



SKAGEN Kon-Tiki mod nye destinationer

Fokus ligger ikke på fortidige præstationer, men på fremtiden, siger porteføljeforvalter Kristoffer Stensrud om de ti år med SKAGEN Kon-Tiki.

LÆS MERE OM KON-TIKIS LANGE FONDSREJSE PÅ SIDE 10, I PORTEFØLJEFORVALTERNES BERETNING FRA SIDE 19 OG PÅ BAGSIDEN.

8

Køb billigt – sælg dyrt

Det er svært – hensigtsmæssig investoradfærd i aktiemarkederne går mod ens menneskelige natur

12

Lav pris for kvalitet

Der er gode muligheder for at finde undervurderede selskaber i råvaresektoren

14

Klar til at levere

Hvorfor amerikanske Oracle er blevet et af de største selskaber i SKAGEN Global

16

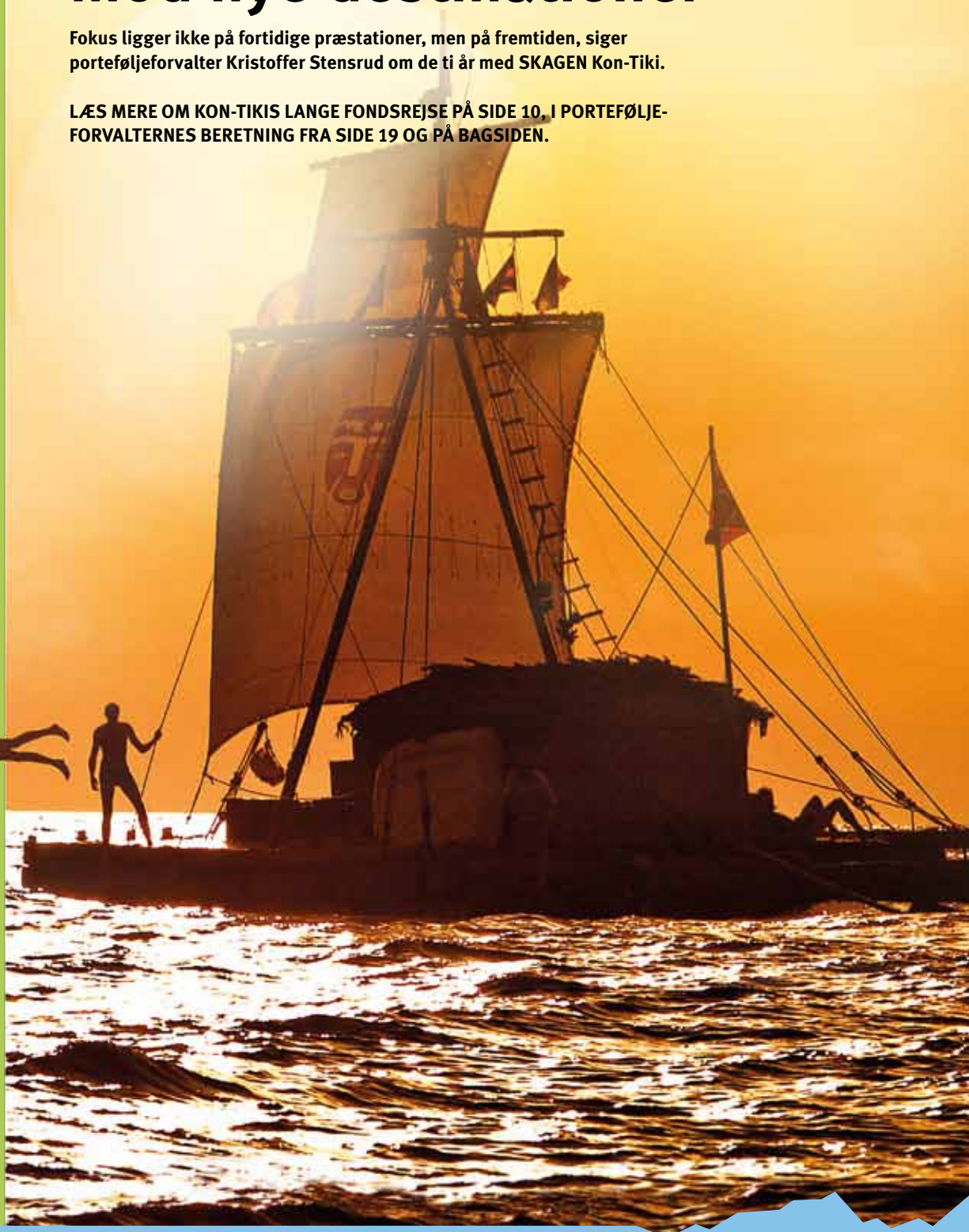
Kortsigtethedens værdi

Aktier bytter hænder i rasende fart – det kan skabe muligheder for langsigtede investorer



KRISTOFFER STENSrud **48**

En ny og bedre verden



**SKAGEN FONDENE
MARKEDSRAPPORT NR 1 2012**

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 2011, 2009 og 2007 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

Camilla Grabowski
Tlf: 33 41 76 57
cgr@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 porteføljevalternes 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.*



Fotoindhold: Carl Christian Raabe / Nordisk Film Distribusjon AS, Bloomberg News, iStockphoto SKAGEN Fondenes billedarkiv, Panorama Fotostudie, POLFOTO og Carsten Lundager

Indhold

10



Ved roret: I ti år har Kristoffer Stensrud styret SKAGEN Kon-Tiki, en færd som begyndte som en rejse ind i ukendt farvand.



Øl er ikke papir: Som stor eller lille aktionær i bryggeriet Heineken ejer du ikke et aktiepapir, du ejer en ejerandel i et arbejdende selskab. Torkell Eide skriver om fordelene med aktiemarkedets kortsigtede syn.



Nyt selskab i Kon-Tiki: Eurasian Natural Resources, et kazakstansk mineselskab, som blandt andet producerer ferrokrom.

- | | |
|---|---|
| 3 Afkast | 18 En trækfugl vender hjem |
| 4 Leder og ny medarbejder | 33 Flere veteraner til New York |
| 5 Åbent hus den 11. maj og Kommentar | 34 Porteføljer |
| 6 Aktiv og passiv investering | 41 Regnskab |
| 8 Køb billigt – sælg dyrt | 42 Afkast og risiko |
| 9 Sommerarrangementer | 43 Begrebsforklaringer |
| 10 SKAGEN Kon-Tiki: 10 års rejse | 44 Investeringsfilosofi |
| 12 Billige råvareselskaber | 46 Tal med SKAGEN |
| 14 Oracle og SKAGEN Global | 47 Inspirationsmøder |
| 16 Kortsigtede aktiemarkeder | 48 Bagsiden: En ny og bedre verden |

Kontorer:

SKAGEN Fondene i Danmark
Kongens Nytorv 8, 4. sal
1050 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: 14.000

Dansk sprogforvaltning:
Adverbium

Grafisk produktion og
Tryk og udsendelse:
Rosendahls-Schultz Grafisk

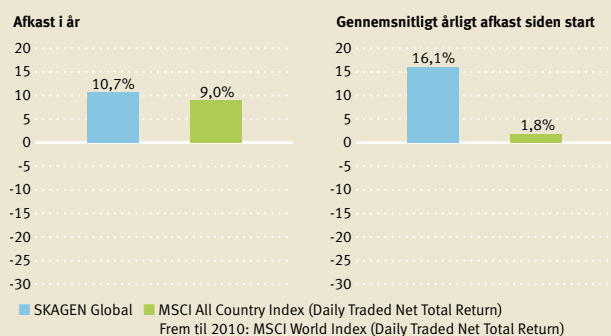


SKAGEN Fondenes afkast

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 31. marts 2012. SKAGEN Fondene har altid anvendt udbyttejusterede sammenligningsindeks, og fondenes afkast er opgjort efter omkostninger. På side 42 og 43 finder du en udførlig oversigt over samtlige SKAGEN Fondenes nøgletal og begrebsforklaringer.

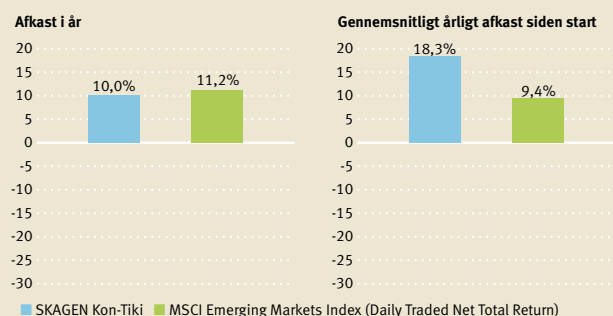
AKTIEFONDEN SKAGEN GLOBAL

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



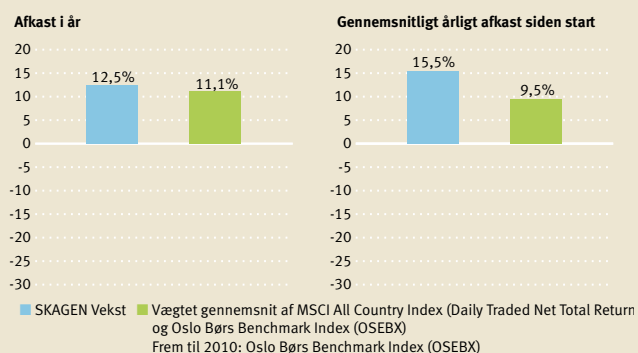
AKTIEFONDEN SKAGEN KON-TIKI

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



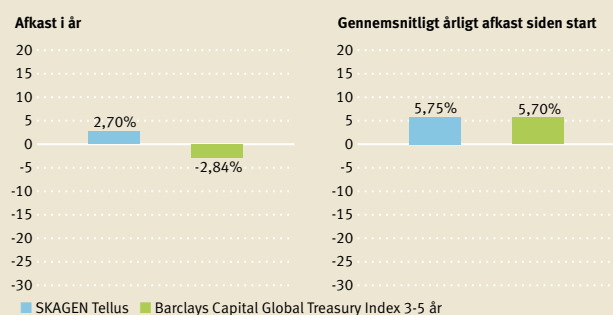
AKTIEFONDEN SKAGEN VEKST

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



OBLIGATIONSFONDEN SKAGEN TELLUS

Porteføljeformater: 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 (side 34-40) samt regnskabet (side 41), der er opgjort i norske kroner.

Kære Investor

De finansielle markeder har i første kvartal af 2012 generelt været præget af en positiv udvikling. Ikke mindst på det globale aktiemarked har der været tale om en god start. Ikke siden 1998 er aktierne steget så meget i årets første kvartal. Årsagen til denne fremgang skal findes i en kombination af et oversolgt aktiemarked, en øget jobskabelse i USA, som har medført et stigende privatforbrug, samt bedre nøgletal end ventet fra den amerikanske industrisektor. Hertil kommer, at Den Europæiske Centralbank har sørget for rigelig likviditet til bankerne via sin Long Term Refinancing Operation (LTRO). Det har givet investorerne troen på, at gældskrisen hovedsageligt blandt de sydeuropæiske økonomier lader sig løse med tiden.

På det seneste er uroen dog blusset op igen, primært omkring den spanske økonomi. Det bekræfter, at en løsning af den europæiske gældskrise ikke er ligetil og kommer til at tage lang tid. Frygten for en lavere vækst i Kina har medført, at prisen på råvarer generelt har været faldende gennem kvartalet, med undtagelse af prisen på råolie, som i første kvartal steg til rekordhøje niveauer. Usikkerhed om Irans atomprogram og tilhørende vestlig olieembargo har ført til ny frygt for oliemangel, og som følge deraf en stigende oliepris. Umiddelbart ser forsyningsbalancen

dog ikke ud til at være truet.

I skrivende stund er regnskabssæsonen for 1. kvartal blevet skudt i gang, og traditionen tro er de amerikanske virksomheder hurtigst ude af startblokken. De første regnskaber har overrasket positivt og har overgået analytikernes forventninger. Det er dog endnu for tidligt at komme med en endelig konklusion på det generelle billede af regnskabssæsonen.

Vores tre aktiefonde er også kommet godt fra årets start. Bedst er det gået for SKAGEN Vækst, som har leveret et flot afkast på 12,5 %, svarende til et merafkast på 1,4 % målt i forhold til referenceindekset. Også SKAGEN Global er kommet godt igennem første kvartal med et afkast på 10,7 %, hvilket er 1,7 % bedre end fondens referenceindeks. SKAGEN Kon-Tiki, vores vækst-markedsfond, har leveret et afkast på 9,0 %, hvilket er -1,2 % dårligere end referenceindekset.

Vi er fortsat af den opfattelse, at prisfastsættelsen på de selskaber, som vi har investeret i via vores aktiefonde, befinder sig på et meget attraktivt niveau for den langsigtede investor. At aktier er attraktive at investere i nu, kommer også til udtryk, hvis der sammenlignes med et alternativt afkast på obligationer. Med de nuværende lave renter på 10-årige statspapirer kan man som investor



LEDEREN

ikke forvente at få meget mere end ca. 2 % i rente p.a. Dette kan sammenholdes med, at earnings yield for MSCI World-indekset ved udgangen af første kvartal lå på 8,7 %. Som investor er det svært at tro på, at obligationsrenterne skulle kunne falde meget mere fra de nuværende lave niveauer, og obligationskurserne således stige. Aktieudbyttet ligger generelt på et højt niveau, og mange selskaber har gennem de senere år opbygget stærke balancer og pengekasser, som giver mulighed for opkøb, der alt andet lige må formodes at være til gunst for investorerne. Aktier ser derfor attraktive ud for den tålmodige investor med en længere investeringshorisont.

En diskussion, som fra tid til anden dukker op i medierne, er forholdet mellem aktiv og passiv forvaltning af aktier. Hvilken investeringsstrategi er mest hensigtsmæssig for den enkelte aktieinvestor? I SKAGEN Fondene er vi ikke i tvivl. Vi mener, at de resultater, som vi har skabt i vores aktiefonde i mere end 17 år, taler deres eget sprog, og at aktiv forvaltning for den langsigtede investor bestemt har sin berettigelse. I denne markedsrapport kan du læse flere artikler, som forholder sig til dette emne.

God fornøjelse!

Rådgiver formuende kunder

Mette Holmgaard er ansat som formuerådgiver i Danmark, hvor hun skal arbejde med salg og rådgivning til danske formuende kunder.

Mette har 20 års erfaring fra den finansielle sektor. Hun har blandt andet arbejdet for Morgan Stanley i London og SEB Enskilda i København og Stockholm. Senest har hun været Direktør for Gefion Finans & Formue, et selskab der yder uvildig rådgivning til formuende kunder.

Hendes baggrund er rådgivning, med ekspertise indenfor aktie investeringer, samt rådgivning af virksomheds ejere om finansiering og formue. Hun skal arbejde i team

med formuerådgiver Thomas Lund, som du blandt andet kan møde på side 8 i denne markedsrapport.

De lægger begge vægt, at kunden skal have en godt kommunikeret, ærlig og reel oplevelse af rådgivningsprocessen.

Mette Holmgaard er uddannet på Finansakademiet. Hun bor på et fritidslandbrug i Køge med mand, datter, heste og hunde. Fritiden bruges på ridning, rejser og pasning af mark og skov.



Kom til åbent hus

Fredag den 11. maj kl. 14.00 til 17.00 fejrer vi ti års fødselsdagen for SKAGEN Kon-Tiki med åbent hus på kontoret. Der vil være noget godt at spise og drikke, musik og behageligt selskab. Alle er velkomne, som læser af Markedsrapporten er du hermed inviteret.

Vi benytter samtidig dette som en anledning til at åbne vores nye lokaler. Det foregår Kgs. Nytorv 8, 4. sal i København.

Som du kan læse andetsteds i denne rapport, har SKAGEN Kon-Tiki siden sin lancering givet et gennemsnitligt årligt afkast på mere end 18% efter omkostninger. Hvert år er det lykkedes at overgå referenceindekset. Den har sit investeringsfokus i vækstlande og investerer lige som vores øvrige aktiefonde, i

selskaber som er Undervurderede, Underanalyserede og Upopulære i aktiemarkedene.

Vi synes kort sagt det er en grund til sammen med vores investorer at fejre porteføljeforvalter Kristoffer Stensrud (billedet), resten af porteføljeteamet og de mange andre i og udenfor SKAGEN, som har gjort sådant et resultat muligt. Vi ses forhåbentligt fredag den 11. maj!



Porteføljeforvalter Kristoffer Stensrud.

Kære læser

For et halvt år siden gav vi et par optimistiske meldinger i vores markedsrapport, anført af porteføljeforvalter Ole Søeberg, som så frem til et fremgangsrigt årti i aktiemarkedene.

Det er statistisk set vanskeligt at forudsige kortsigtede markedsbevægelser. Men siden vores rapport er aktiemarkedene steget pænt. Det er sket på trods af sorte overskrifter i erhvervspresen og masser af udfordringer for både Europa og USA

Du kan finde forklaringerne på fremgangen lederen og porteføljeforvalternes beretninger fra side 19. Lad os i stedet se på, hvornår de gode muligheder for at investere i aktier er til stede.

Den ene er ret indlysende: Umiddelbart før en økonomisk vending. Økonomisk frem-

gang er godt for aktier, selv om kriser giver stærke selskaber bedre muligheder for at gennemføre rationaliseringer, ansætte specialister billigt og sige farvel til kapitalsvage konkurrenter. Den anden mulighed opstår, når værdifastsættelsen af selskaber er lav. Når man får adgang til selskabernes aktiver til en god pris og når en stabil indtjening langt ud i fremtiden fås til priser, der er langt, langt bedre end obligationsrenten

Imod troen på fremtid taler risikoen for en fornyet eurokrise, faldende vækst i Kina, opræk til militær konflikt i Mellemøsten og andre risikofaktorer, som godt kan få mere end en investor til at sove uroligt om natten.

Det kræver is i maven at turde investere på de tidspunkter, som efterfølgende viser

Tjek din SKAT

BEMÆRK – har du investeret i vores aktiefonde for frie midler så læs dette.

SKAT har modtaget information om det skattepligtige udbytte i aktiefondene fra bankerne, men desværre er udbyttet formentlig ikke fortrykt på din selvangivelse.

Vi anbefaler, at du tjekker din selvangivelse og påfører et evt. manglende udbytte beløb på din selvangivelse. Du finder årets skattepligtige udbytte i din skattemappe på SKATs hjemmeside

Husk, i SKAGENS aktiefonde udbetales udbyttet ikke fysisk, men forbliver investeret i aktiefondene. Læs mere på vores hjemmeside.

Har du spørgsmål omkring indberetningen af udbyttet i dine SKAGEN-beviser eller andre skattespørgsmål vedrørende vores fonde, er du meget velkommen til at kontakte os på telefon 7010 4001 eller kundeservice@skagenfondene.dk



Christian Jessen
Redaktør
Markedsrapporten

cje@skagenfondene.dk

KOMMENTAR

sig gunstige, set i historiens klare lys. Læs formuerådgiver Thomas Lunds veloplagede artikel på side 8 og 9.

I SKAGEN er vi værdiorienterede, langsigtede investorer. På side 16 forklarer porteføljeforvalter Torkell Eide hvordan markedsdeltagerne er blevet yderst kortsigtede, hvilket giver plads til os.

Vi er globalt orienterede og ved, at der fortsat fremgang i en række af verdens regioner. På bagsiden forklarer 10-års jubilaren, SKAGEN Kon-Tikis Kristoffer Stensrud, hvordan verden er helt forandret på ti år.

God læselyst!

Finanstilsyn og finansprofessor går mod investeringsforeninger

For et år siden annoncerede Finanstilsynets direktør Ulrik Nødgaard barske krav om fornyelse til de danske investeringsforeninger. Nu har tilsynet leveret sin lovede rapport om markedet, hvor meget skal læses mellem linjerne. Vi er ikke enige i alt.



Finanstilsynets direktør Ulrik Nødgaard: Forsøger at reformere de danske investeringsforeninger.

Årsmøder i brancheorganisationer plejer ofte at være høflige affærer, renslet for konfliktstof.

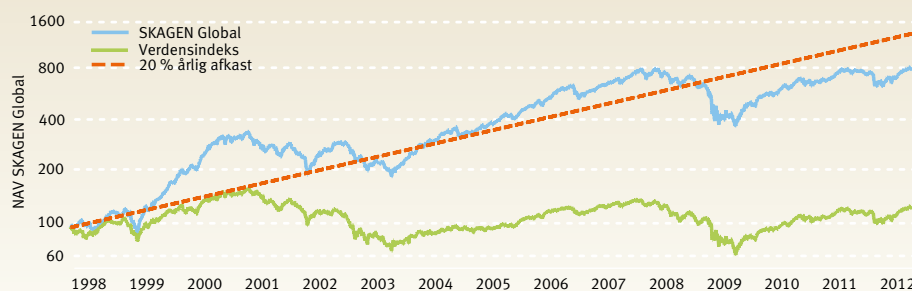
Men sådan blev det ikke på InvesteringsforeningsRådets årsmøde i 2011. Finanstilsynets direktør Ulrik Nødgaard var gæstetaler. Han benyttede sin taletid til at gå i kødet på de gode danske investeringsforeninger efter finanskrisen og stillede et gevaldigt serviceeftersyn i udsigt.

De valgte bestyrelser i de danske foreninger har siden skullet svare på en lang række spørgsmål. Finanstilsynet vil holde dem ansvarlige for, at de entydigt varetager investorerens krav om gode afkast og lave omkostninger, frem for også at skele til andre interesser hos blandt andet bankerne.

Nu et år senere kan man læse om forløbet i den femten sider lange rapport "Investeringsforeninger. Strategi, omkostningsminimering og oplysninger om provisioner", som kan findes på Finanstilsynets hjemmeside.

Selv om titlen er tung, så kan teksten læses også af andre end fagfolk. Der har været en del omtale i pressen, hvor der især

SKAGEN GLOBAL HAR SLÅET INDEKSET VOLDSDOMT SIDEN SIN LANCERING



har været skrevet om krav om at få provisioner fra foreninger til bankdistributører frem i lyset. Vi kan ikke gengive alt her, men det er enkelt at finde omtalen på nettet.

Bestyrelsernes ansvar

Læser man rapporten med ens bedste analytiske briller, så får man det klare indtryk, at den offentlige myndighed efter et års koncentreret arbejde ikke er kommet så langt i sin reformiver, som den selv har håbet.

Finanstilsynet har stærke holdninger til, hvad foreningerne skal tilbyde, og hvordan de skal organiseres – men må konstatere, at drift, investeringsstrategi og produktudbud faktisk er bestyrelsernes og ikke myndighedernes ansvar.

– Valg af investeringsstrategi er ikke et anliggende for Finanstilsynet, og det er tilsynets vurdering, at investeringsforeningerne lever op til lovens formelle krav på dette område, skriver tilsynet.

Der er i løbet af året indgået en aftale mellem forbrugerorganisationerne og Finansrådet, som skal synliggøre omkostninger endnu mere.

Der arbejdes på via en lovændring at give Forbrugerrådet, Dansk Aktionærforening, eller andre investorsammenslutninger mulighed for at foreslå bestyrelseskandidater.

På en række områder munder indsatsen foreløbig ud i, at Finanstilsynet vil "følge udviklingen", "løbende vurdere", "vil have øget fokus på" osv., uden at myndighederne tilsyneladende har nået sit mål. Indtil videre i hvert fald.

Passive strategier

Hvad er det da, som myndighederne vil have lavet om?

I rapporten tegner tilsynet et billede af et stort marked med mere end 1.000 mia. kr., investeret, hvor knap 99 procent af alt salg er bankdomineret. Uafhængige aktører kan kun komme ind på markedet ved at betale til bankerne, fremhæves det.

Med støtte fra finansprofessor Tom Engsted, Århus Universitet, er det Finanstilsynets entydige holdning, at investeringsforeningerne tjener de private investorer bedst ved at tilbyde billige foreninger, som passivt investerer ud fra indeks uden selv at forsøge at gøre det bedre end markedet.

Afdelingerne skal ikke træffe selvstændige investeringsbeslutninger og ikke have en holdning til prisfastsættelse, men skal passivt opsuge alle de selskaber af en vis størrelse, som kapitalfonde, iværksættere, offentlige ejere og banker mener, vil være en velsignelse for aktiemarkederne. Og man skal holde fast, uanset hvor mange finanskriser og boligbobler man møder på sin vej.

Men foreningerne tilbyder ikke de ønskede passive afdelinger. De er nærmest ikke til at opdrive nogen steder, og de få, der er, markedsføres ikke aktivt.

Teoretiske argumenter

Finanstilsynet mener, at den aktive udvælgelse er en omkostningstung strategi, som går ud over investors afkast. Derfor har hver enkelt forening skullet svare på, om de ikke

havde kunnet klare sig med passive investeringsstrategier.

Det virker ikke, som om dialogen mellem foreningerne og tilsynet har været præget af tillidsfuld og fordomsfri erfaringsudveksling. I stedet beklager tilsynet sig over, at foreningerne ikke vil forholde sig til, om de kunne have skabt bedre resultater med tilsynets ønskede passive strategi, men i stedet har leveret en lang række teoretiske argumenter til forsvar for aktive strategier.

– Der er kun meget få bestyrelser, der forholder sig kritisk til de opnåede resultater, skriver tilsynet.

På sin side røber Finanstilsynet ikke i denne rapport nogen viden eller holdning til, hvilke rammer foreningerne skal arbejde under, for at de aktive strategier giver gode resultater.

Det er i øvrigt en sandhed med klare modifikationer, at de passive afdelinger altid er billigst. På InvesteringsForeningsRådet efterfølgende årsmøde, det netop afholdte, blev en stor hollandsk undersøgelse fremlagt. Den viser, at de passive afdelinger har meget stor omsætningshastighed i forhold til aktive, som følger en køb-og-hold strategi. Det reducerer investors afkast, men indgår bekvemt nok ikke i de officielle omkostningstal.

Ligeledes kan indeksafdelingerne ikke tage højde for sammensætningen af lokale skatteregler, som kan skære i investors efter-skat afkast, hvis ikke porteføljeforvalteren kan udvise sund fornuft. Danske foreninger arbejder aktivt på at begrænse investors skat.

Konklusionen på den hollandske undersøgelse er derfor, at ser man på de totale omkostninger, så er investors omkostninger stort set ens i aktive og passive foreninger.

Fulgt med fra sidelinjen

Vi har tidligere i SKAGEN formidlet amerikanske rapporter på vores hjemmeside, hvor forskere fordomsfrit har ledt efter fællestræk hos aktiefonde, som systematisk slår markedet. Blandt de vigtigste fællestræk er, at forvalterne selv har millioner investeret i deres fonde, at de følger en værdiorienteret investeringsstrategi, og at deres forvaltnings-selskab er uafhængigt.

I SKAGEN Fondene er vores primære regulerende myndighed det norske Finanstilsyn, ikke det danske. Vi har derfor ikke været direkte impliceret i forløbet, men har fulgt med fra sidelinjen.

SKAGENS adm. direktør i Danmark, Jens Elkjær, har via sin nuværende og tidligere ansættelser stor erfaring med valg af investeringsstrategier.

– Det er helt imod SKAGENS filosofi at købe aktier bevidstløst, alene fordi de indgår i et aktieindeks. Vi mener, at vi med en konsistent filosofi og investeringsproces lige siden 1993 har bevist, at investorerne kan have tillid til os, og de kan forvente, at vi på sigt formår at give et bedre investeringsresultat end markedet, siger Jens Elkjær.

– Faktisk sikrer de mange indeksfonde vores berettigelse. Jo flere indeksfonde, som køber uden at skele til kurserne, jo mindre effektivt bliver markedet, tilføjer han.

Det betyder dog ikke, at vi er døde over for alle de fremhævede fordele ved passive investeringsforeninger, selv om de ikke indgår i vores relativt smalle fondsudbud.

– Som privat investor er du bedst tjent med en aktiv fond, som leverer absolutte afkast. Eller en indeksfond. De relativt aktive fonde, som skeler til indekset og ikke afviger for meget, de bliver derimod for dyre for investor i forhold til resultaterne, siger Jens Elkjær.

Professionalisme og arbejdstimer

Diskussionen om aktive og passive strategier kan spores mange årtier tilbage, også før teorierne om de meget effektive kapitalmarkeder vandt frem i 70'erne.

Valueinvesteringens fader Benjamin Graham slog allerede i 1949 fast, at private investorer uden forudsætninger og tid til aktieanalyse er bedst tjent med moderate afkastforventninger og at investere i en buket af velrenommerede selskaber. En passiv strategi med andre ord. Mens aktiv, intelligent investering forudsætter stor professionalisme og



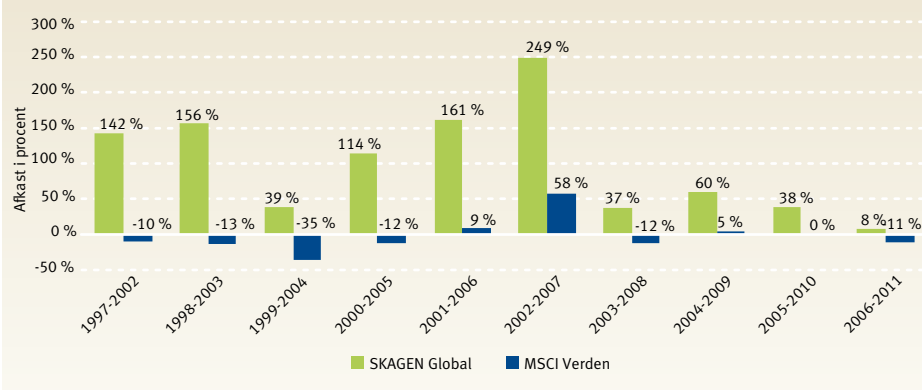
"Det er helt imod SKAGENS filosofi at købe aktier bevidstløst, alene fordi de indgår i et aktieindeks." Jens Elkjær, SKAGENS adm. direktør i Danmark.

mange, mange arbejdstimer, år efter år. Uden garanti for at lykkes.

Derimod er det farligt at blive midt mellem disse to poler – med en dyr, delvist aktiv strategi, som vanskeligt kan skabe merafkast. Man kan godt argumentere for, at mange af de eksisterende aktieafdelinger gør akkurat det: Selv om der sker aktiv udvælgelse, så er forvalterne samtidig underlagt begrænsninger for ikke at afvige for meget fra markedsafkastet. Resultatet bliver dyrt, men ikke særlig spektakulært, uanset hvilke intellektuelle ressourcer porteføljeforvalterne lægger i deres arbejde.

Christian Jessen
cje@skagenfondene.dk

RULLENDE FEMÅRS AFKAST FOR SKAGEN GLOBAL



Køb billigt – sælg dyrt

Som forbrugere har vi nærmest fået mantra'et "Køb billigt – sælg dyrt" ind med moder-mælken, og resultatet er da også, at de fleste af os jagter det gode køb. Det er dog svært i aktiemarkedene, hvor vores egen menneskelige natur er en daglig udfordring for os som investorer, forklarer formuerådgiver Thomas Lund.

Når det kommer til investering i aktier, handler det naturligvis om at få pengene til at yngle. Derfor leder vi efter "billige" aktier (eller aktiefonde), som vi siden kan sælge til en højere kurs. Hvor svært kan det være, har mange spurgt sig selv.

Men faktum er; de fleste af os har meget svært ved at købe og sælge på "de rigtige tidspunkter", og i jagten på de gode afkast ender vi i stedet som flokdyr halsende efter resten af markedet. Resultatet bliver derfor, som oftest, et afkast under gennemsnit!

Hjernen – en medspiller eller modspiller?

Vores hjerne er skabt for godt 100.000 år siden, og den er tilpasset det liv, vi mennesker levede dengang. I dag lever vi i en helt anden verden, og vores hjerne indeholder en masse primitivt arvegods fra tidligere tider. Derfor bliver mange beslutninger truffet på baggrund af forhistoriske instinkter i stedet for rationelle overvejelser.

Det er nede i "krybdyrhjernen", at vi finder roden til ondt, når det kommer til investering. Her findes en grådighed, der gør, at vi gerne vil være med på vognen, når det går godt, og en frygt for at realisere et tab, når det går dårligt.

Hvad gør man så som investor?

Når det kommer til investering, skal man bruge sin analytiske sans og slet ikke sine følelser. Det er dog meget nemmere sagt end gjort.

I første omgang handler det om at være bevidst omkring denne irrationelle adfærd og i stedet lære af sine fejl. Investering med



Man skal anvende sin analytiske sans og ikke følelserne når man investerer. Det er meget nemmere sagt end gjort, forklarer formuerådgiver Thomas Lund.

succes sker efter vores overbevisning ved at finde aktier, der er undervurderede, men hvor selskabet grundlæggende er sundt. Man skal være tålmodig og trofast over for sin strategi.

Warren E. Buffett's kendte citat: "Vær frygtsom når andre er grådige, og grådig når andre er frygtsomme", er måske den bedste oversættelse af "Køb billigt og sælg dyrt". Det er jo netop når markedet er mest negativt, at aktierne falder og omvendt.

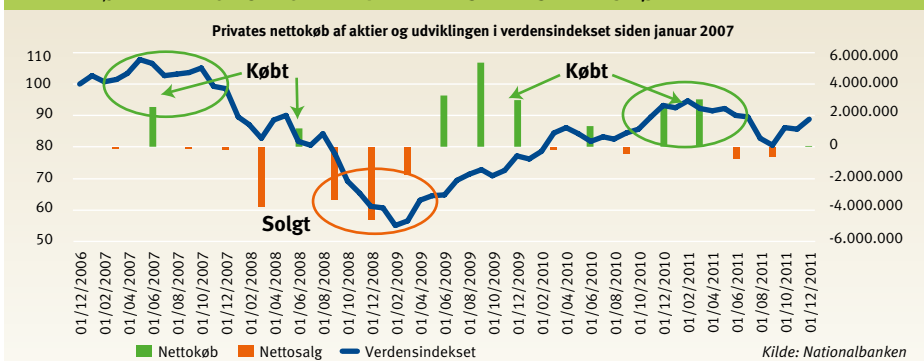
Akkurat nu mener vi, at der er en stærk langsigtet begrundelse for at investere i aktier. Så trods aviserne er fulde af dårlige nyheder, og usikkerheden er stor – så er det nu den langsigtede investor bør overveje at købe aktier (se også porteføljeformalerens beretning på side 19).

Men det kan være svært at overbevise sin indre "krybdyrhjerne" om, for verden er jo fuld af økonomiske kriser akkurat nu.

"Det er svært at spå, især om fremtiden"

Sådan sagde Storm P og karikerede på den måde alle prognosemagere. Analytikernes

DYRE KØB – BILLIGE SALG – PRIVATE DANSKERES NETTOKØB AF AKTIER



Tal fra Nationalbanken antyder, at danskere samlet set er tilbøjelige til at købe aktier på top og sælge på bund. Figuren viser udviklingen i verdensindekset siden januar 2007. Der blev solgt i den mørkeste tid i vinteren 2008-2009, mens køb er foretaget på højere kursniveauer før og efter krisen.

forudsigelser viser sig da også meget ofte at være ubrugelige i forhold til at spå om kortsigtede kursstigninger og kursfald.

Alligevel bliver de fleste investorer løbende påvirket af analytikere, rådgivere og ”eksperter”, som alle får penge for at spå om kursudviklingen. Netop det gør det muligt for SKAGEN at finde fejlagtigt prisfastsatte aktier. (Det kan du læse mere om i porteføljeformaler Torkell Eides artikel på side 16).

I SKAGEN forsøger vi at lukke den kortsigtede støj ude og holde fast i det større billede; vi interesserer os mindre for de daglige kursudsving, og mere for hvordan selskabet fundamentalt udvikler sig.

Historien har vist, at perioder, hvor frygten er størst og mange investorer optræder irrationelt, giver vores porteføljeformalere større muligheder for at finde særlig undervurderede selskaber til fordel for vores investorer.

Value-investeringens fader, Benjamin Graham, har i sine bøger og artikler understreget, at investorer skal se værdierne i deres selskaber og ikke markedets kortsigtede luner. I ”The intelligent investor” skriver han:

– Den investor, der tillader sig selv at gå i panik og unødvendigt bekymre sig over uberettigede fald i sine positioner, er godt på vej til at forvandle sin fordel til en ulempe. Han burde fokusere på det basale ved sine positioner, og ser disse lovende ud, så skal han ikke lade sig distrahere af kortsigtede kursudsving.

Det er samme lektie, som vores porteføljeformalere indskærper sig selv hver dag – på langt sigt vinder værdierne i vores selskaber over markedets kortsigtede luner.

Er du investor i SKAGEN Fondene, hører du os ofte terpe om hensigtsmæssig investor adfærd, så du får mest muligt ud af dine investeringer. Det er der gode grunde til; uhensigtsmæssig adfærd kan nemlig være ødelæggende for dit afkast, og hensigtsmæssig adfærd i aktiemarkedet er så forbandet svært at tilegne sig!

Thomas Lund
thlu@skagenfondene.dk



Sang og dans i sommerlandet

Den danske sommer er skabt til kunst og kultur i anderledes oplevelser, når ellers vejret arter sig. Vi indbyder midt i juli til Sang i Haven i byen Skagen og Verdensballet på Møllerup Gods på Djursland.

Sang i Haven med vores samarbejdspartner Skagens Museum og operasangerne Peter Lodahl og Susanne Elmark vender tilbage torsdag den 12. juli.

Picnic i museets have, sang af høj klasse og et besøg på museet en julaften har de seneste to år tiltrukket i alt mere end 1.000 gæster. Billetter af 100 kr. kan købes allerede nu på Skagens Museum.

Fredag den 13. juli på Møllerup Gods er vi hovedsponsor for Verdensballetens optræden. Solodansere fra The Royal Ballet of London anført af Alina Cojocaru og Johan

Kobborg, danser uddrag fra Royal Ballets program, både fra det klassiske og det moderne repertoire.

Programmet er kreeret specielt til Verdensballet i Danmark. Operasangerne Ditte Højgaard Andersen og Jens-Christian Wandt optræder med scener fra operaens verden. Billetter kan købes via www.billetnet.dk

Vi afholder inspirationsmøder i forbindelse med alle disse arrangementer, som du kan tilmelde dig via vores hjemmeside. Har du spørgsmål, så ring til kundeservice@skagenfondene.dk



Ti år på søen

– Det begyndte som en rejse ind i det ukendte, siger porteføljeformaler Kristoffer Stensrud. De ti år, som rejsen har været indtil nu, er der al mulig grund til at fejre.

Vækstmarkedsfonden SKAGEN Kon-Tiki fyldte ti år den femte april 2012. Fonden har ti år senere givet et akkumuleret afkast på 433,8 procent (pr. 31. marts). I samme periode er referenceindekset steget med 145,6 procent. Men kikkerten er ikke rettet mod det historiske afkast, men mod den fremtidige rejse.

Da SKAGEN Kon-Tiki blev søsat, var globale vækstmarkeder et investeringsområde, som var sunket ned i glemslen. 90'ernes kriser og den efterfølgende it-boble havde medført svigtende opmærksomhed på vækstmarkeder og skabt risikofrygt.

– De investeringserfaringer, vi havde i dette område fra SKAGEN Vækst og SKAGEN Global, var positive trods alt. Vi mente derfor, at tiden var moden til at lancere SKAGEN Kon-Tiki, som er en fond fokuseret på, men ikke begrænset til temaet vækstmarkeder, siger porteføljeformaler Kristoffer Stensrud.

Den ringe interesse for vækstmarkeder gled let over i generelt lavt vurderede vækstmarkedsaktier. Højt kriseberedskab havde desuden gjort landenes økonomier robuste oven på 90'ernes krisehåndtering. Det virkede derfor, som om SKAGEN Kon-Tiki blev lanceret på det rigtige tidspunkt.

Hård jomfrufærd

Fondens første sejlads blev desværre alt andet end vellykket. Efter 13 handelsdage begyndte fondsandelene at synke under startkursen på 100 norske kroner. SKAGEN Kon-Tiki ramte bunden på 62 kroner den 30. september – et fald på 38 procent. Tålmodige investorer måtte derefter vente helt til den 14. august 2003, inden fondskursen igen var oppe på de 100. Det var i den mellemliggende tid, at Kristoffer Stensrud i forbindelse med et væd demål anlagde en hestehale.

– Nu klipper jeg ikke håret, før SKAGEN Kon-Tiki er nået tilbage på de 100, sagde jeg. Da vi i høj fart passerede 100, ræsonnerede

jeg, at hestehalen gav mig styrke. Siden da har fremskridtene været store nok til, at jeg ikke vil løbe risikoen ved at klippe den af, siger Kristoffer Stensrud.

Opkaldt efter tømmerflåde

Fonden SKAGEN Kon-Tiki er opkaldt efter den tømmerflåde, som under nordmanden Thor Heyerdals kommando sejlede fra Peru til Raroia-atollen i Polynesien april 1947. På spørgsmålet om, hvorfor Kristoffer navngav sin fond efter den berømte tømmerflåde, har han forklaret, at han på sin vis oplevede rejsen med Kon-Tiki som en rejse ind i det ukendte. Han oplevede desuden den første tid, som om fonden var i elementernes vold.

– Det var næsten lige så svært at forvalte SKAGEN Kon-Tiki i efteråret 2008 som at sejle en tømmerflåde i modvind. På samme tid har man mulighed for at påvirke fonden ved at planlægge, være på vagt og gøre tingene på den rigtige måde.

Trods de storme, som SKAGEN Kon-Tiki er løbet ind i, er rejsen med tiden blevet til en enestående fremgang. Fonden er blevet tildelt en række priser i Norden og Europa og har opnået højeste rating fra fondsanalysebureauer som Morningstar og Standard & Poor's. Fonden har på årsbasis haft en vækst på 18,3 procent, mod referenceindeksets 9,4 procent (se hosstående grafer).

Opskriften på fremgang

Kinas entre i WTO i 2001 var på mange måder en katalysator for den efterfølgende udvikling. Vækstmarkederne står for øjeblikket for omkring 80 procent af den globale økonomiske vækst og er blevet den accelererende globaliserings endelige vinder.

Markedsrapporten fra marts 2002 forud for lanceringen af SKAGEN Kon-Tiki nævnte også demokratiseringsprocesser og forbed-

rede økonomiske forudsætninger – blandt andet gennem klare inflationsmål og inflationsbekæmpelse. Det er fænomener, som må anses for positive for investeringer i vækstmarkeder. Disse processer er fortsat med stor styrke det seneste årti.

Men SKAGENS porteføljeformalere er først og fremmest fokuserede på det, som er centralt i SKAGENS investeringsfilosofi – nemlig undervurderede, upopulære og underanalyserede selskaber.

– Det unikke, som adskiller os fra vores konkurrenter, var, at vi fokuserede på selskaber og ikke som andre på de makroøkonomiske forhold. Det har sandsynligvis været hovedårsagen til de meget gode risikojusterede resultater, vi har fremvist, siger Kristoffer Stensrud.

Få begrænsninger

Da SKAGEN Kon-Tiki blev lanceret, var der allerede via erfaringerne i SKAGEN Vækst og SKAGEN Global oparbejdet en god forståelse af både risici og afkastmuligheder i disse markeder.

– Alt for mange investorer fik først vækstmarkederne ind på radarskærmen længe efter os, og vi har derfor haft et forspring, siger Kristoffer Stensrud.

Udbuddet af vækstmarkedsfonde er vokset, og de såkaldte BRIC-fonde (Brasilien-, Ruslands, Indien- og Kinafonde) er blevet mere almindelige. Men efterhånden som disse markeder er blevet mere populære, bliver det sværere at finde åbenlyst undervurderede selskaber der.

SKAGEN Kon-Tiki er derimod en bred global vækstmarkedsfond. Da for eksempel det russiske aktiemarked steg til det dobbelte 2000-2010, blev det sværere at finde undervurderede russiske aktier. I stedet blev det lettere at finde investeringer i for eksempel Korea, Tyrkiet og Ungarn. Oven på det kraftige



Thor Heyerdahls Kon-Tiki ekspedition tog 101 dage. SKAGEN Kon-Tiki fejrer nu 10 års jubilæum.

børsræs mellem juni 2008 og januar 2009, hvor cirka 80 procent af værdien på det russiske RTX-indeks forsvandt, blev det atter muligt at finde billige aktier i Rusland. Det russiske telekomfokuserede konglomerat Sistema og energiselskabet Gazprom kan man nu genfinde mellem de ti største beholdninger i Kon-Tiki.

SKAGEN Kon-Tikis bredere mandat har kort sagt givet muligheder, som ikke ville være der, hvis fonden var begrænset til at investere i et mere snævert geografisk område eller i en bestemt branche.

– I en verden, som er præget af, at man vil inddele investeringer efter branche og geografi, har vi som generalister kun få begrænsninger, siger Kristoffer Stensrud.

Et bredt mandat indebærer, at SKAGEN Kon-Tiki heller ikke må foretage alle sine investeringer direkte i vækstmarkeder. Det er kendetegnende for fonden, at den også kan foretage investeringer i selskaber i mere modne markeder, som indirekte tjener på udviklingen i vækstmarkederne. Hvis SKAGEN for eksempel finder selskaber i Norge, Sverige eller USA, som tjener på handel med for eksempel Kina, har fonden mulighed for at investere i disse selskaber.

Solidt team

Fondens mandat og investeringsfilosofi samvirker med de politiske forandringer, som er sket i flere vækstmarkeder, og som har bidraget til globaliseringen og den globale vækst. Men derudover kræves jo også en besætning til at navigere en fond. SKAGEN Kon-Tiki er i dag udstyret med fire styk porteføljevaltere.

Kristoffer Stensrud førte skibet som enevældig kaptajn, indtil Knut Harald Nilsson påmønstrede i november 2006. Catherine Gether blev porteføljevalter i fonden i oktober 2009. Ross Porter, som har indgået i SKAGENs porteføljeteam siden år 2000, blev en del af SKAGEN Kon-Tiki-teamet i 2011.

– Ross har faktisk været med i teamet fra begyndelsen. Det var ham, som tog hånd om fonden, når jeg var ude at rejse, så SKAGEN Kon-Tiki står Ross' hjerte nær. Som helhed har vi et solidt team med et godt miks af gode analytikere og beslutningstagere. Indimellem er der jo nogen, som skal bestemme noget, siger en leende Kristoffer Stensrud.

Hvad er den seneste investeringsbeslutning, du har foretaget?

– Det var i et kinesisk firma, som fremstiller produkter relateret til solenergi.

For fem år siden i forbindelse med SKAGEN Kon-Tikis femårsjubilæum konstaterede du, at fokus først og fremmest lå på den kommende femårsperiode frem for de historiske resultater. Nu er der gået fem år, og fondens forvaltningskapital er mere end fordoblet. Vil fonden ikke blive vanskeligere at manøvrere på grund af størrelsen?

– Fondens er blevet stor. Men når man betænker, at vækstmarkedernes børsværdi forøges i rasende fart, så er fonden ret så lille til sammenligning. Da SKAGEN Kon-Tiki blev lanceret, lå vækstmarkedernes andel af verdens samlede børsværdi på cirka fem procent. I dag har andelen nærmet sig de 25 procent. Det er et tal, som sandsynligvis vil stige i lang tid fremover på SKAGEN Kon-Tikis færd gennem verdenshavet, siger Kristoffer Stensrud.

Michael Metzler
mm@skagenfonder.se

Råvareselskaber Lav pris for kvalitet

Der er gode muligheder for at finde undervurderede selskaber i råvaresektoren i disse måneder. Selskaberne er lavt prisfastsat og markederne skelner ikke tilstrækkeligt mellem risikable og solide selskaber indenfor sektoren.



Eurasian Natural Resources: er et nyt selskab i SKAGEN Kon-Tiki porteføljen. Åben minedrift fylder godt i landskabet i Kazakhstan. **Foto:** Selskabet.

Det mener porteføljeforvaltere i SKAGENs aktiefonde, som har foretaget flere nye investeringer de seneste måneder.

– Vi lægger vægt på, at selskaberne har lav gæld og høj egenkapital, således at de kan tackle store ændringer i råvarepriserne uden at komme i overlevelseskamp. Normalt vil sådanne råvareselskaber være prisfastsat højere end de mere risikable aktører i sektoren, men i øjeblikket er mange selskaber lavt prisfastsat, siger Ross Porter, porteføljeforvalter i SKAGEN Kon-Tiki.

– Det giver muligheder for værdiorienterede investorer som os til at få andel i aktiver af høj kvalitet til en god pris, tilføjer han.

Råvaresektoren er notorisk blandt de mere risikable sektorer at være aktieinvestor. Priserne på råvarer svinger fra år til år, og er selskaberne gældsatte, så slår prisændringer hårdt igennem på bundlinjen.

– Indtjeningen er vældig følsom overfor ændringer i råvarepriserne, og der er desuden tendens til, at værdifastsættelsen er selskaberne svinger endnu mere. I gode tider bliver selskaberne ofte for dyre, i dårligere tider alt for billige. Det giver muligheder for os som investorer, men vi skal være forsigtige og gøre vores hjemmearbejde inden vi investerer, siger Chris-Tommy Simonsen, porteføljeforvalter og trader i SKAGEN Global.

Oftentimes må selskaber i råvaresektoren investere i mange år i ny udvinding før der kommer pengestrømme retur til aktionærerne, så både långivere og aktionærer skal være langsigtede. Men når efterforskning og udvinding lykkes, så kan det være særdeles lukrativt for aktionærerne.

Vækstmarkeder domineret af råvarer

Vækstmarkederne er traditionelt domineret af mange råvareselskaber, som har indgået i den traditionelle økonomiske verdensorden. De mindre udviklede lande udvandt og eksporterede råvarer til produktionsvirksomhederne i de udviklede økonomier i USA, Europa og Japan.

Denne verdensorden er helt ændret de seneste ti år. Nu er Kina den absolut største aftager på verdensplan af råvarer som stål, aluminium og kobber. Kineserne anvender dem både i produktionsindustrien og i landets egen hastige investering i infrastruktur.

Hele femten procent af vækstmarkedsindekset er fyldt op af råvareselskaber. Det er mere end dobbelt så stor en andel som i det regulære verdensindeks.

Aktiefonden SKAGEN Kon-Tiki har i årevis haft en andel af råvareselskaber, som er langt under indekset. Porteføljeforvalterne har valgt selskaber i mindre konjunkturføl-

somme sektorer, og i større grad investeret ind i vækstmarkederne, som de bliver fremover: Fungerende markedsøkonomier med et privatforbrug i vækst og stor intern handel med landene.

Trods den relativt lave andel råvareselskaber, så finder porteføljeforvalterne nu gode nye selskaber til en lav pris, ligesom eksisterende selskaber i aktiefondene har klaret sig godt i år.

Jernmalm af god kvalitet

Cliffs Natural Resources, tidligere Cleveland Cliffs, har indgået i SKAGEN Global siden sommeren 2006. Selskabet er i dag tre gange mere værd end da det blev købt; undervejs har der været udsving, og porteføljeforvalterne har haft en vis succes med at justere beholdningen undervejs.

Aktien sammenlignes ofte med det statskontrollerede Vale i Brasilien, som er den største råvareposition i SKAGEN Kon-Tiki. Begge selskaber producerer jernmalm, og er prisfastsat til 5-6 gange indtjeningen i øjeblikket. Vale er lavest prisfastsat og producerer billigere end Cliffs, men har også mere gæld, hvad der øger udsving for aktieinvestor.

– Cliffs har et særdeles godt ressourcegrundlag. Mineselskaber er billige akkurat nu, der er frygt for aktiviteten i Kina, for de

store lagre og prisen på jernmalm. Vi tror ikke det går så galt, der er ikke investeret meget i sektoren siden 2008, og der vil komme mangel på kapacitet, som holder priserne oppe, siger Chris Tommy Simonsen.

Markederne har frygtet, at Cliffs skulle foretage værdiødelæggende opkøb. De har finansiell styrke og er blandt andet vokset gennem opkøb de seneste ti år. Senest foretog de en stor akkvisition i 2011 med køb af Thompson Consolidated i Canada for 5 mia dollars. Cliffs aflivede dog denne frygt i forbindelse med sit regnskab medio marts, annoncerede i stedet et godt udbytte, og markedet kvitterede med kursfremgang til selskabet.

– Oven i sine andre fortræffeligheder, så er selskabet en kandidat til at blive købt op til en merpris af en stor aktør i branchen. Vi hæfter os også ved, at samtlige dets aktiver er placeret i udviklede og politisk stabile lande, hvad der klart mindsker risiko for, at aktiver bliver konfiskeret i en uklar politisk proces, siger Chris-Tommy Simonsen.

Der har historisk set ikke været mange af selskaberne i SKAGENS aktiefonde, som er gået i betalingsstandsning og konkurs. Men i råvaresektoren er de investerede beløb store, og selskaberne har både operationel risiko, finansiell risiko, markedsrisiko på sine priser og politisk risiko i forhold til sine rammebetingelser.

Der har været fejlinvesteringer. Et eksempel vi husker at nævne samtidig med Cliffs er Apex Silver Mines, hvor vi ligeledes foretog en investering i 2006 for ganske pæne beløb. Selskabet ledte efter sølv og zinc, og gik i betalingsstandsning i 2009. Det lykkedes at overtale retten i Delaware til at godkende en tvivlsom manøvre, hvor selskabet genopstod i en ny inkarnation i stedet for at gå konkurs. De oprindelige aktionærer blev efterladt med tomme lommer.

Sydafrikanske kul

I aktiefonden SKAGEN Kon-Tiki blev der i 2011 ændret en del på investeringerne i råvaresektoren, som beskrevet i Årsrapporten 2011. Brasilianske Vale er fortsat den suverænt største investering i sektoren, men på en sikker andenplads finder vi nu den sydafrikanske kulproducent Exxaro Resources. Flere andre selskaber er på vej ind i porteføljen, blandt dem Eurasian Natural Resources fra Kazakhstan

– Der er mangel på strøm i Sydafrika og landet vil bygge kulkraftværker. Exxaro leverer disse kul. Det er et lavt prisfastsat selskab, som er modstandsdygtig overfor recession. Samtidig er der muligheder i selskabets produktion, siger Ross Porter.

Exxaros andet store forretningsområde er udvinding af mineralsand. I øjeblikket



Chris-Tommy Simonsen

Ross Porter

bidrager det kun akkurat til indtjeningen, men indenfor få år bliver det en væsentlig indtægtskilde for selskabet. Af mineralsand fremstilles titanium dioxid som anvendes som pigment i maling. Der er mangel på dette, og manglen vil blive endnu mere udtalt, hvis kineserne bliver flittigere til at male deres byggerier.

– Vi forventer ændringer i selskabsstrukturen, som frigør værdi, og et voksende udbytte når selskabet bliver gældfrit indenfor kort tid. Aktien rummer mange af de elementer, vi især ønsker at finde hos et undervurderet, underanalyseret SKAGEN selskab i en upopulær sektor, siger Ross Porter.

Christian Jessen
cje@skagenfondene.dk

VÆRDIFASTSÆTTELSE AF MINESELSKABER

Erfarne investorer siger sarkastisk og kynisk i flæng, at mineselskaber er "a big black hole with a liar on the top". Der er en sandhed i dette, fordi det er åbenlyst, at der bør være stor værdi i selskabets ressourcgrundlag, men det er svært at vurdere potentialet præcist. Man kender først svaret når hullerne er gravet og malmen udvundet.

Investorerens oplevelse af løgn kan komme, fordi ledelsen af mineselskaber i forskellige faser har tilskyndelse til at henholdsvis overdrive og underdrive potentialet i en mine.

Først skal jorden erhverves og myndighedstilladelser i hus. Da skal man ikke overdrive, for så bliver det for dyrt at komme igang. Siden skal tidlige investorer i hus, og da gælder det om at synliggøre mulighederne. Men trods det skal man undgå, at indtjeningen

i en mine bliver alt for overdådig, for så risikerer man beskatning. Det enkleste er at holde sig stringent til sandheden i hele forløbet, men det sker ikke altid. Endelig er der naturligvis risiko for at blive fuldstændig snydt ved at investere i værdiløse aktiver.

Mineselskaber er samtidig vanskelige at sætte pris på, fordi investorerne tvinges til at danne sig en holdning til den forventede værdi af råvarer 10, 20 og 30 år ud i fremtiden, hvad der selvsagt er svært.

SKAGENS porteføljeforvaltere mener trods skepsis at have fundet et par områder, hvor aktiemarkedets prisfastsættelse af råvaresekskaber kan være fejlagtig.

Prisfastsættelsen af projekter er ofte lav. Investorerne vil af de ovenfor nævnte grunde se håndgribelige resultater før prisfastsættelsen accelererer.

Canadiske Equinox blev sidste år solgt ud af SKAGEN Kon-Tiki, idet selskabet blev købt op til en betydelig præmie efter at være steget markant. Equinox udviklede og drev Lumwana-minen i Zambia, en kobbermine i verdensklasse, som kæmpeselskabet Barrick Gold betalte dyrt for at overtage. Udviklingen af minen for 1 milliard dollars tog ti år, det meste forløb efter planerne, men alligevel lå aktien fladt i mange år. Først til sidst i projektforsløb kommer stigninger.

Porteføljeforvalterne bemærker samtidig, at omkostningerne ved at udvikle nye minefaciliteter er større end for 10-20 år siden, fordi det omgivende samfund stiller større krav også i fattige lande. Det øger den relative værdi af eksisterende miner, men dette er ikke altid afspejlet i værdifastsættelsen af mineselskaber.

Oracle – klar til at levere

Beholdningen af softwaresekskabet Oracle har siden september sidste år ligget i SKAGEN Fondenes top ti. Porteføljeforvalterne har fulgt selskabet i et stykke tid og købte i starten kun et ret lille antal aktier. Nu er Oracle en af fondens vigtigste investeringer. Hvorfor vælger SKAGEN Oracle?

”HP’s bestyrelse har lige taget den værste medarbejderbeslutning, siden idioterne i Apples bestyrelse fyrede Steve Jobs for mange år siden,” sagde Oracles administrerende direktør Larry Ellison kort efter fyringen af Hewlett-Packards formand Mark Hurd i august 2010.

For dem, som har fulgt Ellison de sidste to årtier, kom amerikanerens rå udtalelse ikke som en overraskelse. Ellison, som grundlagde softwaresekskabet Oracle i 1977, er ikke just kendt for sine diplomatiske evner.

Ellison hentede it-veteranen Hurd til Oracles bestyrelse i september 2010, efter at Hurd var blevet dumpet af HP i en sexchikane- og udgiftsskandale. Siden da har Ellison, Hurd og økonomidirektør Safra Catz været hovedkræfterne bag Oracle, som er markedsledende inden for DBMS’er – Database Management Systems.

Snart sagt enhver organisation uanset størrelse har en Oracle-database. Selskaber stiller store krav til denne type software, som ofte er afgørende for selskabets nøgleprocesser. Både banker og forsikringsselskaber, store e-handelssteder og industriselskaber anvender databaser til processer som kundesstyring og levering. Det er for eksempel

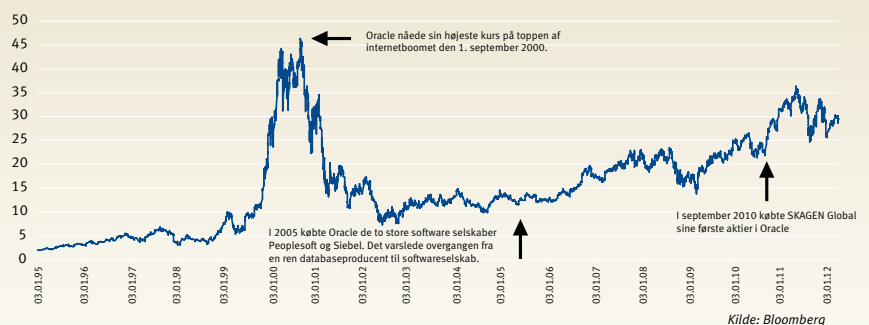
mindre velkendt, at Google anvender databasesoftware fra Oracle.

Den kendsgerning, at ingen kommer uden om denne form for software, giver selskaber som Oracle attraktive indtjeningsmuligheder. Ud over den årlige licensafgift skal programmerne også vedligeholdes, hvilket kræver vedligeholdelsesaftaler. Alt sammen er det en kilde til stabil genkommende indtægt med høje margener. Ingen, som vælger Oracle som databaseleverandør, risikerer at skulle skifte til et andet selskab. Når en kunde først er blevet kapret, er det for bestandig. Oracle,

som blev børsnoteret i 1986, har altid haft en stærk pengestrøm og et åbenlyst indtjeningspotentiale.

Ellison er måske ikke den store diplomat, men han er en god strateg. I en alder af 67 tænker han som en skakspiller. Brikkerne på den anden side af brættet er konkurrenter og mulige overtagelsesemner. Han har næse for fremtidens softwareudvikling. Oracle har i løbet af de seneste 7 år foretaget 79 ny erhvervelser og omdannet selskabet med dets arbejdsstyrke på 108.000 medarbejdere fra et softwaresekskab til et allround it-selskab.

ORACLE – PÅ VEJ TILBAGE TIL TOPPEN?



Dermed har Oracle – navnet stammer fra den database, som Ellison udviklede til CIA, da han for mange år siden arbejdede for et software-selskab – manøvreret sig ind i den sfære, hvor de største rivaler er globale it-spillere som IBM, SAP og Microsofts database SQL.

Oracle er lønsom, balancen er stærk, markedspositionen og rækken af nyherværelser er god, og så alligevel har den fundamentale værdi i årevis holdt sig under it-sektorens gennemsnit. Sektorens historiske P/E-rate ligger på omkring 24, mens Oracles er omkring de 12 – den relativt høje værdifastsættelse i sektoren skal tilskrives internetboomet omkring årtusindskiftet.

Med denne lave værdifastsættelse havde Oracle i et stykke tid markeret sig tydeligt på radaren hos SKAGENS porteføljeteam. Intens overvågning og analyse blotlagde derefter, at selskabet var særdeles undervurderet. Oracle har klare vækstudsigtter, ikke mindst i kraft af den position, selskabet har opbygget i vækstmarkederne. Der er ingen nævneværdige konkurrenter i regionen – ingen kinesiske eller japanske spillere af betydning. Oracles lønsomhed beror langt hen ad vejen på den høje margen på vedligeholdelsesaftaler og nye licenser. Selskabet har opbygget en stærk liste af nyherværelser. Derved holdes de innovative processer skærpede, og svaghederne bliver opdaget tids nok til at foretage ændringer.

Undervurderet er jo en af SKAGENS tre U'er – Undervurderet, Upopulær og Underanalyseret – og det er derfor interessant at se, hvordan Oracle klarer sig i forhold til de to andre U'er.

Oracle er som den øvrige it-sektor ikke særlig populær hos investorerne. De er bekymrede over udsigterne for denne slags selskaber, da den økonomiske nedgang skader forbruget af software. Der hersker tillige

ORACLE KORT FORTALT

- Oracle opererer i softwarebranchen
- Hovedkvarter i Redwood City, Californien
- Grundlagt i 1977, noteret på NASDAQ i 1986
- Indtægter (2011) 35,6 mia. dollars, arbejdsstyrke 108.000
- Grundlægger og administrerende direktør Larry Ellison, 67 år
- Største konkurrenter: IBM, SAP, til dels Microsoft

usikkerhed om, hvordan 'cloud computing' – det store nye dyr i computerland – vil udvikle sig og påvirke sektoren. Oracle har imidlertid i det sidste årti demonstreret finfølelse med, hvornår innovationer er flyvefærdige. Det er foregået enten gennem nyherværelser eller egen research og udvikling.

Ved første øjekast ser det ikke ud, som om Oracle opfylder det sidste U og er Underanalyseret. Selskabet hævder, at det for øjeblikket bliver fulgt af 46 analytikere – gennemsnitligt for et stort børsnoteret selskab. Men ifølge porteføljeforvalter i SKAGEN Global Torkell Eide er langt størstedelen af analytikerne «kortsigtede»: «Disse analytikere er fokuserede på de forestående kvartaler. Men med Oracle handler det om de kommende år, når triggerne bliver udløst.»

Eide tror, at der er triggere nok til at realisere Oracles fundamentale værdi gennem en stigning i aktieprisen. Det finansielle spillemrum er stort nok til at øge dividendet – udbyttet ligger for øjeblikket på omkring 1 procent. Selskabet kan også tilbagekøbe aktier for at øge fortjenesten per aktie. Pipelinen er desuden så fuld af softwareinnovationer, at betydelige forbedringer i de næste to år er sikret. Den digitale revolution, også kaldet Big Data, er ikke forbi endnu, og selskaber vil blive ved at samle enorme mængder af information til databaseanalyse for at følge og forudsige kundebevægelser.

Der er kort sagt argumenter nok for at få attraktiv investering ud af Oracle. SKAGEN Global købte først et lille antal aktier i september 2010 – små 0,3 procent af den samlede portefølje. Dengang lå aktieprisen på omkring 25 \$. «Det stod meget klart for os, at aktieprisen ikke var en, som ville blive fordoblet i pris på kort tid,» sagde porteføljeforvalter Eide, «store børsnoterede selskaber har ikke den slags triggers. Men vi var overbeviste om, at aktierne havde tilstrækkelig værdi til et attraktivt afkast.»

I løbet af de næste seks måneder steg aktieprisen til lige over 30 \$ uden for alvor at trække på triggerne til udløsning af skjult værdi. I juli 2011 besluttede SKAGEN Global at købe en større andel. Dette var hovedsagelig baseret på Oracles attraktive virksomhedsværdi til en 6,9 EBITDA multipl. "Du betaler ikke for væksten, men får den gratis," siger Eide. Købet blev finansieret ved at sælge sig ud af it-serviceleverandøren Accenture, hvis aktie i porteføljeforvalternes øjne havde nået prismålet. Oracle blev derefter en af SKAGEN Globals 10 største investeringer, som



Grundlæggeren af Oracle, Larry Ellison, tænker som en skakspiller, hvor bønderne på brættet er konkurrenterne og opkøbskandidater i markedet.

Foto: Bloomberg

stod for lige over 3 procent af den samlede fond. Aktiens prismål blev fastlagt til 45 \$.

I starten virkede det som et uheldigt træk. Oracle kom ud med skuffende tal for andet kvartal i december samme år. Især indtjeningsvæksten var under forventet. Aktieprisen faldt den måned med 18 procent. "Der er ingen grund til panik," sagde SKAGEN Globals Eide på det tidspunkt. "Forvaltningsteamet er stærkt og disciplineret. Vi er overbeviste om, at det var et engangstilfælde, men viser det sig ikke at være tilfældet, er det tid at sætte spørgsmålstegn vores position." Tallene for tredje kvartal var ventet med en vis bæven, men overgik alle forventninger. Der er dog stadig et godt stykke vej til målet på 45 \$.

SKAGEN har tid til at vente. Oracle har været en del af porteføljen i 18 måneder, og investeringshorisonten er mindst tre år. Administrerende direktør Larry Ellison er stadig ved at flyde over af ambitioner med Oracle. Milliardæren sagde for nylig til Financial Times: «I love my job. I don't need the money.»

Mark Houben
mho@skagenfunds.com

Det kortsigtedes værdi

En undersøgelse foretaget af finanshuset Goldman Sachs har påvist, at en amerikansk aktiefond kun ejer en aktie i ti måneder. Det er et godt udgangspunkt for en langsigtet investor som SKAGEN til at skabe godt afkast til vores investorer, også i fremtiden.

Goldman Sachs' undersøgelse peger på en trend, som længe har huseret i de globale aktiemarkeder: Investorerne sidder i stadig kortere tid på deres udvalgte selskaber. Det er der mange grunde til.

I centrum står it-aktiernes sammenbrud ved årtusindskiftet. Det var begyndelsen på enden for teorien om, at langsigtet opsparing i aktier er den lige vej til rigdom. Teorien havde sin storhedstid i 90'erne, som var et ekstremt godt årti for aktieinvestorerne (se graf).

Kreativ finansbranche

Første årti i det nye årtusind viste sig stadig mindre gunstigt for aktionærer. De store finanshuse reagerede hurtigt og greb til andre, mere lukrative opsparingsformer. Ejendom, obligationer og råvarer blev markedsført som de bedste langsigtede investeringer.

Dertil kom, at aktier som aktivklasse nu blev kategoriseret som en opsparingsform, der var tilpasset taktiske og sektorspecifikke allokeringer. Man skabte en række instrumenter designet til denne form for kortsigtet tilnærmelse. ETF'erne er et illustrativt eksempel. Disse børsnoterede fonde handles på lige fod med aktier og bliver derfor ramt af investorerne humørsvingninger.

Investorerne jagt på alternativer til aktier skabte også ny vækst for hedgefondene. To af hedgefondindustriens største personligheder, Julian Robertson og Georges Soros, valgte i 2000 at restrukturere deres fonde. Mange gik ud fra, at branchens guldalder var forbi. Men sådan skulle det ikke gå. Væksten tog fart, og en stadig strøm af nye aktører meldte sig.

Højfrekvent aktiehandel dominerer

De nye aktører var muligvis både mere aggressive og mere kortsigtede end deres forgængere. Kvantitative hedgefonde, som var kendetegnet af en ekstremt høj datadrevet

handelsfrekvens, voksede frem som en ny magtfaktor i den globale finans.

Hedgefondindustrien forvalter i dag omkring 2.000 milliarder dollar. Dertil kommer en ikke uvæsentlig belåningsgrad. Højfrekvent aktiehandel, som i udstrakt grad er drevet af hedgefonde, udgør omkring 50 procent af volumen i det amerikanske aktiemarked. Det anslås, at større hedgefonde som Citadel, DE Shaw og SAC Capital Advisors hver står for helt op mod et par procent af den daglige globale aktiehandel.

Hedgefondenes enorme handelsvolumener har gjort dem til nogle af de vigtigste bidragsydere til aktieanalytikernes og mæglerernes lønningsposer. Konsekvensen er, at mæglerhusene tilbyder mere kortsigtede produkter. Analytikernes fokus på kvartaler overskygger i dag fuldstændig vurderingen af selskabernes langsigtede værdiskabelse. Hårde facts belyser dette.

En nylig analyse fra Goldman Sachs har påvist, at analytikernes evne til at forudsige selskabernes indtjeningsudvikling de næste 12 måneder blev betydeligt højere i perioden 2006-10. Det modsatte gælder for evnen til at forudsige ændringer i indtjeningen tre år frem i tiden, som er faldet. Mæglerne logger altså som pavlovske hunde med deres kortsigtede haler, takket være kurtagen fra hedgefondene.

Fryden større end skrækken

Fra vores kontorer i Stavanger observerer vi den øgede kortsigtethed i aktiemarkederne med skrækblandet fryd.

Skræk på grund af den uforklarlige volatilitet, som nu og da fører til store kortsigtede udslag i prisfastsættelsen af enkeltaktier. Den kan føles ubehagelig. Fryd fordi kortsigtetheden sandsynligvis er en af de største drivere til, at investorerne de seneste år er blevet mere og mere irrationelle. Det har gjort aktiemarkederne stadig mindre effektive.

Aktiemarkederne svinger mere end værdierne

Hvordan kan vi fortsat tro uforbeholdent på vores eget langsigtede perspektiv, når verden graviterer mod det kortsigtede?

Først og fremmest fordi vi fokuserer på selskabernes evne til at tjene penge over tid. Når vi køber aktier, bliver vi ikke ejere af et stykke papir, men af en andel i et selskab. De fleste kan fange denne logik, hvis det handler om at eje 50 eller 100 procent af et privatejet selskab, som for eksempel en lokal restaurant eller et bryggeri. Men af en eller anden mærkelig grund ryger dette perspektiv, hvis det kun drejer sig om en lille del af McDonald's eller Heineken, ejet gennem børsnoterede aktier.

De underliggende værdier befinder sig i og forvaltes i selskaberne, ikke på børsen. Værdierne bliver udkrystalliseret og skabes over en årrække, ikke i løbet af minutter eller kvartaler. En bryggeriejer vil nok ikke sige, at hans bryggeri er faldet i værdi, bare fordi et koldt forår har givet et par måneders lavere ølsalg. Men aktiemarkedet er mere end villigt til at drage en sådan konklusion.

Ikke fra den ene dag til den anden

Med vores analyser går vi ned i selskabernes maskinrum for at se, hvordan værdierne bliver til.

Her kan vi se ejendele, strategier, processer og produkter, som det har taget årtier at skabe. Vi kan også se, at selskaberne hele tiden sår nye spirer til værdiskabelse, som først vil blomstre om flere år (muligvis).

Den medicin, som schweiziske Roche for øjeblikket forsker i, vil selskabet først kunne tjene på om flere år (forhåbentlig). De nye produkter, som Tyco International kommer op med inden for boligalarmer, vil først give fuld resultat effekt over en treårs periode. Fordi det tager år og ikke dage for et selskab at udkrystallisere værdiskabelsen, er vores

konklusion, at en investor bør have en tilsvarende tidshorisont på sit ejerskab.

Empirien og vores egen erfaring understøtter også vores langsigtede syn på aktier og værdiskabelse. Estimer fra Goldman Sachs viser, at hvis man ejer aktier i 12 måneder, kan godt og vel 45 procent af værdiudviklingen tilskrives ændringer i den forventede værdiskabelse. Resten skyldes ændringer i de multipler, selskabet er prisfastsat efter. Eftersom multiplerne er farvet af investorernes humørsvingninger, er de meget svære at forudsige.

Ejer man derimod aktier med en fireårig horisont, er hen ved 70 procent af kursudviklingen begrundet i ændringer i forventet værdiskabelse.

Stemmer overens med vores erfaringer

Vores erfaringer underbygger fuldt ud denne empiri. Vores største og mest langsigtede investering Samsung Electronics er et godt eksempel. Da vi købte den første store ladning aktier i efteråret 1998, havde vi en dobbelt hypotese. For det første anså vi prisen, vi betalte i forhold til indtjeningen, for at være urimeligt lav i forhold til lignende selskaber i USA og Europa. For det andet anså vi Samsung Electronics' evne til fremtidig vækst og værdiskabelse for at være undervurderet.

Facit 12 år senere er, at vi kun havde halvvejs ret. Aktiemarkedet har ikke været villigt til at øge prisen på indtjeningen (EV/EBITDA), som cirka er lige så lav i dag som i 1998. Til gengæld ramte vi mere rigtigt, end vi havde håbet og troet, når det kommer til selskabets evne til at vokse og skabe værdier. Alene den stærke indtjeningsvækst har givet os et årligt aktieafkast på over 20 procent siden da.

Mulighederne i det kortsigtede

Langsigtet fokus på værdier og værdiskabelse i notorisk kortsigtede markeder giver os mulighed for at investere i regioner, sektorer



Tålmodighed er en dyd: Hvad medicinalsselskabet Roche udvikler i sin forskningsafdeling ser vi først om mange år.

og selskaber, som andre ønsker at sælge sig ud af. Vi ser de samme skuffelser og udfordringer, som selskaberne bliver udsat for på kort sigt, men informationen behandler vi med langsigtede briller.

Vores første spørgsmål er altid, om det, vi står over for, er kortsigtet støj, eller om selskabets fundamentale værdiskabelse i en femårig horisont er blevet ændret. Når den engelske supermarkedskæde Tesco bekendtgør, at den har strukturelle problemer i kernemarkedet, kan det påvirke den langsigtede værdiskabelse. Så sælger vi os ned i selskabet, ligesom alle andre.

Men når kursen på Goldman Sachs falder med op til flere procent i løbet af en dag, fordi en utilfreds ansat har sendt sin opsigelse som et læserindlæg i New York Times, ryster vi på hovedet. Derivathandleren og bordtennisspilleren Greg Smith er glemt om fem år.

Og når Akzo Nobels kurs ryger ti procent ned som følge af kortsigtede svingninger i råvareomkostningerne, så køber vi.

Markedet bliver mere og mere kortsigtet og præges fra tid til anden af irrationelle, frygtssomme og kortsigtede aktører. En stadig vigtigere opgave for os er derfor at bruge endnu mere fornuft og være endnu mere modige og langsigtede. Investorbasen i vores fonde er klar over vigtigheden heraf, og denne støtte skaber et fint udgangspunkt for et godt langsigtet afkast også fremover.

Torkell Eide

PORTEFØLJEFORVALTER



En trækfugl vender tilbage

Geir Tjetland er navnet på den seneste forstærkning af forvalterteamet omkring SKAGEN Vekst. Men han er bestemt ikke en ny opfindelse, hverken i aktieverdenen eller i SKAGEN-sammenhæng.

Hvis du synes, Geir Tjetland (47) lyder bekendt, har du sikkert fulgt SKAGEN i mange år. Hans interesse for aktier blev vækket allerede tilbage i midtfirserne, og i 1986 begyndte han hos Stavanger Fondsmæglerforening. Efter nogle år med studier og job i Oslo kom han tilbage til Stavanger for at være med til at starte SKAGEN i 1993. De fleste, som kender SKAGENS historie og SKAGEN-fondenes spæde begyndelse, kan huske Geir Tjetland.

Tre år efter SKAGENS opstart flyttede Geir og samlever tilbage til Oslo. Der indledte han en mangeårig karriere som aktiemægler i Handelsbanken og ABG Sundal Collier. Nu er han delvis tilbage i Stavanger og fuldt og helt hos SKAGEN, med alle hans erfaringer fra de sidste 19 år.

Hvad er det vigtigste, du har lært i alle disse år i aktiemarkedet?

Jeg tror nok, at det, som først og fremmest har bundfældet sig, er, at man som investor skal være meget forsigtig med belåningsgraden, bedre kendt som gearingen. Jeg har også i årenes løb lært at fokusere på balanceregnskaber, kontantstrømme, forretningsmodeller og ambitionsniveauer. Min opfattelse og vurdering af dem kan sikkert tilføre helheden noget i SKAGEN Vekst.

Selv om du har lang erfaring fra aktiemarkedet, har du altså ikke erfaring som porteføljeforvalter?

Det er for så vidt rigtigt nok. Men jeg er så heldig at have mange omkring mig, som har lang erfaring med at forvalte en portefølje. Derved får jeg muligheden for at omsætte min aktiemarkedserfaring til porteføljeerfaring. Desuden er de andre gode diskussionspartnere, og det betyder, at jeg får testet nogle af de opfattelser, jeg har.

Hvad er det, som får dig til at vende tilbage til SKAGEN som porteføljeforvalter, så mange år efter at du var med i opstarten? Trods?

Nej, slet ikke. Det er uden tvivl muligheden for at arbejde sammen med Kristoffer Stensrud og de andre porteføljeforvaltere i SKAGEN. Man skal huske på, at selv om jeg har boet i



Geir Tjetland er den senest ankomne i forvalterteamet i SKAGEN Vekst.

Oslo, har jeg jo hele tiden været i kontakt med mine gamle venner i Stavanger. Man kan vel sige, at jeg har gået i 'Kristoffer-skolen' i alle årene, selv om jeg ikke har arbejdet i SKAGEN. Når nu muligheden opstod, og tidspunktet var rigtigt, vil jeg ikke lægge skjul på, at det var meget attraktivt at få chancen for at arbejde i SKAGEN igen.

Hvad er dit indtryk indtil nu efter de første måneder her?

Jeg kender jo systemet og mange folk fra tidligere. Det, der har imponeret mig, er pro-

cesserne og informationsflowet/-delingen i porteføljeafdelingen og den store evne til at bevare fokus.

Trygve Meyer
tm @ skagenfondene.dk

Godt første kvartal = godt 2012?

- ▶ Første kvartal gav en fremgang for de globale aktiemarkeder på mere end 10 procent. Det er i alt kun sket seks gange siden 1970. Det er som hovedregel blevet fulgt op af et stærkt aktieår med facit på mere end 25 procent årligt afkast. Vi har en stærk tro på aktierne i 2012.
- ▶ Selskaberne har i det slemme år 2011 klaret at skabe en fremgang i både indtjening og resultater før skat og renter på omkring 7 procent. Fremgangen ventes at fortsætte i samme takt i 2012, hvilket understøtter fortsat fremgang for aktiemarkederne.
- ▶ Centralbankerne i både USA og Europa har en forståelse af, at fortsat tilførsel af likviditet er nødvendig for at de kriseramte offentlige finanser kan blive rettet op og gældsafviklingen kan gennemføres uden at den økonomiske vækst sættes helt i stå.
- ▶ Obligationer tilbyder ikke længere risikofrie afkast som alternativ til afkast. De lange renter i de toneangivende lande er så langt nede, at obligationerne nu i stedet tilbyder afkastfri risiko til investorerne. Der må forventes korrektioner.
- ▶ De lave renter i obligations- og pengemarkederne tvinger investorer til at se i retning af aktiemarkederne.
- ▶ Når det ser allermørkest ud finder forbrugere og virksomheder ofte en vej ud af den økonomiske krise. Vi har ikke opgivet de sydeuropæiske lande.



Bull marked i første kvartal: Verdens aktiemarkeder steg med mere end ti procent i første kvartal. Det er bare sket seks gange siden 1970. Blandt vinderne i SKAGENS aktieporteføljer findes de storbankerne Citigroup og Goldman Sachs, som begge har hovedkontor nær Wall Street i New York.

Foto: Bloomberg



Fortsat centralbank støtte: Den europæiske centralbank ECB har sammen med andre ledende centralbanker tilført fortsat likviditet til banksystemet. Statsobligationsrenterne i mange vestlige lande er nu så lave, at iagttagere er begyndt at tale om "afkastfri risiko" i stedet for "risikofrit afkast". Kapital kommer til at søge mod aktiemarkederne.

Foto: Bloomberg



Europa kan vokse: Mange selskaber klarer sig godt i Europa. Det norske flyselskab Norwegian, som indgår i SKAGEN Vækst og Kon-Tiki, var en af vinderne i første kvartal. Europa har mulighed for at rejse sig, hvis nødvendige strukturelle reformer gennemføres.

Foto: Bloomberg



Foto: Polfoto

Desperation i sen-70erne. Den engelske punkrockgruppe Sex Pistols satte ord og musik på unges afmagt og raseri da krisen var værst i Storbritannien. Hvilke musikalske fornyelser kommer vi til at opleve i Europa denne gang?

Årets første kvartal har været en af de bedste første kvartaler for de globale aktiemarkeder de seneste fyrrer år. Hvad ligger bag stigningen på 10,4 procent målt i US dollar, og hvad kan det fortælle os om udsigterne for resten af 2012? Et meget stærkt første kvartal er en sjælden begivenhed i aktiemarkederne. Kun seks gange siden 1970 har afkastet været over ti procent, målt i US dollars. De andre stærke første kvartaler faldt i 1975, 1986, 1987, 1988 og 1998. Alle de foregående tilfælde med undtagelse af det bedrøvelige 1987 fortsatte markedet med at stige resten af året. Det gennemsnitlige årlige afkast var 25 procent.

Selv om året er startet godt, har investorerne stadig en MSCI All Country Index nedgang på 8 procent i 2011 i erindring (også målt i US dollar). Sidste års fald blev næret af bekymringer omkring den europæiske gælds-krise, finanspolitiske genvordigheder i USA og Japan, inflationsfrygt i starten af året og langsom vækst i nogle af verdens vigtigste økonomier som Kina og Brasilien.

I de udviklede markeder oplever vi for sjette år i træk lavt forbrug og investering.

Både den økonomiske vækst og den generelle stemning har været trykket.

Kan 2012 blive et stort år for aktier?

Vil 2012 så blive et stort aktieår? For at analysere dette vil det være en ide kaste et blik på begrebet "animal spirits", som er et af økonomien og investoren John Maynard Keynes' begreber i hans klassiske 'The General Theory of Employment, Interest and Money' fra 1936. Begrebet er senere blevet genoplivet af Georges Akerlof og Robert J. Shiller i deres bog 'Animal Spirits' fra 2009.

Animal Spirits beskriver de følelser, der indvirker på den menneskelige adfærd. Det har en bred betydning, men kan til en vis grad måles i tillid. Det er i øjeblikket overordentlig vanskeligt at afgøre, om den globale animal spirit er ved at blive bedre. Et regionalt sammenbrud kan dog give yderligere information og gøre billedet en del klarere.

Første kvartal har vist øget vækst i USA, næret af den hårdt pressede amerikanske forbruger. Den gennemsnitlige amerikaner i beskæftigelse forbruger allerede den optjente indtægt. De store drivere bag konsumenten-

ternes øgede forbrug er derfor de 800.000 nyskabte job og den bedre stemning hos de mest tjenende 20 procent af befolkningen, som står for halvdelen af det amerikanske forbrug. – Nøglen til at øge den amerikanske økonomiske vækst er at få de rige til at punge ud.

De gennemsnitlige forbrugere i Asien og Latinamerika bliver mere velhavende for hver dag, der går, og deres økonomiske indflydelse øges tilsvarende. Dette gælder også i andre vigtige regioner som Østeuropa, Mellemøsten og dele af Afrika.

Tysk statistik tegner et lignende mønster; forbrugerne bliver mere tillidsfulde og ZEW Indicator of Economic Sentiment er øget i en takt, som kun er set i 1993 og 2003 – aktiemarkedet ramte bunden i begge disse år. Selv det øvrige Europa så ud til at samle sig i første kvartal.

Animal spirits og reformer

Den sydeuropæiske forbruger føler dog langtfra tiltro til fremtiden. Arbejdsløsheden griber om sig, og risikoen for at skabe en generation af desillusionerede unge er meget reel og skal undgås.

Europa har været i lignende situationer tidligere, for eksempel i de sene 70'ere og tidlige 80'ere.

Desperationen var til stede overalt, og selv om punkgruppen The Sex Pistols' tekster nok var ekstreme, gav de alligevel en god fornemmelse af datidens fremherskende stemning. Det, som klarede problemerne for 30 år siden, var den samme medicin, som er påkrævet for at udrede problemerne nu, nemlig reformer. En reformering af arbejdsmarkedet og andre områder af økonomien vil kunne motivere arbejdsgiverne til flere ansættelser og skabe tiltro til fremtiden.

Animal spirits – og tillid – har en uforklarlig tendens til at bedres, når tingene ser sortest ud. Dette er grunden til, at vi ikke afskriver Sydeuropa, om end der stadig skal nogle drøje omgange livsremspænding og velovervejet offentlig politik til for at afbalancere de offentlige udgifter og indtægter.

Hvad er risiciene?

Aktiemarkederne blev i første kvartal til en vis grad næret af øget likviditet og en oplevelse af lavere risiko oven på Den Europæiske Centralbanks Long Term Refinansings Operation (LTRO). Visse negative kløgeåger har været hurtige til at sætte fingeren på, at likvidi-

tetsdrevne markeder før eller siden vil støde på grund, og likviditeten fordampe. De selv-samme klogeåger vil helst råde investorerne til at trække sig ud, før det er for sent.

Vi er ikke blinde for den kendsgerning, at risiko eksisterer. Det statslige nettogælds-niveau og udgiftsforpligtelser over for en aldrende befolkning er der stadig. Der er gode argumenter for, at den store statsgæld og udgiftsniveauerne vil blive en hæmsko for væksttakten.

På den anden side kan vi også forestille os en situation, hvor forbrugerne vil slippe deres indre shoppedjævel fri efter års indespærring. De mest tjenende i USA og andre udviklede markeder har som før nævnt været forsigtige og siden 2007-08 lagt til side til dårlige tider. Bankkonti og pengekasser er fulde og giver intet eller ubetydeligt afkast. Husk på, at pengemarkederne også giver relativt lave afkast.

Kontanterne i omløb

Selskaberne har bunker af penge, og det anslås nu, at reserverne i europæiske og amerikanske selskaber beløber sig til hen ved 4 billioner US dollar. For at få nogle af disse kontanter i omløb har Storbritannien for eksempel ændret sit skattesystem for at motivere til flere investeringer.

Kaster man et blik på det diskretionære forbrugsmønster, er det interessant, at kontanter meget hurtigt kommer i omløb, når der er et godt tilbud på diskretionære forbrugsgoder som krydstogtferier, beklædning eller plastikkirurgi. Privatforbruget kan derfor være modent til et løft, som alene er baseret på ny tillid hos de mest tjenende. Øget forbrug vil derefter igangsætte økonomisk aktivitet, som igen vil udligne beskedne offentlige udgifter.

Hvis regeringerne er tilbageholdende og fortsat reformerer arbejdsmarkeder og pensionssystemer, mens samtidig den enkelte og selskaberne ekspanderer, kan vi sagtens tro på fremtiden. Men lad os se på risiciene ved dette scenarie.

Kan Sydeuropa tage arbejde fra Kina?

Middelhavslandenenes arbejdsløshed er skrækindjagende høj, især hos de unge. Regionen har millioner af mennesker uden fast indtægt, på et tidspunkt hvor regeringerne er ude af stand til at yde tilstrækkelig understøttelse. Men tingene er i forandring over hele verden, og i nogle kinesiske regioner er arbejdsmkostningerne tæt ved at gøre Europa konkurrencedygtig igen. Husk, at det kun er 20 år

siden, at sko, skjorter og andre dagligvarer kom fra Portugal, Spanien og Italien. Fabrikationsfaciliteter og -evner er sandsynligvis langt hen ad vejen stadig tilgængelige i disse lande. Med arbejdsmarkedsreformer og konkurrencedygtige vilkår på arbejdsmarkedet kan flowet begynde at gå den anden vej og dermed give bedre aktivitet i denne region.

Inflationen et omdrejningspunkt?

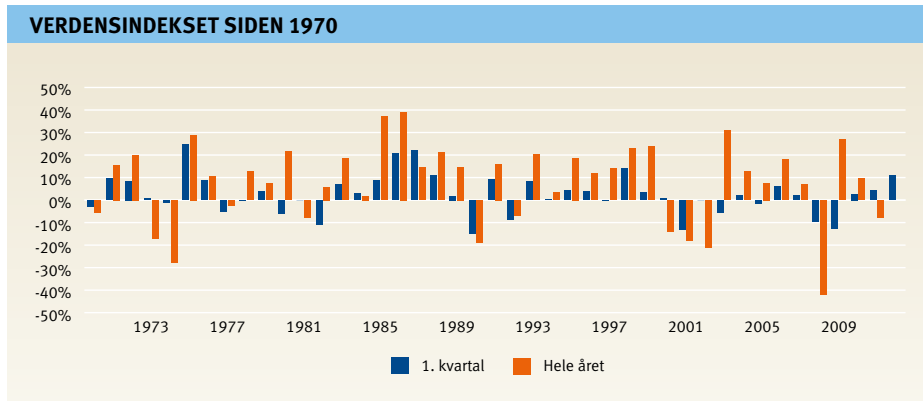
Selskabernes kontantreserver er som tidligere nævnt betragtelige, og dette afspejler til en vis grad, at mange selskaber har været tilbageholdende med nye kapacitetsinvesteringer. Der har tydeligvis været investeret i vækstregioner, og foretaget vedligeholdelsesinvesteringer i udviklede markeder med lav vækst, men teknologi og produktionseffektivitet ændres med tiden, og 5-6 år er lang tid for mange produktionsfaciliteter. Der er endnu ingen tegn derpå, men vi følger udviklingen tæt, eftersom enhver forandring kan influere på inflationsforventninger og aktie-

afkast – nogle selskaber kan for tiden opnå uventede fortjenester, som ikke er indregnet i de nuværende aktiepriser.

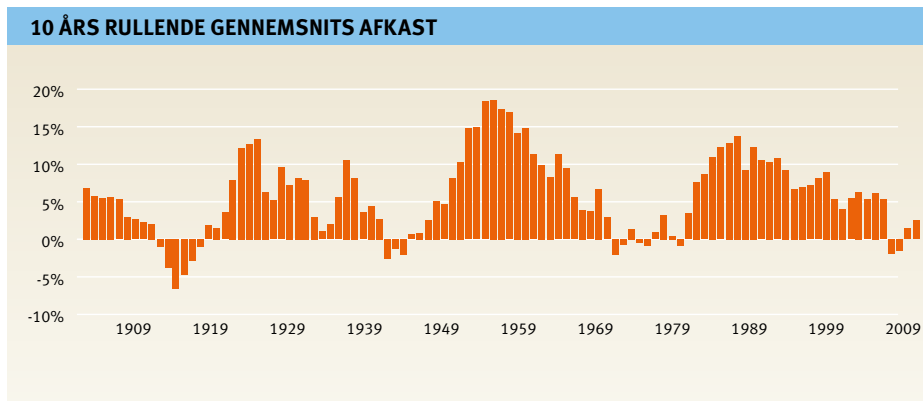
Implikationerne af højere oliepriser

Prisen på råolie steg i første kvartal til rekordhøje niveauer, målt i euro. Olie nåede også nær ved rekordniveauer i US dollar, idet Brent nåede 125 US dollar per tønde. Den globale efterspørgsel og forsyningsbalance er stabil, men nervøse anfald omkring potentiel fjendtlighed og embargoer mod Iran skabte frygt for knaphed på olie på kortere sigt. Det er svært at afgøre, hvordan det vil gå med Iran på længere sigt, men ingen har interesse i en militær konflikt med dertil hørende lidelser, politisk omvæltning, regional turbulens og forstyrrelser i olie/gas-forsyningen.

Verden har masser af energiforsyninger, lige fra naturgas og solenergi til brint og olie. Men det er stadig ikke let at skifte mellem de forskellige energikilder. Langsigtet resourceplanlægning peger i retning af en frem-



God start: Kun seks gange siden 1970 har første kvartal givet et afkast større end 10%. En god start har som oftest været vejen til et godt aktieår. Bliver 2012 en gentagelse af mønstret? Kilde: Bloomberg



Tørke i aktiemarkedet: Selv når man fjerner kortsigtede konjunkturudsving og måler ti års gennemsnitlige afkast i USA er der stor forskel på afkast. De senest målte tiårs afkast tynges af finanskriser. Perioder med tab er der dog få og små. Kilde: Bloomberg.

tid med en bred vifte af energiforsyning fra mange regioner og forskellige typer energi. Afhængigheden af et enkelt land vil formentlig aftage.

Den politiske balance i Mellemøsten vil imidlertid i de næste par år fortsat dominere vores animal spirits, og tilliden til olieindu-

strien vil indirekte ramme forbrugerne, når de har blikket fæstnet på måleren under påfyldning af bilen.

De lange renter steg i 1. kv. 2012

Da den tiårige obligationsrente i USA og Tyskland faldt til under 2 procent i 2011, var det

et signal om, at der strømmede penge ind i de såkaldte sikker havn-aktiver. Ved hjælp af sund fornuft og en lille smule historieviden kunne enhver have sagt sig selv, at denne situation ikke var holdbar ret længe. Warren Buffett citerede med stor effekt en anden berømt investor: "Obligationer, som markedsføres til risikofrit afkast, prisfastsættes nu med afkastfri risiko."

Inflationsforventningerne er i øjeblikket beskedne. Sammenholdt med de lange gennemsnitlige realrenter, virker en højere tiårs obligationsrente, på hen ved de 3 procent, som mere realistisk.

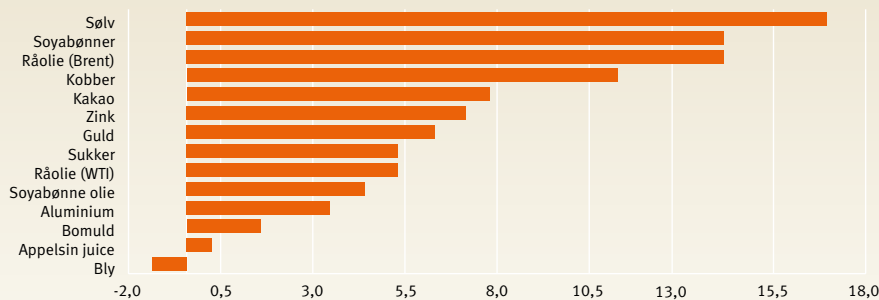
Den lange obligationsrente anvendes til værdifastsættelse af aktier. Men når det er sagt, så har sammenhængen mellem de lange obligationsrenter og aktieafkast været frakoblet i nogle få år. Ved udgangen af første kvartal 2012 lå earnings yield for MSCI World Indeks på 8,7 procent. Det er stadig ganske attraktivt sammenlignet med renten på 2,2 procent på tiårige amerikanske statsobligationer. I både absolute og relative termer kan aktier stige betydeligt i 2012 uden at overgå en fornuftig værdifastsættelse.

Hvis 2012 bliver et år med 25 procents afkast, eller mere, vil earnings yields nå under 8 procent, hvilket svarer til P/E-rater på 12,5x eller mere; det er stadig et attraktivt niveau for aktier. Selskaberne vil dog skulle forøge deres fortjeneste for at understøtte værdifastsættelserne med rimelige vækstforventninger. Fortjenestevækstens hastighed afhænger af mange ting, men i og med at forbrugernes animal spirits bedres i de fleste regioner, kan det opfattes som et godt grundlag for yderligere fremgang.

Og for afsluttende at ride perspektivet op – indtjening og fortjeneste før renter og skat voksede i 2011 (det 'slemme' år for aktier) 7 procent målt i tal fra MSCI World. Det nuværende estimat for 2012 lyder på yderligere 7-8 procents indtjening og fortjeneste, og dette giver god støtte til den fortsatte fremgang i aktiemarkedene.

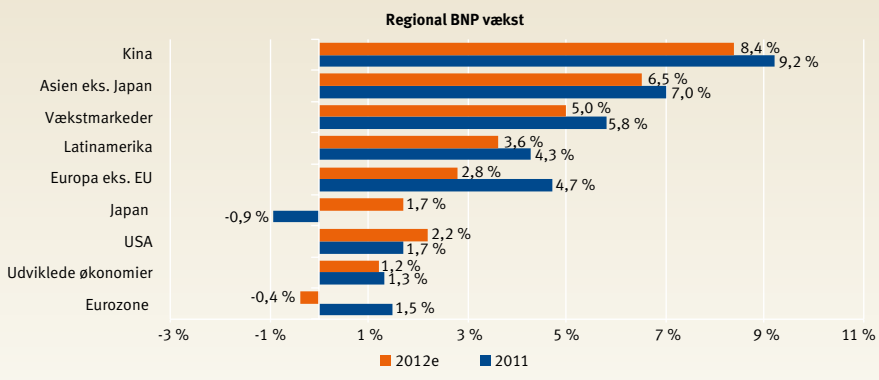
Af Ole Sæberg
oso@skagenfondene.dk

STIGENDE RÅVAREPRISER I 2012



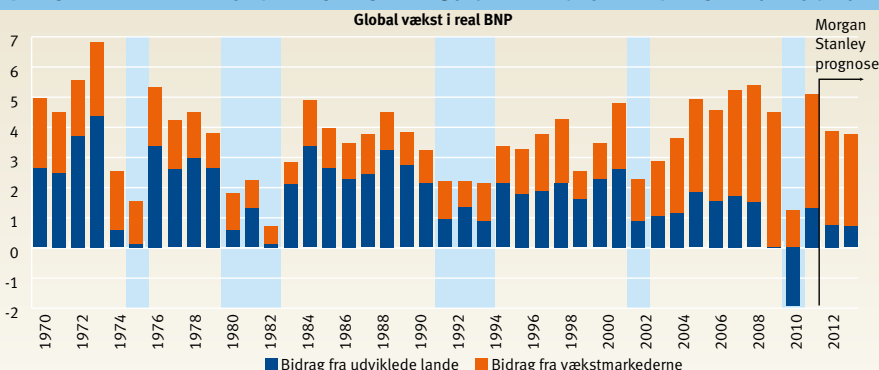
Kilde: Bache Commodity Index, rullende kontrakter, pr. 30. marts 2012

STABILE VÆKSTFORVENTNINGER MED VÆKSTMARKEDERNE I FRONT



Kilde: JPMorgan Markets, 30. Marts 2012

VÆKSTMARKEDERNE FORVENTES AT SKABE 80% AF DEN GLOBALE VÆKST I 2011 OG 2012



Kilde: IMF, Haver, Morgan Stanley. Blåtonede perioder er recessioner.

SKAGEN Global

SKAGEN GLOBAL FORVALTERTEAM

Afkast	År til dato	2011
SKAGEN Global	10,7%	-6,2%
MSCI World Linked Index (DM trough AC Total Return)	9,0%	-4,6%



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

Normalisering

SKAGEN Global har fået en god start på 2012, både absolut og relativt i forhold til verdensindekset (MSCI AC). Trenden med stigende risikopræmier, vi så sidste efterår, er vendt. Mange af sidste års tabere er dermed blevet vindere i år og omvendt.

Amerikanske dollar, statsobligationer og såkaldte sikre havne har udviklet sig svagt. Ud over aktier har vækstmarkedsvalutaer og selskabsobligationer givet investorerne et godt afkast.

Med andre ord har vi set en normalisering af kapitalmarkederne oven på en ekstrem risikomodvilje sidste efterår. Udviklingen minder på mange måder om den, vi så i 2009.

Samsung Electronics i ny mundering

Som det også har været tilfældet i det generelle aktiemarked var kvartalets vindere i SKAGEN Global rundt regnet sidste års tabere. Der var dog et par store undtagelser. Vores to største investeringer Samsung Electronics og Tyco International oplevede begge en relativt god kursudvikling sidste år. Og opgangen er

KØB/SALG JANUAR-MARTS

Største køb	Største salg
Baker Hughes Inc	Tesco Plc
Electromagnetic Geoservices AS	Unilever NV-Cva
GSW Immobilien AG	Pfizer Inc
Vimpelcom Ltd-Spon ADR	Osaka Securities Exchange Co
Oracle Corp	Transocean Ltd

SKAGEN GLOBAL NØGLETAL FOR DE STØRSTE POSTER (PER 2012-03-31)

Selskab	Postens størrelse, %	Kurs	P/E 11	P/E 12E	P/B Seneste	Kursmål
SAMSUNG ELECTRONICS-PREF	7,6 %	795 000	8,5	6,2	1,1	900 000
TYCO INTERNATIONAL	5,9 %	56,2	17,3	15,4	1,8	70
CITIGROUP	4,1 %	36,6	10,0	9,2	0,6	75
CENTRAIS ELETRICAS BRAS-PR B	3,5 %	23,7	8,7	8,4	0,4	50
ORACLE	3,0 %	29,2	13,3	12,1	3,4	45
GAZPROM OAO-SPON ADR	2,7 %	12,2	3,5	3,7	0,6	20
CHINA MOBILE	2,6 %	85,5	11,3	10,9	2,1	95
PFIZER	2,3 %	22,6	9,8	10,0	2,1	24
VIMPELCOM LTD-SPON ADR	2,2 %	11,2	22,3	9,1	1,3	17
SVENSKA CELLULOSA AB-B SHS	2,2 %	114,6	17,4	12,5	1,3	130
Vægtet snit top 10	36,0 %	-	9,7	8,3	1,0	44 %
MSCI AC Index	-	-	14,6	11,5	1,6	-

fortsat ind i 2012. Efter årets første tre måneder er de begge gået omkring 20 procent op.

Samsung Eletronics har i (andre) investorerers øjne gennemgået en omfattende forvandling. Selskabet har hidtil været vurderet som leverandør af komponenter med cyklisk indtjening, men bliver nu betragtet som en af verdens mest respekterede varemærker inden for global elektronikindustri. Det er nu Apple, som investorerne sammenligner selskabet med, og ikke selskaber som Hynix, Micron og Intel. Samsung Electronics' nettosalg forventes i år at blive forøget med over 50 procent, drevet af kraftig vækst i salget af tablet-pc'er og smarttelefoner.

Tyco vil stige ved opsplnitning

Det amerikanske industrikonglomerat Tyco International (Tyco) befinder sig i en proces, hvor selskabet skal splittes op i tre separate enheder, der alle skal børsnoteres. Kursudviklingen den senere tid har været meget god, men vi forventer alligevel, at de tre 'nye' selskaber samlet vil blive højere værdifastsat, end Tyco i øjeblikket prisfastsættes til på børsen.

Tyco bekendtgjorde for nylig, at Flow-divisionen, som blandt andet producerer ventiler, skal fusionere med selskabet Pentair. De to selskabers aktiviteter supplerer hinanden godt. Som aktionærer i Tyco opnår vi direkte ejerskab i det fusionerede selskab. Transaktionen er den sidste i en lang række af beslutninger fra Tycos ledelse, som skal imødekomme aktionærerne.

Revanche for amerikansk bank

Sidste års største negative bidragyder Citigroup er i år steget med hele 4 procent og er dermed fondens næstbedste bidragyder. Goldman Sachs, som var taber sidste år, kan demonstrere en tilsvarende kursstigning.

Og adskillige af vores vækstmarkedsselskaber, som sidste år blev ramt af investorerne «flugt ind i det sikre», kan udvise god kursudvikling.

Tesco skuffede

Den britiske dagligvare detailkæde Tesco er den aktie, vi har tabt mest på i kvartalet. Selskabet meldte tidligt på året om dårligt julesalg og reducerede forventninger til årets indtjening, og aktien faldt derefter kraftigt. Prissænkninger og højere driftsomkostninger i butikkerne er ingen god kombination.

Den skuffende melding fik os til at bruge meget tid på at kortlægge, hvor alvorlig situationen er. Vi er usikre på, om Tesco har tilstrækkelig kontrol over marginudviklingen,

BIDRAGYDERE FØRSTE KVARTAL

Største positive bidragydere

Selskab	MNOK
Samsung Electronics	+370
Citigroup	+338
Tyco International	+263
Goldman Sachs	+148
Renault	+128
Comcast	+114
Heidelbergcement	+105
SCA	+103
Kazmunaigas	+97
Sabancı	+84

Største negative bidragydere

Selskab	MNOK
Tesco	-176
Eletrobras	-170
Baker Hughes	-66
Indosat	-36
Vivendi	-34
Unilever	-30
Stolt Nielsen	-24
Yahoo	-20
Nabors	-17
Gjensidige Forsikring	-16

og vi har derfor valgt at reducere vores post med 40 procent.

Tesco er selv med nedjusterede vækstforventninger værdifastsat til mindre end ti gange årets forventede resultat. Men udviklingen for de andre store dagligvareselskaber, som har mistet kontrollen over margenerne, skræmmer. Den operationelle risiko er uden tvivl blevet øget, og Tesco kan derfor ikke leve op til en position mellem fondens ti største investeringer.

Fordoblet oven på resultatvarsel

Også det amerikanske olieserviceselskab Baker Hughes kom for nylig med den udmelding, at forventningerne til selskabets resultatudvikling må nedjusteres. Højere omkostninger, lave gaspriser i USA og svagere indtjeningsmargener inden for 'Pressure Pumping' er hovedingredienserne i resultatvarselet. Baker Hughes' kursudvikling har været svag, og selskabet er mellem fondens største negative bidragydere.

Baker Hughes har ligesom Tesco for nylig udskiftet sin topchef. Vi er ikke blinde for, at han ønsker at rydde op og dermed skabe et bedre grundlag for fremtidig resultatudvikling. Forholdet mellem aktiepris og salg for Baker Hughes svarer i øjeblikket til det laveste under finanskrisen – hvor olieprisen var nede på under 40 dollars pr. tønde. Årets forventede indtjening kan du købe til en P/E på ti.

Vi betragter værdifastsættelsen af Baker Hughes som særdeles attraktiv. Der er gode muligheder for fortsat international vækst samt håb om bedre margener i de kommende år. Vi har grebet lejligheden til at fordoble vores post i selskabet. Størstedelen af aktierne er købt til lave kurser oven på resultatvarselet. En del af købesummen blev finansieret gennem salget af de resterende aktier i Transocean.

Op i tyske boliger

Tyske boligejendomme udgør nu 0,8 procent af porteføljen. Det er sket gennem køb af aktier i GSW Immobilien, som er nyttilkommende i porteføljen, og deltagelse i en kapitaludvidelse i TAG Immobilien.

Tyske boligpriser har generelt ligget stille siden midten af 90'erne, men viser nu klare tegn på, at markedet er ved at komme igen. Det er især tilfældet i byer med netto befolkningsvækst, som for eksempel Berlin. Det er en opgang fra lave niveauer. Den gennemsnitlige kvadratmeterpris for de lejligheder, GSW Immobilien er i besiddelse af i Berlin, ligger på omkring 6.000 norske kroner.

Både GSW Immobilien og TAG Immobilien bliver handlet med en betydelig rabat på den



Madvaregigant i tomgang: Det britiske dagligvareselskab Tesco har været i modvind det sidste kvartal. Svag julehandel og højere omkostninger i butikkerne blev straffet af aktiemarkedet, og aktien faldt kraftigt.

Foto: Bloomberg



Storbank som leverer: Den amerikanske bank Citigroup, en af verdens mest internationale banker, har lagt finanskrisen bag sig og er friskere end nogensinde. Bankens eksponering mod vækstmarkederne bliver også værdsat af aktiemarkedet.

Foto: Bloomberg

antagede markedsværdi af de underliggende besiddelser.

I forbindelse med at investeringsfonden Warburg Pincus valgte at sælge alle sine aktier i EMGS, købte vi os ind i det norske olieserviceselskab. EMGS er verdensledende inden for brug af elektromagnetiske stråler ved olieeftersøgning. Teknologien bliver adopteret af stadig flere store olieselskaber. EMGS og dets teknologi er stadig i en tidlig vækstfase. I og med det betydelige fremtidige potentiale må prisseddelen på 14 gange årets forventede indtjening anses for moderat. EMGS er også en af de mest oplagte kandidater til opkøb på Oslo Børs.

Russisk rabat

Vi har i løbet af kvartalet forøget vores poster i Gazprom, Vimpelcom og Oracle. De to førstnævnte prisfastsættes stadig lavt i forhold til den underliggende indtjening, først og fremmest som følge af dårlig selskabsledelse.

I Vimpelcom er situationen omkring ejerforholdet til den algeriske mobiltelefonoperatør Djezzy stadig uafklaret. Parterne bliver forhåbentlig enige i løbet af foråret. Det mest sandsynlige udfald er, at den algeriske stat overtager aktiemajoriteten, og at Vimpelcom får reduceret sin lidt for høje gældsgrad.

Det amerikanske softwareselskab Oracle rapporterede skuffende tal for fjerde kvartal sidste år, og vi valgte derefter at øge vores post i selskabet. Oracle frigjorde for nylig tal for årets første kvartal (pr. februar, forskudt regnskabsår), som overraskede aktiemarkedet. Det var især glædeligt at konstatere væksten i nye licenser på syv procent.

Oracles aktiekurs er gået 15 procent op i år, men vi finder alligevel, at selskabet er lavt værdifastsat. Prisseddelen på 12 gange årets indtjening er rimelig for et selskab med en bomstærk balance (netto kontanter udgør ca. ti procent af markedsværdien), god pengestrøm og et godt potentiale for fremtidig resultatvækst.

Stadig ned i Pfizer og Unilever

Vi er fortsat med at reducere positionerne i Pfizer og Unilever. Efter forårets gode kursudvikling er størstedelen af den opvurdering, vi lagde til grund for investeringen, nu realiseret. Afstanden til vores fundamentale værdifastsættelse er med andre ord betydelig mindsket.

Pfizer har passeret kursmålet på 22 dollar, som ganske vist ikke tager højde for eventuelle værdier i selskabets forskningsportefølje af ny medicin. Pfizer har bevist, at de er i stand til at udvikle banebrydende mediciner, men vi synes, at det er svært at komme med et kvalificeret gæt på, hvad denne portefølje



Foto: Bloomberg

Værdsat opdeling: Det amerikanske industrikonglomerat Tyco International er i en proces hvor ét børsselskab skal blive til tre. Aktiemarkedet kan godt lide dette og belønner selskabet med en kraftig opgang i første kvartal.

kan være værd. Vi beholder derfor vores konservative værdifastsættelse af selskabet.

Vi har desuden solgt os ned i Osaka Securities Exchange, efterhånden som differencen mellem selskabets børskurs og opkøbstilbuddet fra Tokyo Stock Exchange er blevet mindsket.

Blandet resultatsæson

Resultaterne for sidste års fjerde kvartal har været blandede for vores selskaber – klart ringere end det foregående kvartal. Ud over førstnævnte Baker Hughes og Tesco rapporterede Citigroup, Siemens, TE Connectivity, Kyocera, Akzo Nobel, Indosat, Unilever og Petrobras i underkanten af vores forventninger. Tyco International, Microsoft, Goldman Sachs, SCA, Time Warner Cable, Comcast, Pfizer, Oracle, Ensco og Cheung Kong overraskede til gengæld opad.

Fondens kontantandel lå ved kvartalets udgang på 2,0 procent, et fald på 2,3 procent siden årsskiftet. De ti største investeringer udgjorde 36 procent af fonden, hvilket svarer til andelen ved indgangen til 2012.

Stemningsskift

I Årsrapporten for 2011 pointerede vi, at et stemningsskift fra frygt til øget optimisme og fremtidsro ville kunne medføre betydelig kursopgang i aktiemarkedene. Dette skift skete gradvist mod slutningen af sidste år og skal have æren for den gode udvikling for aktier i første kvartal.

Vi betragter mulighederne som gode for, at den almindelige opvurdering af aktier og i særdeleshed af vores porteføljeselskaber vil

fortsætte. Der vil ske naturlige korrektioner undervejs.

Selskaberne i porteføljen er fortsat meget lavt værdifastsat i forhold til værdiskabelsen. De ti største poster er i gennemsnit værdifastsat til 8,3 gange den forventede indtjening og 1,0 gange bogført egenkapital. Selv investorer – nuværende og potentielle – med et meget konservativt syn på vækst burde ikke føle højdeskræk ved disse nøgletal.

Læs mere om fonden på side 34 og

SKAGENFONDENE.DK



SKAGEN Kon-Tiki

SKAGEN KON-TIKI FORVALTERTEAM

Afkast	År til dato	2011
SKAGEN Kon-Tiki	10,0%	-13,5%
MSCI Emerging Markets Index (Daily Traded Net Total Return)	11,2%	-16,0%



Porteføljeformalerne Kristoffer Stensrud, Knut Harald Nilsson, Cathrine Gether og Ross Porter

Pengestrøm tilbage til vækstmarkederne

Den positive udvikling i verdens vækstmarkeder mod slutningen af 2011 fortsatte ind i første kvartal i år. Investorenes aversion mod risiko er ved at klinge af, og rekordstore pengestrømme er på vej ind i vækstmarkederne igen – fra de såkaldt trygge havne i den langsomt voksende del af verden.

SKAGEN Kon-Tiki opnåede et noget svagere resultat end vækstmarksindexet. Det kan til dels forklares med, at vores investeringer uden for vækstmarkederne udviklede sig dårligere. Vi må desuden se i øjnene, at der indimellem blev for langt mellem tanke og handling.

De seneste fem år har vi holdt en forholdsvis lav risikoprofil. Det har både absolut og relativt givet gode resultater i et hårdt klima for aktier. SKAGEN Kon-Tiki har i denne periode givet investorerne et årligt gennemsnitligt afkast på 8,8 procent mod vækstmarksindexets 4,6 procent.

Tidligt ude med konsum

Vi har været tidligt ude med en højere vægtning i attraktivt prisfaste konsumba-

KØB/SALG JANUAR-MARTS

Største køb	Største salg
Sasol Ltd	Standard Chartered Plc
Eurasian Natural Resources	Asya Katilim Bankasi AS
Baker Hughes Inc	Seadrill Ltd
Gome Electrical Appliances Holding Ltd	Barlworld Ltd
Pacific Drilling SA	AirAsia Bhd

SKAGEN KON-TIKI NØGLETAL FOR DE STØRSTE POSTER (PER 2012-03-30)

Selskab	Postens størrelse,%	Kurs	P/E 11	P/E 12E	P/B Seneste	Div. yield 2011e	Kursmål	Upside
Samsung Electronics	6,9%	795 000	8,7	6,4	1,2	0,6%	1 000 000	26%
Hyundai Motor	5,1%	67 800	2,2	1,9	0,5	2,7%	110 000	62%
Elektrobras	4,7%	24	6,7	5,9	0,4	7,7%	70	198%
China Mobile	3,5%	85	11,3	11,0	2,1	3,9%	100	17%
Baker Hughes	3,4%	41	10,4	10,9	1,2	1,4%	85	105%
Gazprom	3,3%	12	4,1	3,5	0,6	6,1%	22	80%
Hon Hai Precision Industry	3,1%	115	15,0	10,4	2,1	1,2%	140	22%
Sistema	2,7%	20	4,9	4,9	1,2	2,0%	32	63%
Vale	2,7%	41	6,3	5,9	1,8	4,7%	65	58%
Banrisul	2,6%	20	9,1	8,1	1,9	4,4%	22	9%
Sabancı Holding	2,6%	8	8,3	7,0	1,1	2,6%	10	31%
Great Wall Motor	2,5%	15	10,3	8,4	2,2	2,4%	17	13%
Vægtet snit top 12	43,2%		5,9	5,1	0,9	3,2%		61%
Vægtet snit top 35	75,0%		7,5	6,2	1,0	3,0%		52%
Vækstmarksindexet			11,9	10,5	1,7	3,0%		
Vægtet top 35, hvis kursmål er opfyldt			11,4	9,5	1,7	2,0%		

serede selskaber i vækstmarkederne. Her befinder sig som bekendt fire milliarder mennesker, som har stadig større glæde af større købekraft, uafhængigt af gældsrisikoen i USA og Europa.

Den koreanske bilproducent Hyundai Motor er et strålende eksempel. Vi købte os ind midt under vinterdepressionen i 2009. Siden da er aktien blevet mangedoblet.

Vi har også i perioden holdt en relativt lav profil inden for konjunkturfølsomme råvareselskaber, som også har givet resultater.

Den generelt lave vurdering af selskaberne i porteføljen har vi ikke fået betaling for i årets første tre måneder. Vores geografiske vægtning er en konsekvens af selskabsvalgene og er til gengæld faldet godt ud. Vi er stærkt undervægtede i Kina, som har været det svageste af de større vækstmarkeder. I henseende til branche har vi fået den bedste afregning inden for teknologi. Her har vores mangeårige engagement i Samsung Electronics været det store lokomotiv.

Lokal bekymring

Lokale investorer har igen turdet løbe højere risiko – forstået således at de har grebet chancen for at købe lavt prisfaste aktier. Alligevel har effekten ikke været lige god i alle lokale aktiemarkeder. Udviklingen har i nogle markeder, især i Kina, været præget af bekymringer af indenlandsk art.

Mange havde forventet, at de kinesiske myndigheder ville sætte den økonomiske hastighed op gennem stærkere stimulanser. Det har vi ikke set meget til. Aktiemarkedet i olie- og gasnationen Rusland har heller ikke fået det løft, som mange forventede ud fra en historisk betragtning i tider med rekordhøje oliepriser. Indiske aktier har fortsat været

stigmatiseret af lille politisk handlekraft og korruptionsanklager.

Den stigende købelyst til aktier i vækstmarkederne skal i det store hele tilskrives globale investorers øgede risikotolerance. Der kan komme et nyt løft i markedet, når de indenlandske investorer bliver i bedre humør.

Svagere resultater

Selskabernes rapportering i de globale vækstmarkeder har generelt været en del svagere end forventet. Salget er opadgående, men presset fra omkostningerne har spist af margenerne. Lavere inflation og en del bedre vækstindikatorer fra flere udviklede lande kan hurtigt få dette billede til at vende.

BIDRAGYDERE FØRSTE KVARTAL

Største positive bidragydere

Selskab	MNOK
Samung Electronics	+443
Hon Hai Precision Industry	+376
Sabancı Holding	+365
Great Wall Motors	+249
Cosan Ltd.	+154
Empresas ICA	+151
VTB Bank	+144
Sistema	+134
China Mobile	+123
Richter Gedeon	+122

Største negative bidragydere

Selskab	MNOK
Elektrobras	-356
Baker Hughes	-318
Indosat	-113
Golar LNG	-52
Renhe Commercial	-51
Gome Electric	-48
PZ Cussons	-42
Eurasian Natural Resources	-37
AirAsia	-33
Sasol	-29



Nyt alternativ i Kina: Med en mindre investering i Yingli Green Energy, en kinesisk solenergi producent, har vi taget vores første forsigtige skridt ind i den alternative energisektor. Selskabet er en ledende producent af solenergiløsninger i Kina.

Allerede nu ser vi tendens til stigende indtjeningsforventninger for flere selskaber. Det gælder ikke mindst vores elektronikgigantter Hon Hai Precision Industry (Hon Hai) og Samsung Electronics. Efterhånden som marginerne er på vej opad igen til et mere normaliseret niveau, vil trenden sandsynligvis blive forstærket i løbet af 2012.

Desuden er investorenes lave forventninger til selskabernes indtjening sammen med historisk lave vurderinger et godt udgangspunkt for behagelige tider på børsen også i den kommende tid.

Høj oliepris gav dårlig afregning

En høj og stigende oliepris gav dårlig afregning på fondens energiaktier. Vores største post olieserviceselskabet Baker Hughes blev kvartalets største taber. Lave gaspriser førte til et kraftigt fald i boreaktiviteten for gas, til fordel for olie. Vi havde omkring årsskiftet solgt os en del ned i Baker Hughes, men øgede posten sidst i kvartalet oven på et resultatvarsel fra selskabet.

Baker Hughes bliver i øjeblikket handlet til de laveste niveauer, vi har set i ti år, både i forhold til salg og bogført egenkapital. Åbningen af flere nye olieprovinser det seneste år har betydet, at aktiviteten inden for olieservice nærmest er ved at eksplodere.

Posten i russiske Gazprom er blevet væsentligt forøget. Selskabets resultat for 2011 blev betydeligt bedre end ventet. Det ser desuden ud til, at selskabet vil foreslå en udbyttepolitik, som kommer aktionærerne

mere i møde. Vi smed en del Seadrill over bord efter en fantastisk rejse og købte derefter aktier i Pacific Drilling og Dryships for pengene. Vi købte os også ind i sydafrikanske SASOL. Selskabets unikke teknologi i forbindelse med omdannelse af gas/kul til olie kan føre til en omvurdering af selskabet.

Billigt kasakhstansk mineselskab

Råvarepriserne er generelt stigende, men alligevel kan det blive et relativt svagt kvartal for vores råvareselskaber. Frygten for lavere vækst i Kina kombineret med øget pres på omkostningerne har holdt investorenes humør nede.

Vi benyttede den dårlige stemning til at købe os ind i et nyt selskab, nemlig Eurasian Natural Resources, et kasakhstansk mineselskab noteret i London. Selskabet producerer ferrokrom, jernmalm og aluminium og har tidligere haft sit hyr med dårlig selskabsledelse. Den er nu på vej i den rigtige retning. De nuværende aktiviteter genererer en god kontantstrøm og ditto udbytte. Aktiemarkedet ser ikke ud til at værdsætte det gigantiske kongolesiske kobberprojekt Kolwezi, som selskabet overtog i januar fra vores gamle kending First Quantum.

En anden ny investering er Ipek Dogal, som er hovedejer i den tyrkiske guldproducent Koza Altin (se omtale på side 10-11). Ipek Dogal skal bruge betydelige værdier fra guldproduktionen til at lede efter olie og andre mineraler. Gennem denne investering får vi «dobbelt eksponering til halv pris».

Vi solgte os ud af en marginal post i porteføljen med et lille tab, nemlig Indah Kiat Pulp & Paper. Priserne er høje på papirmasse, men selskabet har alligevel vist ringe evne til at øge indtjeningen i 2011. Der er heller ikke kommet signaler om en bedring i selskabsledelsen.

Kvartalets bedste bidragyder var et nyt selskab i porteføljen, Exxaro.

Comeback til vores mexicanere

Sektoren kapitalvarer, service og transport gav et godt bidrag, først og fremmest takket være strålende udvikling for den mexicanske entreprenør Empresas ICA. Selskabet blev efter et meget trist 2011 revurderet i løbet af kvartalet. I samme sektor solgte vi os ud af Barloworld og Nordic American Tankers.

Den vigtigste driver for kursudviklingen på vores nye investering Dryships har førhen været majoritetsposten i Ocean Rig. Dryships-aktiens upside ligger i det nuværende ophevede borerigmarked først og fremmest i den ikke ubetydelige flåde af tørlast- og tankskibe, som selskabet er i besiddelse af. Det er som bekendt meget depressive tider for den slags skibe, hvilket også afspejles i selskabets aktiekurs. Vi regner med, at den værdifulde post i Ocean Rig vil give Dryships styrke til at gennemføre et aggressivt nybygningsprogram på markedets bund.

Egyptiske Orascom Construction Industries er ny i porteføljen. Selskabet er ledende entreprenør i Mellemøsten og en markant producent af kunstgødning. En generelt god



Foto: Bloomberg

Underleverandør tager revanche: Det taiwanske elektronikskelskab Hon Hai Precision Industry, som er en stor underleverandør til Apple, har øget sine gevinstprognoser. Aktiekursen er skudt kraftigt op efter en svag udvikling sidste år.

Økonomi i regionen og forskelligartede genopbygningsbehov oven på den arabiske revolution bør give et godt bidrag til ordrebogen fremover. Selskabet kan også fremvise en god track record og vil i løbet af året blive opsplittet i en entreprenør- og en kunstgødningsdel. Denne proces forventer vi vil føre til fornyet prisfastsættelse af selskabet.

Tøvende ind i solenergi

Vi købte en mindre post i den integrerede kinesiske solenergi producent Yingli Green Energy og tog dermed det første forsigtige skridt ind i alternativ energi. Selskabet er en

af de ledende producenter af solenergiløsninger i Kina. Et prisfald på over 80 procent betyder, at solenergiløsninger nu er rentable, selv uden subsidier. Fokus for solbranchens aktører vil herefter være nye markeder i stedet for de tidligere subsidiedrevne, industrialiserede markeder.

Yingli Green Energy har en ny, moderne og konkurrencedygtig kapacitet på 2,5 TW finansieret af billige kinesiske statslån. Branchen har de seneste år været katastroferamt, men Yingli Green Energy ligner en overlever – i et marked, som kan eksplodere.

Inden for forbrugsvarer fortsatte kinesiske Great Wall Motors og brasilianske Cosan deres gode udvikling. Vi købte os ind i den kinesiske elektronik kæde Gome, som oven på et svagt sidste år er på vej mod en revurdering. Indiske Tata Global Beverages, som er global verdensleder inden for te, faldt også i vores smag, ligesom prisklassen. Selskabet foretager i øjeblikket en spændende ekspansion ind i et embryonisk kaffemarked i Indien.

Efter en periode med god kursudvikling halverede vi posten i Shangri-La Hotels. Vi fordoblede samtidig vores besiddelse i Heineken.

God ungarsk medicin

Medicin gav et godt bidrag til fondens afkast. Største stjerne i porteføljen var ungarske Gedeon Richter, som fik godkendt sit mest interessante CNS-projekt. Dårligst inden for medicin var Hanmi Pharma.

Finans var også opløftende – tyrkiske Sabanci og russiske VTB-bank stod for de fornemste bidrag. Opsvinget var meget kærlig komment for dem begge efter et meget trist 2011. Likviditetspakkerne fra Den Europæiske

Centralbank (ECB) til bankerne skabte tilfredshed hos investorerne, efter at anden halvdel af året havde stået i depressionens tegn. Vi er stadig forsigtige inden for bank og finans og er på udkig efter sekulære vækstsituationer.

Aktierne i Asya Katilim Bankasi blev solgt, og posten i Standard Chartered reduceret, hvorimod vi forøgede vores besiddelse af tyrkiske Yapi Kredi Bank.

Mobil data er udvejen

Teknologi gav et særdeles tilfredsstillende bidrag. Det skete først og fremmest som følge af omvurderingen af Samsung Electronics, men også kovendingen i Hon Hai har givet gode resultater. Uafhængige analytikere har vurderet arbejdsforholdene hos Hon Hais mange hundrede tusinde medarbejdere, og resultatet deraf vil efter vores skøn styrke Hon Hais konkurrencedygtighed. Samarbejdet med Apple og paradigmeskiftet til mobil databehandling burde betyde, at Hon Hai går gode tider i møde.

Telekommunikation gav et marginalt bidrag, hvilket også var tilfældet for vækstmarkedsindekset. Investorerne er bekymrede for, at den tiltagende datatrafik vil kræve nye investeringer, samtidig med at indtjeningsmodellerne i mange tilfælde er tvivlsomme. Mobil data er den eneste farbare vej i de globale vækstmarkeder fremover, og vi intensiverer derfor også vores selektive analysefokus inden for denne sektor.

Det brasilianske energiselskab Eletrobras er stadig vores eneste investering i sektoren for regulerede tjenesteydelser. Myndighedernes behandling af eksisterende energikoncessioner blev endnu en gang udsat, og Eletrobras måtte bøde for det. Den ekstreme divergens mellem prisen på selskabets aktiver og børskursen er stadig uden sidestykke.

Er tiden inde til større aggressivitet?

Vi har som nævnt i den seneste femårsperiode kørt en konservativ investeringsstrategi. Vi er ikke blinde for, at 2012 kan blive et år, hvor en mere aggressiv holdning kan give gode resultater. Vi har derfor øget indsatsen inden for cykliske sektorer.

Europæisk angst og kinesisk tvivl har betydet, at prisfastsættelsen af cykliske sektorer ikke i øjeblikket afspejler ressourcernes genanskaffelsesværdi. Mange konsumselskaber i vækstmarkederne har samtidig fået en høj priseddel.



Foto: Bloomberg

Billigere olieservice: Det amerikanske olieserviceselskab Baker Hughes blev hårdt ramt af faldende gaspriser, som førte til at gasboringsaktiviteten blev kraftigt reduceret og aktiekursen faldt. Vi øgede beholdningen i selskabet, da vi både er positive overfor fremtidsudsigterne og prisedden for selskabet.

Læs mere om fonden på side 36 og

SKAGENFONDENE.DK



SKAGEN Vekst

SKAGEN VEKST FORVALTERTEAM

Afkast	År til dato	2011
SKAGEN Vekst	12,5%	-19,6%
Oslo Børs Benchmark Index (OSEBX) linked OSEBX/MSCI AC Total Return Index	11,1%	-8,4%



Porteføljeforvalterne Beate Bredeesen, Ole Søeberg og Geir Tjetland

Indhentning fuld af energi

Adskillige af sidste års tabere er indtil nu blevet dette års vindere. Første kvartal har reverseret en del af, hvad vi oplevede sidste år. Risikoviljen er øget fra et lavt niveau i takt med lysere fremtidsudsigter. Sammen med lav værdifastsættelse har det sat strøm til indhentningen.

Første kvartal blev både absolut og relativt et godt kvartal for SKAGEN Vekst. Fonden steg 12,5 procent, hvorimod referenceindekset gik 11,5 procent op. En stærk oliepris gav den energitunge Oslo Børs et løft på 11,3 procent målt i norske kroner. I samme periode steg verdensindekset med 6,7 procent.

Resultatsæsonen har indtil nu været uden de store overraskelser eller opjusteringer. Stemningen er blevet bedre, men selskabernes udtalelser vedrørende 2012 har været afdæmpede. Værdifastsættelsen af aktier er steget siden nytår, men befinder sig endnu på et moderat niveau i forhold til den historiske prisfastsættelse. Vi er spændt på, om den rapporteringssæson, vi nu er inde i, vil bekræfte den gryende optimisme, som aktiemarkedet ser ud til at have indregnet.

Supplyrederi løftet

Energisektoren er fondens største sektor med cirka 25 procent af de investerede midler og stod for over 40 procent af kvartalets værdi-

KØB/SALG JANUAR-MARTS

Største køb	Største salg
Gazprom Oao ADR	Winn-Dixie Stores Inc
Electromagnetic Geoservices AS	Kverneland ASA
Corning Inc	A P Moller - Maersk A
Baker Hughes Inc	Hurtigruten ASA
Subsea 7 SA	Spectrum ASA

SKAGEN VEKST NØGLETAL FOR DE STØRSTE POSTER (PER 2012-03-31)

Selskab	Postens størrelse	Kurs	P/E 2011	P/E 2012E	P/E 2013E	P/B seneste	Kursmål
Samsung Electronics	5,0 %	795 000	11,0	6,4	5,6	1,1	1 000 000
Kongsberg Gruppen	4,4 %	107,00	9,0	9,4	8,6	2,3	160
Elektrobras	2,7 %	23,71	10,9	8,2	6,6	0,4	50
DOF	2,6 %	36,50	-24,5	12,2	7,3	1,0	60
Solstad Offshore	2,6 %	106,00	-19,2	12,5	10,1	0,9	175
Wilh Wilhelmsen Holding	2,5 %	150,00	9,2	5,8	4,3	0,9	200
Norsk Hydro	2,3 %	31,01	9,1	19,4	11,7	0,8	55
Teva Pharmaceutical	2,3 %	45,06	14,5	8,0	7,5	1,9	65
Petroleo Brasileiro	2,2 %	23,35	9,2	8,2	7,1	0,9	45
Norwegian Air Shuttle	2,1 %	108,00	30,6	9,8	7,2	1,9	170
Olav Thon Eindom	2,0 %	888,00	13,1	11,7	10,8	0,9	1 200
Gjensidige Forsikring	2,0 %	67,25	11,9	10,3	9,8	1,4	75
Vægtet snitt topp 12	33 %		14,4	8,9	7,3	1,0	54 %
MSCI			14,6	11,5	10,9	1,6	
Oslo benchmark index			14,8	11,1	9,5	1,5	

skabelse. Især kom der behagelige bidrag fra vores investeringer i supplyrederier, som i alt andrager 6 procent af fonden. Sektorens vinderaktier blev DOF og Solstad Offshore. Dermed er sidste år vendt rundt, idet netop DOF var fondens største negative bidragyder. Foråret er et godt tidspunkt på sæsonen at eje supplyaktier, eftersom det er her, kontrakterne for de travle sommermåneder normalt bliver indgået. I år er sæsonen godt begyndt, og raterne har gennemgående ligget på et højere niveau end tidligere.

Vi forventer et fortsat godt investeringsklima for supplyaktier og øjner fortsat høj aktivitet i borerig- og subseamarkedet. Leverancerne af nykonstruktioner de kommende år er moderat, især inden for disciplinerne ankerhåndteringsfartøjer (AHTS'er) og konstruktionsskibe (CSV'er). Det er discipliner, hvor både DOF og Solstad Offshore er godt positioneret. Selv efter en kursfremgang på mellem 22 og 70 procent på fondens supplyinvesteringer i år, bliver aktierne handlet med betydelige rabatter i forhold til de underliggende værdier. Det mener vi, er et godt udgangspunkt for yderligere revideret prisfastsættelse.

Vi noterer også behagelige bidrag fra vores boreriginvesteringer. Både Sevan Drilling og Transocean er steget henholdsvis 50 og 42 procent i første kvartal.

I den anden ende af skalaen finder vi investeringen i Marine Accurate Well. Dette projektselskab har en halvt nedsænkkelig borerig under konstruktion. Riggeren er i øjeblikket 95 procent færdigbygget, og det forventes, at den leveres fra værftet til sommer. Selskabet arbejder for tiden med adskillige udbud, og i det nuværende stramme borerigmærket bør der inden længe være mulighed for at tegne kontrakter. Marine Accurate Well er ikke børsnoteret og handles sjældent i det

noterede marked. I marts var der en handel til lav kurs, og vi nedsatte derefter værdien af vores investering for at afspejle dette kursniveau. Investeringen udgjorde ved månedens udgang 0,3 procent af fondens midler.

I energisektoren har vi i løbet af kvartalet øget beholdningen i EMGS, som er globalt ledende inden for elektromagnetisk seismik med patenteret teknologi. Der er udsigt til forøget tildeling af kontrakter og multiklient-salg oven på højere accept af teknologien fra anerkendte store kunder. Desuden er ejerstrukturen åben, således at selskabet klart er en kandidat til at blive opkøbt.

Investeringens modpost er, at vi har beskåret beholdningen af vores to andre seismikskelskaber, TGS Nopec og Spectrum. Vi har også i løbet af kvartalet øget vores position i Subsea

BIDRAGYDERE FØRSTE KVARTAL

Største positive bidragydere

Selskab	MNOK
DOF	+86
Norwegian Air Shuttle	+79
Samsung Electronics	+55
Dixon Retail	+46
Sevan Drilling	+44
Solstad Offshore	+44
Transocean	+30
Hurtigruten	+26
TGS Nopec	+25
Dockwise	+22

Største negative bidragydere

Selskab	MNOK
Elektrobras	-34
Kongsberg Gruppen	-29
Marine Accurate Well	-21
Stolt-Nielsen	-11
France Telecom	-11
Golar LNG	-8
Kesko	-6
Proact IT	-6
Indosat PT	-6
Carnival Corp	-5

7 og russiske Gazprom. Helt ude ved kvartalets slutgrænse investerede vi i upopulære Baker Hughes; denne investering optræder også hos SKAGEN Kon-Tiki og SKAGEN Global.

Cruise med langsigtet potentiale

En anden sektor, som gav et godt bidrag til fondens kvartalsafkast, var indtægtsafhængige forbrugsvarer. Vores cruiseinvesteringer,

med Royal Caribbean i spidsen, kom særdeles godt ind i året. Costa Concordia-ulykken midt i januar skabte dog atter usikkerhed omkring indtægtsudviklingen, ikke kun på Carnivals vegne, men for branchen i det hele taget. Vi mener, at usikkerheden er af midlertidig karakter. Prisbilledet for cruisebilletter i den forestående periode er svagt, men vi kan konstatere, at der er tegn på bedring for bil-

letpriserne en smule længere fremme i tiden. Vi har derfor valgt at beholde investeringerne i sektoren, eftersom værdifastsættelsen og forventningerne i øjeblikket er meget lave.

I Hurtigruten havde hovedejeren (Trygve Hegner) ønske om at købe sig op til et ejerskab på tæt ved 33 procent. Da selskabet samtidig iværksatte finansforbedrende tiltag, var jorden gødet til en kursopgang. Vi benyttede en højere kurs til at sælge en del af beholdningen efter ønske om at frigøre midler fra den mindre likvide del af porteføljen.

Næsten en fordobling af Dixon Retail

En af sektorens fornøjelige bekendtskaber er næsten fordoblet indtil nu i år, nemlig detailhandelskæden Dixon Retail. Selskabet er markedsleder i Storbritannien, Irland og Norden. Vi mener, at alene selskabets nordiske gren, som her går under mærkevarenavnene Elkøb, Lefdal, Elgiganten og Gigantti, kan forsvare værdifastsættelsen af hele selskabet. Indtjeningsudsigterne er løbende blevet bedre i takt med mindre deprimerede forbrugere i Storbritannien og dele af Europa. Vi mener, at optimismen omkring salg af nye modeller af tablet-pc'er og OLED-tv-salg i forbindelse med det forestående OL i London stadig kun moderat er indregnet i aktiekursen.

Vi er også temmelig glade for kvartalets bidrag fra teknologisektoren, med Samsung



Foto: Bloomberg

Cruiserederier på lavvande: Efter den tragiske ulykke med Costa Concordia, som ejes af porteføljeselskabet Carnival, blev roen spredt i hele cruisebranchen. Vi tror alligevel at branchen vil rejse sig, og vi har beholdt vores investeringer.



Foto: DOF

Kvartalets vinder: Det norske olieserviceselskab DOF viste den bedste kursudvikling af alle selskaberne i SKAGEN Veksts portefølje, efter at raterne begyndte at blive indhentet i løbet af kvartalet.



Foto: Bloomberg

Billig elektronik: Den britiske kæde, Dixon Retail, med elektronik til hjemmet og som ejer Elkøb, var en god bidragsyder til afkastet i SKAGEN Vekst, efter at aktiekursen næsten er fordoblet som følge af en bedre stemning blandt nordeuropæiske forbrugere.

Electronics i spidsen. I denne sektor valgte vi i kvartalet at sælge os helt ud af japanske Kyocera, som udgjorde en mindre position i fonden.

Inden for sektoren kapitalvarer, service og transport er der i løbet af kvartalet kommet både positive og negative bidrag til fondens totale afkast. Fondens næststørste investering Kongsberggruppen fremkom med en ny udtalelse om udsigterne for divisionen Protech Systems. Tidligere har man forventet en flad udvikling i forhold til sidste år, men nu mener selskabet, at usikkerheden er tiltaget, og at aktiviteten i divisionen kan blive lavere i år end sidste år. Selv om analytikerne allerede havde negative vækstforventninger til divisionen, blev selskabets kommentar ikke særlig pænt modtaget i aktiemarkedet. Aktien gik næsten 8 procent ned i løbet af kvartalet. Alligevel kan vi konstatere, at analytikernes forventninger til divisionens indtjening i øjeblikket er tilbage på det niveau, vi så ved udgangen af sidste år, hvor aktiekursen var højere. I og med at forventningerne er meget lave, er vores vurdering, at der er større sandsynlighed for positive overraskelser omkring indtjeningen fra Protech Systems.

Løft fra større flyflåde

Norwegian Air Shuttle er næsten blevet fordoblet i værdi i løbet af første kvartal. Selskabet bekendtgjorde en af de største bestillinger af fly gennem tiden. Norwegian vil med sit nykonstruktionsprogram udvide flåden fra de nuværende 62 fly til 222 i 2025. Den globale flyflåde ventes at blive fordoblet. Vi tror på, at lavprisselskaberne vil vokse på bekostning af den mindre lønsomme del af flyindustrien i de kommende år. Vi har i løbet af kvartalet fået bekræftelse på, at billetpriserne er på vej op, og vi anser Norwegian for godt positioneret i et attraktivt norsk flymarked. Norwegians flyflåde bruger 25-40 procent mindre brændstof end konkurrenterne i Norden. Selskabet fortsætter med at skære i sine omkostninger pr. enhed, og da kapacitetsudnyttelsen samtidig øges, er der skabt et godt udgangspunkt for bedre indtjening.

Den største ændring i denne sektor i løbet af kvartalet har været, at vi afhændede den sidste del af vores besiddelse i Kverneland til japanske Kubota, som afgav bud.

Fondens eneste investering inden for tjenesteydelser var den dårligste investering i kvartalet, nemlig i det brasilianske elseskab Eletrobras. Forsinkelser i koncessionstil-

lingsrunden og rapporteringen samt fornyet usikkerhed omkring anvendelsen af selskabets kapital bedrer ikke investorernes tillid til selskabet. Værdifastsættelsen er dog meget lav i lyset af de aktiver, selskabet sidder på.

Koncentrerer porteføljen

Vi har i løbet af kvartalet fortsat reduceret antallet af investeringer for at koncentrere porteføljen til færre og forhåbentlig bedre investeringer og dermed højne porteføljens kvalitet. I alt har vi afhændet 12 positioner. Heraf er førnævnte Kverneland og den amerikanske dagligvarekæde Winn-Dixie de største.

Vores positioners top-12 er i øjeblikket værdifastsat til 8,9 gange forventet indtjening i år. Det svarer til en rabat på over 20 procent sammenholdt med tilsvarende nøgletal i fondens referenceindeks. Rabatten på aktiens pris i forhold til bogført værdi (P/B) nærmer sig 30 procent. Fondens er dermed godt positioneret til fortsat revideret prisfastsættelse af fondens aktier i den kommende tid.

Læs mere om fonden på side 38 og

SKAGENFONDENE.DK



Balancekunst

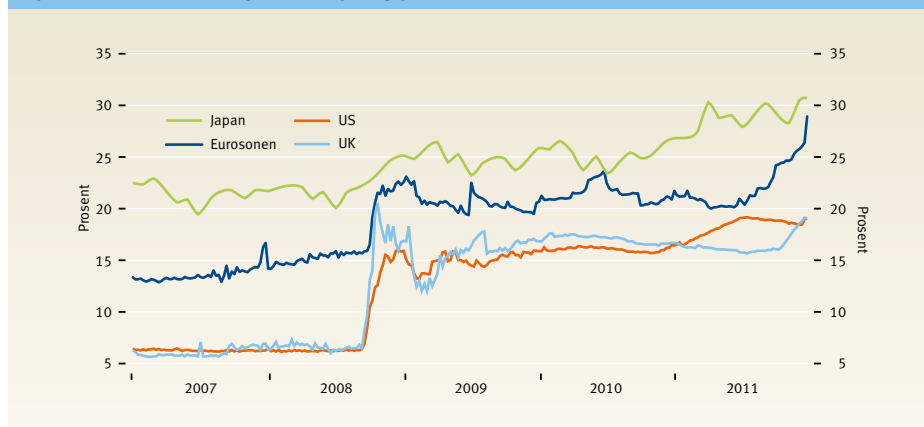
De fleste af de store centralbanker har forøget deres balancer betydeligt siden 2008. Nogle vil mene, at centralbankudlån og opkøb af aktiver stimulerer økonomien, men virkningen af pengepolitik via balancen bestemmes i afgørende grad af, *hvordan* centralbanker intervenserer. Virkningen af kvantitative hjælpeprogrammer (Quantitative Easing, QE) er højst sandsynligt forsvindende. Opkøbsprogrammer (Credit Easing, CE) kan derimod afbøde presset på kreditmarkeder og hjælpe økonomien. Men hverken QE eller CE er pengepolitik; pengepolitik er rentepolitik.

Skrantende hjælpeprogrammer

De kvantitative hjælpeprogrammer kan spores tilbage til Bank of Japan for ti år siden. Centralbanken opkøbte statsobligationer ud fra den formodning, at flere penge fra centralbanken ville tilskynde til privatforbrug. Det skete ikke. Federal Reserve (Fed) og Bank of England har for nylig købt skatkammerbeviser og udstedt flere centralbankindeståender. Ideen er at skubbe investorer over i risikable aktiver og stimulere det private forbrug af kapitalgoder. Jeg tror, at virkningen er ubetydelig. Selv om den amerikanske indhentning har set mere stabil ud på det seneste, har dette formentlig ikke ret meget at gøre med Feds balance.

QE går grundlæggende ud på at skifte den ene form for offentlig gæld, nemlig centralbankindeståender ("reserves"), ud med den anden, nemlig statsobligationer. Eftersom centralbankerne er ejet af deres regeringer, indvirker QE ikke på størrelsen af den konsoliderede offentlige gæld. Det, som QE gør, er at forkorte varigheden af den offentlige gæld. Men det betyder, at den offentlige sektor påtager sig større renterisiko; den offentlige sektors renteudgifter vil stige hastigere, hvis renterne går i vejret. Den private sektor, som finansierer den offentlige sektor, vil sandsynligvis holde den potentielle stigning i de fremtidige skatter i ave ved at stifte mindre langfristet offentlig gæld og mere kortfristet offentlig gæld. QE fører altså til lavere privat efterspørgsel på skatkammerbeviser og større privat efterspørgsel på centralbankindeståender. Dermed vil der ikke være blivende effekt på statsobligationernes priser, og QE vil ikke kunne opfylde intentionen om

CENTRALBANKERNES BALANCER SOM ANDEL AF BNP



at skubbe private investorer over i mere risikable aktiver og stimulere privatforbruget.

Kreditpolitik

Feds første runde pengepolitik via balancen adskilte sig fra de nuværende QE-standarder. I efterdønningerne af Lehmans konkurs gik kreditflowet stort set i stå. Fed agerede som sidste låneinstans og formidlede kredit mellem markeder, som var blevet dysfunktionelle. Fed påtog sig større risiko i sin balance, men eftersom kreditmarkederne var segmenterede, kunne den private sektor ikke gå kompenserende ind. Den første runde pengepolitik via balancen, som Fed korrekt betegnedes som Credit Easing, havde positiv effekt på de finansielle markeder.

Siden finanskrisen brød ud, har Den Europæiske Centralbank (ECB) været meget tilbageholdende med QE'er. ECB har dog lånt en masse penge til europæiske banker, som har problemer med adgang til midler i de private markeder. ECB's politikker blev suppleret med de massive treårige lån i december og marts. Da dette kan betragtes som CE snarere end QE, burde ECB's pengepolitikker via balancen have positiv effekt på de finansielle markeder og på økonomien i bredere forstand.

Følg ikke pengene

Der er dem, der vil sige, at en opsvulmet centralbankbalance potentielt er stærkt inflatorisk. Det tror jeg er en misforståelse.

QE's effekt på økonomien er for det første til at økse og kan derfor hurtigt ændres uden skadevirkninger af betydning. Hvad

enten centralbankernes balancer er vokset på grund af QE eller CE, er det for det andet unødvendigt at slanke dem for at få en strammere pengepolitik. Pengepolitik handler ikke om at styre centralbankens pengemængde, men om at regulere rentesatser. Uanset balancens størrelse kan centralbanker derfor sætte de korte rentesatser op ved at hæve de renter, de betaler ved centralbankindeståender.

Centralbanker kan faktisk stramme pengepolitikken og på samme tid gå aggressivt ind i kreditmarkederne. Højere inflation eller højere inflationsforventninger kan tvinge centralbankerne til at hæve de ledende rentesatser. Samtidig kan langvarig dysfunktionalitet i kreditmarkederne tilskynde nogle af dem, mest sandsynligt ECB, til at udvide deres balancer yderligere.

Pointen er, at kreditpolitik adskiller sig fra pengepolitik; investorerne bør ikke gå ud fra, at massive pengemængder fra centralbanker udelukker monetære stramminger. Jeg forventer, at de ledende rentesatser vil være tilbage på det normale, inden balancerne er svundet ind til før 2008-niveauer.

Torgeir Høien
th@skagenfondene.no

SKAGEN Tellus

SKAGEN TELLUS		
Afkast	År til dato	2011
SKAGEN Tellus (DKK)	2,70%	-0,96%
Barclays Capital Global Treasury Index 3 - 5 years (DKK)	-2,84%	7,51%



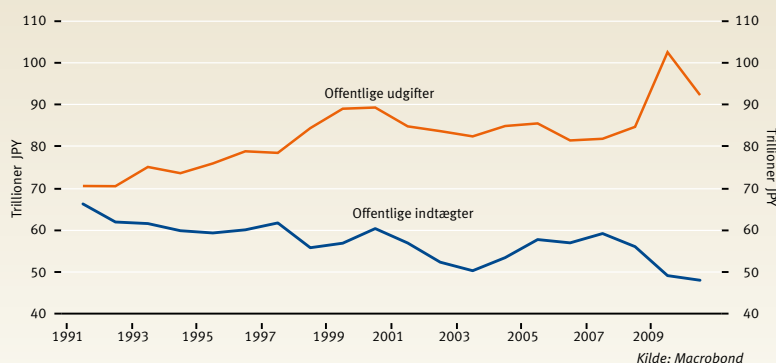
Porteføljeformand Torgeir Høien

Fornyset trækraft

SKAGEN Tellus, den globale statsobligationsfond, vandt solide 2,70 procent i første kvartal af 2012. Fonden gjorde det meget bedre end referenceindekset, som faldt 2,84 procent sidste kvartal. Oven på et skrækkeligt 2011 håber vi, at vores investorer vil byde denne outperformance velkommen. SKAGEN Tellus har siden starten leveret et gennemsnitligt årligt afkast på 5,75 procent, en smule bedre end referenceindekset. Igen at bringe os foran indekset var et af vores primære mål, da 2011 gik på hæld.

I forhold til referenceindekset har vi draget fordel af en meget kort varighed på 'sikker havn'-obligationer. Vi har ment og mener stadig, at de langsigtede nominelle renter i disse markeder er ekstremt lave, og

SVAGE JAPANSKE STATSFINANSER



at de står foran en yderligere stigning, når den økonomiske indhentning vinder momentum, og markederne skifter forventninger til fremtidige ledende rentesatser.

Fonden er også steget relativt set ved ikke at være investeret i denominerede papirer. Japan er ikke Grækenland, den opstigende sols rige har sin egen valuta. Men at finansiere omkring 50 procent af de statslige udgifter ved låntagning, når statsgælden er over 230 procent af BNP, er opskriften på en finanspolitisk solformørkelse. Den beskedne svækkelse, vi så i første kvartal, er intet i forhold til, hvad der kan være i vente.

Absolut set er SKAGEN Tellus steget ved at være investeret i langsigtede vækstmarkedsobligationer. Disse investeringer er ikke

afdækkede, og med nogle få undtagelser har vi fået positive bidrag både fra faldende renter og stærkere valutaer mod euro. Vi har også set valutastigninger på kortsigtede ikke-euro denominerede papirer.

Indtil nu er vores overbevisning, at USD vil blive styrket mod euro, dog ikke blevet underbygget. Ifølge vores beregninger er dollaren undervurderet med omkring 20 procent mod euro. Og med divergerende vækstrater vil Federal Reserve formentlig holde tøjlerne strammere end Den Europæiske Centralbank. Dette bør pege opad for dollaren.

Læs mere om fonden på side 40 og

SKAGENFONDENE.DK



Danske veteraner til New York Marathon

SKAGEN har fornyet sit sponsorat af danske veteraners deltagelse i New York Marathon.

I november 2011 gennemførte otte veteraner New York Marathon løbet. Alle ydede en flot indsats, som du har kunnet læse om på vores hjemmeside og i diverse andre medier.

I 2012 sponsorerer vi projektet "Team Veteran" med 25.000 kr., som bidrager til rejse og deltagelse for 10 veteraner. Det er et nyt hold som skal af sted, men den frivillige projektgruppe bag er den samme, anført af kaptajn Lars Bo Holm Pedersen.

Ved at skabe udsigt til en ekstraordinær udfordring og oplevelse i New York Marathon, motiveres holdets deltagere til at træne og skabe ændringer i en hverdag, som er ændret væsentligt efter hjemkomst fra udsendelse.

Holdet i 2012 er sammensat med en lille

overvægt af psykisk skadede. Der er tilstræbt spredning i bla. køn, alder, problemstillinger og skader.

Torsdag den 6. september 2012 afholder vi et arrangement på vores kontor, hvor vores investorer får mulighed for at høre mere om projektet. Følg med på vores hjemmeside, hvor vi lægger en indbydelse ud i god tid.

Det er vigtigt for os at præcisere, at midler til denne form for sponsorat betales ud af forvaltningsselskabet SKAGENs drift, og derfor ikke af investorerne i fondene. Ligeledes betragter vi støtten som upolitisk.

Team Veteran har fået støtte fra en bred kreds af bidragsydere og nyder også bevågenhed fra Forsvarets topledelse. Arbejdet

tilrettelægges sammen med Veteracentret, Danmarks Idræts-Forbund, Handicapidrættens Videnscenter og veteranforeningen De Blå Baretter.



Veteraner og hjælpere før starten på New York Marathon i 2011. Bemærk de meget avancerede cykler.

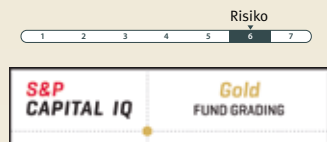
Foto: Carsten Lundager



SKAGEN GLOBAL

En verden af muligheder*

Aktiefonden SKAGEN Global investerer i aktier over hele verden. Fonden søger efter at have en balanceret eksponering mod forskellige brancher. SKAGEN Global passer til investorer som ønsker en aktiefond som investerer over hele verden og dermed giver god spredning både geografisk og på brancher.



Dine Penger (DP terning)



Morningstar



Wassum



Lipper

Europe 2012

Bedste Fond 10 år, Equity Global



Citywire (5 års periode) nr. 26 af 519

Fondens startdato af 7 august 1997

Afkast siden lancering 785,5%

Gennemsnitligt årligt afkast 16,1%

Forvaltningskapital 33,60 mia DKK

Antal kendte investorer 106.222

Tegningsprovision 0%

Indløsningsprovision 0%

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

Mindste handelsstr. 1 stk.

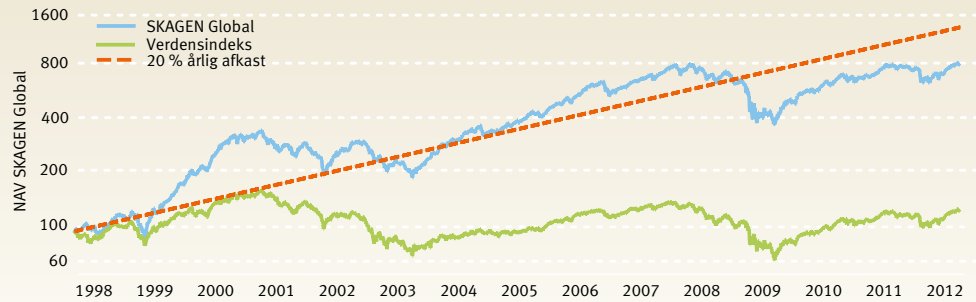
Godkendt til markedsføring i Norge, Sverige, Danmark, Finland, Holland, Luxembourg, Island, Schweiz og Storbritannien

Referenceindeks MSCI All Country World Index

UCITS-fond Ja

Portføljeformaler Kristian Falnes

KURSHISTORIK SKAGEN GLOBAL



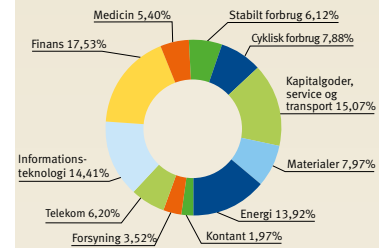
Værdipapir	Antal	Købssværdi NOK	Markeds-kurs	Valuta	Markeds-værdi NOK	Urealiseret gevinst/tab	Procentvis fordeling	Børs
ENERGI								
GAZPROM OAO ADR	13.151.412	966.520	12,20	USD	914.710	-51.811	2,67%	London Int.
BAKER HUGHES INC	2.133.086	560.665	41,44	USD	503.940	-56.725	1,47%	New York
PETROLEO BRASILEIRO PREF ADR	3.396.473	606.992	25,36	USD	491.053	-115.939	1,43%	New York
WEATHERFORD INTL LTD	5.666.310	482.081	14,94	USD	482.616	535	1,41%	New York
KAZMUNAIGAS EXPLORATION GDR	3.671.058	464.232	20,28	USD	424.434	-39.798	1,24%	London Int.
OMV AG	2.064.000	445.062	26,46	EUR	415.029	-30.034	1,21%	Wien
ENSCO PLC - ADR	1.291.844	369.790	52,63	USD	387.610	17.820	1,13%	New York
NABORS INDUSTRIES LTD	3.340.496	464.608	17,21	USD	327.845	-136.763	0,96%	New York
BP PLC	4.612.282	234.832	4,62	GBP	194.190	-40.642	0,57%	London
BP PLC ADR	617.696	188.955	44,43	USD	156.460	-32.495	0,46%	New York
PETROLEO BRASILEIRO SA	2.065.412	146.770	23,15	BRL	149.491	2.722	0,44%	Sao Paulo
ELECTROMAGNETIC GEOSERVICES AS	6.981.000	107.661	16,90	NOK	117.979	10.317	0,34%	Oslo Børs
AFREN PLC	8.877.951	68.970	1,33	GBP	107.720	38.750	0,31%	London
NOBLE CORP	504.593	111.915	37,20	USD	107.020	-4.895	0,31%	New York
Sum Energi		5.219.055			4.780.097	-438.958	13,93%	
MATERIALER								
AKZO NOBEL NV	1.912.478	578.591	43,87	EUR	637.471	58.880	1,86%	Amsterdam
CLIFFS NATURAL RESOURCES INC	1.391.917	371.502	69,65	USD	552.695	181.193	1,61%	New York
HEIDELBERGCEMENT AG	1.170.781	367.883	45,20	EUR	402.078	34.195	1,17%	Xetra
TERNIUM SA ADR	2.858.382	450.212	23,62	USD	384.903	-65.309	1,13%	New York
NORSK HYDRO ASA	9.761.378	288.436	30,90	NOK	301.627	13.190	0,88%	Oslo Børs
MAYR-MELNHOF KARTON AG	450.627	203.444	75,40	EUR	258.158	54.714	0,75%	Wien
UPM-KYMMENE OYJ	1.467.477	97.177	10,15	EUR	113.171	15.994	0,33%	Helsinki
SMÅPOSTER, RÅVARER		117.929			86.409	-31.520	0,25%	
Sum Materialer		2.475.174			2.736.511	261.336	7,97%	
KAPITALGODER, SERVICE OG TRANSPORT								
Tyco International Ltd	6.332.310	1.308.796	55,85	USD	2.016.213	707.417	5,88%	New York
BUNGE LTD	1.731.468	564.425	67,89	USD	670.149	105.723	1,95%	New York
LG CORP	1.973.017	508.947	65,000	KRW	645.604	136.657	1,88%	Seoul
SIEMENS AG	923.819	541.363	75,31	EUR	528.611	-12.752	1,54%	Frankfurt
RANDSTAD HOLDING NV	1.884.477	466.558	28,30	EUR	405.204	-61.354	1,18%	Amsterdam
TE CONNECTIVITY Ltd	1.845.719	288.767	36,63	USD	385.437	96.670	1,12%	New York
STOLT-NIELSEN LTD	1.893.500	336.914	107,50	NOK	203.551	-133.363	0,59%	Oslo Børs
BAYWA AG	744.577	222.363	28,56	EUR	161.571	-60.792	0,47%	Frankfurt
SMÅPOSTER		338.591			154.725	-183.867	0,45%	
Sum kapitalgoder, service og transport		4.576.725			5.171.065	594.340	15,07%	
CYKLISKE FORBRUGSGODER								
COMCAST CORP	4.236.789	416.985	29,39	USD	709.884	292.899	2,07%	NASDAQ
TOYOTA INDUSTRIES CORP	3.019.921	502.646	2.496,00	JPY	521.614	18.969	1,52%	Tokyo
Renault SA	1.424.602	362.154	39,17	EUR	423.978	61.824	1,24%	Paris
HYUNDAI MOTOR PREF (2PB)	562.937	157.824	70,100	KRW	198.655	40.831	0,58%	Seoul
TIME WARNER CABLE INC	406.427	109.532	80,76	USD	187.124	77.592	0,55%	New York
TELEVISION BROADCASTS LTD	4.565.862	110.528	52,35	HKD	175.514	64.987	0,51%	Hong Kong
YAMAHA MOTOR CO LTD	1.953.411	159.122	1.109,00	JPY	149.911	-9.211	0,44%	Tokyo
DIXONS RETAIL PLC	78.684.888	109.156	0,19	GBP	134.822	25.666	0,39%	London
LG ELECTRONICS INC PREF	1.036.948	270.944	24,500	KRW	127.892	-143.052	0,37%	Seoul
SMÅPOSTER		44.138			74.516	30.378	0,22%	
Sum cykliske forbrugsgoder		2.243.030			2.703.912	460.882	7,88%	
STABILE FORBRUGSGODER								
SVENSKA CELLULOSA AB-B	7.497.731	593.474	114,80	SEK	739.880	146.406	2,16%	Stockholm
UNILEVER NV-CVA	2.296.346	398.892	25,57	EUR	446.133	47.241	1,30%	Amsterdam
TESCO PLC	12.597.340	456.323	3,30	GBP	378.222	-78.102	1,10%	London
YAZICILAR HOLDING AS	4.021.961	97.412	12,40	TRY	159.494	62.082	0,46%	Istanbul
UNITED INTL ENTERPRISES	154.171	22.774	815,00	DKK	128.319	105.546	0,37%	København
ROYAL UNIBREW A/S	253.219	61.811	388,00	DKK	100.337	38.526	0,29%	København
SMÅPOSTER		186.065			148.093	-37.971	0,43%	
Sum stabile forbrugsgoder		1.816.751			2.100.478	283.728	6,12%	

Værdipapir	Antal	Købsværdi NOK	Markeds-kurs	Valuta	Markeds-værdi NOK	Urealiseret gevinst/tab	Procentvis fordeling	Børs
MEDICIN								
PFIZER INC	6.152.893	719.550	22,69	USD	795.803	76.253	2,32%	New York
ROCHE HOLDING AG-GENUSSCHEIN	461.983	402.234	157,00	CHF	457.814	55.580	1,33%	Zürich
TEVA PHARMACEUTICAL-SP ADR	1.801.502	383.411	44,25	USD	454.464	71.052	1,32%	NASDAQ
RHOEN-KLINIKUM AG	1.257.091	138.342	15,09	EUR	144.129	5.788	0,42%	Xetra
SMÅPOSTER		29.944			1.824	-28.120	0,01%	
Sum medicin		1.673.480			1.854.034	180.554	5,40%	
FINANS								
CITIGROUP INC	6.679.820	1.577.639	36,42	USD	1.386.934	-190.705	4,04%	New York
GOLDMAN SACHS GROUP INC	883.683	640.977	123,70	USD	623.185	-17.792	1,82%	New York
GIENSIDIGE Forsikring ASA	8.317.774	491.858	67,35	NOK	560.202	68.344	1,63%	Oslo Børs
HANNOVER Ruckversicherung AG	1.563.931	330.375	44,25	EUR	525.808	195.433	1,53%	Frankfurt
BANCO DO ESTADO RIO GRANDE DO SUL PREF	7.842.527	155.483	20,16	BRL	494.316	338.834	1,44%	Sao Paulo
CHEUNG KONG HOLDINGS LTD	3.780.674	283.780	100,30	HKD	278.448	-5.332	0,81%	Hong Kong
HACI OMER SABANCI HOLDING AS	11.319.870	213.856	7,66	TRY	277.303	63.447	0,81%	Istanbul
KINNEVIK INVESTMENT AB-B	2.039.277	100.415	153,40	SEK	268.900	168.485	0,78%	Stockholm
ABERDEEN ASSET MANAGEMENT PLC	10.859.589	96.133	2,57	GBP	254.032	157.899	0,74%	London
ASYA KATILIM BANKASI AS	29.208.168	288.115	1,96	TRY	183.081	-105.034	0,53%	Istanbul
TAG IMMOBILIEN AG	2.921.133	153.887	6,95	EUR	154.364	476	0,45%	Frankfurt
OSAKA SECURITIES EXCHANGE CO	4.723	93.588	459,500	JPY	150.180	56.593	0,44%	Tokyo
EFG-HERMES HOLDING SAE	10.956.636	206.143	13,58	EGP	140.436	-65.707	0,41%	Cairo
INDUSTRIAL BANK OF KOREA	1.973.755	144.101	13.750,00	KRW	136.621	-7.480	0,40%	Seoul
JAPAN SECURITIES FINANCE CO	4.006.975	233.138	479,00	JPY	132.819	-100.319	0,39%	Tokyo
ALBARAKA TURK KATILIM BANKASI AS	19.059.400	213.096	2,03	TRY	123.734	-89.362	0,36%	Istanbul
GSW IMMOBILIEN AG	599.179	102.445	25,92	EUR	118.024	15.579	0,34%	Xetra
IRSA SA ADR	1.815.671	151.638	10,20	USD	105.582	-46.057	0,31%	New York
SMÅPOSTER		79.162			99.871	20.709	0,29%	
Sum finans		5.555.830			6.013.842	458.012	17,53%	
INFORMATIONSTEKNOLOGI								
SAMSUNG ELECTRONICS CO LTD PREF	578.868	1.333.977	795,000	KRW	2.316.693	982.716	6,75%	Seoul
ORACLE CORP	6.252.604	1.007.985	29,19	USD	1.040.510	32.524	3,03%	NASDAQ
KYOCERA CORP	1.300.268	684.514	7.580,00	JPY	682.042	-2.472	1,99%	Tokyo
MICROSOFT CORP	2.199.798	325.540	32,15	USD	403.257	77.717	1,18%	NASDAQ
SAMSUNG ELECTRONICS CO LTD PREF GDR	140.891	142.339	346,30	USD	278.155	135.816	0,81%	London Int.
YAHOO! INC	2.109.702	179.617	15,24	USD	183.298	3.681	0,53%	NASDAQ
SMÅPOSTER		42.374			40.299	-2.075	0,12%	
Sum informationsteknologi		3.716.346			4.944.254	1.227.908	14,41%	
TELEKOMMUNIKATION								
VIMPELCOM LTD-SPON ADR	11.907.183	935.874	11,12	USD	754.857	-181.017	2,20%	New York
CHINA MOBILE LTD	7.150.200	414.448	85,45	HKD	448.646	34.198	1,31%	Hong Kong
CHINA MOBILE LTD ADR	1.386.102	379.877	55,00	USD	434.619	54.743	1,27%	New York
INDOSAT TBK PT ADR	921.819	137.600	28,00	USD	147.148	9.548	0,43%	New York
VIVENDI SA	1.267.811	152.961	13,75	EUR	132.451	-20.511	0,39%	Paris
SMÅPOSTER		159.637			208.749	49.112	0,61%	
Sum telekommunikation		2.180.398			2.126.470	-53.928	6,20%	
FORSYNING								
CENTRAIS ELETRICAS BRASILEIRAS SA PREF	11.295.481	698.456	23,50	BRL	829.910	131.454	2,42%	Sao Paulo
CENTRAIS ELETRICAS BRASILEIRAS SA	7.122.805	594.014	16,99	BRL	378.358	-215.657	1,10%	Sao Paulo
Sum forsyning		1.292.471			1.208.268	-84.203	3,52%	
Sum værdipapirportefølje		30.749.259			33.638.929	2.889.671	98,03%	
DISPONIBEL LIKVIDITET					675.046		1,97%	
Sum andelskapital					34.313.975		100,00%	
Basiskurs per 30.03.2012		822,1424						

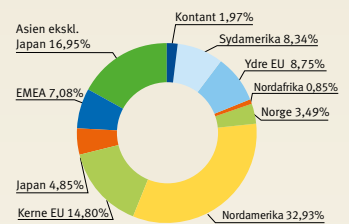
SKAGEN GLOBAL

En verden af muligheder*

BRANCHEFORDELING



GEOGRAFISK FORDELING



DE 10 STØRSTE INVESTERINGER I SKAGEN GLOBAL

Samsung Electronics Co Ltd	7,56
Tyco International Ltd	5,88
Citigroup Inc	4,04
Eletrobras SA	3,52
Oracle Corp	3,03
Gazprom OAO	2,67
China Mobile Ltd	2,57
Pfizer Inc	2,32
VimpelCom Ltd	2,20
Svenska Cellulosa AB	2,16

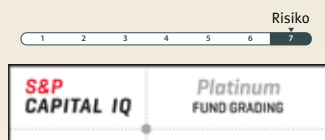
* Fra heden nord for Skagen. 1885.
Udsnit. Af P.S. Krøyer
Billedet tilhører Skagens Museum.



SKAGEN KON-TIKI

Viser vej i nyt farvand*

Aktiefonden SKAGEN Kon-Tiki skal investere mindst 50 procent af midlerne i såkaldte vækstmarkeder. Dette er markeder som ikke er inkluderet i Morgan Stanleys verdensindeks. Ligeledes kan op til 50 procent af fondens midler være investeret i markeder som indgår i MSCIs verdensindeks som følge af vores krav om en fornuftig branchebalance. SKAGEN Kon-Tiki passer til en investor som ønsker at tage del i værdiskabningen som sker i verdens vækstmarkeder. Fonden giver mulighed for ekstraordinært afkast, men med noget højere risiko end en global aktiefond.



Dine Penger (DP terning)



Morningstar



Wassum



Lipper Europe
Bedste fond 5 år
Equity Emerging Markets



Citywire (5 års periode) nr. 4 af 99

Fondens startdato 5. april 2002

Afkast siden lancering 433,8 %

Gennemsnitligt årligt afkast 18,3 %

Forvaltningskapital 45,31 mia DKK

Antal kendte investorer 94.301

Tegningsprovision 0%

Indløsningsprovision 0%

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

Mindste handelsstr. 1 stk.

Godkendt til markedsføring Norge, Sverige, Danmark, Finland, Holland, Luxembourg, Island, Schweiz 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	Procentvis fordeling	Børs
ENERGI								
BAKER HUGHES INC	6.624.935	1.861.319	41,44	USD	1.565.137	-296.182	3,38%	New York
GAZPROM OAO ADR	22.085.821	1.524.370	12,20	USD	1.536.117	11.747	3,32%	London Int.
PETROLEO BRASILEIRO PEF ADR	5.943.178	1.026.138	25,36	USD	859.249	-166.889	1,86%	New York
SEADRILL LTD	2.873.932	266.345	212,50	NOK	610.711	344.366	1,32%	Oslo Børs
TULLOW OIL PLC	3.554.688	299.448	15,26	GBP	494.124	194.677	1,07%	London
SASOL LTD	1.699.949	497.038	370,50	ZAR	467.713	-29.325	1,01%	Joh.burg
PETROLEO BRASILEIRO SA	3.200.000	245.877	23,15	BRL	231.611	-14.265	0,50%	Sao Paulo
PACIFIC DRILLING SA	3.741.922	230.070	10,19	USD	217.487	-12.583	0,47%	New York
ARCHER LTD	13.276.071	320.208	14,15	NOK	187.856	-132.351	0,41%	Oslo Børs
DEEP SEA SUPPLY PLC	12.229.431	125.766	12,80	NOK	156.537	30.771	0,34%	Oslo Børs
SIEM OFFSHORE INC	10.977.629	94.336	10,90	NOK	119.656	25.320	0,26%	Oslo Børs
SMÅPOSTER		96.272			48.259	-48.013	0,10%	
Sum Energi		6.587.185			6.494.458	-92.727	14,03%	

MATERIALER								
VALE SA SPONS ADR	8.522.364	900.179	22,53	USD	1.094.885	194.707	2,37%	New York
EXXARO RESOURCES LTD	4.683.604	591.283	198,13	ZAR	689.105	97.822	1,49%	Joh.burg
EURASIAN NATURAL RESOURCES	7.267.473	433.990	5,92	GBP	392.240	-41.750	0,85%	London
VALE SA-PREF A	1.231.900	210.807	41,16	BRL	158.529	-52.278	0,34%	Sao Paulo
DRDGOLD LTD ADR	3.724.701	206.450	7,29	USD	154.800	-51.650	0,33%	NASDAQ
ASIA CEMENT CHINA HOLDINGS	50.706.000	186.391	3,90	HKD	145.210	-41.181	0,31%	Hong Kong
SMÅPOSTER		59.153			70.782	11.629	0,15%	
Sum Materialer		2.588.252			2.705.552	117.299	5,85%	

KAPITALGODER, SERVICE OG TRANSPORT								
ABB LTD	8.957.636	964.815	135,30	SEK	1.041.792	76.976	2,25%	Stockholm
AVENG LTD	21.017.094	617.358	39,09	ZAR	610.089	-7.269	1,32%	Joh.burg
EMPRESAS ICA S.A.B	42.542.700	621.197	24,25	MXN	459.502	-161.695	0,99%	Mexico
HARBIN ELECTRIC COMPANY LTD	68.000.000	614.366	8,14	HKD	406.450	-207.917	0,88%	Hong Kong
BIDVEST GROUP LTD	2.878.881	335.297	179,75	ZAR	384.280	48.983	0,83%	Joh.burg
AIRASIA BHD	47.375.200	110.718	3,45	MYR	304.146	193.427	0,66%	Kuala Lumpur
A P MOLLER - MAERSK B	247.249	247.249	43,080	DKK	285.970	38.722	0,62%	København
GOLAR LNG LTD.	1.274.141	230.093	216,80	NOK	276.234	46.140	0,60%	Oslo Børs
NORWEGIAN AIR SHUTTLE ASA	1.628.768	119.886	107,50	NOK	175.093	55.206	0,38%	Oslo Børs
TEKFEN HOLDING AS	8.158.907	123.013	6,18	TRY	161.252	38.239	0,35%	Istanbul
ENKA INSAAT VE SANAYI AS	8.416.664	105.720	5,68	TRY	152.888	47.167	0,33%	Istanbul
FRONTLINE 2012 LTD	4.912.000	83.435	24,00	NOK	117.888	34.453	0,25%	Unotert
SMÅPOSTER		510.630			493.246	-17.384	1,07%	
Sum kapitalgoder, service og transport		4.683.780			4.868.828	185.048	10,52%	

CYKLISKE FORBRUGSGODER								
HYUNDAI MOTOR PEF (2PB)	3.574.100	570.644	70,100	KRW	1.261.266	690.621	2,73%	Seoul
GREAT WALL MOTOR CO LTD	105.000.000	190.465	15,10	HKD	1.164.233	973.768	2,52%	Hong Kong
HYUNDAI MOTOR PEF (1P)	3.259.810	521.108	67,800	KRW	1.112.612	591.504	2,40%	Seoul
MAHINDRA & MAHINDRA LTD GDR	7.628.837	140.559	13,75	USD	598.015	457.456	1,29%	London Int.
LG ELECTRONICS INC PEF	3.150.000	850.969	24,500	KRW	388.507	-462.463	0,84%	Seoul
DRB-HICOM BHD	54.368.600	205.041	2,52	MYR	254.953	49.912	0,55%	Kuala Lumpur
GOME ELECTRICAL APPLIANCES HOLDING LTD	160.266.000	237.151	1,61	HKD	189.470	-47.681	0,41%	Hong Kong
HENGDELI HOLDINGS LTD	64.928.000	122.661	3,28	HKD	156.379	33.718	0,34%	Hong Kong
LG ELECTRONICS INC	297.269	79.295	82,800	KRW	123.909	44.613	0,27%	Seoul
MAHINDRA & MAHINDRA LTD	1.482.013	115.856	700,20	INR	116.008	152	0,25%	National India
SMÅPOSTER		326.925			223.742	-103.183	0,48%	
Sum cykliske forbrugsgoder		3.360.676			5.589.093	2.228.416	12,08%	

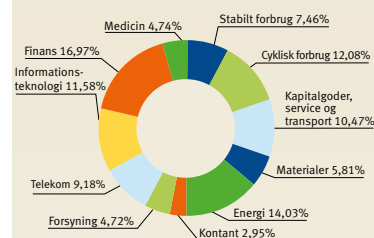
Værdipapir	Antal	Købsværdi NOK	Markeds-kurs	Valuta	Markeds-værdi NOK	Urealiseret gevinst/tab	Procentvis fordeling	Børs
STABILE FORBRUGSGODER								
COSAN LTD	8.525.000	433.663	14,65	USD	712.005	278.342	1,54%	New York
SHOPRITE HOLDINGS LTD	6.722.590	320.674	137,30	ZAR	685.428	364.755	1,48%	Joh.burg
KULIM MALAYSIA BHD	67.500.400	213.083	4,18	MYR	525.042	311.959	1,13%	Kuala Lumpur
YAZICILAR HOLDING AS	9.654.470	239.354	12,40	TRY	382.855	143.501	0,83%	Istanbul
HEINEKEN NV	918.707	268.693	41,65	EUR	290.729	22.036	0,63%	Amsterdam
PZ CUSSONS PLC	7.800.000	130.854	3,00	GBP	213.155	82.301	0,46%	London
ROYAL UNIBREW A/S	489.758	82.208	388,00	DKK	194.064	111.856	0,42%	København
TATA GLOBAL BEVERAGES LTD	13.626.721	182.536	112,35	INR	171.150	-11.386	0,37%	National India
SMÅPOSTER		317.890			278.245	-39.645	0,60%	
Sum stabile forbrugsgoder		2.188.954			3.452.673	1.263.719	7,46%	
MEDICIN								
RICHTER GEDEON NYRT	968.258	1.070.376	37,600	HUF	937.285	-133.091	2,03%	Budapest
STADA ARZNEMITTEL AG	2.597.658	383.691	24,66	EUR	486.711	103.200	1,05%	Frankfurt
HANMI PHARM CO LTD	760.725	315.456	60,300	KRW	230.923	-84.533	0,50%	Seoul
CHINA SHINWAY PHARMACEUTICAL	22.497.000	162.815	11,76	HKD	194.270	31.455	0,42%	Hong Kong
EIS ECZACIBASI ILAC VE SANAYI	21.418.365	146.800	2,09	TRY	143.158	-3.641	0,31%	Istanbul
Småposter		298.187			200.668	-97.519	0,43%	
Sum medicin		2.377.325			2.193.016	-184.309	4,74%	
FINANS								
BANCO DO ESTADO RIO GRANDE DO SUL PREF	19.274.229	434.278	20,16	BRL	1.214.859	780.582	2,63%	Sao Paulo
HACI OMER SABANCI HOLDING AS	49.058.140	964.828	7,66	TRY	1.201.777	236.949	2,60%	Istanbul
VTB Bank Ojsc GDR	34.393.253	1.127.989	4,51	USD	884.302	-243.687	1,91%	London Int.
STATE BANK OF INDIA	2.305.149	662.042	2.096,35	INR	540.226	-121.816	1,17%	National India
STANDARD CHARTERED PLC	3.658.731	426.729	15,56	GBP	518.752	92.024	1,12%	London
ABERDEEN ASSET MANAGEMENT PLC	21.603.336	340.012	2,57	GBP	505.354	165.343	1,09%	London
JSE LTD	6.464.519	249.899	79,40	ZAR	381.164	131.264	0,82%	Joh.burg
Kiwoom SECURITIES CO LTD	1.065.984	194.810	71,000	KRW	381.005	186.195	0,82%	Seoul
KOREAN REINSURANCE CO	4.765.066	181.791	13,650	KRW	327.434	145.643	0,71%	Seoul
BANGKOK BANK PUBLIC CO-NVDR	9.410.500	240.648	185,00	THB	321.813	81.165	0,70%	Bangkok
YAPI VE KREDI BANKASI AS	25.265.176	292.767	3,60	TRY	290.877	-1.890	0,63%	Istanbul
GIJENSIDIGE FORSIKRING ASA	3.867.692	228.194	67,35	NOK	260.489	32.295	0,56%	Oslo Børs
EFG-HERMES HOLDING SAE	14.949.381	353.507	13,37	EGP	188.650	-164.856	0,41%	Cairo
NORDNET AB	7.007.907	97.310	23,30	SEK	140.357	43.047	0,30%	Stockholm
KIATNAKIN BANK PCL-NVDR	19.238.700	142.186	37,00	THB	131.582	-10.604	0,28%	Bangkok
SMÅPOSTER		632.213			566.181	-66.032	1,22%	
Sum finans		6.569.201			7.854.822	1.285.621	16,97%	
INFORMATIONSTEKNOLOGI								
SAMSUNG ELECTRONICS CO LTD PREF	550.547	1.360.170	795,000	KRW	2.203.349	843.180	4,76%	Seoul
HON HAI PRECISION INDUSTRY	65.100.000	1.405.300	114,50	TWD	1.439.358	34.058	3,11%	Taipei
SAMSUNG ELECTRONICS CO LTD PREF GDR	505.370	496.402	346,30	USD	997.730	501.328	2,16%	London Int.
SOFTBANK CORP	2.000.000	443.593	2.447,00	JPY	338.667	-104.925	0,73%	Tokyo
NASPERS LTD	988.091	236.708	431,00	ZAR	316.249	79.541	0,68%	Joh.burg
SMÅPOSTER		224.066			65.746	-158.319	0,14%	
Sum informationsteknologi		4.166.237			5.361.100	1.194.862	11,59%	
TELEKOMMUNIKATION								
CHINA MOBILE LTD ADR	5.096.446	1.513.808	55,00	USD	1.598.016	84.208	3,45%	New York
SISTEMA JSFC GDR	11.303.681	901.767	19,69	USD	1.268.869	367.101	2,74%	London Int.
BHARTI AIRTEL LTD	19.324.305	885.064	337,90	INR	729.969	-155.095	1,58%	Nat. India
INDOSAT TBK PT	105.000.000	326.495	5.050,00	IDR	329.816	3.320	0,71%	Indonesia
INDOSAT TBK PT ADR	2.054.595	350.229	28,00	USD	327.971	-22.259	0,71%	New York
Sum telekommunikation		3.977.364			4.254.640	277.277	9,19%	
FORSYNING								
CENTRAIS ELETRICAS BRASILEIRAS SA PREF	27.410.963	2.036.002	23,50	BRL	2.013.959	-22.044	4,35%	Sao Paulo
CENTRAIS ELETRICAS BRASILEIRAS SA	2.452.151	187.633	16,99	BRL	130.256	-57.377	0,28%	Sao Paulo
SMÅPOSTER		58.627			40.870	-17.756	0,09%	
Sum forsyning		2.282.262			2.185.086	-97.176	4,72%	
Sum værdipapirportefølje		38.781.237			44.959.266	6.178.029	97,15%	
DISPONIBEL LIKVIDITET					1.316.653		2,85%	
Sum andelskapital					46.275.919		100,00%	
Basiskurs per 30.03.2012		529,7418						



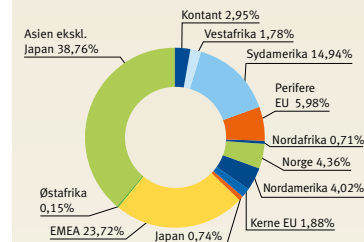
SKAGEN KON-TIKI

Viser vej i nyt farvand*

BRANCHEFORDELING



GEOGRAFISK FORDELING



DE 10 STØRSTE INVESTERINGER I SKAGEN KON-TIKI

Samsung Electronics Co Ltd	6,92
Hyundai Motor Co	5,13
Elektrobras SA	4,72
China Mobile Ltd	3,45
Baker Hughes Inc	3,38
Gazprom OAO	3,32
Hon Hai Precision Industry Co	3,11
Sistema JSFC	2,73
Vale SA	2,71
Banrisul	2,63

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



SKAGEN VEKST

Håndplukket for dig *

Minimum 50 procent af midlerne i aktiefonden SKAGEN Vekst skal til enhver tid være investert i Norge, resten skal være placeret i det globale aktiemarked. SKAGEN Vekst passer til investorer som ønsker en aktiefond med god balance mellem norske og globale selskaber. Fonden har et bredt mandat som giver stor frihed til at investere i en række selskaber, brancher og regioner.



Dine Penger (DP terning)



Morningstar



Lipper
Nordic 2009, Bedste Fond 10 år
Equity Norway



Fondens startdato 1. december 1993

Afkast siden lancering 1293,0 %

Gennemsnitligt årligt afkast 15,5 %

Forvaltningskapital 7,76 mia DKK

Antal kendte investorer 98.540

Tegningsprovision 0%

Indløsningsprovision 0%

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

Mindste handelsstr. 1 stk.

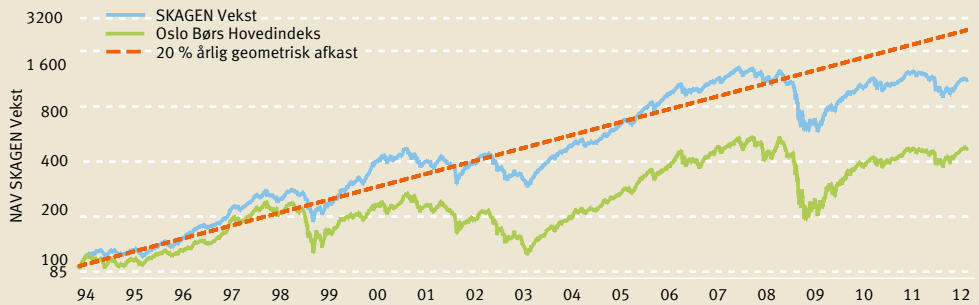
Godkendt til markedsføring Norge, Sverige, Danmark, Holland, Luxembourg, Finland, Island, Schweiz og Storbritannien

Referenceindeks OSBX/MSCI AC World

UCITS-fond ja

Porteføljeforvalter Beate Bredesen

KURSHISTORIK SKAGEN VEKST



Værdipapir	Antal	Købsværdi NOK	Markeds-kurs	Valuta	Markeds-værdi NOK	Urealiseret gevinst/tab	Procentvis fordeling	Børs
ENERGI								
DOF ASA	5.702.213	108.660	36,50	NOK	208.131	99.471	2,62%	Oslo Børs
SOLSTAD OFFSHORE ASA	1.938.650	95.344	106,00	NOK	205.497	110.153	2,59%	Oslo Børs
PETROLEO BRASILEIRO PEF ADR	1.159.165	119.582	25,40	USD	168.036	48.454	2,12%	New York
BONHEUR ASA	1.192.594	88.117	129,50	NOK	154.441	66.324	1,95%	Oslo Børs
GANGER ROLF ASA	1.273.817	130.405	120,50	NOK	153.495	23.090	1,93%	Oslo Børs
TGS NOPEC GEOPHYSICAL CO ASA	975.867	73.516	156,10	NOK	152.333	78.817	1,92%	Oslo Børs
SEVAN DRILLING ASA	17.599.671	140.651	7,59	NOK	133.582	-7.069	1,68%	Oslo Børs
GAZPROM OAO ADR	1.564.000	100.976	12,20	USD	108.898	7.922	1,37%	London Int.
TRANSOCEAN LTD	313.900	138.551	54,40	USD	97.457	-41.094	1,23%	New York
SIEM OFFSHORE INC	8.036.317	68.365	10,95	NOK	87.998	19.633	1,11%	Oslo Børs
ELECTROMAGNETIC GEOSERVICES AS	4.206.079	55.162	16,80	NOK	70.662	15.500	0,89%	Oslo Børs
EIDESVIK OFFSHORE ASA	1.682.641	64.221	33,80	NOK	56.873	-7.347	0,72%	Oslo Børs
SUBSEA 7 SA	324.800	37.875	150,80	NOK	48.980	11.105	0,62%	Oslo Børs
BP PLC ADR	171.381	54.168	44,54	USD	43.565	-10.603	0,55%	New York
NORWEGIAN ENERGY CO ASA	5.127.513	78.354	7,81	NOK	40.046	-38.308	0,50%	Oslo Børs
NORTHERN OFFSHORE LTD	2.750.000	26.552	12,35	NOK	33.963	7.411	0,43%	Oslo Børs
MARINE ACCURATE WELL ASA	67.652.076	51.259	0,35	NOK	23.678	-27.580	0,30%	Unoteret
FRED OLSEN PRODUCTION ASA	3.000.000	18.735	7,80	NOK	23.400	4.665	0,29%	Oslo Børs
BP PLC	553.263	35.035	4,63	GBP	23.349	-11.686	0,29%	London
SEABIRD EXPLORATIO PLC 11/15 6,00% CALL	5.172.592	30.716	69,00	USD	20.864	-9.852	0,26%	Unoteret
BAKER HUGHES INC	85.300	19.949	41,15	USD	20.033	83	0,25%	New York
SPECTRUM ASA	730.000	6.407	27,40	NOK	20.002	13.595	0,25%	Oslo Axxess
SMÅPOSTER		108.799			77.716	-31.083	0,98%	
Sum Energi		1.651.395			1.972.998	321.603	24,87%	
MATERIALER								
NORSK HYDRO ASA	5.969.510	152.178	31,01	NOK	185.115	32.936	2,33%	Oslo Børs
AKZO NOBEL NV	222.000	59.466	44,27	EUR	74.737	15.271	0,94%	Amsterdam
KOZA ALTIN ISLETMELERI AS	643.750	46.209	33,80	TRY	69.607	23.398	0,88%	Istanbul
AGRINOS AS	897.378	25.330	40,50	NOK	36.344	11.014	0,46%	Unoteret
NORSKE SKOINDUSTRIER ASA	5.970.000	345.541	5,70	NOK	34.029	-311.512	0,43%	Oslo Børs
ROTTNEROS AB	12.204.585	60.163	2,71	SEK	28.477	-31.686	0,36%	Stockholm
HINDALCO INDUSTRIES LTD	1.950.673	46.052	129,40	INR	28.269	-17.783	0,36%	Nat. India
SMÅPOSTER		39.047			39.569	521	0,50%	
Sum Materialer		773.986			496.146	-277.840	6,25%	
KAPITALGODER, SERVICE OG TRANSPORT								
KONGSBERG GRUPPEN ASA	3.275.767	136.060	107,00	NOK	350.507	214.448	4,42%	Oslo Børs
WILH. WILHELMSSEN HOLDING ASA	1.315.811	93.970	150,00	NOK	197.372	103.402	2,49%	Oslo Børs
NORWEGIAN AIR SHUTTLE ASA	1.504.738	83.483	108,00	NOK	162.512	79.029	2,05%	Oslo Børs
DOCKWISE LTD	1.032.808	173.152	117,50	NOK	121.355	-51.797	1,53%	Oslo Børs
STOLT-NIELSEN LTD	926.602	114.905	108,00	NOK	100.073	-14.832	1,26%	Oslo Børs
LG CORP	233.756	48.434	65,000	KRW	76.554	28.120	0,96%	Seoul
AVENG LTD	2.575.700	75.193	39,09	ZAR	74.919	-274	0,94%	Joh.burg
ODFJELL SE-A	1.664.725	74.526	38,00	NOK	63.260	-11.267	0,80%	Oslo Børs
GLAMOX ASA	5.944.034	5.852	10,00	NOK	59.440	53.588	0,75%	Unoteret
GOLAR LNG LTD.	186.611	30.307	217,60	NOK	40.607	10.299	0,51%	Oslo Børs
I.M. SKAUGEN SE	1.339.151	16.790	27,30	NOK	36.559	19.769	0,46%	Oslo Børs
FAIRSTAR HEAVY TRANSPORT NV	4.414.585	46.670	7,99	NOK	35.273	-11.397	0,44%	Oslo Børs
GOODTECH ASA	21.168.416	48.135	1,57	NOK	33.234	-14.901	0,42%	Oslo Børs
TTS GROUP ASA KONV. 8 % 01/16	19.000.000	18.620	148,00	NOK	28.424	9.804	0,36%	Oslo Børs
LG CORP PEF	224.482	25.796	22,500	KRW	25.448	-348	0,32%	Seoul
SMÅPOSTER		286.449			121.965	-164.484	1,54%	
Sum kapitalgoder, service og transport		1.278.342			1.527.501	249.159	19,25%	

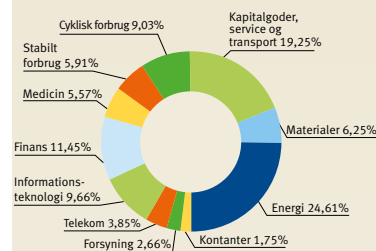
Værdipapir	Antal	Købsværdi NOK	Markeds-kurs	Valuta	Markeds-værdi NOK	Urealiseret gevinst/tab	Procentvis fordeling	Børs
CYKLISKE FORBRUGSGODER								
ROYAL CARIBBEAN CRUISES LTD	902.048	124.547	29,18	USD	150.213	25.667	1,89%	New York
DIXONS RETAIL PLC	57.626.905	284.228	0,19	GBP	98.112	-186.116	1,24%	London
CARNIVAL CORP	485.865	120.531	32,09	USD	88.983	-31.548	1,12%	New York
HURTIGRUTEN ASA	22.671.503	81.526	3,86	NOK	87.512	5.986	1,10%	Oslo Børs
LG ELECTRONICS INC PREF	600.000	144.988	24,50	KRW	74.064	-70.923	0,93%	Seoul
CONTINENTAL AG	121.000	50.302	70,77	EUR	65.119	14.817	0,82%	Xetra
MAHINDRA & MAHINDRA LTD GDR	591.300	10.523	13,75	USD	46.402	35.879	0,58%	London Int.
FJORD LINE AS	2.850.000	28.500	15,00	NOK	42.750	14.250	0,54%	Unotert
NHST MEDIA GROUP ASA	60.000	31.447	600,00	NOK	36.000	4.553	0,45%	Unotert
RENAULT SA	79.000	23.888	39,52	EUR	23.745	-143	0,30%	Paris
SMÅPOSTER		27.962			3.529	-24.433	0,04%	
Sum cykliske forbrugsgoder		928.441			716.430	-212.011	9,03%	
STABILE FORBRUGSGODER								
CERMAQ ASA	1.559.045	65.773	75,00	NOK	116.928	51.156	1,47%	Oslo Børs
MORPOL ASA	8.407.150	175.896	9,00	NOK	75.664	-100.231	0,95%	Oslo Børs
KESKO OYJ B	374.811	97.876	24,33	EUR	69.347	-28.529	0,87%	Helsinki
CHIQUITA BRANDS INTL	1.119.523	91.964	8,86	USD	56.610	-35.354	0,71%	New York
ROYAL UNIBREW A/S	135.865	38.746	388,00	DKK	53.881	15.134	0,68%	København
AUSTEVOLL SEAFOOD ASA	1.972.716	62.173	21,80	NOK	43.005	-19.168	0,54%	Oslo Børs
YAZICILAR HOLDING AS	750.000	25.622	12,40	TRY	29.751	4.129	0,37%	Istanbul
SMÅPOSTER		102.684			23.638	-79.045	0,30%	
Sum stabile forbrugsgoder		660.734			468.825	-191.909	5,91%	
MEDICIN								
TEVA PHARMACEUTICAL-SP ADR	719.787	217.973	44,79	USD	183.996	-33.977	2,32%	NASDAQ
CLAVIS PHARMA ASA	943.918	31.160	68,50	NOK	64.658	33.499	0,81%	Oslo Børs
PHOTOCURE ASA	1.109.401	44.688	44,70	NOK	49.590	4.902	0,63%	Oslo Børs
ALGETA ASA	256.000	25.537	143,70	NOK	36.787	11.250	0,46%	Oslo Børs
MEDI-STIM ASA	1.611.000	20.130	20,20	NOK	32.542	12.413	0,41%	Oslo Børs
ORIGIO A/S	1.550.000	24.276	18,30	NOK	28.365	4.089	0,36%	Oslo Børs
KAROLINSKA DEVELOPMENT AB	1.234.600	43.031	24,40	SEK	25.937	-17.095	0,33%	Stockholm
SMÅPOSTER		45.211			19.670	-25.540	0,25%	
Sum medicin		452.006			441.546	-10.460	5,57%	
FINANS								
OLAV THON EIENDOMSSKAP ASA	180.025	33.834	888,00	NOK	159.862	126.028	2,01%	Oslo Børs
GJENSIDIGE FORSIKRING ASA	2.298.872	135.501	67,25	NOK	154.599	19.099	1,95%	Oslo Børs
HANNOVER RUECKVERSICHERUNG AG	367.500	74.061	44,54	EUR	124.475	50.414	1,57%	Frankfurt
DANSKE BANK A/S	741.784	83.171	94,50	DKK	71.648	-11.523	0,90%	København
NORTHERN LOGISTIC PROPERTY ASA	2.728.689	82.502	24,50	NOK	66.853	-15.649	0,84%	Oslo Børs
HITCEVISION AS	762.746	5.183	65,00	NOK	49.578	44.395	0,62%	Unotert
KOREAN REINSURANCE CO	716.135	8.469	13,650	KRW	49.252	40.783	0,62%	Seoul
SPAREBANKEN ØST	1.460.000	25.877	31,30	NOK	45.698	19.821	0,58%	Oslo Børs
NORWEGIAN FINANS HOLDING ASA	12.712.000	24.925	3,50	NOK	44.492	19.567	0,56%	Unotert
HACI OMER SABANCI HOLDING AS	1.501.444	23.339	7,66	TRY	36.792	13.453	0,46%	Istanbul
SPAREBANKEN VEST	995.506	45.056	33,20	NOK	33.051	-12.005	0,42%	Oslo Børs
IRSA SA ADR	397.502	31.351	10,18	USD	23.095	-8.257	0,29%	New York
SMÅPOSTER		55.990			49.033	-6.957	0,62%	
Sum finans		629.260			908.428	279.168	11,45%	
INFORMATIONSTEKNOLOGI								
SAMSUNG ELECTRONICS CO LTD PREF GDR	116.936	92.728	346,30	USD	231.113	138.385	2,91%	London Int.
SAMSUNG ELECTRONICS CO LTD GDR	50.000	19.712	565,50	USD	161.371	141.659	2,03%	London Int.
Q-FREE ASA	3.182.604	44.688	23,20	NOK	73.836	29.149	0,93%	Oslo Børs
CORNING INC	909.450	78.893	14,00	USD	72.692	-6.202	0,92%	New York
ELTEK ASA	17.038.235	91.536	4,14	NOK	70.538	-20.997	0,89%	Oslo Børs
PROACT IT GROUP AB	458.101	15.214	144,50	SEK	56.994	41.780	0,72%	Stockholm
SAMSUNG SDI CO LTD	40.000	16.815	137,00	KRW	27.610	10.796	0,35%	Seoul
EDB ERGOGROUP ASA	1.907.740	23.212	13,20	NOK	25.182	1.970	0,32%	Oslo Børs
SMÅPOSTER		89.226			47.479	-41.748	0,60%	
Sum informasjonsteknologi		472.024			766.816	294.792	9,67%	
TELEKOMMUNIKASJON								
FRANCE TELECOM SA	1.111.904	142.131	11,10	EUR	93.899	-48.232	1,18%	Paris
MOBILE TELESYSTEMS ADR	645.000	41.051	18,28	USD	67.291	26.241	0,85%	New York
SISTEMA JSFC GDR	573.709	19.190	19,69	USD	64.470	45.281	0,81%	London Int.
TELEKOMUNIKASI INDONESIA TBK ADR	265.000	14.762	30,61	USD	46.295	31.533	0,58%	New York
INDOSAT TBK PT ADR	193.488	32.182	28,00	USD	30.920	-1.262	0,39%	New York
SMÅPOSTER		7.842			1.550	-6.292	0,02%	
Sum telekommunikasjon		257.156			304.425	47.269	3,84%	
FORSYNING								
CENTRAIS ELETRICAS BRASILEIRAS SA PREF	2.610.818	126.051	23,51	BRL	191.998	65.946	2,42%	Sao Paulo
SMÅPOSTER		29.055			19.014	-10.042	0,24%	
Sum forsyning		155.107			211.011	55.905	2,66%	
Sum værdipapirportefølje		7.258.450			7.814.125	555.675	98,49%	
DISPONIBEL LIKVIDITET					119.810		1,51%	
Sum andelskapital					7.933.935		100,00%	
Basiskurs per 30.03.2012		1.293.1778						



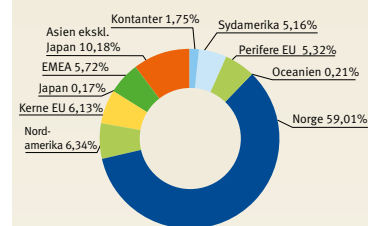
SKAGEN VEKST

Håndplukket for dig *

BRANCHEFORDELING



GEOGRAFISK FORDELING



DE 12 STØRSTE INVESTERINGER I SKAGEN VEKST

Samsung Electronics	5,0%
Kongsberg Gruppen	4,4%
Elektrobras	2,7%
DOF	2,6%
Solstad Offshore	2,6%
Wilh Wilhelmsen Holding	2,5%
Norsk Hydro	2,3%
Teva Pharmaceutical	2,3%
Petroleo Brasileiro	2,2%
Norwegian Air Shuttle	2,1%
Olav Thon Eindom	2,0%
Gjensidige Forsikring	2,0%

*Børn og unge plukker blomster på en mark nord for Skagen. 1887. Udsnit. Af Michael Ancher. Billedet tilhører Skagens Museum.



SKAGEN TELLUS

Åbner døren til globale renter *

SKAGEN Tellus er en aktivt forvaltet global obligationsfond som investerer i obligationer udstedt af stater, regionale myndigheder og finansinstitutioner over hele verden. SKAGEN Tellus er et godt alternativ for investorer som ønsker at investere i globale obligationer og som har mindst 12 måneders investeringshorisont. Investorer bør have tolerance for valutaudsvingninger. Fondens basisvaluta er EURO.

Risiko



Morningstar



Fondens startdato 29. september 2006

Afkast siden lancering 36,00 %

Gennemsnitligt årligt afkast 5,75 %

Forvaltningskapital 453 mio DKK

Antal kendte investorer 2.029

Tegningsprovision 0 %

Indløsningsprovision 0 %

Forvaltningshonorar 0,8 % pr. år

Mindste handelsstr. 1 stk.

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

Referenceindeks Barclays Capital Global Treasury Indeks, 3-5 år

UCITs-fond Ja

Porteføljeforvalter Torgeir Høyen

*Interiør. Brøndums annek, ca. 1920. Af Anna Ancher. Tilhører Skagens Museum (beskåret).

Værdipapir	Forfalds- dato	Kupon	Nominelt MNOK (i tusinder)	Købspris MNOK (i tusinder)	Markeds- kurs	Vedhæ- nende rente MNOK (i tusinder)	Markeds- værdi MNOK (i tusinder)	Markeds- værdi inkl. vedhæ- nende rente MNOK (i tusinder)	Urealiseret gevinst/tab MNOK (i tusinder)	Andel af fonden
STATSOBLIGATIONER										
AUSTRALIAN GOVERNMENT	15.04.2012	5,75	4.000	23.388	590,13	619	23.605	24.224	218	5,25 %
BRAZILIAN GOVERNMENT	10.01.2028	10,25	6.000	21.788	372,64	425	22.358	22.784	570	4,93 %
CANADIAN GOVERNMENT	01.08.2013	2,00	5.000	28.695	577,22	91	28.861	28.952	167	6,27 %
CHILEAN GOVERNMENT	05.08.2020	5,50	800.000	10.006	1,22	78	9.750	9.828	-256	2,13 %
EUROPEAN BANK RECON & DEV	17.06.2015	0,50	20.000	18.273	87,59	71	17.518	17.589	-755	3,81 %
COLOMBIAN GOVERNMENT	14.04.2021	7,75	5.000.000	17.419	0,38	1.181	19.003	20.185	1.584	4,37 %
CZECH REPUBLIC	16.09.2013	2,80	40.000	12.240	31,17	184	12.469	12.653	229	2,74 %
IRISH GOVERNMENT	18.10.2020	5,00	2.000	13.419	674,58	340	13.492	13.832	72	3,00 %
EUROPEAN BANK RECON & DEV	06.06.2014	5,25	130.000	14.998	10,99	620	14.289	14.909	-709	3,23 %
MEXICAN GOVERNMENT	20.11.2036	10,00	40.000	21.226	56,69	489	22.674	23.163	1.448	5,02 %
NEW ZEALAND GOVERNMENT	15.04.2015	6,00	2.000	10.596	507,01	256	10.140	10.396	-456	2,25 %
POLISH GOVERNMENT	25.10.2021	5,46	15.000	26.434	185,65	641	27.848	28.489	1.414	6,17 %
RUSSIAN GOVERNMENT	10.03.2018	7,85	50.000	9.956	20,19	42	10.097	10.139	141	2,20 %
US GOVERNMENT	31.08.2013	0,12	7.000	40.672	567,96	4	39.757	39.761	-915	8,61 %
SOUTH AFRICAN GOVERNMENT	31.03.2036	6,25	50.000	29.714	55,19	1.154	27.594	28.749	-2.120	6,23 %
UK GOVERNMENT	14.05.2012	0,00	3.000	26.971	910,21	0	27.306	27.306	335	5,91 %
NORWEGIAN GOVERNMENT	20.06.2012	0,00	25.000	24.910	99,68	0	24.920	24.920	10	5,40 %
US GOVERNMENT	31.05.2012	0,75	7.000	39.294	569,76	99	39.883	39.982	589	8,66 %
Sum Værdipapirportefølje				390.000		6.296	391.566	397.862	1.566	86,15 %
DISPONIBEL LIKVIDITET				63.876		0	63.954	63.954	78	13,85 %
TOTAL				453.876		6.296	455.520	461.816	1.644	100,00 %
Nøgletal portefølje										
Effektivt underliggende afkast	3,17%									
Effektivt afkast til kunder*	2,37%									
Varighed**	3,16									

* Effektivt underliggende afkast justeret for forvaltningshonorar.

** Varighed er et forenklet udtryk for hvor meget kursen på obligationen vil ændre sig, hvis renten ændrer sig 1 procentpoint.

Effektiv rente er det gennemsnitlige årlige afkast på en obligation ind til den forfalder, givet at der ikke sker eventuel forindfrielse. Begrebet er baseret på en række teoretiske forudsætninger, herunder geninvestering af kuponbetalinger til samme rente.

Værdipapirer er vurderet til markedskurser pr. 30.03.2012

Hvor der ikke eksisterer "market-maker" kurser, er obligationer og eventuelle certifikater prisfastsat mod den gældende yieldkurve på tidspunktet for opgørelsen.

Andelskurs per 30.03.2012 105,1926

Regnskab

PER 31.03.2012

Resultatregnskab (angitt i hele tusen kroner)	SKAGEN Vekst 1. kv 2012	SKAGEN Global 1. kv 2012	SKAGEN Kon-Tiki 1. kv 2012	SKAGEN Avkastning 1. kv 2012	SKAGEN Høyrente 1. kv 2012	SKAGEN Høyrente Institusjon 1. kv 2012	SKAGEN Tellus 1. kv 2012	SKAGEN Krona** 1. kv 2012
PORTEFØLJEINNTEKTER OG -KOSTNADER								
Renteinntekter/-kostnader	-2 292	-1 655	2 215	10 286	37 326	13 773	4 258	3 884
Aksjeutbytte	13 755	126 300	84 565	-	-	-	-	-
Gevinst/tap ved realisasjon	40 378	-9 541	98 741	28	516	-1 064	3 573	-
Endring urealiserte kursgevinster/tap	808 752	2 729 414	3 110 807	9 509	8 587	2 791	-5 116	458
Kurtasje	-628	-2 585	-10 006	-3	-34	-16	-7	-25
Valutagevinst/tap	-20 410	-47 816	-11 935	2 347	-	-	-1 144	-
PORTEFØLJERESULTAT	839 556	2 794 117	3 274 387	22 167	46 395	15 484	1 564	4 317
FORVALTNINGSINNTEKTER OG -KOSTNADER								
Forvaltningshonorar fast	-19 845	-83 590	-225 808	-1 289	-2 572	-587	-1 027	-196
Beregnet variabelt forvaltningshonorar *	-70 411	-57 139	55 520	-	-	-	-	-
Forvaltningsresultat	-90 256	-140 728	-170 287	-1 289	-2 572	-587	-1 027	-196
Resultat før skattekostnad	749 300	2 653 388	3 104 100	20 878	43 823	14 896	537	4 121
Skattekostnad	-517	-10 686	-5 576	-	-	-	-	-
PERIODE RESULTAT	748 783	2 642 702	3 098 523	20 878	43 823	14 896	537	4 121

Balanse	SKAGEN Vekst 31.03. 2012	SKAGEN Global 31.03. 2012	SKAGEN Kon-Tiki 31.03. 2012	SKAGEN Avkastning 31.03. 2012	SKAGEN Høyrente 31.03. 2012	SKAGEN Høyrente Institusjon 31.03. 2012	SKAGEN Tellus 31.03. 2012	SKAGEN Krona 31.03. 2012
EIENDELER								
Norske verdipapirer til kostpris	4 045 665	931 460	1 560 763	699 118	3 139 740	1 011 730	24 910	-
Utenlandske verdipapirer til kostpris	3 212 785	29 797 459	37 220 474	103 433	-	-	365 090	414 371
Urealiserte kursgevinster	555 675	2 910 011	6 178 029	1 426	3 466	1 759	1 566	283
Opptjente renter verdipapir	-	-	-	3 955	16 264	8 276	5 204	2 462
Sum verdipapirportefølje	7 814 125	33 638 929	44 959 266	807 932	3 159 470	1 021 765	396 770	417 117
Tilgodehavende aksjeutbytte	20 433	163 168	178 134	-	-	-	-	-
Opptjente renter bank	-	-	-	-	-	-	-	-
Sum opptjente, ikke mottatte inntekter	20 433	163 168	178 134	-	-	-	-	-
Til gode fra meglere	48 995	34 699	26 242	-	15 256	-	-	-
Til gode fra forvaltningsselskapet	1	2	3	-	-	-	1	-
Tilgodehavende skatt på aksjeutbytte	3 100	25 070	2 519	-	-	-	883	-
Andre fordringer	-	-	-	-	-	-	-	-
Sum andre fordringer	52 096	59 771	28 764	-	15 256	-	884	-
Bankinnskudd	161 063	817 934	1 471 642	103 313	739 617	432 669	65 528	36 011
SUM EIENDELER	8 047 717	34 679 803	46 637 806	911 245	3 914 344	1 454 434	463 183	453 128
EGENKAPITAL								
Andelskapital til pålydende	613 646	4 182 501	8 739 935	675 615	3 788 414	1 433 756	438 984	424 798
Overkurs	-971 896	17 750 554	23 078 590	236 991	32 932	-3 945	46 333	2 551
Innskutt egenkapital	-358 249	21 933 055	31 818 524	912 606	3 821 346	1 429 811	485 317	427 348
Opptjent egenkapital	8 293 597	12 452 307	14 477 167	-2 865	38 862	13 963	-23 447	5 155
SUM EGENKAPITAL	7 935 348	34 385 362	46 295 691	909 741	3 860 208	1 443 774	461 871	432 504
GJELD								
Skyldig til meglere	20 036	126 282	136 542	-	32 273	10 072	-	19 809
Skyldig til forvaltningsselskapet	90 256	140 728	170 287	1 289	2 572	587	1 027	196
Annen gjeld	2 076	27 430	35 285	215	19 291	-	285	619
Sum annen gjeld	112 368	294 441	342 114	1 504	54 136	10 660	1 312	20 624
SUM GJELD OG EGENKAPITAL	8 047 717	34 679 803	46 637 806	911 245	3 914 344	1 454 434	463 183	453 128
Antall utstedte andeler	6 136 463,58	41 825 008,42	87 399 345,55	6 756 149,86	37 884 144,48	14 337 561,21	4 389 840,45	4 247 976,32
Basiskurs per andel	1293,1778	822,1424	529,7418	134,6540	101,8939	100,6893	105,1926	101,8137

Note: Avvik på kursen i forhold til porteføljene skyldes periodiseringsavvik per 31.03.2012.

* Beregnet variabelt forvaltningshonorar per 31.03.12: i henhold til vedtektene skal endelig avregning skje per 31.12.2012 basert på verdiutvikling resten av året.

** Angitt i hele tusen svenske kroner

Afkast- og risikomålinger

Afkast oversigt pr. 31/03/12*

Afkast	1 år	12 mdr	36 mdr	60 mdr	120 mdr	Levetid
SKAGEN Vekst	12,5 %	-9,5 %	23,1 %	-0,6 %	11,3 %	15,5 %
Oslo Børs Benchmark Index (OSEBX) linked OSEBX/MSCI AC Total Return Index	11,1 %	2,0 %	30,6 %	-0,2 %	9,3 %	9,5 %
SKAGEN Global	10,7 %	1,9 %	25,6 %	2,9 %	10,7 %	16,1 %
MSCI World Linked Index (DM trough AC Total Return)	9,0 %	5,1 %	19,6 %	-0,9 %	0,3 %	1,8 %
SKAGEN Kon-Tiki	10,0 %	-4,7 %	30,0 %	8,8 %	18,3 %	18,3 %
MSCI Emerging Markets Index (Daily Traded Net Total Return)	11,2 %	-3,2 %	24,8 %	4,6 %	9,4 %	9,4 %
SKAGEN Tellus	2,70%	6,35%	10,32%	5,52%		5,75%
Barclays Capital Global Treasury Index 3 - 5 years (DKK)	-2,84%	9,57%	5,82%	6,67%		5,70%

	SKAGEN Vekst	SKAGEN Global	SKAGEN Kon-Tiki	SKAGEN Tellus
GEVINST- OG TABSANALYSE SIDEN START				
Relativ gevinst	96%	159%	122%	89%
Relativt tab	78%	102%	99%	85%
Relativ gevinst/tab-ratio	1,24	1,55	1,23	1,05
Positive indeksafvigelser	15,17	20,95	13,41	11,79
Negative indeksafvigelser	9,90	8,34	5,77	11,74
Indeks afvigelse-ratio	1,53	2,51	2,32	1,00

	SKAGEN Vekst	SKAGEN Global	SKAGEN Kon-Tiki	SKAGEN Tellus
GEVINST- OG TABSANALYSE SIDSTE 5 ÅR				
Relativ gevinst	86%	126%	108%	86%
Relativt tab	87%	107%	96%	89%
Relativ gevinst/tab-ratio	0,98	1,17	1,12	0,96
Positive indeksafvigelser	12,83	12,09	9,92	11,86
Negative indeksafvigelser	13,20	8,08	6,01	12,71
Indeks afvigelse-ratio	0,97	1,50	1,65	0,93
Mengde positive avvik	49%	60%	62%	48%
Mengde positive avvik, oppgang	25%	72%	62%	15%
Mengde positive avvik, nedgang	78%	48%	62%	84%
Konsistens	40%	58%	57%	57%
Konsistens, oppgang	29%	69%	56%	35%
Konsistens, nedgang	54%	46%	58%	79%

	SKAGEN Vekst	SKAGEN Global	SKAGEN Kon-Tiki	SKAGEN Tellus
RISIKO- OG PRÆSTATIONSMÅL SENESTE 5 ÅR				
Standard afvigelse, fond	25,9 %	20,3 %	25,4 %	7,60 %
Standard afvigelse, reference indeks	31,6 %	16,1 %	24,1 %	8,92 %
Sharpe-ratio, fond	-0,12	0,02	0,24	0,39
Sharpe-ratio, reference indeks	-0,08	-0,21	0,09	0,45
Relativ volatilitet / Tracking error	10,6 %	8,0 %	5,7 %	10,40 %
IR	-0,03	0,48	0,69	-0,10
korrelasjon	0,95	0,93	0,98	0,21
alfa	-0,4 %	4,0 %	3,8 %	
beta	0,78	1,18	1,03	
R2	90%	86%	95%	

	SKAGEN Vekst	SKAGEN Global	SKAGEN Kon-Tiki	SKAGEN Tellus
VALUE AT RISK 5 ÅR				
Value at risk: observed, NAV	-20,4 %	-15,2 %	-19,1 %	-5,0 %
Value at risk: observed, Benchmark	-27,0 %	-10,2 %	-17,0 %	-3,7 %
Relativ Value at Risk, observed	-5,5 %	-6,4 %	-4,2 %	-9,5 %

*Alle afkasttal over 12 måneder er annualiseret.

Benchmarkindeks for SKAGEN Global var indtil 2010 MSCI World Index (Daily Traded Net Total Return). Siden da har det været MSCI All Country Index (Daily Traded Net Total Return).

Benchmarkindeks for SKAGEN Kon-Tiki var MSCI World Index (Daily Traded Net Total Return) indtil 2004. Siden da MSCI Emerging Markets Index (Daily Traded Net Total Return). Afkastdata for benchmarket til SKAGEN Kon-Tiki er derfor en kombination af disse to indeks.

Benchmarkindeks for SKAGEN Vekst var indtil 2010 Oslo Børs Benchmark Index (OSEBX). Siden da har det været et vægget gennemsnit af MSCI All Country Index (Daily Traded Net Total Return og Oslo Børs Benchmark Index (OSEBX)). (OSEBX).

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 forvaltningsselskabet. 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 forenklede prospekt. Det kan fås ved henvendelse til SKAGEN Fondene eller på www.skagenfondene.dk.

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 tabsanalysen 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.

Alfa er et risiko-justeret mål for det såkaldte aktive afkast af en investering. Det er merafkastet ud over den kompensation man får for den påtagede risiko, og anvendes derfor ofte til at vurdere aktive forvalteres præstationer. Det kan vises, at i et effektivt marked, vil den forventede værdi af alfa koefficienten være nul. Derfor angiver alfa koefficienten, hvor godt en investering har klaret sig når man tager højde for den risiko der er givet:

En alfaværdi under nul, betyder at investeringen har givet for lidt afkast i forhold til den givne risiko (eller havde for høj risiko i forhold til afkastet).

En alfaværdi lig med nul, betyder at investeringen

har givet et afkast der svarer til den påtagede risiko. En alfaværdi over nul, er ensbetydende med at investeringen har givet et afkast, der overstiger præmien for den antagede risiko.

Beta af en aktie eller portefølje er et tal, der beskriver forholdet mellem dets afkast og det finansielle marked som helhed. Et aktiv med en beta på 0 betyder, at kursen på ingen måde er korreleret med markedet. En positiv betaværdi betyder, at aktivet generelt følger markedet. En negativ betaværdi viser, at aktivets udvikling går modsat af markedet, så hvis markedets værdi går op, så går aktivets værdi ned og vice versa. Som tilnærmelse til markedet anvendes fondenes referenceindeks.

R2 anvendes i forbindelse med statistiske modeller, hvis hovedformål er en forudsigtelse af fremtidige resultater på grundlag af andre relaterede oplysninger. Det er den del af variationen i et datasæt, der tegner sig for den statistiske model. Det indeholder et mål for hvor godt de fremtidige resultater sandsynligvis vil blive forudsagt af modellen. En høj værdi (tæt på 100%) angiver en høj og god forklaringsgrad af modellen.

Korrelation i statistik er et mål for en sammenhæng mellem et sæt af to variable eller målinger. En høj korrelation betyder, at det ene sæt af variable kan forudsiges fra det andet og omvendt. I det her tilfælde fortæller en høj korrelation (tæt på 100%) at aktivet eller porteføljen følger markedet tæt.

Value at Risk (VaR) er i finansiell risikostyring, et meget anvendt risikomål for risikoen for tab på en specifik portefølje af finansielle aktiver. I det her tilfælde svarer det til hvor meget du kan risikere at tabe i løbet af en måned med 2,5 % sandsynlighed. Beregningerne er både parametriske og observerede tal fra de sidste 5 år. I og med at observationerne de sidste 5 år er blandt de værste inden for de sidste 30 år, er det forventet at beregningen baseret på observationer giver større nedgangspotentiale end ved parametriske beregning (baseret på standardafvigelse).

Den relative VaR er et mål for den værste underperformance i løbet af en måned.

Gevinst og tabsanalysen

Relativ gevinst og relativt tab er mål for evnen til at opnå et merafkast i henholdsvis opgangs- og nedgangsperioder. 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.

Antal positive afvigelser (justerer for størrelsen på afvigelse). En positiv afvigelse på 2 % udligner to negative på 1 %. Dette inkluderer antallet og ikke bare konsistensen. Denne afviger fra konsisten hvis de positive afvigelser i snit er større eller mindre end de negative.

Konsistens (andel af måneder med overperformance). Hvis antal måneder med overperformance er 36 af 60 bliver konsistensen lig med 60 % (36/60)

SKAGEN Fondenes investeringsfilosofi

PORTEFØLJEFORVALTERTEAMET



Beate Bredeesen

Søren Milo Christensen

Torkell Eide

Harald Espedal

Kristian Falnes

Elisabeth A. Gausel

Cathrine Gether

Torgeir Høyen



Knut Harald Nilsson

Ross Porter

Chris-Tommy Simonsen

Ola Sjöstrand

Kristoffer Stensrud

Ole Sjøberg

Geir Tjetland

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 gode pengestrømme, 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 »	1998 »
<ul style="list-style-type: none"> Stavanger Fondsforvaltning 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 	<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
2005 »	2006 »	2007 »	
<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 	<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 nettotegning 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 	

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.

1999 »	2001 »	2002 »	2003 »	2004 »
<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 	<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
2008 »	2009 »	2010 »	2011 »	
<ul style="list-style-type: none"> Alle tre aktiefonde bibeholder deres AAA-rating hos S&P Næststørste nettotegning i Sverige Internationalisering og øget eksportsucces 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 	<ul style="list-style-type: none"> SKAGEN Kon-Tiki rangeres på andenpladsen blandt Citywires "Euro Stars" SKAGEN Tellus får fem stjerner af Morningstar London-kontoret åbner Passerer 100 milliarder norske kroner i forvaltningskapital. 	<ul style="list-style-type: none"> Årets Investeringsforening i Danmark Vi passerede 110 mia. kr. i forvaltningskapital Vores fonde blev godkendt til salg og markedsføring i Schweiz 	

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: Thomas Lund, Morten Trebbien, Jonas Rasmussen, Mette Holmgaard, Jens Elkjær, Vevika Søberg, Christian Jessen, Camilla Grabowski, Søren Risager Rasmussen og Henrik Rasmussen.

De fleste af os ønsker at tro, at vi har overblik over vores egen privatøkonomi og ved, hvad der er bedst for os selv. Men nogle gange kan det være nyttigt med lidt hjælp eller en samtalepartner 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 kan varetage netop dit behov, så er det fornuftigt at aftale et møde på forhånd.

Besøgsadressen er Kongens Nytorv 8, 4. sal, 1050 København K. Samarbejdspartnere finder du på 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.

Har du e-mail?

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

Vi er bevidst 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

Institutionelle investorer kan have særlige behov for rådgivning og information om SKAGEN Fondene. Den rådgivning er Morten Trebbien, Jens Elkjær og Christian Jessen klar til at yde. De har alle stor erfaring indenfor sektoren.

Mød os på nettet

Med jævne mellemrum arrangerer vi temanetmøder med porteføljeforvalterne 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 møder i 2012

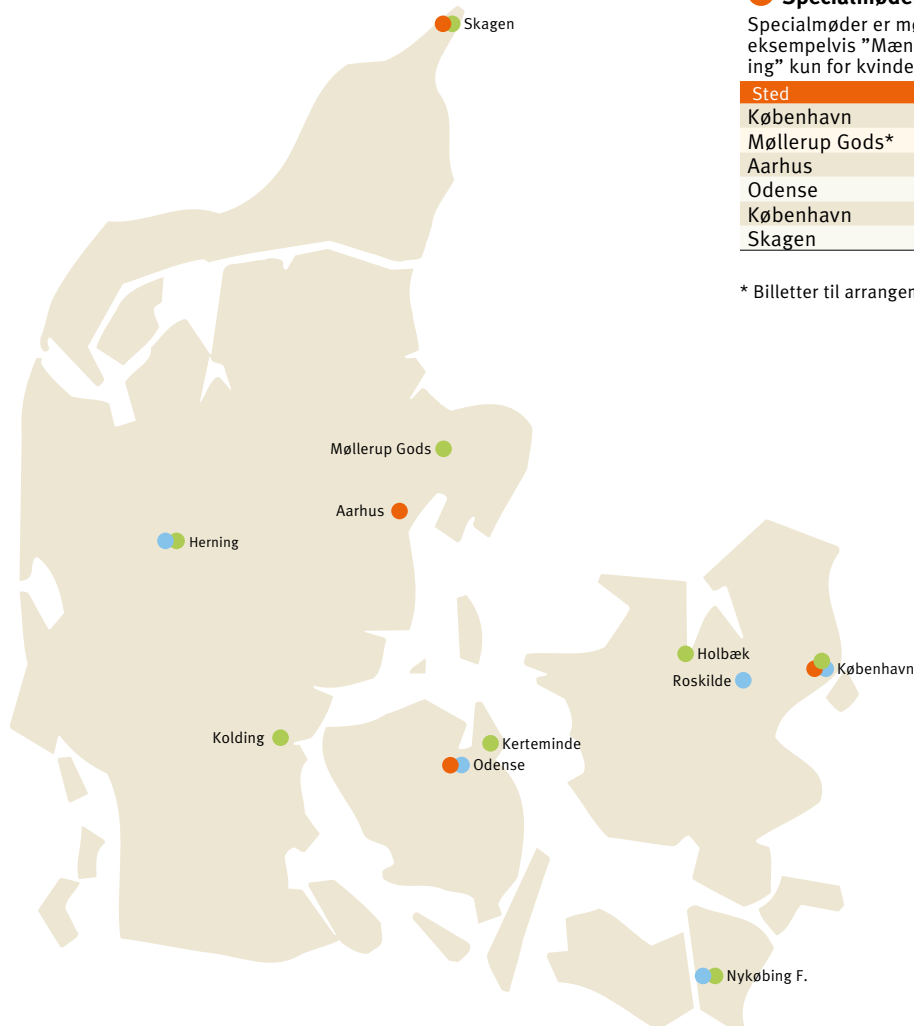
Et stort antal investorer har i de seneste år fået lejlighed til at høre mere om, hvordan SKAGEN skaber sine resultater på de mange møder, som vi holder rundt om i hele landet. På møderne har vi mødt vores investorer ansigt til ansigt og de er blevet introduceret til SKAGEN, vores historie, investeringsfilosofi, pæne afkast, samt tilbudt lidt at drikke og spise, sådan som vi plejer.

Andelen af investorer der har lært os at kende, og som også har investeret i SKAGEN Fondene, er steget betydeligt, hvilket stiller krav til nye mødeformer i SKAGENS regi. Vi holder derfor mange flere investormøder i år, for de investorer som allerede kender os, og som ønsker at gå mere i dybden med vores aktiefonde, investeringsfilosofi og få et indblik i specifikke investeringscases. Her giver vi også et bud på hvordan vi ser investeringsklimaet i den kommende tid.

I tillæg til inspirations- og investormøderne har vi også vores specialmøder, som eksempelvis kan være vores "Mænd og Investering" eller "Kvinder og Investering" hvor der sagtens kan blive underholdt om andet end investeringer.

Nedenfor kan du få et overblik over alle vores møder og se, om vi kommer til en by i nærheden af dig. Mødeoversigten finder du også på vores hjemmeside, www.skagenfondene.dk, hvor du samtidig kan 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.



Inspirationsmøder – en introduktion til SKAGEN

Inspirationsmødet er til dig, der møder os for første gang og gerne vil have en nærmere introduktion til, hvem SKAGEN er og vores investeringsfilosofi.

Sted	Mødetype	Dato	Tidspunkt
København	Inspirationsmøde	02.05.2012	17:00
København	Inspirationsmøde	11.05.2012	12:00
Kerteminde	Inspirationsmøde	24.05.2012	12:00
Skagen	Inspirationsmøde	12.07.2012	15:00
Møllerup Gods*	Inspirationsmøde	13.07.2012	16:30
Kolding	Inspirationsmøde	29.08.2012	17:00
Kolding	Inspirationsmøde	29.08.2012	11:00
Nykøbing F.	Inspirationsmøde	06.09.2012	11:00
København	Inspirationsmøde	12.09.2012	17:00
København	Inspirationsmøde	21.09.2012	12:00
København	Inspirationsmøde	26.09.2012	17:00
Holbæk	Inspirationsmøde	02.10.2012	11:00
København	Inspirationsmøde	05.10.2012	12:00
København	Inspirationsmøde	31.10.2012	17:00
Herning	Inspirationsmøde	22.11.2012	11:00

Investormøder – til dig der kender SKAGEN

Har du tidligere deltaget på et af vores inspirationsmøder og gerne vil vide mere om SKAGEN, vil vi anbefale dig at deltage på vores "investormøde". På mødet går vi i dybden med vores aktiefonde og nogle af vores investeringer, et aktuelt tema, samt hvordan vi ser investeringsklimaet i den kommende tid.

Sted	Mødetype	Dato	Tidspunkt
København	Investormøder	22.05.2012	12:00
København	Investormøder	22.05.2012	17:00
Odense	Investormøder	24.05.2012	17:00
Nykøbing F.	Investormøder	06.09.2012	17:00
Kolding	Investormøder	12.09.2012	18:00
Roskilde	Investormøder	02.10.2012	17:00
Herning	Investormøder	22.11.2012	17:00

Specialmøder

Specialmøder er møder med et specielt tema eller en særlig vinkel, som eksempelvis "Mænd og Investering" kun for mænd og "Kvinder og Investering" kun for kvinder.

Sted	Mødetype	Dato	Tidspunkt
København	Kvinder & Investering	30.05.2012	17:00
Møllerup Gods*	Verdensballet	13.07.2012	18:00
Aarhus	Mænd og Investering	13.09.2012	17:00
Odense	Mænd og Investering	20.09.2012	17:00
København	Mænd og Investering	27.09.2012	17:00
Skagen	Sang i haven	12.07.2012	17.30

* Billetter til arrangementerne på Møllerup Gods kan bestilles via billetnet.dk.

En ny og bedre verden

Vækstmarkedsfonden SKAGEN Kon-Tiki fejrer 10-års-jubilæum i disse dage. Jubilæren er i fin form, og ligesom porteføljeforvalterne ser den bedre og bedre ud for hver dag, der går.

Fonden er med over 46 milliarder i forvaltningskapital ved at blive en stor sag. Men det er for intet at regne i forhold til de ændringer, der er sket i verden i det forløbne år.

Vores ydmyge udgangspunkt har ikke været at spørge om, hvad der vil blive den største forandring i verdens økonomiske struktur efter 1914. Fokus har ligget på det særdeles gode udvalg af undervurderede, upopulære og underanalyserede selskaber i verdens vækstmarkeder. Det er selskaber, som på trods af global lavkonjunktur, crashende teknologiaktier og argentinsk betalingsstandsning har haft sunde, velfungerende og lønsomme virksomheder. Hvordan det så er faldet ud, er historie nu – men en god en af slagsen. Vores tilstedeværelse i disse markeder har sagt i al beskedenhed givet et godt bidrag til investorernes formue i tiårsperioden.

Begrebet BRIC blev indført

Kina var forud for Kon-Tikis opstart blevet medlem af WTO. Goldman Sachs' Jim O'Neill havde introduceret begrebet BRIC, som senere skulle blive synonymt med en ny verdensorden. I kriseefteråret 2008 opstod begrebet G20, som inkluderer en række af verdens vækstmarkedslande. Man regner med, at de snart vil overtage G7 industrilanden rolle. Vækstmarkederne andel af verdens børsværdier er steget fra 5-6 procent til 25 procent. Kina har bevæget sig fra at være verdens ottendestørste økonomi til den næststørste. Landets forskellige konjunkturmålinger giver nu store udsving på gode tal fra et makrostyret aktiemarked.

Vækstmarkederne relative andel af verdenshandelen er mere end tredoblet. Det allermost opløftende er, at denne vækst har ført hundreder af millioner mennesker ud af fattigdommen. Levealderen er forhøjet, og børnedødeligheden er faldet betydeligt. Verden er med andre ord blevet et væsentligt bedre sted at leve. Det er i sig selv et privilegium at have været vidne til en så rivende udvikling på så kort tid.

Men verden har måske ændret sig endnu mere vidtgående for aktive værdibaserede investorer som os. For eksempel er der nu 32 analytikere, som følger amerikanske Citibank, men 61, som følger State Bank of India. Ingen interesserede sig i 2002 for Grupo Mexico, som i dag er verdens tredjestørste kobberproducent. Selskabet bliver nu fulgt af 20 analytikere.

Ikke mere eget liv

For ti år siden kunne man finde markeder og selskaber, som levede deres eget selvstændige liv. Men troen på, at finansielle markeder kan blive ved med at eksistere dekoblet fra resten af verden, afgik ved døden under finanskrisen. Den fundamentale dekobling er i allerhøjeste grad en realitet, men markedsaktørernes absurde logik har ført til, at globale vækstmarkeder svinger mere end de udviklede markeder, både under op- og nedgang.

Det store spørgsmål er, hvad fremtiden vil byde på. De store selskaber vil formentlig fortsat være meget afhængige af den generelle stemning hos aktørerne i de globale finansmarkeder. Hos de mellemstore selskaber kan vi til gengæld efterhånden se en tendens til, at analyserne kastes i retning af selskaber, som befinder sig lidt uden for lyskredsen. Lokale institutioner var en mangelvare for ti år siden, men de vokser nu frem, og det giver lokal interesse for aktier.

Den marginale efterspørgsel på værdipapirer og tilsvarende kursstigninger har i den store sammenhæng været styret af globale penge. Men dette bilde er nu ved opløse sig, som for eksempel i Norge. Men det, som nok er det vigtigste for forvaltere som os, er opkomsten af genuine værdiorienterede investorer. De er indstillede på at forbedre prisfastsættelsen af gode selskaber frem for at fokusere på momentum og modeluner.

Intet nyt paradigmeskifte i sigte

Vi bliver ofte spurgt, om vi i dag kan se de samme investeringsmuligheder i vækstmarkederne som i begyndelsen af årtusindet. Mars og månen bliver nok ikke tilgængelige for investorer lige foreløbig, men der findes andre frontier-markeder. Dem er der mange, som har kig på, os selv iberegnet. Men vi kan ikke se et paradigmeskifte for os. Det afrikanske kontinent kan måske være en undtagelse, men her er investeringsegne børsnoterede selskaber desværre en mangelvare.

Kristoffer Stensrud

PORTEFØLJEFORVALTER



På bagsiden skriver vi ofte om begivenheder, der er for afvigende til at få plads andre steder i vores rapporter, nogle gange også med en ironisk tilgang til emnerne.

Denne gang viger vi pladsen for 10 års fondsjubilæet og investeringsguru Kristoffer Stensrud, der, som han selv antyder i sin indledning, kun er blevet kønere de sidste ti år i takt med, at fonden SKAGEN Kon-Tiki er vokset.