsselskabet. Samlet belastet forvaltningshonorar per år kan dog ikke blive mindre end 1 procent af den gennemsnitlige årlige forvaltningskapital.

SKAGEN Global og SKAGEN Kon-Tiki kan belastes af variabelt forvaltningshonorar, selv om fondens afkast har været negativt, så længe fonden har haft bedre procentuel værdiudvikling end sit referenceindeks. Omvendt kan fonden give positivt afkast, uden at den belastes af variabelt forvaltningshonorar, så længe fonden ikke har haft bedre procentuel afkast end referenceindekset. Fast forvaltningshonorar beregnes dagligt og belastes kvartalsvis. Variabelt forvaltningshonorar beregnes dagligt og

belastes årligt. I SKAGEN Tellus er der ingen omkostninger forbundet med køb og salg af andele. Der er heller ingen begrænsninger for udtag. Årligt forvaltningshonorar er 0,8 % for SKAGEN Tellus.

Investors afkast kan påvirkes af omkostninger, som skabes af andre handelspartnere uden for vores kontrol. For en detaljeret beskrivelse af omkostningerne m.m. henvises til det komplette og det forenkede prospekt. Det kan fås ved henvendelse til SKAGEN Fondene eller på www.skagenfondene.dk.



SKAGEN GLOBAL

En verden af muligheder*

Aktiefonden SKAGEN Global investerer i undervurderede, underanalyserede og upopulære aktier i diverse brancher over hele verden. Målet er at opnå det bedst mulige afkast for den risiko, kunden tager.



Standard & Poor's
kvalitativ rating



Dine Penger (DP terning)



Morningstar



Wassum



Lipper

Europe 2009

Bedste Fond 10 år, Equity Global



Fondens startdato af 7 august 1997

Afkast siden lancering 667,6 %

Gennemsnitligt årligt afkast 17,4 %

Forvaltningskapital 29,4 mia DKK

Antal kendte investorer 105.060

Tegningsprovision 0%

Indløsningsprovision 0%

Forvaltningshonorar 1,0% pr. år + 10% af afkastet ud over referenceindekset

Mindste tegningsbeløb Kr. 1.000

Godkendt til markedsføring i Norge, Sverige, Danmark, Finland, Holland, Luxembourg, Island og Storbritannien

Referenceindeks MSCI All Country World Index

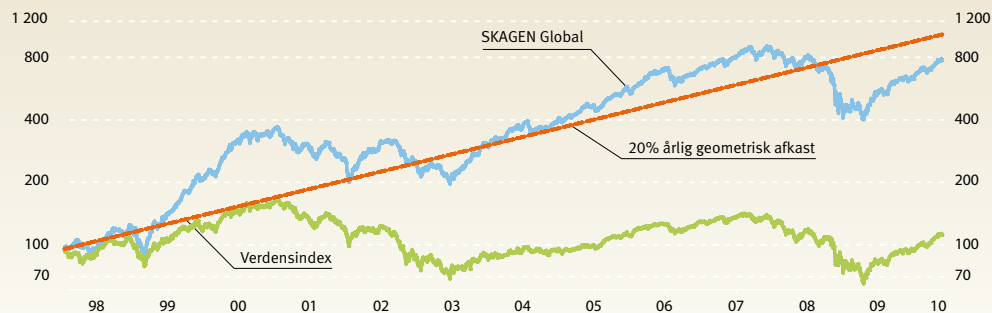
UCITS-fond

Ja

Portføljevalter

Kristian Falnes

KURSHISTORIK SKAGEN GLOBAL



Værdipapir	Antal	Købsværdi NOK	Markeds-kurs	Valuta	Markeds-værdi NOK	Urealiseret gevinst/tab	Andel af fonden	Børs
ENERGI								
PRIDE INTERNATIONAL INC	5.477.199	906.236	30,33	USD	982.271	76.035	3,19%	New York
MARINER ENERGY INC	4.265.129	386.284	23,88	USD	602.236	215.952	1,95%	New York
BAKER HUGHES INC	1.182.227	327.997	49,76	USD	347.842	19.845	1,13%	New York
KAZMUNAIGAS EXPLORATION -GDR	2.189.995	317.453	24,60	USD	318.551	1.098	1,03%	London
NABORS INDUSTRIES LTD	2.362.679	374.445	21,57	USD	301.339	-73.106	0,98%	New York
TRANSOCEAN LTD	688.100	337.996	72,32	USD	294.246	-43.750	0,95%	New York
BP PLC	4.392.428	236.254	5,75	GBP	228.511	-7.743	0,74%	London
BP PLC ADR	455.760	177.898	52,15	USD	140.537	-37.361	0,46%	New York
Sum Energi		3.064.563			3.215.533	150.970	10,43%	

MATERIALER								
SVENSKA CELLULOZA AB-B	7.144.901	559.681	95,00	SEK	553.873	-5.809	1,80%	Stockholm
CLIFFS NATURAL RESOURCES INC	1.064.975	200.027	62,53	USD	393.757	193.730	1,28%	New York
TERNIUM SA ADR	1.711.699	260.848	36,94	USD	373.874	113.025	1,21%	New York
HARMONY GOLD MINING ADR	5.376.244	346.380	9,77	USD	310.580	-35.799	1,01%	New York
MAYR-MELNHOF KARTON AG	517.285	232.123	73,24	EUR	297.473	65.350	0,96%	Wien
GRUPO MEXICO SAB DE CV	14.834.206	85.369	32,35	MXN	231.497	146.128	0,75%	Mexico
KWS SAAT AG	153.035	100.374	122,50	EUR	147.196	46.822	0,48%	Frankfurt
FIBRIA CELULOSE SA ADR	1.070.813	109.379	19,85	USD	125.682	16.303	0,41%	New York
SMÅPOSTER		181.727			152.802	-28.925	0,50%	
Sum Materialer		2.075.909			2.586.734	510.825	8,39%	

KAPITALGODER, SERVICE OG TRANSPORT								
TYCO INTERNATIONAL LTD	5.596.570	1.128.167	38,79	USD	1.283.637	155.470	4,16%	New York
BUNGE LTD	3.601.866	1.170.613	52,95	USD	1.127.701	-42.911	3,66%	New York
LG CORP	2.653.959	568.103	76,000	KRW	1.074.642	506.539	3,48%	Seoul
SIEMENS AG	894.319	522.347	73,61	EUR	516.890	-5.456	1,68%	Frankfurt
TYCO ELECTRONICS LTD	2.230.319	346.843	32,12	USD	423.587	76.744	1,37%	New York
RANDSTAD HOLDING NV	1.377.932	340.774	38,33	EUR	414.756	73.982	1,35%	Amsterdam
AGCO CORP	1.865.305	304.751	35,02	USD	386.248	81.498	1,25%	New York
BAYWA-BAYERISCHE WARENVERMIT AG	1.494.282	448.505	29,91	EUR	350.928	-97.577	1,14%	Frankfurt
FINNAIR OYJ	4.952.377	268.974	4,30	EUR	167.206	-101.768	0,54%	Helsinki
STOLT-NIELSEN SA	1.776.791	328.222	92,75	NOK	164.797	-163.425	0,53%	Oslo Børs
ENKA INSAAT VE SANAYI AS	3.814.986	56.364	7,20	TRY	109.455	53.092	0,35%	Istanbul
WIENERBERGER AG	783.255	80.177	14,11	EUR	86.776	6.599	0,28%	Wien
SMÅPOSTER		72.042			118.996	46.954	0,39%	
Sum Kapitalgoder, service og transport		5.635.882			6.225.621	589.739	20,19%	

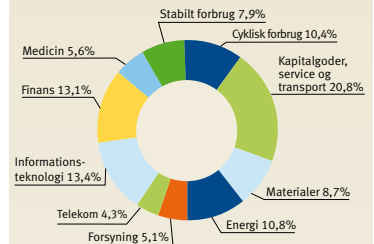
CYKLISKE FORBRUGSGODER								
RENAULT SA	2.851.782	827.736	35,41	UR	792.887	-34.848	2,57%	Paris
METRO AG	1.473.682	469.113	45,10	EUR	521.912	52.799	1,69%	Frankfurt
TIME WARNER CABLE	1.196.111	319.134	56,25	USD	397.827	78.693	1,29%	New York
COMCAST CORP	3.517.331	321.606	18,85	USD	392.035	70.429	1,27%	NASDAQ
TOYOTA INDUSTRIES CORP	1.324.508	215.245	2.752,00	JPY	229.131	13.887	0,74%	Tokyo
LG ELECTRONICS INC PREF	916.588	251.942	46,050	KRW	224.885	-27.058	0,73%	Seoul
TELEVISION BROADCASTS LTD	6.076.571	147.098	37,65	HKD	174.241	27.143	0,57%	Hong Kong
YAMAHA MOTOR CO LTD	1.896.311	153.944	1.389,00	JPY	165.574	11.630	0,54%	Tokyo
SHANGRI-LA ASIA LTD	7.462.230	65.781	15,16	HKD	86.158	20.377	0,28%	Hong Kong
MAHINDRA & MAHINDRA LTD GDR	1.170.000	20.732	11,81	USD	81.703	60.970	0,26%	London
SMÅPOSTER		195.484			46.434	-149.050	0,15%	
Sum Cykliske forbrugsgoder		2.987.816			3.112.788	124.972	10,09%	

Værdipapir	Antal	Købsværdi NOK	Markeds-kurs	Valuta	Markeds-værdi NOK	Urealiseret gevinst/tab	Andel af fonden	Børs
STABILE FORBRUGSGODER								
PARMALAT SPA	55.808.602	891.024	1,99	EUR	870.261	-20.763	2,82%	Brsaltaliana
NESTLE SA	2.224.220	531.446	52,85	CHF	644.092	112.646	2,09%	Zürich
CHAROEN POKPHAND FOODS PCL	132.184.200	102.977	15,50	THB	374.736	271.759	1,22%	Bangkok
YAZICILAR HOLDING AS	3.965.257	95.714	10,60	TRY	167.490	71.775	0,54%	Istanbul
UNITED INTL ENTERPRISES	173.474	25.625	512,00	DKK	93.704	68.078	0,30%	København
SMÅPOSTER		176.475			193.419	16.943	0,63%	
Sum Stabile forbrugsgoder		1.823.262			2.343.701	520.439	7,60%	
MEDICIN								
PFIZER INC	10.695.621	1.254.987	16,72	USD	1.057.409	-197.578	3,43%	New York
RICHTER GEDEON NYRT	346.407	324.467	42.990	HUF	436.337	111.870	1,41%	Budapest
EISAI CO LTD	542.200	120.214	3.225,00	JPY	109.918	-10.296	0,36%	Tokyo
SMÅPOSTER		45.376			54.436	9.060	0,18%	
Sum Medicin		1.745.044			1.658.099	-86.944	5,38%	
FINANS								
CHEUNG KONG HOLDINGS LTD	11.133.949	835.721	97,05	HKD	822.947	-12.774	2,67%	Hong Kong
BANK OF NEW YORK MELLON CORP	2.427.903	430.330	31,13	USD	446.901	16.571	1,45%	New York
BANCO DO ESTADO RIO GRANDE DO SUL PREF	9.268.455	150.610	13,40	BRL	424.382	273.772	1,38%	Sao Paulo
HANNOVER RUECKVERSICHERUNG AG	1.416.101	285.504	35,34	EUR	392.999	107.495	1,27%	Frankfurt
OSAKA SECURITIES EXCHANGE CO	10.504	200.011	485,000	JPY	320.242	120.230	1,04%	Tokyo
ALBARAKA TURK KATILIM BANKASI AS	22.090.166	255.975	2,88	TRY	253.514	-2.461	0,82%	Istanbul
HACI OMER SABANCI HOLDING AS	7.997.588	136.129	6,80	TRY	216.710	80.581	0,70%	Istanbul
KINNEVIK INVESTMENT AB-B	1.969.910	92.277	134,00	SEK	215.398	123.121	0,70%	Stockholm
ASYA KATILIM BANKASI AS	13.335.168	113.668	3,96	TRY	210.429	96.760	0,68%	Istanbul
JAPAN SECURITIES FINANCE CO	4.077.075	239.480	675,00	JPY	172.995	-66.485	0,56%	Tokyo
IRSA SA GDR	2.209.671	184.544	12,71	USD	166.063	-18.481	0,54%	New York
ABERDEEN ASSET MANAGEMENT PLC	10.396.015	87.231	1,38	GBP	129.689	42.458	0,42%	London
SOCIETE FONCIERE, FINANCIERE ET DE PARTICIPATIONS (FFP)	268.739	120.474	44,00	EUR	92.844	-27.630	0,30%	Paris
SMÅPOSTER		103.853			50.804	-53.049	0,16%	
Sum Finans		3.235.808			3.915.916	680.107	12,70%	
INFORMATIONSTEKNOLOGI								
SAMSUNG ELECTRONICS CO LTD PREF	653.039	1.462.346	527,000	KRW	1.833.605	371.259	5,95%	Seoul
KYOCERA CORP	1.472.100	773.800	9.490,00	JPY	878.183	104.383	2,85%	Tokyo
AMDOCS LTD	4.206.330	648.196	31,94	USD	794.399	146.203	2,58%	New York
SAMSUNG ELECTRONICS CO LTD GDR	105.036	89.413	383,25	USD	238.024	148.612	0,77%	London
SAMSUNG ELECTRONICS CO LTD PREF GDR	146.978	148.488	240,50	USD	209.010	60.522	0,68%	London
SMÅPOSTER,		56.823			56.102	-721	0,18%	
Sum Informationsteknologi		3.179.065			4.009.323	830.258	13,00%	
TELEKOMMUNIKATION								
MTN GROUP LTD	4.541.975	386.032	109,32	ZAR	399.085	13.053	1,29%	Johannesburg
BHARTI AIRTEL LTD	9.032.031	380.241	298,55	INR	359.475	-20.766	1,17%	National India
TOTAL ACCESS TELECOMMUNICATION PLC_	49.674.500	153.544	34,00	THB	308.906	155.362	1,00%	Singapore
PT INDOSAT TBK ADR	703.107	103.833	32,75	USD	136.155	32.321	0,44%	New York
SMÅPOSTER		25.939			68.760	42.822	0,22%	
Sum Telekommunikation		1.049.590			1.272.381	222.791	4,13%	
FORSYNING								
CENTRAIS ELETRICAS BRASILEIRAS SA PREF	9.644.702	541.052	30,20	BRL	995.270	454.218	3,23%	Sao Paulo
CENTRAIS ELETRICAS BRASILEIRAS SA	3.531.782	316.713	24,70	BRL	298.082	-18.631	0,97%	Sao Paulo
CALPINE CORP	2.916.955	207.821	13,63	USD	235.086	27.265	0,76%	New York
Sum Forsyning		1.065.585			1.528.437	462.852	4,96%	
I alt værdipapirportefølje		25.862.524			29.868.534	4.006.010	96,86%	
Disponibel likviditet					968.016		3,14%	
I alt andelskapital					30.836.549		100,00%	
Basiskurs i NOK per 30.04.2010		736,2443						

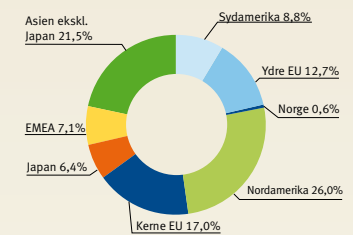
SKAGEN GLOBAL

En verden af muligheder*

BRANCHEFORDELING**



GEOGRAFISK FORDELING**



DE 10 STØRSTE INVESTINGER I SKAGEN GLOBAL

Samsung Electronics	7,4 %
Elektrobras	4,2 %
Tyco International	4,2 %
Bunge	3,7 %
LG Corp	3,5 %
Pfizer	3,4 %
Pride International	3,2 %
Kyocera	3,0 %
Parmalat	2,8 %
Cheung Kong Holdings	2,7 %

* Fra heden nord for Skagen. 1885.

Udsnit. Af P.S. Krøyer

Billedet tilhører Skagens Museum.

** Vægtet i forhold til netto forvaltningskapital



SKAGEN KON-TIKI

Viser vej i nyt farvand*

Aktiefonden SKAGEN Kon-Tiki investerer i undervurderede, underanalyserede og upopulære aktier i diverse brancher over hele verden. Mindst halvdelen af kapitalen placeres i vækstmarkeder. For at opfylde vores krav om en fornuftig sektorbalance kan op til halvdelen af kapitalen være investeret i markeder, der indgår i MSCI verdensindekset.



Standard & Poor's kvalitativ rating



Dine Penger (DP terning)



Morningstar



Wassum



Lipper EuropeBedste fond 5 år Equity Emerging Markets



Citywire (3 års periode) nr. 1 af 134

Fondens startdato 5. april 2002

Afkast siden lancering 395,6 %

Gennemsnitligt årligt afkast 21,9 %

Forvaltningskapital 34,5 mia DKK

Antal kendte investorer 83.809

Tegningsprovision 0%

Indløsningsprovision 0%

Forvaltningshonorar 2,0% pr. år +/- resultatafhængigt

Mindste tegningsbeløb Kr. 1.000

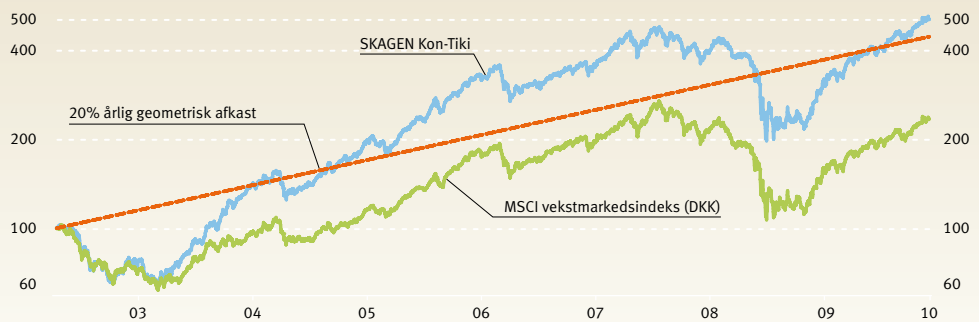
Godkendt til markedsføring Norge, Sverige, Danmark, Finland, Holland, Luxembourg, Island og Storbritannien

Referenceindeks MSCI Daily Total Return Net Dividends \$ Emerging Markets

UCITS-fond Ja

Porteføljeforvalter Kristoffer Stensrud

KURSHISTORIK SKAGEN KON-TIKI



Værdipapir	Antal	Købsværdi NOK	Markeds-kurs	Valuta	Markeds-værdi NOK	Urealiseret gevinst/tab	Andel af fonden	Børs
ENERGI								
PRIDE INTERNATIONAL INC	7.120.000	1.221.672	30,33	USD	1.276.910	55.238	3,28 %	New York
BAKER HUGHES INC	4.324.900	1.232.077	49,76	USD	1.272.519	40.442	3,27 %	New York
SEADRILL LTD	5.800.198	497.556	150,40	NOK	872.350	374.794	2,24 %	Oslo Børs
OGX PETROLEO E GAS PARTICIPACOES SA	9.730.000	188.504	17,32	BRL	578.036	389.532	1,48 %	Sao Paulo
PETROLEO BRASILEIRO PREF ADR	1.639.900	253.524	37,94	USD	367.894	114.370	0,94 %	New York
TULLOW OIL PLC	3.394.900	206.966	11,47	GBP	352.013	145.048	0,90 %	London
INDO TAMBANGRAYA MEGAH PT	9.377.500	134.508	39,050	IDR	240.276	105.769	0,62 %	Indonesia
DEEP SEA SUPPLY PLC	11.096.000	109.900	12,15	NOK	134.816	24.916	0,35 %	Oslo Børs
SMÅPOSTER		178.536			176.677	-1.859	0,45 %	
Sum Energi		4.023.242			5.271.492	1.248.250	13,53 %	
MATERIALER								
VALE SA SPONS ADR	5.750.000	461.566	26,91	USD	914.933	453.367	2,35 %	New York
FIRST QUANTUM MINERALS LTD	1.000.000	380.815	77,94	CAD	455.170	74.355	1,17 %	Toronto
EQUINOX MINERALS LTD	15.000.000	327.469	4,02	CAD	352.152	24.683	0,90 %	Toronto
ASIA CEMENT CHINA HOLDINGS	46.742.500	172.552	3,80	HKD	135.348	-37.204	0,35 %	Hong Kong
DRDGOLD LTD ADR	3.745.997	207.630	5,03	USD	111.415	-96.215	0,29 %	NASDAQ
AQUARIUS PLATINUM LIMITED	2.687.272	45.067	4,36	GBP	105.869	60.802	0,27 %	London
SMÅPOSTER		146.273			167.172	20.898	0,43 %	
Sum Materialer		1.741.372			2.242.058	500.686	5,75 %	
KAPITALGODER, SERVICE OG TRANSPORT								
ABB LTD	4.635.249	490.655	140,90	SEK	532.935	42.280	1,37 %	Stockholm
EMPRESAS ICA S.A.B	33.669.200	495.513	32,51	MXN	529.779	34.267	1,36 %	Mexico
AVENG LTD	16.007.944	462.897	37,20	ZAR	478.778	15.882	1,23 %	Johannesburg
NORDIC AMERICAN TANKER SHIPPING LTC	1.580.000	274.568	31,24	USD	291.861	17.292	0,75 %	New York
STRABAG SE	1.625.310	235.502	19,85	EUR	253.324	17.822	0,65 %	Wien
HARBIN POWER EQUIPMENT CO LTD	51.000.000	507.184	6,19	HKD	240.556	-266.628	0,62 %	Hong Kong
ENKA INSAAT VE SANAYI AS	7.499.999	107.999	7,20	TRY	215.460	107.461	0,55 %	Istanbul
A P MOLLER - MAERSK A	4.071	182.810	45,750	DKK	196.492	13.682	0,50 %	København
TEKFEN HOLDING AS	7.521.955	113.251	5,35	TRY	160.567	47.317	0,41 %	Istanbul
NORWEGIAN AIR SHUTTLE ASA	1.088.900	70.339	134,50	NOK	146.457	76.118	0,38 %	Oslo Børs
ALARKO HOLDING AS	9.397.706	116.891	3,72	TRY	139.488	22.597	0,36 %	Istanbul
LG CORP PREF	808.430	118.266	31,500	KRW	135.859	17.593	0,35 %	Seoul
AIRASIA BHD	51.131.000	118.077	1,35	MYR	128.390	10.313	0,33 %	Kuala Lumpur
SMÅPOSTER		243.266			181.669	-61.597	0,47 %	
Sum Kapitalgoder, service og transport		3.537.218			3.631.616	94.399	9,32 %	
CYKLISKE FORBRUGSGODER								
HYUNDAI MOTOR COMPANY PREF (2PB)	3.589.600	570.522	49,300	KRW	944.120	373.599	2,42 %	Seoul
HYUNDAI MOTOR PREF (1P)	3.241.110	515.633	47,200	KRW	816.150	300.517	2,09 %	Seoul
LG ELECTRONICS INC PREF	3.150.000	850.969	46,050	KRW	773.882	-77.087	1,99 %	Seoul
MAHINDRA & MAHINDRA LTD GDR	7.634.388	137.005	11,90	USD	537.191	400.187	1,38 %	London
GREAT WALL MOTOR CO LTD	44.940.188	169.275	14,32	HKD	490.380	321.105	1,26 %	Hong Kong
SHANGRI-LA ASIA LTD	14.800.812	126.234	15,16	HKD	170.978	44.744	0,44 %	Hong Kong
SMÅPOSTER		58.488			41.619	-16.868	0,11 %	
Sum Cykliske forbrugsgoder		2.428.126			3.774.321	1.346.196	9,68 %	
STABILE FORBRUGSGODER								
COSAN LTD-CLASS A SHARES	8.900.000	443.737	10,62	USD	558.885	115.148	1,43 %	New York
YAZICILAR HOLDING AS	9.654.470	239.354	10,60	TRY	408.326	168.973	1,05 %	Istanbul
MARINE HARVEST ASA	65.206.000	243.642	5,50	NOK	358.959	115.317	0,92 %	Oslo Børs
SHOPRITE HOLDINGS LTD	5.498.583	226.138	79,00	ZAR	349.248	123.110	0,90 %	Johannesburg
CHAODA MODERN AGRICULTURE	39.214.000	209.422	9,03	HKD	269.826	60.404	0,69 %	Hong Kong
PZ CUSSONS PLC	9.828.572	164.886	2,74	GBP	243.627	78.742	0,63 %	London
KULIM MALAYSIA BERHAD	16.875.100	213.083	7,40	MYR	232.269	19.186	0,60 %	Kuala Lumpur
PODRAVKA PREHRAMBENA IND DD	406.584	111.935	345,00	HRK	152.195	40.259	0,39 %	Zagreb
ROYAL UNIBREW A/S	489.758	82.208	211,00	DKK	109.023	26.814	0,28 %	København
EAST AFRICAN BREWERIES LTD	7.563.846	80.416	170,00	KES	99.011	18.594	0,25 %	Nairobi
SMÅPOSTER		183.097			197.773	14.677	0,51 %	
Sum Stabile forbrugsgoder		2.197.918			2.979.142	781.223	7,64 %	

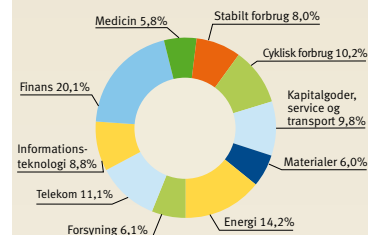
Værdipapir	Antal	Købsværdi NOK	Markeds-kurs	Valuta	Markeds-værdi NOK	Urealiseret gevinst/tab	Andel af fonden	Børs
MEDICIN								
RICHTER GEDEON NYRT	644.343	669.236	42,990	HUF	811.619	142.383	2,08 %	Budapest
STADA ARZNEMITTEL AG	2.571.437	378.703	29,62	EUR	598.055	219.352	1,53 %	Frankfurt
HANMI PHARM CO LTD	920.000	420.608	85,400	KRW	419.160	-1.448	1,08 %	Seoul
EİS ECZACIBASI İLAC VE SANAYİ	20.482.690	139.446	2,72	TRY	222.295	82.849	0,57 %	Istanbul
SMÅPOSTER		77.572			88.032	10.460	0,23 %	
Sum Medicin		1.685.565			2.139.161	453.596	5,49 %	
FINANS								
BANCO DO ESTADO RIO GRANDE DO SUL PREF	27.787.345	540.207	13,40	BRL	1.277.162	736.955	3,28 %	Sao Paulo
STANDARD CHARTERED PLC	7.800.000	901.010	17,57	GBP	1.238.896	337.885	3,18 %	London
HACI OMER SABANCI HOLDING AS	21.165.108	369.989	6,80	TRY	574.252	204.263	1,47 %	Istanbul
EFG-HERMES HOLDING SAE	11.959.505	353.507	36,25	EGP	461.712	108.205	1,18 %	Not Classified
VTB BANK OJSC GDR	13.439.940	390.603	5,42	USD	430.729	40.126	1,11 %	London
JSE LIMITED	5.694.251	214.588	72,32	ZAR	331.094	116.506	0,85 %	Johannesburg
HACI OMER SABANCI HOLDING AS NEW	11.119.988	228.239	6,90	TRY	306.144	77.905	0,79 %	Istanbul
A.F.P. PROVIDA SA ADR	1.084.900	212.338	46,05	USD	295.411	83.074	0,76 %	New York
ISHARES FTSE/XINHUA CHINA 25	1.202.271	262.503	40,84	USD	290.333	27.830	0,74 %	AMEX
KIWOOM SECURITIES CO LTD	1.225.720	224.003	43,100	KRW	281.840	57.838	0,72 %	Seoul
KOREAN REINSURANCE CO	4.671.632	181.791	9,750,00	KRW	243.001	61.210	0,62 %	Seoul
ASYA KATILIM BANKASI AS	14.854.245	96.136	3,96	TRY	234.703	138.567	0,60 %	Istanbul
NORDNET AB	7.807.768	108.417	29,60	SEK	188.586	80.169	0,48 %	Stockholm
YAPI VE KREDİ BANKASI AS	10.911.386	121.600	4,26	TRY	185.465	63.866	0,48 %	Istanbul
TISCO FINANCIAL GROUP NVDR	35.998.300	134.110	27,00	THB	177.868	43.758	0,46 %	Bangkok
MBK DEVELOPMENT PLC	10.000.000	108.590	74,50	THB	136.335	27.745	0,35 %	Bangkok
KIM ENG HOLDINGS LTD	14.707.000	108.192	2,05	SGD	130.094	21.902	0,33 %	Singapore
BANGKOK BANK PUBLIC CO-NVDR	5.530.000	131.522	116,50	THB	117.897	-13.625	0,30 %	Bangkok
POLARIS SECURITIES CO LTD	35.096.641	83.937	15,75	TWD	104.474	20.537	0,27 %	Taipei
ABERDEEN ASSET MANAGEMENT PLC	8.169.291	78.521	1,38	GBP	101.914	23.392	0,26 %	London
SMÅPOSTER		322.381			348.486	26.105	0,89 %	
Sum Finans		5.172.184			7.456.395	2.284.212	19,13 %	
INFORMATIONSTEKNOLOGI								
SAMSUNG ELECTRONICS CO LTD PREF	565.556	1.397.251	527,000	KRW	1.590.086	192.836	4,08 %	Seoul
HON HAI PRECISION INDUSTRY	30.000.000	820.586	148,50	TWD	841.995	21.409	2,16 %	Taipei
SAMSUNG ELECTRONICS CO LTD PREF GDR	510.538	501.048	240,50	USD	726.024	224.976	1,86 %	London
SMÅPOSTER		227.933			102.060	-125.873	0,26 %	
Sum Informationsteknologi		2.946.817			3.260.165	313.348	8,37 %	
TELEKOMMUNIKATION								
SISTEMA JSFC GDR	14.493.791	1.133.077	27,10	USD	2.322.518	1.189.441	5,96 %	London
PT INDOSAT TBK ADR	4.061.505	692.690	32,75	USD	786.513	93.824	2,02 %	New York
BHARTI AIRTEL LTD	19.324.305	885.064	298,55	INR	770.775	-114.289	1,98 %	National India
TOTAL ACCESS TELECOMMUNICATION PLC_	15.933.600	36.014	34,00	THB	99.139	63.125	0,25 %	Singapore
SMÅPOSTER		121.972			140.348	18.376	0,36 %	
Sum Telekommunikation		2.868.816			4.119.294	1.250.477	10,57 %	
FORSYNING								
CENTRAIS ELETRICAS BRASILEIRAS SA PREF	20.802.200	1.414.462	30,31	BRL	2.162.665	748.203	5,55 %	Sao Paulo
CENTRAIS ELETRICAS BRASILEIRAS SA	1.196.000	92.203	24,70	BRL	101.326	9.124	0,26 %	Sao Paulo
Sum Forsyning		1.506.665			2.263.992	757.327	5,81 %	
I alt værdipapirportefølje		28.107.923			37.137.635	9.029.713	95,29 %	
Disponibel likviditet					1.834.227		4,71 %	
i alt andelskapital					38.971.862		100,00 %	
Basiskurs i NOK per 30.04.2010		508,105						



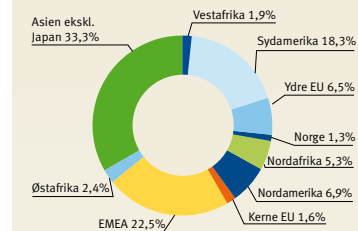
SKAGEN KON-TIKI

Viser vej i nyt farvand*

BRANCHEFORDELING**



GEOGRAFISK FORDELING**



DE 10 STØRSTE INVESTERINGER I SKAGEN KON-TIKI

Sistema	6,0 %
Samsung Electronics	5,9 %
Elektrobras	5,8 %
Hyundai Motor	4,5 %
Banrisul	3,3 %
Pride International	3,3 %
Baker Hughes	3,3 %
Standard Chartered	3,2 %
Vale	2,4 %
Sabancı Holding	2,3 %

* Skagen Rev fyrskib. 1892. Udsnit.
Af Carl Locher
Billedet tilhører Skagens Museum.

** Vægtet i forhold til netto forvaltningskapital



SKAGEN VEKST

Håndplukket for dig *

Aktiefonden SKAGEN Vekst investerer i undervurderede, underanalyserede og upopulære aktier i diverse brancher. Mindst halvdelen af midlerne i fonden skal være investeret i Norge, den resterende kapital investeres i det globale aktiemarked. Målet er at opnå det bedst mulige afkast for den risiko, kunden tager.



Standard & Poor's
kvalitativ rating



Morningstar



Lipper
Nordic 2009, Bedste Fond 10 år
Equity Norway



Fondens startdato 1. december 1993

Afkast siden lancering 1321,8 %

Gennemsnitligt årligt afkast 17,6%

Forvaltningskapital 10,1 mia DKK

Antal kendte investorer 101.700

Tegningsprovision 0%

Indløsningsprovision 0%

Forvaltningshonorar 1,0 % pr. år + 10 % af afkastet ud over 6 % pr. år

Mindste tegningsbeløb Kr. 1.000

Godkendt til markedsføring Norge, Sverige, Danmark, Holland, Luxembourg, Finland, Island og Storbritannien

Referenceindeks OSBX/MSCI AC World

UCITS-fond Ja

Porteføljeforvalter Beate Bredeesen

KURSHISTORIK SKAGEN VEKST



Værdipapir	Antal	Købsværdi NOK	Markeds-kurs	Valuta	Markeds-værdi NOK	Urealiseret gevinst/tab	Andel af fonden	Børs
ENERGI								
PRIDE INTERNATIONAL INC	1.700.000	248.581	31,09	USD	312.176	63.595	2,89%	New York
SOLSTAD OFFSHORE ASA	2.278.000	109.673	125,00	NOK	284.750	175.077	2,63%	Oslo Børs
STATOIL ASA	1.800.000	137.444	143,10	NOK	257.580	120.136	2,38%	Oslo Børs
BONHEUR ASA	1.438.800	106.244	173,50	NOK	249.632	143.388	2,31%	Oslo Børs
GANGER ROLF ASA	1.533.300	156.944	160,00	NOK	245.328	88.384	2,27%	Oslo Børs
DOF ASA	4.954.800	78.559	44,00	NOK	218.011	139.452	2,02%	Oslo Børs
PETROLEO BRASILEIRO PREF ADR	633.000	22.565	38,00	USD	142.075	119.510	1,31%	New York
TRANSOCEAN LTD	321.900	144.365	73,71	USD	140.145	-4.220	1,30%	New York
FARSTAD SHIPPING ASA	730.000	51.132	160,00	NOK	116.800	65.668	1,08%	Oslo Børs
TGS NOPEC GEOPHYSICAL CO ASA	845.800	24.457	113,90	NOK	96.337	71.879	0,89%	Oslo Børs
SIEM OFFSHORE	7.400.000	61.974	11,60	NOK	85.840	23.866	0,79%	Oslo Børs
NORWEGIAN ENERGY CO ASA	5.000.000	79.656	16,60	NOK	83.000	3.344	0,77%	Oslo Børs
NABORS INDUSTRIES LTD	625.000	96.085	21,67	USD	79.996	-16.088	0,74%	New York
SEVAN MARINE ASA	8.900.000	72.255	8,66	NOK	77.119	4.863	0,71%	Oslo Børs
EIDESVIK OFFSHORE ASA	1.900.000	73.466	37,40	NOK	71.060	-2.406	0,66%	Oslo Børs
NORTHERN OFFSHORE LTD	3.415.000	32.972	12,80	NOK	43.712	10.740	0,40%	Oslo Børs
ROWAN COMPANIES INC	228.000	33.504	30,35	USD	40.872	7.368	0,38%	New York
SUPERIOR ENERGY SERVICES INC	235.000	30.989	28,03	USD	38.906	7.917	0,36%	New York
BP PLC ADR	120.000	48.859	53,02	USD	37.580	-11.280	0,35%	New York
FRED OLSEN PRODUCTION ASA	3.000.000	18.735	11,40	NOK	34.200	15.465	0,32%	Oslo Børs
SEABIRD EXPLORATION LTD 07/12 FRN CALL	43.000.000	11.850	78,00	NOK	34.140	22.290	0,32%	Unotert
EMGS KONV 05/11 9%	4.000.000	26.172	120,00	USD	28.771	2.599	0,27%	Unotert
BP PLC SMÅPOSTER	526.893	33.959	5,75	GBP	27.403	-6.556	0,25%	London
SMÅPOSTER		355.916			239.710	-116.206	2,22%	
Sum Energi		2.056.355			2.985.142	928.787	27,61%	
MATERIALER								
NORSK HYDRO ASA	2.925.000	49.029	45,80	NOK	133.965	84.936	1,24%	Oslo Børs
YARA INTERNATIONAL ASA	447.000	35.586	206,50	NOK	92.306	56.720	0,85%	Oslo Børs
NORTHLAND RESOURCES INC	3.820.000	44.176	18,10	NOK	69.142	24.966	0,64%	Oslo Børs
FIBRIA CELULOSE SA ADR	523.250	38.383	20,07	USD	62.028	23.645	0,57%	New York
NORSKE SKOGINDUSTRIER ASA	5.622.000	340.640	9,03	NOK	50.767	-289.873	0,47%	Oslo Børs
OUTOKUMPU OYJ	400.000	64.865	15,98	EUR	50.171	-14.694	0,46%	Helsinki
HINDALCO INDUSTRIES LTD	1.950.673	46.052	178,50	INR	46.342	290	0,43%	National India
KWS SAAT AG	45.473	30.755	123,30	EUR	44.008	13.253	0,41%	Frankfurt
BOLIDEN AB	394.960	15.112	100,90	SEK	32.475	17.362	0,30%	Stockholm
ROTTNEROS AB	46.084.364	28.752	0,79	SEK	29.668	916	0,27%	Stockholm
SMÅPOSTER		73.878			105.946	32.068	0,98%	
Sum Materialer		767.228			716.816	-50.411	6,63%	
KAPITALGODER, SERVICE OG TRANSPORT								
KONGSBERG GRUPPEN ASA_	3.250.000	95.932	116,00	NOK	377.000	281.068	3,49%	Oslo Børs
LG CORP	500.000	99.389	76.000,00	KRW	202.149	102.759	1,87%	Seoul
WILH. WILHELMSSEN ASA-A	1.357.250	96.014	142,50	NOK	193.408	97.394	1,79%	Oslo Børs
STOLT-NIELSEN SA	1.935.100	240.156	92,75	NOK	179.481	-60.675	1,66%	Oslo Børs
NORWEGIAN AIR SHUTTLE ASA	1.150.000	47.830	134,50	NOK	154.675	106.845	1,43%	Oslo Børs
DOCKWISE LTD	725.000	131.662	172,00	NOK	124.700	-6.962	1,15%	Oslo Børs
ODFJELL SE-A	2.600.000	115.458	46,20	NOK	120.120	4.662	1,11%	Oslo Børs
AVENG LTD	2.575.700	75.193	37,20	ZAR	76.993	1.800	0,71%	Johannesburg
SIEMENS AG	120.000	64.997	74,34	EUR	70.019	5.023	0,65%	Frankfurt
KONGSBERG AUTOMOTIVE ASA	13.400.000	101.894	5,08	NOK	68.072	-33.822	0,63%	Oslo Børs
I.M. SKAUGEN SE	1.725.000	21.491	36,60	NOK	63.135	41.644	0,58%	Oslo Børs
TOMRA SYSTEMS ASA	2.150.000	62.478	28,50	NOK	61.275	-1.203	0,57%	Oslo Børs
BUNGE LTD	175.000	58.356	54,24	USD	56.064	-2.292	0,52%	New York
AIR FRANCE-KLM	600.000	86.320	11,90	EUR	56.042	-30.278	0,52%	Amsterdam
GLAMOX ASA	5.944.034	5.852	8,00	NOK	47.552	41.700	0,44%	Unotert
AKER ASA	280.000	62.861	155,00	NOK	43.400	-19.461	0,40%	Oslo Børs
GILDEMEISTER AG	500.000	27.327	10,22	EUR	40.128	12.801	0,37%	Frankfurt
LG CORP PREF	225.000	25.856	31.500,00	KRW	37.703	11.847	0,35%	Seoul
TRELLEBORG AB-B	850.000	37.905	53,00	SEK	36.711	-1.194	0,34%	Stockholm
KVERNELAND ASA	9.300.000	51.388	3,62	NOK	33.666	-17.722	0,31%	Oslo Børs
SIMRAD OPTRONICS ASA	4.404.000	22.329	7,40	NOK	32.590	10.261	0,30%	Oslo Børs
SMÅPOSTER		239.225			159.444	-79.781	1,47%	
Sum Kapitalgoder, service og transport		1.769.913			2.234.327	464.414	20,67%	

Værdipapir	Antal	Købsværdi NOK	Markeds-kurs	Valuta	Markeds-værdi NOK	Urealiseret gevinst/tab	Andel af fonden	Børs
CYKLISKE FORBRUGSGODER								
ROYAL CARIBBEAN CRUISES LTD	850.000	74.328	36,75	USD	184.504	110.176	1,71%	New York
ROYAL CARIBBEAN CRUISES LTD_	750.000	75.061	217,50	NOK	163.125	88.064	1,51%	Oslo Børs
HURTIGRUTEN ASA	26.086.000	88.325	5,89	NOK	153.647	65.322	1,42%	Oslo Børs
LG ELECTRONICS INC PREF	600.000	144.988	46.050,00	KRW	146.983	1.996	1,36%	Seoul
REZIDOR HOTEL GROUP AB	4.000.000	94.869	34,00	SEK	110.826	15.957	1,03%	Stockholm
DSG INTERNATIONAL PLC	25.714.285	216.767	0,33	GBP	76.919	-139.848	0,71%	London
MAHINDRA & MAHINDRA LTD GDR	800.000	13.797	11,81	USD	55.805	42.007	0,52%	London
PEUGEOT SA	300.000	74.048	22,45	EUR	52.863	-21.185	0,49%	Paris
HANKOOK TIRE CO LTD	324.160	30.066	24.950,00	KRW	43.025	12.958	0,40%	Seoul
SMÅPOSTER		79.653			65.469	-14.184	0,61%	
Sum Cykliske forbrugsgoder		891.902			1.053.165	161.264	9,74%	
STABILE FORBRUGSGODER								
CHIQUITA BRANDS INTL	1.164.000	95.469	14,99	USD	103.059	7.590	0,95%	New York
CERMAQ ASA	1.536.000	56.887	66,50	NOK	102.144	45.257	0,94%	Oslo Børs
CHAROEN POKPHAND FOODS PCL	29.176.700	23.829	15,50	THB	82.579	58.750	0,76%	Bangkok
YAZICILAR HOLDING AS	750.000	25.622	10,60	TRY	31.642	6.020	0,29%	Istanbul
PEOPLE'S FOOD HOLDING LTD	9.364.000	24.107	0,70	SGD	28.240	4.133	0,26%	Singapore
SMÅPOSTER		219.165			163.621	-55.545	1,51%	
Sum Stabile forbrugsgoder		445.079			511.284	66.205	4,73%	
MEDICIN								
PFIZER INC	900.000	118.812	16,89	USD	89.785	-29.027	0,83%	New York
CLAVIS PHARMA ASA	1.480.000	48.398	56,25	NOK	83.250	34.852	0,77%	Oslo Børs
AXIS-SHIELD PLC GBP	1.177.057	41.126	4,32	GBP	45.979	4.854	0,43%	London
PHOTOCURE ASA	900.000	35.804	50,00	NOK	45.000	9.196	0,42%	Oslo Børs
MEDI-STIM ASA	1.710.000	21.367	23,00	NOK	39.330	17.963	0,36%	Oslo Børs
AXIS-SHIELD PLC	989.400	25.036	39,50	NOK	39.081	14.045	0,36%	Oslo Børs
SMÅPOSTER		162.559			146.857	-15.702	1,36%	
Sum Medicin		453.102			489.283	36.181	4,53%	
FINANS								
NORWEGIAN PROPERTY ASA	14.471.000	134.209	11,84	NOK	171.337	37.128	1,58%	Oslo Børs
OLAV THON EIENDOMSSKAP ASA_	180.000	33.812	766,00	NOK	137.880	104.068	1,28%	Oslo Børs
HANNOVER RUECKVERSICHERUNG AG	435.000	87.663	35,27	EUR	120.440	32.776	1,11%	Frankfurt
HACI OMER SABANCI HOLDING AS	3.694.444	57.429	6,80	TRY	99.991	42.562	0,92%	Istanbul
AAREAL BANK AG	550.000	82.017	16,52	EUR	71.316	-10.701	0,66%	Frankfurt
IMAREX ASA	1.026.100	65.709	52,00	NOK	53.357	-12.351	0,49%	Oslo Børs
SPAREBANKEN ØST	1.480.400	26.008	34,40	NOK	50.926	24.918	0,47%	Oslo Børs
KOREAN REINSURANCE CO	952.093	11.485	9.750,00	KRW	49.382	37.898	0,46%	Seoul
HITECVISION AS	740.000	3.978	65,00	NOK	48.100	44.122	0,44%	Unotert
YAPI VE KREDI BANKASI AS	1.920.003	22.128	4,26	TRY	32.555	10.427	0,30%	Istanbul
IRSA SA GDR	428.600	33.804	12,61	USD	31.923	-1.881	0,30%	New York
SPAREBANK 1 SR-BANK	590.917	27.850	54,00	NOK	31.910	4.060	0,30%	Oslo Børs
SPAREBANKEN VEST	325.600	29.304	93,00	NOK	30.281	977	0,28%	Oslo Børs
NORWEGIAN FINANS HOLDING ASA	13.620.000	27.200	2,00	NOK	27.200	0	0,25%	Unotert
SMÅPOSTER		161.102			124.808	-36.295	1,15%	
Sum Finans		803.697			1.081.404	277.706	10,00%	
INFORMATIONSTEKNOLOGI								
SAMSUNG ELECTRONICS CO LTD PREF GDR	135.332	107.008	240,50	USD	192.241	85.233	1,78%	London
SAMSUNG ELECTRONICS CO LTD GDR	50.000	19.712	383,25	USD	113.183	93.471	1,05%	London
KYOCERA CORP	120.000	86.708	9.490,00	JPY	71.374	-15.334	0,66%	Tokyo
Q-FREE ASA	3.000.000	41.112	19,20	NOK	57.600	16.488	0,53%	Oslo Børs
ELTEK ASA	19.000.000	102.370	2,80	NOK	53.200	-49.170	0,49%	Oslo Børs
SAMSUNG SDI CO LTD	51.320	21.573	149.000,00	KRW	40.678	19.105	0,38%	Seoul
PROACT IT GROUP AB	468.000	15.543	104,75	SEK	39.949	24.406	0,37%	Stockholm
SMÅPOSTER		169.100			108.858	-60.242	1,01%	
Sum Informationsteknologi		563.126			677.083	113.957	6,26%	
TELEKOMMUNIKATION								
TELENOR ASA	2.930.000	116.756	84,40	NOK	247.292	130.536	2,29%	Oslo Børs
SISTEMA JSFC GDR	650.000	18.978	26,98	USD	103.582	84.604	0,96%	London
MOBILE TELESYSTEMS ADR	250.000	38.672	55,64	USD	82.159	43.487	0,76%	New York
TELEKOMUNIKASI INDONESIA TBK ADR	290.000	16.154	34,78	USD	59.574	43.420	0,55%	New York
VIMPELCOM ADR	650.000	27.328	15,50	USD	59.508	32.180	0,55%	New York
TOTAL ACCESS TELECOMMUNICATION PLC_	8.560.000	7.587	34,00	THB	53.144	45.556	0,49%	Singapore
PT INDOSAT TBK ADR	200.000	33.265	33,08	USD	39.077	5.813	0,36%	New York
SMÅPOSTER		7.842			3.024	-4.818	0,03%	
Sum Telekommunikation		266.583			647.361	380.778	5,99%	
FORSYNING								
CENTRAIS ELETRICAS BRASILEIRAS SA PREF	2.234.800	90.180	30,65	BRL	233.710	143.531	2,16%	Sao Paulo
SMÅPOSTER		20.483			21.257	774	0,20%	
Sum Forsyning		110.662			254.967	144.305	2,36%	
I alt værdipapirporteføje		8.127.648			10.650.832	2.523.185	98,51%	
Disponibel likviditet					161.055		1,49%	
I alt andelskapital					10.811.887		100,00%	

Basiskurs i NOK per 30.04.2010

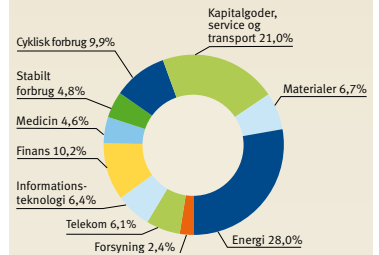
1.361,7748



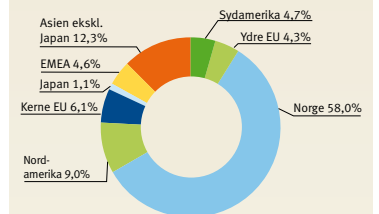
SKAGEN VEKST

Håndplukket for dig *

BRANCHEFORDELING**



GEOGRAFISK FORDELING**



DE 10 STØRSTE INVESTINGER I SKAGEN VEKST

Kongsberg Gruppen	3,5 %
Royal Caribbean Cruises	3,2 %
Pride International	2,9 %
Samsung Electronics	2,8 %
Solstad Offshore	2,6 %
Statoil	2,4 %
Elektrobras	2,4 %
Bonheur	2,3 %
Telenor	2,3 %
Ganger Rolf	2,3 %

*Børn og unge piger plukker blomster på en mark nord for Skagen. 1887. Udsnit. Af Michael Ancher.

Billedet tilhører Skagens Museum.

** Vægtet i forhold til netto forvaltningskapital



SKAGEN TELLUS

Åbner døren til globale renter *

SKAGEN Tellus er en aktivt forvaltet obligationsfond, som investerer i obligationer og certifikater i hele verden udstedt af, eller garanteret af, stater, regionale myndigheder og finansinstitutioner. Målet er at opnå det højeste mulige risikojusterede afkast for den risiko, kunden tager.



Fondens startdato	29. september 2006
Afkast siden lancering	26,24%
Gennemsnitligt årligt afkast	6,72%
Forvaltningskapital	368 mio DKK
Antal kendte investorer	1.699
Tegningsprovision	0 %
Indløsningsprovision	0 %
Forvaltningshonorar	0,8 % pr. år
Mindste tegningsbeløb	Kr. 1.000
Godkendt til markedsføring	Norge, Sverige, Danmark, Holland, Luxembourg, Finland, Island og Storbritannien
Referenceindeks	Barclays Capital Global Treasury Indeks, 3-5 år
UCITS-fond	Ja
Porteføljeforvalter	Torgeir Høyen

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

Værdipapirportefølje	Forfalds- dato	Kupon	Nominelt MNOK (i tusinder)	Kestpris MNOK (i tusinder)	Markeds- kurs	Vedhæn- nings- renter, NOK (i tusinder)	Markeds- værdi MNOK (i tusinder)	Markeds- værdi MNOK (i tusinder)	Urealiseret gevinst/tab NOK (i tusinder)	Andel af fonden, %
STATSOBLIGASJONER										
NEW SOUTH WALES STAT	03.09.2010	0,00	3.000	15.177	541,29	0	16.239	16.239	1.061	3,91 %
BRASILIANSK STAT	10.01.2028	10,25	9.800	29.029	346,46	1.047	33.953	34.999	4.924	8,44 %
CANADISK STAT	01.09.2011	1,00	3.150	17.270	579,37	30	18.250	18.280	980	4,41 %
COLOMBIANSK STAT	28.06.2027	9,85	4.000.000	13.120	0,38	998	15.102	16.100	1.982	3,88 %
TYSK STAT	10.09.2010	4,00	0	0	796,22	399	0	399	0	0,10 %
UK STAT	07.03.2011	4,25	2.200	20.382	930,12	124	20.463	20.586	81	4,96 %
HONG KONG STAT	08.12.2010	0,00	24.500	18.379	75,96	0	18.610	18.610	231	4,49 %
INDONESISKE STAT	15.07.2027	9,22	40.000.000	22.851	0,07	701	27.637	28.338	4.785	6,83 %
ISRAELSK STAT	29.04.2011	7,00	10.000	16.396	165,95	0	16.595	16.595	198	4,00 %
MEXIKANSK STAT	20.11.2036	10,00	39.000	19.955	58,52	663	22.821	23.484	2.866	5,66 %
MALAYSIAN GOVERNMENT	28.04.2011	3,76	11.000	20.157	187,55	4	20.630	20.634	473	4,97 %
NORSK STAT	22.05.2019	4,50	36.000	38.505	106,77	0	38.437	38.437	-68	9,27 %
NEW ZEALAND STAT	15.05.2021	6,00	4.000	17.335	436,45	0	17.458	17.458	123	4,21 %
PERUANSK STAT	12.08.2037	6,90	7.700	17.107	218,91	236	16.856	17.092	-251	4,12 %
TAIWAN STAT	10.02.2012	0,22	100.000	18.670	18,78	9	18.782	18.791	112	4,53 %
LITHUANIA GOVERNMENT	11.02.2020	7,37	3.000	19.517	644,80	287	19.344	19.631	-172	4,73 %
US TREASURY	31.03.2012	1,00	6.000	36.343	590,27	29	35.416	35.445	-927	8,55 %
Sum Værdipapirportefølje				340.193.799		4.525.758	356.593.519	361.119.277	16.399.720	87,06 %
Disponibel likviditet				53.559.101		21	53.679.868	53.679.889	120.766	12,94 %
TOTAL				393.752.900		4.525.779	410.273.386	414.799.166	16.520.486	100,00 %

* Effektivt underliggende afkast justeret for forvaltningshonorar.

** Varighed er et forenklet udtryk for hvor meget obligationens kurs vil ændre sig hvis renten ændrer sig 1 procentpoint.

Effektiv rente er det gennemsnitlige årlige afkast på et rentepapir indtil det forfalder, givet at der ikke sker eventuel førtidsindfrielse. Begrebet er baseret på en række teoretiske forudsætninger, herunder geninvestering af kuponbetalinger til samme rente.

Værdipapirer er vurderet til markedskurs 2009.11.30

Hvor der ikke eksisterer "market-maker" kurser er obligationer og eventuelle certifikater prisen fastsat mod den gældende yieldkurve på tidspunkt for opgørelsen.

Regnskab

PR. 31.03.2010

Resultatregnskap (angitt i hele tusen kroner)	SKAGEN Vekst 1.kv 10	SKAGEN Global 1.kv 10	SKAGEN Kon-Tiki 1.kv 10	SKAGEN Avkastning 1.kv 10	SKAGEN Høyrente 1.kv 10	SKAGEN Høyrente Institusjon 1.kv 10	SKAGEN Tellus 1.kv 10	SKAGEN Krona** 1.kv 10
PORTEFØLJEINTEKTER OG -KOSTNADER								
Renteinntekter/-kostnader	1 682	242	12 060	10 161	25 348	10 287	4 613	365
Aksjeutbytte	43 039	205 798	156 135	-	-	-	-	-
Gevinst/tap ved realisasjon	108 461	482 240	547 957	9 745	345	2 381	-3 352	-
Endring urealiserte kursgevinster/tap	649 620	1 229 158	1 951 310	-4 699	-825	-3 315	14 237	-66
Garantiprovisjon	546	-	-	-	-	-	-	-
Kurtasje	-1 781	-9 854	-8 627	-8	-29	-20	-22	-13
Agio/disagio	-11 271	-57 355	-20 201	-4 779	-	-	84	-
PORTEFØLJERESULTAT	790 296	1 850 229	2 638 634	10 420	24 839	9 334	15 559	286
FORVALTNINGSINTEKTER OG -KOSTNADER								
Provisjonsinntekter fra tegning og innløsning av andeler	-	-	-	-	-	-	-	-
Forvaltningshonorar fast	-25 912	-77 916	-170 670	-1 978	-2 528	-674	-775	-151
Beregnet variabelt forvaltningshonorar *	-63 472	-293	-68 846	-	-	-	-	-
Forvaltningsresultat	-89 384	-78 208	-239 516	-1 978	-2 528	-674	-775	-151
RESULTAT FØR SKATTEKOSTNAD	700 912	1 772 020	2 399 118	8 442	22 311	8 660	14 784	135
Skattekostnad	-3 497	-26 442	-16 482	-	-	-	-54	-
PERIODE RESULTAT	697 416	1 745 579	2 382 636	8 442	22 311	8 660	14 730	135

Balanse	SKAGEN Vekst 31.03.2010	SKAGEN Global 31.03.2010	SKAGEN Kon-Tiki 31.03.2010	SKAGEN Avkastning 31.03.2010	SKAGEN Høyrente 31.03.2010	SKAGEN Høyrente Institusjon 31.03.2010	SKAGEN Tellus 31.03.2010	SKAGEN Krona** 31.03.2010
EIENDELER								
Norske verdipapirer til kostpris	4 380 129	23 868	979 776	1 253 510	2 764 135	1 111 493	23 461	-
Utenlandske verdipapirer til kostpris	3 781 769	26 038 065	24 632 971	189 966	-	-	329 436	201 411
Urealiserte kursgevinster	2 677 153	4 445 150	8 812 580	5 814	338	893	13 966	24
Opptjente renter verdipapir	2 733	156	-	5 837	14 454	5 696	5 951	227
Sum verdipapirportefølje	10 841 784	30 507 239	34 425 327	1 455 128	2 778 927	1 118 082	372 814	201 662
Tilgodehavende aksjeutbytte	35 657	172 313	201 538	-	-	-	-	-
Tilgodehavende skatt på aksjeutbytte	2 091	25 586	749	-	-	-	-	-
Opptjente renter bank	-	-	-	-	-	-	-	-
Sum opptjente, ikke mottatte inntekter	37 748	197 899	202 287	-	-	-	-	-
Til gode fra meglere	17 041	19 379	541 921	-	-	-	-	-
Til gode fra forvaltningsselskapet	-	-	-	-	-	-	-	-
Andre fordringer	-	-	-	249	-	-	-	-
Sum andre fordringer	17 042	19 380	541 922	-	-	-	-	-
Bankinnskudd	122 256	1 182 857	2 703 120	132 896	1 181 219	580 711	23 931	45 149
SUM EIENDELER	11 018 830	31 907 375	37 872 655	1 588 273	3 960 147	1 698 792	396 747	246 811
EGENKAPITAL								
Andelskapital til pålydende	802 353	4 243 819	7 398 371	1 261 323	3 892 221	1 687 875	367 502	243 116
Overkurs	1 248 641	17 635 856	16 868 876	416 874	37 490	-2 453	12 859	1 373
Innskutt egenkapital	2 050 994	21 879 675	24 267 246	1 678 196	3 929 711	1 685 422	380 361	244 489
Opptjent egenkapital	8 847 570	9 424 090	13 042 201	-91 901	27 099	12 696	14 386	1 715
SUM EGENKAPITAL	10 898 564	31 303 765	37 309 447	1 586 295	3 956 810	1 698 118	394 747	246 203
GJELD								
Banktrekk	-	-	-	-	-	-	-	-
Skyldig til meglere	20 461	-	226 366	-	-	-	-	-
Skyldig til forvaltningsselskapet	89 383	78 208	239 515	1 978	2 528	674	775	151
Annen gjeld	10 422	525 402	97 327	-	809	-	1 224	457
Sum annen gjeld	120 266	603 610	563 208	1 978	3 337	674	2 000	608
SUM GJELD OG EGENKAPITAL	11 018 830	31 907 375	37 872 655	1 588 273	3 960 147	1 698 792	396 747	246 811
Antall utstedte andeler	8 023 563,42	43 044 155,25	73 897 869,30	12 611 373,33	38 917 091,77	16 829 066,34	3 682 949,00	2 435 501,00
Basiskurs per andel	1 358,3178	737,7431	504,2964	125,7634	101,6620	100,6335	107,4216	101,2697

Note: Avvik på kursen i forhold til porteføljene skyldes periodiseringsavvik pr 31.03.2010.

* Beregnet variabelt forvaltningshonorar per 31.03.10: I henhold til vedtektene skal endelig avregning skje per 31.12.2010 basert på verdiutviklingen i resten av året.

** Angitt i hele tusen svenske kroner

Afkast- og risikomålinger

Afkast oversigt *

Afkast	1 år	12 mdr	36 mdr	60 mdr	120 mdr	Levetid
SKAGEN Vekst	13,6 %	60,6 %	-1,6 %	13,9 %	11,9 %	17,6 %
Oslo Børs Benchmark Index (OSEBX) linked OSEBX/MSCI AC Total Return Index	10,6 %	70,6 %	-5,6 %	10,5 %	7,6 %	9,8 %
SKAGEN Global	11,6 %	50,6 %	-1,0 %	11,4 %	8,2 %	17,4 %
MSCI World Linked Index (DM trough AC Total Return)	11,5 %	36,8 %	-5,9 %	2,7 %	-3,4 %	1,2 %
SKAGEN Kon-Tiki	14,1 %	70,3 %	10,8 %	22,7 %		21,9 %
MSCI Emerging Markets Index (Daily Traded Net Total Return)	11,9 %	56,7 %	5,0 %	15,9 %		10,9 %
SKAGEN Tellus (DKK)	10,83%	19,96%	6,47%			6,72%
Barclays Capital Global Treasury Index 3 - 5 years (DKK)	6,51%	5,93%	8,11%			5,73%

	Vekst	Global	Kon-Tiki	Tellus
RISIKOMÅLING SENESTE 3 ÅR				
Standard afvigelse, fond	29,7 %	23,8 %	30,2 %	8,2 %
Standard afvigelse, reference indeks	38,6 %	18,7 %	28,5 %	8,6 %
Sharpe-ratio, fond	-0,17	-0,18	0,25	0,38
Sharpe-ratio, reference indeks	-0,23	-0,49	0,06	0,55
Relativ volatilitet / Tracking error	12,7 %	9,7 %	6,2 %	12,7 %
IR	0,31	0,51	0,95	-0,13

PRÆSTATIONSMÅLING SENESTE 3 ÅR				
Relativ gevinst	80%	132%	109%	96%
Relativt tab	76%	108%	95%	111%
Relativ gevinst/tab-ratio	1,06	1,22	1,15	0,87
Positive indeksafvigelser	18,27	15,00	12,45	15,04
Negative indeksafvigelser	14,23	9,95	6,62	16,42
Indeks afvigelse-ratio	1,28	1,51	1,88	0,92

RISIKOMÅLING SENESTE 5 ÅR		DKK		
Standard afvigelse, fond	25,0 %	20,7 %	26,6 %	
Standard afvigelse, reference indeks	32,1 %	15,7 %	24,7 %	
Sharpe-ratio, fond	0,43	0,40	0,73	
Sharpe-ratio, reference indeks	0,23	-0,03	0,51	
Relativ volatilitet / Tracking error	11,1 %	8,9 %	5,6 %	
IR	0,30	0,97	1,23	

PRÆSTATIONSMÅLING SENESTE 5 ÅR				
Relativ gevinst	83%	145%	111%	
Relativt tab	73%	110%	95%	
Relativ gevinst/tab-ratio	1,14	1,32	1,16	
Positive indeksafvigelser	15,86	15,63	10,98	
Negative indeksafvigelser	12,92	7,76	5,33	
Indeks afvigelse-ratio	1,23	2,01	2,06	

PRÆSTATIONSMÅLING SIDEN LANCERING				
Relativ gevinst	96%	165%	125%	101%
Relativt tab	74%	102%	99%	93%
Relativ gevinst/tab-ratio	1,31	1,61	1,27	1,09
Positive indeksafvigelser	16,42	23,04	15,20	14,78
Negative indeksafvigelser	9,64	8,77	5,90	14,05
Indeks afvigelse-ratio	1,70	2,63	2,58	1,05

* Alle afkaststal over 12 måneder er annualiseret

Benchmarkindeks for SKAGEN Kon-Tiki var verdensindekset indtil 31. december 2003 og siden da emerging markets-indekset som beskrevet. Afkastdata for benchmarket til SKAGEN Kon-Tiki er derfor en kombination af disse to indekser.

Hjernevask

PORTEFØLJEFOKUS: Nye generationer af civiløkonomer pacificeres og uddannes til at tro, at markedet altid har ret, og det skaber muligheder for os, der mener, at markedet tager fejl. Det er som at spille skak mod en modstander, som ikke engang ser på, hvordan brikkerne står, skriver Torkell T. Eide, porteføljeforvalter i SKAGEN Fondene.

Jeg har med interesse fulgt med i Harald Eias tv-program Hjernevask på NRK (Norges svar på DR, red.) Programmet giver et fantastisk indblik i, hvor isoleret det akademiske liv kan være i forhold til andre synsvinkler og virkeligheder. Korstoget mod forældede teorier og akademikere, som udbreder "vranglære", kunne lige så godt have ført ham ud i de norske handelshøjskoleres mørkeste afkroge. Antikverede hypoteser trives stadig i bedste velgående hos finanspræsteselskabet både i Norge og i udlandet, langt borte fra markedets myldrende og irrationelle virkelighed.

En af den moderne finansteoris fire grundpiller er teorien om efficiente markeder (EMH). Hypotesen lyder på, at det er umuligt at forudsige udviklingen for aktier og andre værdipapirer, eftersom al relevant information

BEGREBSFORKLARING

I SKAGEN Fondene beregner vi de traditionelle finansielle mål for risiko og præstationer, som er baseret på anvendelse af middelværdi og varians i data. Meget finansteori er bygget op om anvendelse og tolkning af disse begreber, som kan have klare fordele i kommunikationen, men også nogen begrænsninger.

I tilgift til dette beregner vi derfor en række mål, der er baseret på risikoanalyse som anvendes i andre industrier. Vi kalder det gevinst- og tab analyse. I gevinst- og tabs analysen får vi et stærkere fokus på det, som virkelig bekymrer os som investorer; nemlig risikoen for at tabe penge i en given periode. Alle beregninger af mål er baseret på månedlige observationer af udviklingen for fondene og referenceindeks.

Traditionelle risiko- og præstationsmål

Standardafvigelse er et mål for variationen i det årlige afkast. Der er en 65 procents tilnærmet sandsynlighed for, at det årlige afkast ligger i området plus/minus en standardafvigelse. Sandsynligheden for, at afkastet afviger med over to standardafvigelser fra forventet afkast er cirka fem procent. En høj standardafvigelse kan betyde høj risiko.

Sharpe-indekset er et indirekte mål for sandsynligheden for, at fonden vil give højere afkast end risikofri rente. Jo højere score, jo større er denne sandsynlighed. Jo større sandsynlighed, des sikrere er muligheden for at opnå merafkast ved at være på aktiemarkedet. Størrelsen kan derfor bruges som et absolut mål for risikojusteret afkast.

Relativ volatilitet (tracking error) er standardafvigelsen fra det årlige merafkast i forhold til indekset i den pågældende periode. Relativ volatilitet måler forvalterens evne til at frembringe et jævnt merafkast i forhold til referenceindekset, men bruges ofte som et mål for et fonds uafhængighed af indekset.

Information ratio er et indirekte mål for sandsynligheden for, at fonden vil give højere afkast end referenceindekset. Jo højere score, des højere er sandsynligheden for at opnå merafkast. Information ratio bruges som mål for et risikojusteret merafkast, hvor risiko fortolkes som faren for et ujævnt merafkast. Information ratio måler ermed forvalterens evne til jævnt merafkast.

Gevinst og tabsanalysen

Relativ gevinst og relativt tab er mål for evnen til at opnå et merafkast i henholdsvis opgangs- og nedgangsp perioder. Et relativt tab på 80 procent vil sige, at fonden i en tabsperiode i markedet har opnået et tab, som svarer til, at fonden havde investeret blot 80 procent af sine midler i indekset og 20 procent i risikofri rente (ST1X). Relativt tab på mindre end 100 procent vil sige, at fonden taber mindre end det nedadgående marked. Relativ gevinst vil sige, at fonden tjener mere end det opadgående marked. Hvis man sammenligner med en fonds standardafvigelse, kan disse mål give indikationer af, hvorfor standardafvigelsen er højere eller lavere end indekset.

Relativ gevinst/relativt tab-ratio udtrykker forholdet mellem relativ gevinst og relativt tab. Er ratioen over 1, vil det sige, at fonden bliver bedre betalt for den risiko, den løber, sammenlignet med referenceindekset. Målet er stærkt korrelerende med Sharpe-indekset ved rangering af fonde, der investerer i samme marked, men udtrykker derudover om det risikojusterede afkast er bedre end markedets risikojusterede afkast. Målet kan derfor bruges til at sammenligne fonde i forskellige markeder. Sharpe-indekset kan kun bruges til at sammenligne fonde, der investerer i samme marked.

Positiv og negativ indeksafvigelse udtrykker den positive eller negative indeksafvigelse pr. år i den pågældende periode. Hvis de positive afvigelser er større end de negative, har fonden opnået højere afkast end indekset.

Indeksafvigelses-ratio udtrykker forholdet mellem positive og negative indeksafvigelser. Dette er et mål for evnen til at skabe merafkast ved at være en aktiv og ikke en passiv forvalter. Jo højere tal, des bedre betaling pr. negativ indeksafvigelse. Indeksafvigelses-ratio fortolker risikoen som faren for negativ indeksafvigelse i modsætning til information ratio, der tolker risikoen som ujævnt merafkast (og ikke nødvendigvis negativt merafkast).

Summen af de numeriske positive og negative afvigelser er et mål for fondens uafhængighed af referenceindekset.

til enhver tid afspejles i aktiekurserne. Den praktiske konsekvens af hypotesen er, at det vil være umuligt at slå aktiemarkedet over tid (med samme risiko), at der ikke kan opstå bobler, og at finansmarkedet derfor er et selvregulerende lotteri. Oven på et årti med en it-boble, en boligboble og en kreditboble er det svært at tro på rigtigheden heraf.

Finansteoriens ypperstepræst og EMH's ophav Eugene Fama mener stadig, at han er på sikker grund. Adspurgt af magasinet The New Yorker om der har været en boble i kredit- og boligmarkederne, svarede han: – Jeg ved end ikke, hvad ordet boble betyder. Han mener desuden, at EMH har klaret sig godt under de seneste års uro i finansmarkederne. Læg vel mærke til, at svarene blev afgivet, uden at Harald Eia var til stede.

Det er ikke en smal sag at gøre det bedre end aktiemarkedet (indekset). Men der er et stort spring fra noget, som er vanskeligt, til umuligt. For over 90 procents vedkommende er det med god grund, at et selskab er upopulært og tilsyneladende undervurderet. Det er i de sidste ti procent, at mulighederne ligger.

Selskaber som Bonheur og Ganger Rolf er oplagte eksempler. De fleste er enige om, at disse selskaber værdifastsættes til en væsentlig rabat i forhold til de underliggende værdier. Påpeger man den fejlagtige prisfastsættelse, anfører mange eksperter, at "sådan har det jo altid været".

Hvorfor skulle veldrevne selskaber inden for konsum-elektronik, såsom Samsung Electronics og LG Electronics, være væsentligt billigere, bare fordi de har hovedkontor i Sydkorea og ikke i USA? Svaret er atter en udgave af "sådan har det jo altid været". Eller med andre ord: Sådan er det, fordi markedet siger det, og så må det jo være rigtigt. Den slags svar repræsenterer for os her i SKAGEN er forklædt tiltro til markedsefficiens, og den giver muligheder for os, der mener, at markedet indimellem tager fejl.

Den overdrevne tro på efficiente markeder har for samfundet som helhed bidraget væsentligt til den krise, vi lige har været igennem. En stor del af den nuværende politik er akademisk influeret, og udgangspunktet har været, at bobler ikke eksisterer, og at der derfor heller ikke er noget at være bekymret over.

Myndighedernes og politikernes underliggende tro på markedernes rationalitet gjorde det let at forklare boligpriser og kreditvækst med, at "denne gang er det anderledes". Boblen, som var under opsejling, blev ikke punkteret ved hjælp af regulering og hævet rente, men fik lov at vokse, til den bristede. Det gav et enormt knald, der medførte store tab for samfundet, både i form af kostbare hjælpepakker, arbejdsløshed og konkurser.

For os investorer er det fint nok, at Harald Eia har rettet sin energi mod sociologerne på

Blindern. Nye generationer af civiløkonomer pacificeres og uddannes til at tro, at markedet altid har ret, og det skaber muligheder for os, der mener, at markedet tager fejl. Det giver en konkurrencefordel for os, at folk uddannes til, at der ikke er nogen ide med at tænke. Det er som at spille skak med en modstander, som ikke engang ser på, hvordan brikkerne står.

Myndigheder og politikere bør derimod ikke lade sig forblinde af akademikernes elegante modeller. Det er nemlig indimellem bedre for både politikere og investorer at tage udgangspunkt i, at markedet tager fejl, end at det har ret.



Porteføljeforvalter Torkell Eide.

SKAGEN Fondenes investeringsfilosofi

PORTEFØLJEFORVALTERTEAMET



Beate Bredeesen



Søren Milo Christensen



Torkell Eide



Kristian Falnes



Elisabeth A. Gausel



Cathrine Gether



Torgeir Høyen



Knut Harald Nilsson



Ross Porter



Chris-Tommy Simonsen



Ola Sjöstrand



Kristoffer Stensrud



Jane Tvedt

SKAGENs målsætning er at give kunderne bedst muligt afkast for den risiko, de tager. For at opnå dette anvender vi en aktiv og værdibaseret investeringsfilosofi med brede mandater – en filosofi, som bygger på sund fornuft.

En af porteføljeforvalternes opgaver er at balancere risikoen i finansmarkederne for vores investorer. Som investor bør du være interesseret i at opnå det bedst mulige afkast for den risiko, du tager. To fonde med sam-

menlignelige afkast kan have vidt forskellige risikoprofiler. Den fond med lavest absolut risiko af de to er da den bedste.

Det særlige ved SKAGENs filosofi er, at vi investerer i selskaber, som er Undervurderede, Underanalyserede og Upopulære, men som har potentiale til at stige i værdi – selskaber, hvor vi har identificeret mulige hændelser, der kan synliggøre skjulte værdier og dermed skabe merafkast til vores investorer.

Værdibaseret forvaltning. – Værdifastsættelsen af selskabers aktier sker gennem egne analyser og forståelse af, hvordan værdier skabes og varetages. Vi kan bedst lide forretningsmodeller, som genererer god pengestrøm, og mener, at upopulære og under- eller fejlanalyserede selskaber ofte er attraktive.

Aktiv forvaltning. – Betyder, at porteføljeforvalterne investerer i selskaber ud fra disses egne meritter – ikke fordi et selskab

MILEPÆLE FOR SKAGEN FONDENE

1993 »	1994-95 »	1997 »
<ul style="list-style-type: none"> • Stavanger Fondsforsvaltning AS får koncession af Kredittilsynet til at forvalte værdipapirfonde • Aktiefonden SKAGEN Vekst lanceres 1. december • 448 andelsejere og en forvaltningskapital på 20 millioner kroner 	<ul style="list-style-type: none"> • Obligationsfonden SKAGEN Avkastning lanceres 16. september • SKAGEN Vekst bliver årets bedste AMS-fond ud af i alt 22 fonde • SKAGEN Avkastning bliver årets bedste obligationsfond 	<ul style="list-style-type: none"> • SKAGEN Global lanceres 7. august • SKAGEN Vekst kåres til det bedste AMS-fond for godt afkast og lav risiko (Dine Penge) • Kontor etableres i Ålesund • Forvaltningskapitalen når over en milliard kroner
2003 »	2004 »	2005 »
<ul style="list-style-type: none"> • SKAGEN Høyrente Institusjon lanceres 14. marts • Alle vores tre aktiefonde opnår A-rangering hos Standard & Poor's (S&P) • Forvaltningskapitalen når over 12 milliarder kroner 	<ul style="list-style-type: none"> • SKAGEN og SKAGEN Global opgraderes til AA-rangering hos S&P • Vi er Norges næststørste forvalter af aktiefonde • Kontor etableres i Stockholm • Forvaltningskapitalen er næsten 20 milliarder kroner 	<ul style="list-style-type: none"> • SKAGEN Global opgraderes til AAA-rangering hos S&P • SKAGEN er Norges største forvalter af aktiefonde • Vores fonde godkendes til salg i Luxembourg • Forvaltningskapitalen når over 39 milliarder kroner

for eksempel er repræsenteret i et indeks. Vi tilstræber med sund fornuft og langsigtet tænkning at undgå den bobledannelse, som sker, når populære aktier og brancher får for høj pris i forhold til selskabets værdi og indtjening.

Brede mandater. – SKAGENs speciale er globale investeringer. Det er mere interessant, hvor et selskab har sine aktiviteter, end hvor det er børsnoteret. Ved frit at kunne investere i brancher og lande over hele verden er porteføljeforvalterne i stand til at reducere risikoen mere, end hvis investeringerne var begrænset til et bestemt land eller en specifik branche.

Tidshorisont. – SKAGEN tilstræber tålmodighed i sine investeringer, således at filosofien får tid til at give resultater. Vores fonde har

gennemsnitligt holdt på deres selskabsinvesteringer i 3-5 år. Selskabernes resultater skabes over tid, og det samme gælder fondenes afkast.

Etik. – Et centralt element i vores analyser er etik. På sigt betaler det sig ikke at investere i selskaber, som er uetiske, forbyrder sig mod miljøregler, anvender børnearbejde eller begår andre lovovertrædelser. SKAGEN vurderer ligeledes politiske risici og andre risici nøje.

Undgår aktiebobler

I modsætning til mange andre forvaltere, som investerer i selskaber, fordi de indgår i sammensætningen af et aktieindeks, køber vi kun selskaber, vi vurderer attraktivt prisfastsat uafhængig af indekset. Dermed undgår vi at blive ledt i indeksfristelsen – som til tider

fører til, at populære brancher og aktier får en alt for høj pris i forhold til, hvad de kan forsvare med hensyn til værdier og indtjening. Bobler opstår, og de brister før eller siden. Når de brister, opstår for os som aktive forvaltere et godt klima til at finde Undervurderede, Upopulære og Underanalyserede selskaber. Over tid er det altid selskabernes værdier og værdiskabelse, som ligger til grund for prisfastsættelsen i aktiemarkedene.

Investeringsfilosofien med vores fokus på værdier har – kombineret med sund fornuft, hårdt arbejde og veludviklet intuition – historisk givet godt afkast. Grundprincippet at investere i Undervurderede, Underanalyserede og Upopulære aktier gælder alle fondene, og filosofien har været uændret siden begyndelsen.

1998 »	1999 »	2001 »	2002 »
<ul style="list-style-type: none"> • Pengemarkedsfonden SKAGEN Høyrente lanceres 18. september • SKAGEN Vekst bliver atter markedets bedste AMS-fond (Dine Penge) • SKAGEN Global bliver bedste fond af dem, som investerer uden for Norge • Kontor etableres i Oslo 	<ul style="list-style-type: none"> • SKAGEN Global bliver nummer et i sin kategori 	<ul style="list-style-type: none"> • Kontorer etableres i Bergen og Trondheim • SKAGEN tilbyder indskudspension for første gang • Forvaltningskapitalen når over 5 milliarder kroner 	<ul style="list-style-type: none"> • SKAGEN Kon-Tiki lanceres 5. april • Vores fonde godkendes til salg i Sverige og Danmark
2006 »	2007 »	2008 »	2009 »
<ul style="list-style-type: none"> • SKAGEN Vekst opgraderes til AAA-rangering hos S&P • Vores fonde godkendes til salg i Holland og Finland • SKAGEN Tellus lanceres 29. sept. • Kontorer etableres i Tønsberg og København • SKAGEN er Norges største forvalter af aktiefonde og har Sveriges største nettotevning • SKAGEN vinder 6 priser i Lipper Awards 2006 • Forvaltningskapitalen når over 58 milliarder kroner 	<ul style="list-style-type: none"> • Kontor etableres i Göteborg • Fondene godkendes til salg på Island og i Storbritannien • Funds Europe Award 2007: Kristoffer Stensrud kåres til årets investeringsdirektør • Forvaltningskapitalen passerer 79 milliarder kroner, og antallet af ansatte når over 100 	<ul style="list-style-type: none"> • Alle tre aktiefonde bibeholder deres AAA-rating hos S&P • Næststørste nettotevning i Sverige • Internationalisering og øget eksport-succes • De Gouden Stier 2008: SKAGEN Global bliver bedste fond (publikumspris) • Tegningsprovisionen fjernes • Forvaltningskapitalen faldt til 57 milliarder kroner, primært på grund af svage aktiemarkeder 	<ul style="list-style-type: none"> • Årets investeringsforening i Danmark, Sverige og Holland • Skabt merværdier for 9,5 mia. norske kr. for investorerne • Hovedparten af kapitalen kommer nu fra andre lande end Norge • Det faste administrationshonorar i SKAGEN Kon-Tiki reduceret til 2 procent

Tal med SKAGEN

Howdan anvender du bedst SKAGENs fonde til at nå dit investeringsmål? Ring til os eller besøg vores danske kontor. Vi er klar til at hjælpe dig, uanset om du er privat eller professionel investor. Det er derfor, vi er her.



Ansatte i SKAGEN Fondene i Danmark. Fra venstre mod højre: Jonas Rasmussen, Camilla Grabowski, Thomas Lund, Jens Elkjær, Søren Risager Rasmussen, Vevika Søberg og Christian Jessen.

De fleste af os ønsker at tro, at vi har overblik over vores egen økonomi og ved, hvad der er bedst for os selv. Men nogle gange kan det være nyttigt med lidt hjælp eller en samtale-partner på vejen. Derfor har SKAGEN et godt udbygget netværk af kontorer i de nordiske lande. Desuden samarbejder vi med udvalgte banker, som har overblik over vores fonde og kan svare på de spørgsmål, du må have.

Det er ikke altid let at vide, hvem du skal stole på. Når nogen siger, at du skal købe aktiefonde, siger andre, at du skal sælge. Hvad er egentlig bedst for dig og din økonomi?

SKAGEN har udarbejdet sit eget rådgivningsgrundlag, som skal sikre, at du som kunde får de bedste råd, tilpasset din egen økonomi. I SKAGEN arbejder vi kontinuerligt med at give vores kunder så gode råd som muligt. Det indebærer, at rådgivningen skal

være tilpasset hver enkelt kundes økonomiske situation, risikovilje og tidshorisont for opsparing.

”Vi ønsker, at alle skal opleve, at de når deres afkastmål på en så god måde som muligt,” siger Jonas Rasmussen, formuerådgiver ved SKAGENs kontor i København.

Kontakt os

Du kan få information og rådgivning på SKAGENs kontor i København. Vi har åbent mellem klokken 9 og 17 på hverdage. Vil du være sikker på at møde en SKAGEN-medarbejder, som har tid og mulighed for at varetage netop dine behov, så er det fornuftigt at aftale møde på forhånd, idet vores medarbejdere ofte er på kundebesøg. Besøgsadressen er Nyhavn 63A 2, 1051 København K. Samarbejdspartnere finder du på [skagenfondene.dk/om os/](http://skagenfondene.dk/om-os/) samarbejdspartnere.

Synes du, det er enklere at sende en e-mail, så skriv til kundeservice@skagenfondene.dk, og vi svarer hurtigt. Du kan også ringe til os på telefon 7010 4001. Velkommen til en god fondssamtale.

Har du e-mail?

Vi ønsker, at du skal have den bedst mulige kommunikation og service. Derfor er din e-mail-adresse nyttig.

Vi er bevidste om ikke at overlæse kunder med unyttige e-mails. Derfor forsøger vi at specialtilpasse den information, vi sender. Det kan være en god idé at registrere din e-mail, eftersom en stor del af SKAGENs kommunikation sker elektronisk.

Har du fået ny e-mail, eller er du usikker på, om din nuværende er blevet registreret, kontakt os da venligst på kundeservice@skagenfondene.dk.

SKAGEN er underlagt lovbestemt tavshedspligt og behandler alle personoplysninger fortroligt i henhold til personoplysningsloven i Norge, der svarer til den danske registerlovgivning.

Institutionelle investorer

Store institutionelle investorer kan have særlige behov for rådgivning, information og finansielle nøgletal. SKAGEN Fondenes Jens Elkjær, Christian Jessen og Thomas Lund har stor erfaring fra sektoren og er klar til at hjælpe.

Mød os på nettet

Med jævne mellemrum arrangerer vi temanetmøder med porteføljeformalerne og andre nøglepersoner i SKAGEN, hvor vi besvarer indsendte spørgsmål fra kunder og andre interesserede. Det fungerer sådan, at vi sender dine spørgsmål til forvalterne, og du får svar under selve netmødet. Netmøderne bliver annonceret i god tid i forvejen.

Nye inspirationsmøder i efteråret 2010

Vi har afholdt et betydeligt antal inspirationsmøder rundt om i landet de seneste femten måneder og et stort antal investorer har haft lejlighed til at høre mere om, hvordan SKAGEN skaber sine resultater.

Tilslutningen har været stigende over tid. Efter en ganske beskedne debut med i alt otte tilmeldte til to arrangementer i en mindre dansk by, har vi nu glæden af at tage imod mange interesserede private investorer, når vi slår dørene op.

Efter den faglige del af møderne er SKAGEN vært med lidt mad og drikke, og mange investorer har fået besvaret spørgsmål til afkast, omkostninger, køb og salg af vores fonde og

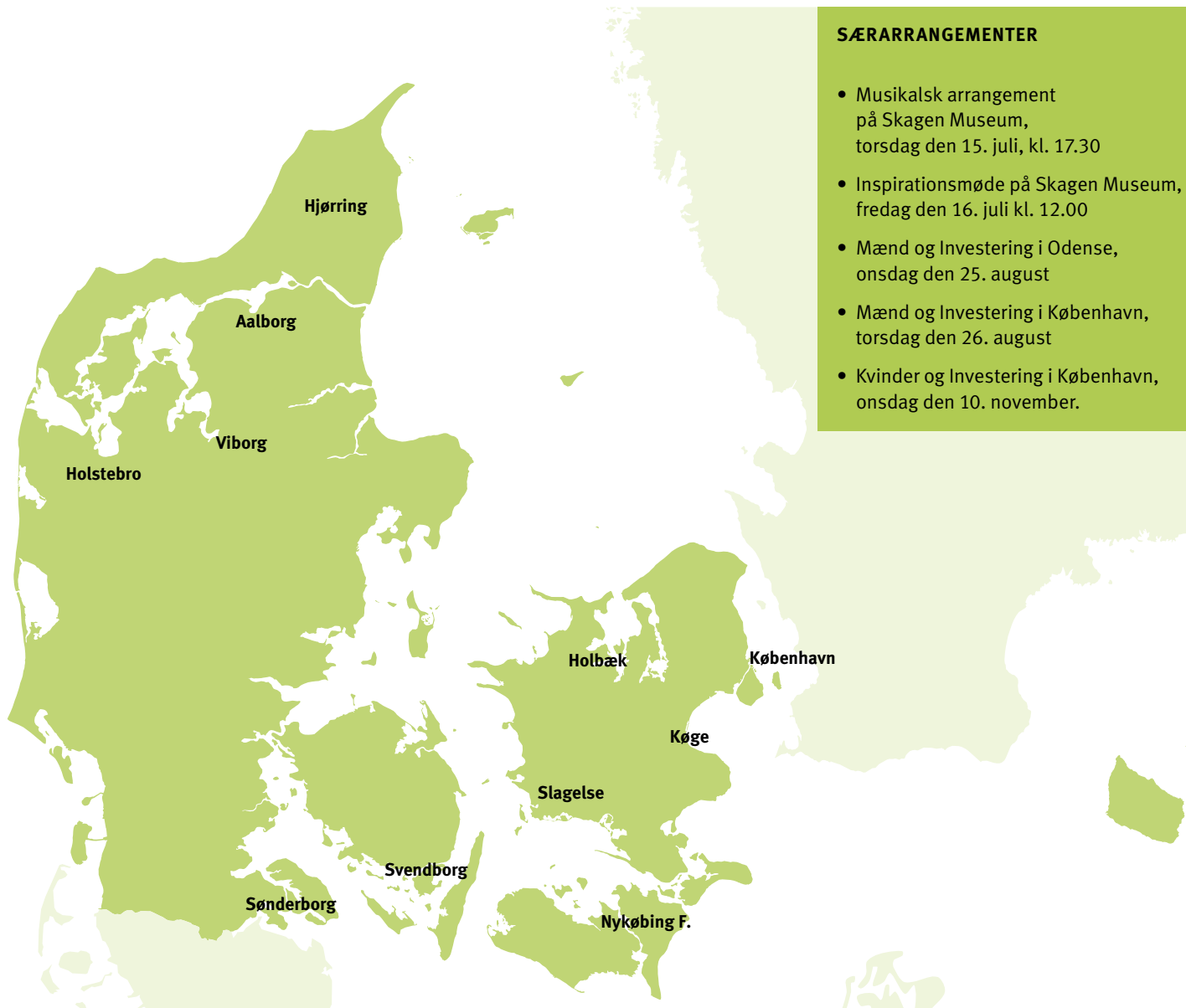
meget andet. Alle møder er uforpligtende og gratis for alle interesserede – uanset om man er investor eller ej.

I begyndelsen af 2010 har vi været i en række større danske byer, blandt dem Odense, Århus, Randers, Horsens, Vejle, Aabenraa og Næstved. I den resterende del af året fylder vi kortet ud med byer længere mod vest i Jylland og vi får en bredere dækning af Sjælland. Når året er slut, så vender vi bøtten og begynder forfra med et nyt program overalt i Danmark.

Du kan få overblikket på kortet, hvor du kan se, om vi kommer til en by i nærheden af dig. På vores kontor i København byder vi på

frokost om fredagen. Mange interesserede lægger vejen forbi og spiser frokost sammen med os og hører samtidig mere om SKAGEN Fondene. Vi afholder også en række aftenarrangementer på vores kontor.

Du kan klikke dig ind på vores hjemmeside og tilmelde dig et af møderne – gratis og helt uforpligtende. Du er også altid velkommen til ringe til os på 7010 4001 og få mere information.



SÆRARRANGEMENTER

- Musikalsk arrangement på Skagen Museum, torsdag den 15. juli, kl. 17.30
- Inspirationsmøde på Skagen Museum, fredag den 16. juli kl. 12.00
- Mænd og Investering i Odense, onsdag den 25. august
- Mænd og Investering i København, torsdag den 26. august
- Kvinder og Investering i København, onsdag den 10. november.

Bagsidens kommende sponsordyr, den tasmanske pungdjævel. Her i gang med at flå en kylling.
Foto: Zoo København



Noget må gøres

Hvilket dyr passer til finanssektorens værdier? En alliance med den tasmanske pungdjævel er Bagsidens bidrag til finanssektorens forskønnelse i Danmark.

Bagsiden er gået i aktion. Noget må gøres. Nogen må tage ansvar for at genskabe folkets kærlighed til banker, bankfolk og andre slipseklædte jakkedyr.

Lad os se realiteterne i øjnene: Vi her på Bagsiden synes selv, vi er ærlige mennesker, som hver dag slider en vis legemsdel i stykker for at gavne vores investorer. Nogle er sikkert uenige. Men vores sektor, den globale finanssektor, der er vi altså helt på spanden.

Aldrig har vi stået ringere i folks opfattelse. Finansfolket er de samfundsomstyrtende børsspekulanter, som æder sagesløse sydeuropæiske lande morgen, middag og aften; grusomme rentegenier, som flår brave virksomheder og underminerer fremtiden for den danske boligejer. Respektløse journalister og tv-værter opruller dagligt vores værste synder, også dem vi ikke har nået at begå endnu, men vil gøre, hvis vi altså ikke når at blive bremsede af regeringen, forbrugerrådet, aktionærforeningen, finanstillsynet og nationalbankdirektøren i fællesskab.

Ergo: Noget må gøres. Bagsiden ringer til Zoologisk Have.

Hvor er det måske, børn og voksne kan holde hinanden i hånden, spise is, møde de spændende dyr OG diskret blive bakket op af erhvervslivet?

Salgschefen Ulrich Lindegaard Christensen forstår straks vores penible situation.

– Jeg bliver nødt til at sige, at der er kø til elefanten. Den kan I ikke støtte alene, siger han straks. Det er tydeligvis ikke første gang, erhvervslivet bejler til elefanten.

– Men vi har mange andre dyr. Kom med et forslag, og så finder vi ud af det, lover han.

Bagsiden henvender sig til en *branding-ekspert*. Han hedder Morten Kold og kommer fra 2+1 Idébureau. Ham har vi set på TV. Han ved, hvad det handler om.

– Hvis det skal spille, så skal et sponsorat passe sammen med jeres værdier. Og her må jeg så sige, at I skal kigge grundigt på dyret og dets adfærd inden I beslutter jer, forklarer han nænsomt (free of charge).

Tja. SKAGEN Fondene (sponsor for Bagsiden) går i hvert fald efter det upopulære, underanalyserede og undervurderede. Gerne med potentiale.

Bagsiden bladrer i katalogerne fra Zoologisk Have. Vi finder dyret.

Det tasmanske pungdjævel. Noget oversat, men oprindeligt en barsels gave til kronprinsparret i anledning af prins Christians fødsel i oktober 2005.

– Når pungdjævlen føler sig truet, rejser den sig op på bagbenene og skriger og bjæffer. Pungdjævel knurrer og snerrer også voldsomt af hinanden, når de kæmper om de bedste stykker kød.

Det lyder bestemt som noget, vi her fra vores antikke kontor i Nyhavn har hørt om fra byens hid-sige dealerborde og handelspladser.

– Den er primært ådselæder og en dårlig jæger. Den har et stærkt bid – kraftige kæber og skarpe tænder – og gnaver sig igennem ådsler af enhver art, fortsætter Zoologisk Have

Altså en bevægelseshæmmet, men arrig ådselæder med royal forbindelse. Det må passe med værdierne. Bagsiden er klar.

Christian Jessen
cje@skagenfondene.dk

FINANS- MARKEDETS BAGSIDE



På bagsiden skriver vi om begivenheder, der er for afvigende til at få plads andre steder i vores rapporter. Ris, ros og protester kan sendes til cje@skagenfondene.dk eller srr@skagenfondene.dk