

ÅRSRAPPORT 2015

SKAGEN



ET TODELT ÅR

VI KONSENTRERER OSS OM Å FINNE VERDIER
UANSETT HVA MARKEDET BYR OSS

Kjære lesere,

Hvis jeg skulle oppsummere de globale hendelsene i 2015 med Twitters grense på maks 140 tegn, ville det trolig bli noe slikt: «Hellas. Flyktning-krise. Putin. Lave renter. ISIS. Olje. Kinesisk børsnedgang. Iran-avtale. Paris. Svake EM. Klimaavtalen. Feds renteøkning.»

Å oppsummere det siste året i SKAGEN i Twitter-format, føles derimot som en umulig oppgave. Det er derfor vi deler denne årsrapporten med deg. Den inneholder tusenvis av nøye utvalgte ord som forhåpentligvis kan gi en dypere forståelse av resultatene våre i 2015 og hvordan vi tar vare på tilliten som kundene våre har vist oss – samt et blikk mot 2016.

I mai 2015 nådde vi en milepæl da vårt nye konsentrerte globale fond, SKAGEN Focus, ble en del av fondsfamilien vår. Dette var bare femte gang, siden vi startet i 1993, at vi har lansert et nytt aksjefond.

Porteføljeforvalterteamet er blitt styrket i løpet av året, og vi har forbedret måten teamet genererer og utfører investeringsideer. Vi har også arbeidet videre med måten kunnskap og innsikt deles på tvers av teamene.

Et blandet bilde

Resultatene for 2015 viser et blandet bilde. SKAGEN Global slo referanseindeksen under ledelse av Knut Gezelius som tok over styringen av fondet i november 2014. Etter forbedrede resultater i siste halvdel av 2015, hadde vi et håp om at SKAGEN Kon-Tiki også skulle slå referanseindeksen sin, men fondet nådde ikke helt målet. Pengemarkedsfondene fortsatte å levere en stabil meravkastning. Fra et overordnet ståsted, er det rimelig å si at vi vil jobbe hardt for å gjøre 2016 til et resultatmessig bedre år enn 2015.

Vi har sett at markedene fortsatt kjennetegnes av flokkvise bevegelser med størst appetitt for passive investeringer, vekstaksjer og utviklede markeder. Det kan gjerne virke som om vi noen ganger antyder at vi venter på et comeback for den aktive investeringsstilen vår. Men dersom vår måte å investere på alltid hadde vært på moten, ville det vært vanskelig, om ikke umulig, å finne de upopulære investeringsideene. Jeg vil hevde at over tid kommer aktive investorer som SKAGEN faktisk til å dra fordel av det økende antallet passive investorer i markedet.

En tilnærming med sunn fornuft

De fleste av fondene våre har slått sine respektive referanseindekser i et imponerende antall kalenderår. Målet vårt er å oppnå langsiktig avkastning. Det trenger ikke å innebære at vi må slå en bestemt referanseindeks over hver eneste tolv måneders periode. Dette bringer tankene til det kjente ordtaket til Benjamin Graham – av mange ansett for å være verdiinvesteringens grunnlegger – at aksjemarkedet er en «voting machine» på kort sikt og en «weighing machine» på lang sikt. Kort sagt mente Graham at markedene på lang sikt måler den sanne verdien og substansen i et selskap, og ikke bare baserer aksjekursen på markedets uforutsigbare meninger

om hvilke selskaper som er populære eller upopulære på kort sikt.

I sum sitter vi ikke og venter på at investeringsfilosofien skal bli populær igjen. For fordelene ved den fornuftsbaserte tilnærmingen er aldri blitt borte. Vi presterer på lang sikt takket være markedets sviktende evne til å prise aktiva riktig fra tid til annen. Som vår investeringsdirektør Ole Sjøberg skrev i fjorårets årsrapport: før eller senere kommer økonomiens tyngdekraftlover til å sikre at selskapene belønnes for verdiene de skaper. På den måten belønnes også vi for den kontrære tilnærmingen vår og valget om ikke å følge flokken.

En kurs for fremtiden

SKAGENs eiersituasjonen var et viktig tema i løpet av året, og vi har nå kommet frem til en løsning som skal sikre den langsiktige uavhengigheten, kontinuiteten og interessesammensetningen som danner fundamentet i SKAGEN. Nylig har det også vært noen endringer på styrenivå. Etter mer enn 17 år ved roret, trappet styreleder Martin Gjelsvik ned i desember. Han ledet SKAGEN gjennom utviklingen fra en lokal fondsleverandør i Norge til et europeisk kapitalforvaltningsselskap. På vegne av alle i SKAGEN vil jeg gjerne benytte anledningen til å takke ham for innsatsen for SKAGEN gjennom en så stor del av selskapets historie.

Imens har SKAGENs styre blitt utvidet fra fem til seks medlemmer, og vi ønsker velkommen de to nye medlemmene, Henrik Lisæth, vår nye styreleder, og Leiv Askvig. Begge bringer med seg lang erfaring fra finansbransjen. Med valget av Anne Sophie Stensrud som styremedlem bevarer vi også kontinuitet i styret. Hun har vært varamedlem i 12 år.

Med fornyet engasjement fra eierne våre, et nytt styre på plass, samt en felles og solid forankring i SKAGENs visjon, verdier og kultur, står vi sterkt. Når jeg ser rundt meg på SKAGENs ansatte, føler jeg meg svært trygg på at vi har alle brikkene på plass for å lykkes videre. Og mest sentralt i 2016 og utover står kundene våre.



– Leif Ola Rød
Administrerende direktør



30

Skal vi unngå ekstra inflasjon kan statsminister Erna Solberg (bildet) og andre råvareavhengige politikere bli nødt til å legges inn på "avgiftning" dersom råvareprisene fortsetter nedover.



18

To russiske selskap, matvarekjeden X5 (bildet) og Moskvabørsen var blant de seks beste investeringene for SKAGEN Kon-Tiki i 2015.



26

Peter Hancock, administrerende direktør i American International Group Inc (AIG) t.h. intervjues på New York børsen. AIG planlegger å utbetale 25 milliarder dollar til aksjonærene. Hancock har diversifisert eiendeler i et forsøk på å øke utbyttet etter kritikk fra investor Carl Icahn. AIG er en av de beste bidragsyterne til SKAGEN Focus og SKAGEN Global.

Foto: Bloomberg

LEDER

Kjære lesere > 2
Leif Ola Rød

OM SKAGEN

Utvikling > 4
2015 sett fra styret > 38
Måltrettet innsats for sosialt ansvar > 40
SKAGEN øker fokus på bærekraft > 41
Invitasjon til valgmøte > 42

PORTEFØLJE-FORVALTERNES BERETNING

INTRODUKSJON

Et todelt år > 5

AKSJEFOND

SKAGEN Vekst > 10
Gode muligheter
SKAGEN Global > 14
Økt konsentrasjon og sterke amerikanske aksjer
SKAGEN Kon-Tiki > 18
En ny vekst
SKAGEN m² > 22
Svake vekstmarkeder og volatile valutaer
SKAGEN Focus > 26
Enkelte lyspunkter i et turbulent førsteår.

KOMBINASJONSFOND

SKAGEN Balanse 60/40 > 30
Holdt balansen

RENTEFOND

Makrokommentaren > 31
Hvorfor varierer inflasjonseffekten så mye?
SKAGEN Tellus > 32
Tynget av vekstmarkeder
SKAGEN Avkastning > 33
Uroen spredte seg
SKAGEN Høyrente > 34
Bedre enn banken
SKAGEN Høyrente Institusjon > 35
Et godt år for lav risiko

SKAGEN Credit > 36

Et vanskelig år for selskapsobligasjoner

REGNSKAP OG STYRETS BERETNING

Eierstruktur > 39
Styrets beretning > 43
Årsregnskap > 46
Revisors beretning > 70

SKAGEN søker etter beste evne å sikre at all informasjon gitt i denne rapporten er korrekt, men tar forbehold for eventuelle feil og utelatelser. Uttalelsene reflekterer porteføljeforvalterens syn på ett bestemt tidspunkt, og dette synet kan endres uten varsel.

Rapporten skal ikke forstås som et tilbud eller en anbefaling om kjøp eller salg av finansielle instrumenter. SKAGEN påtar seg intet ansvar for direkte eller indirekte tap eller utgifter som skyldes bruk eller forståelse av rapporten. SKAGEN anbefaler alle som ønsker å investere i våre fond å ta kontakt med en kvalifisert kundefrådgiver på telefon 04001. Du kan også sende epost til kundeservice@skagenfondene.no.

Utvikling

Tabellene viser avkastningen i SKAGENS fond målt mot referanseindeksene. Med mindre annet er oppgitt er alle avkastningstall i denne markedsrapporten knyttet til klasse A, og oppgis etter fradrag for gebyrer. Tall per 31. desember 2015.

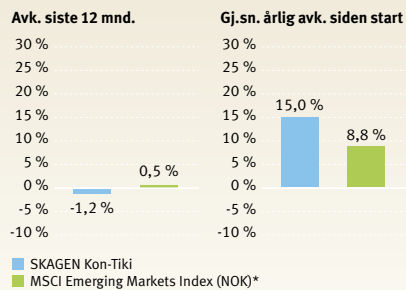
Historisk avkastning er ingen garanti for fremtidig avkastning. Fremtidig avkastning vil blant annet avhenge av markedsutviklingen, forvalters dyktighet, fondets risiko, samt kostnader ved tegning og forvaltning. Avkastningen kan bli negativ som følge av kursstap.

Aksjefond

Rentefond

SKAGEN KON-TIKI

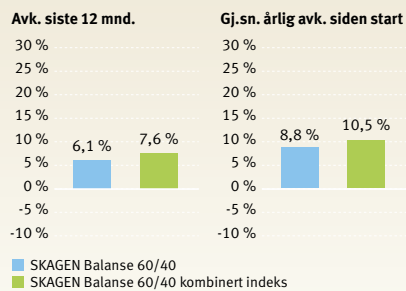
Forvaltere: Kristoffer Stensrud og Knut Harald Nilsson
Start: 5. april 2002



* Før 1.1.2004 var indeks MSCI World (NOK)

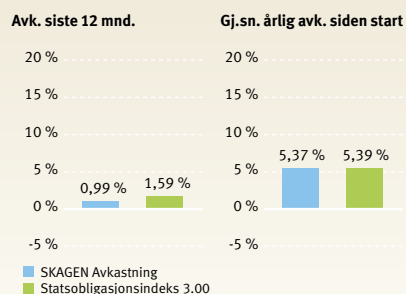
SKAGEN BALANSE 60/40

Forvalter: Beate Bredesen
Start: 29. februar 2012



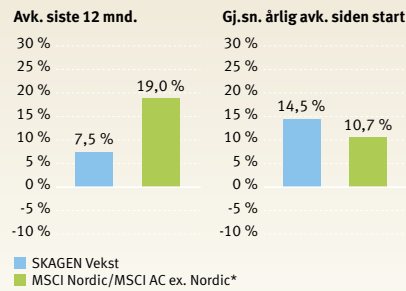
SKAGEN AVKASTNING

Forvalter: Jane Tvedt
Start: 29. september 2006



SKAGEN VEKST

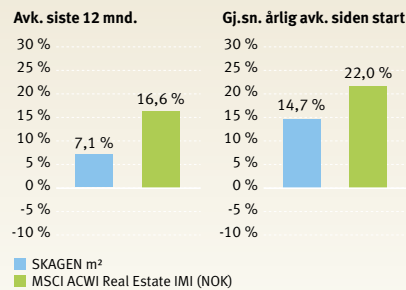
Forvaltere: Ole Sjøberg og Geir Tjetland
Start: 1. desember 1993



* Investeringsmandatet endret 1.1.2014. Mer informasjon på side 37. Før 1.1.2010 var indeks OSEBX

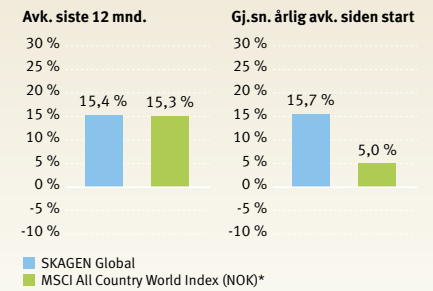
SKAGEN m²

Forvaltere: Michael Gobitschek og Harald Haukås
Start: 31. oktober 2012



SKAGEN GLOBAL

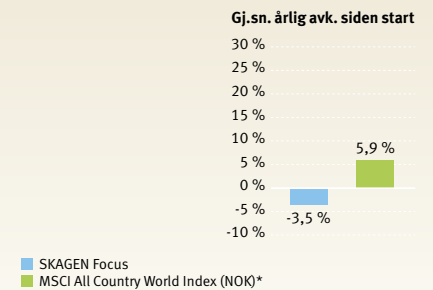
Forvalter: Knut Gezelius
Start: 7. august 1997



* Før 1.1.2010 var indeks MSCI World (NOK)

SKAGEN FOCUS

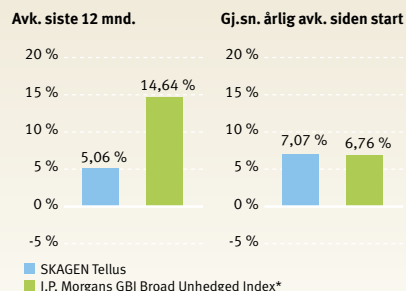
Forvalter: Filip Weintraub
Start: 26. mai 2015



* Fondet startet 26. mai 2015

SKAGEN TELLUS

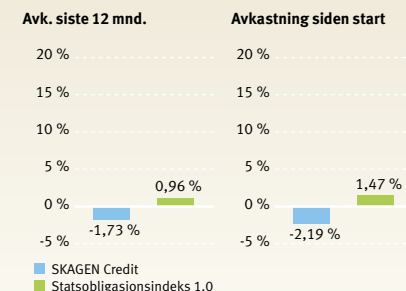
Forvalter: Torgeir Høyen
Start: 29. september 2006



* Før 01.01.2013 var indeks Barclays Capital Global Treasury Index 3-5 years

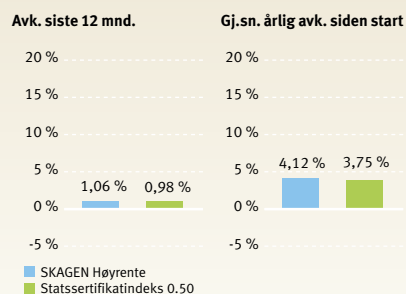
SKAGEN CREDIT NOK

Forvalter: Ola Sjøstrand
Start: 30. mai 2014



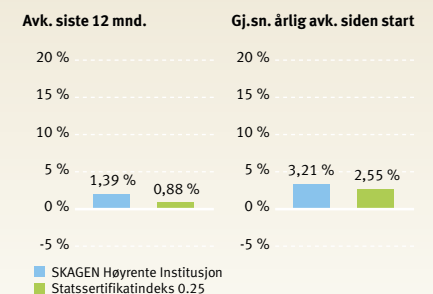
SKAGEN HØYRENTE

Forvalter: Elisabeth Gausel
Start: 18. september 1998



SKAGEN HØYRENTE INSTITUSJON

Forvalter: Elisabeth Gausel
Start: 14. mars 2003





Lavere energipriser i 2015 vil trolig føre til høyere forbruk og bidra til høyere global BNP i 2016



Foto: Bloomberg

Den amerikanske sentralbanken Fed, ledet av Janet Yellen. Til tross for rentøkningen i desember, tror ikke SKAGEN Tellus-teamet på høyere styringsrente på grunn av varsomhet rundt fortsatt lav inflasjon.



Foto: Bloomberg

India og Kina, forventes å bli de største bidragsyterne til global BNP i året som kommer. På bildet: Raghuram Rajan, sjef for den indiske sentralbanken.

Investeringsdirektørens beretning

Introduksjon

- › 2015 fortsatte der 2014 slapp med en sterkere dollar, lave renter og lavere energi- og råvarepriser.
- › Avkastningen på aksjer i 2015 var volatil med store regionale variasjoner. Amerikanske investorer kan se tilbake på en avkastning på minus 1,8 % inkludert utbytte på sine globale porteføljer og magre 1,4 % på amerikanske aksjer. I samme periode kunne eurobaserte investorer glede seg over en avkastning på 9,4 % på de globale aksjene.
- › Selv om de største fondene våre leverte meravkastning i andre halvdel av 2015, var det bare SKAGEN Global som slo referanseindeksen for året som helhet. De siste årene har fondene våre fått svi på grunn av den lave eksponeringen mot amerikanske dollar og den høye eksponeringen mot vekstmarkedene.
- › Til tross for det dystre mediebildet, er det et faktum at den globale velstanden aldri har vært høyere, helsen aldri har vært bedre og, relativt sett, har det aldri vært mindre kriminalitet og væpnede konflikter i verden. Det er et sterkt fokus på å forbedre de globale ressursenes bærekraft.
- › Den globale veksten ventes å bli litt høyere i 2016 enn i 2015, så grunnlaget for fortsatt lave renter og god resultatutvikling er til stede.

Et todelt år

2015 karakteriseres av store valutasvingninger og fall i energi- og råvarepriser. Det hadde både negative og positive konsekvenser, avhengig av hvilke regioner selskapene opererer i. For våre fond var meravkastningen i siste halvdel av året ikke nok til å veie opp for et skuffende første halvår.

Hendelser i 2015

De globale aksjemarkedene fortsatte oppover for investorer flest i 2015, i tråd med konsensus på begynnelsen av året. Imidlertid førte de store valutabevegelsene i 2015 til at den forventede avkastningen uteble for investorer som måler sin avkastning i dollar. 2015 var mer positivt for europeiske investorer. Nedgangen i energi- og råvareprisene er naturligvis ikke bra for regionene som har mye

aktivitet knyttet til disse næringene. Men for det store flertallet av verdens befolkning er nettoeffekten av lavere råvarepriser fordelaktig; lavere priser på bensin, materialer og matvarer gir forbrukerne og bedriftene mer å bruke på andre ting.

Globale aksjer inkludert utbytte steg 15,3 % målt i norske kroner i 2015, 8,7 % i euro og falt 2,4 % i dollar. Veksttakten var rundt ti prosentpoeng lavere enn i 2014, og på linje med den underliggende

resultatveksten på 8 %. Inntjeningen i Asia og Europa oppfylte forventningene og vel så det, mens inntjeningen i USA og Latin-Amerika skuffet.

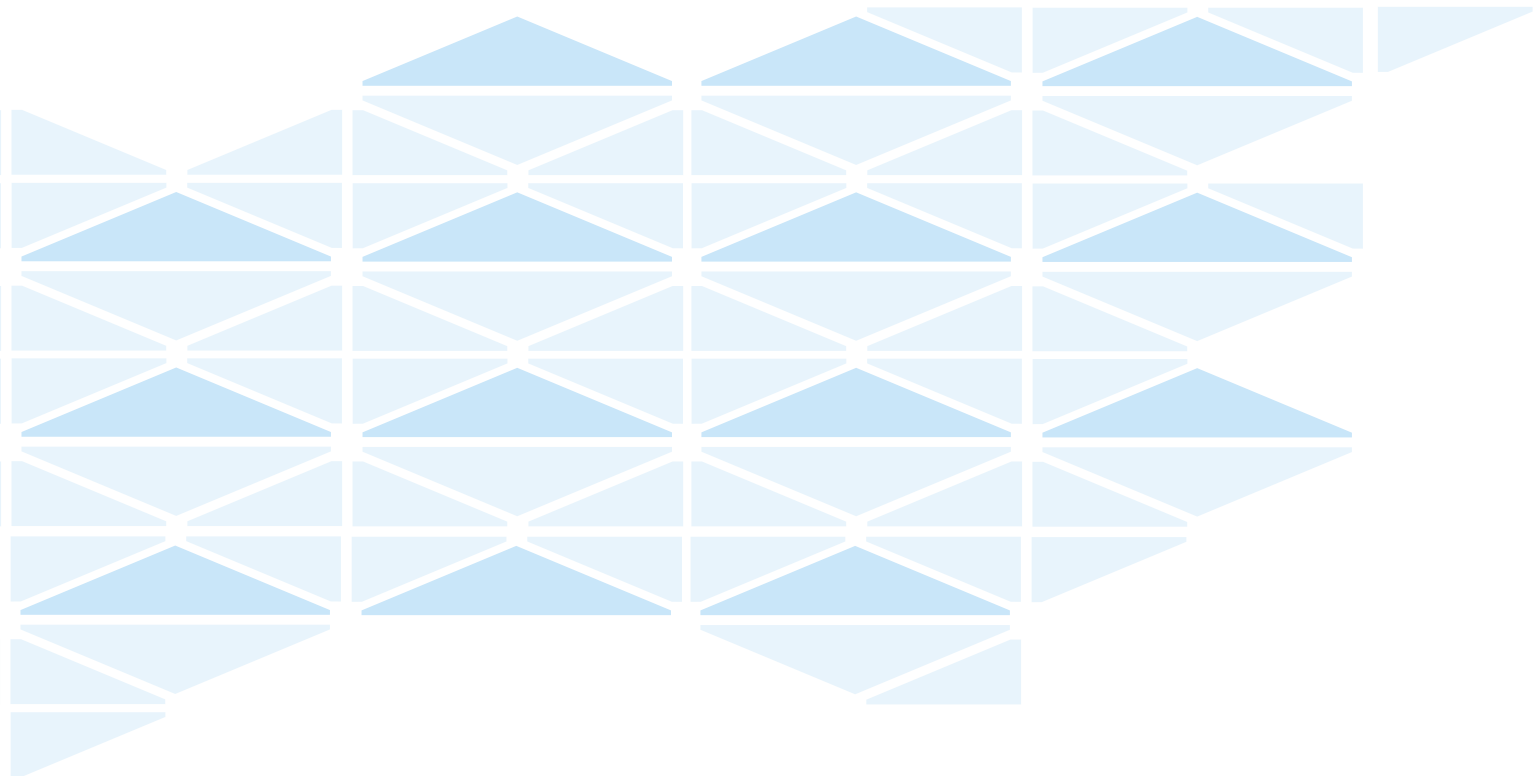
De fremvoksende markedene falt 15 % i dollar og steg 0,5 % i kroner som følge av svake råvare- og energipriser – en viktig driver for mange fremvoksende markeder.

Det var færre overraskelser i 2015 enn i 2014, men vi så en gjentakelse av enkelte temaer, blant annet politisk uro og klimatiske uvanligheter. Ukraina-krisen og ebola-epidemien i Vest-Afrika forsvant fra mediens søkelys, og ble erstattet av den syriske flyktningkrisen og den kinesiske ekspansjon i Sørkinahavet.

En av årets store hendelser var klimakonferansen i Paris, COP21, og den påfølgende avtalen om å redusere de globale CO2-utslippene. Den vellykkede fusjonsenergitesten var et annet høydepunkt, som tyder på en kommersiell fremtid for denne energiformen. Men vi må vente til 2050 før prosessen kommer i produksjonsmodus, så inntil da avhenger vi av andre energikilder.

VERDENSDINDEKS (MSCI ACWI) I EUR VS NOK VS USD 2015





SKAGEN-fondenes resultater

Selv om de største fondene våre slo sine respektive referanseindekser i andre halvdel av 2015, oppnådde ikke fondene den samme meravkastningen som i tidligere år. 2015 er det andre året at flertallet av fondene våre har levert svakere avkastning enn de respektive referanseindeksene. I porteføljeforvaltners beretning finner du en mer detaljert gjennomgang av hvert fond.

Resultatene til alle fondene ble i hovedsak påvirket av valutabevegelser, de sterke resultatene fra dollarbaserte aktiva, og de skuffende resultatene fra framvoksende markeder. Når det gjelder aksjefond, gjorde verdibaserte investeringer det 7,5 prosentpoeng svakere enn vekstbaserte investeringer.

Vi står fast ved investeringsfilosofien vår

Man kan godt spørre seg om det er SKAGENS verdibaserte investeringsfilosofi eller utførelsen av denne som kan klandres for den magre relative avkastningen gjennom kalenderåret. Svaret er ingen av delene. Vi fortsetter å plukke ut enkeltelskaper med en god forretningsmodell når markedsprisen forteller oss at andre investorer ikke tar hensyn til den potensielle avkastningen og risikoen på riktig måte. Samtidig er det slik at fondenes referanseindekser inneholder mange store vekstselskaper. Dette er selskaper som drar fordel av den nåværende situasjonen med kvantitative lettelsener og lave styringsrenter ettersom dette har ført til en meget høy nåverdi-prising av fremtidig inntjening. SKAGEN er ingen motstander av å investere i vekstselskaper, så lenge verdsettelsen er attraktiv. I mange av de

mest populære investeringsobjektene ser vi imidlertid ikke tilstrekkelige verdier, og dermed anser vi nedsiden som altfor stor.

Alle steiner snudd

I løpet av 2015 har forvalterteamet brukt tid på å gå gjennom analyseprosessene, beslutningsprosessene og risikovurderingene på nytt. Konklusjonen er at investeringsfilosofien, arbeidsmetodikken og eksponeringen i porteføljene våre er solid. Vi tester kontinuerlig alle aksjeinvesteringene våre basert på kriteriene om minimum 50 % oppsidepotensiale over 2-3 år og maks 20 % nedsiderisiko. Åpenbart er det noen av investeringscasene våre som ikke har utviklet seg som planlagt. Alle erfaringene, både gode og dårlige, blir samlet sammen i et retrospektivt casebibliotek – en viktig kunnskapskilde som skal bidra til god arbeidspraksis og meravkastning i tiden fremover.

Vi skal stå ut fra mengden

Dersom porteføljene våre så like ut som alle andres, ville vi ikke kunne utmerke oss. Å være annerledes – eller kontrær – er avgjørende for å oppnå en overlegen avkastning. Dette er noe som kjennetegner SKAGENS profil; vi er og skal fortsette å være annerledes.

Så da spør man seg gjerne – når blir neste gang vi leverer resultater i verdensklasse? Det svært lave rentenivået har gitt utslag i sterkest avkastning for vekstselskapene. I mange tilfeller har dette ført til svært høye – og mer risikobetonte – verdsettelsener. Med basis i den verdibaserte filosofien vår har vi vurdert investeringene i obligasjons- og aksjefondene

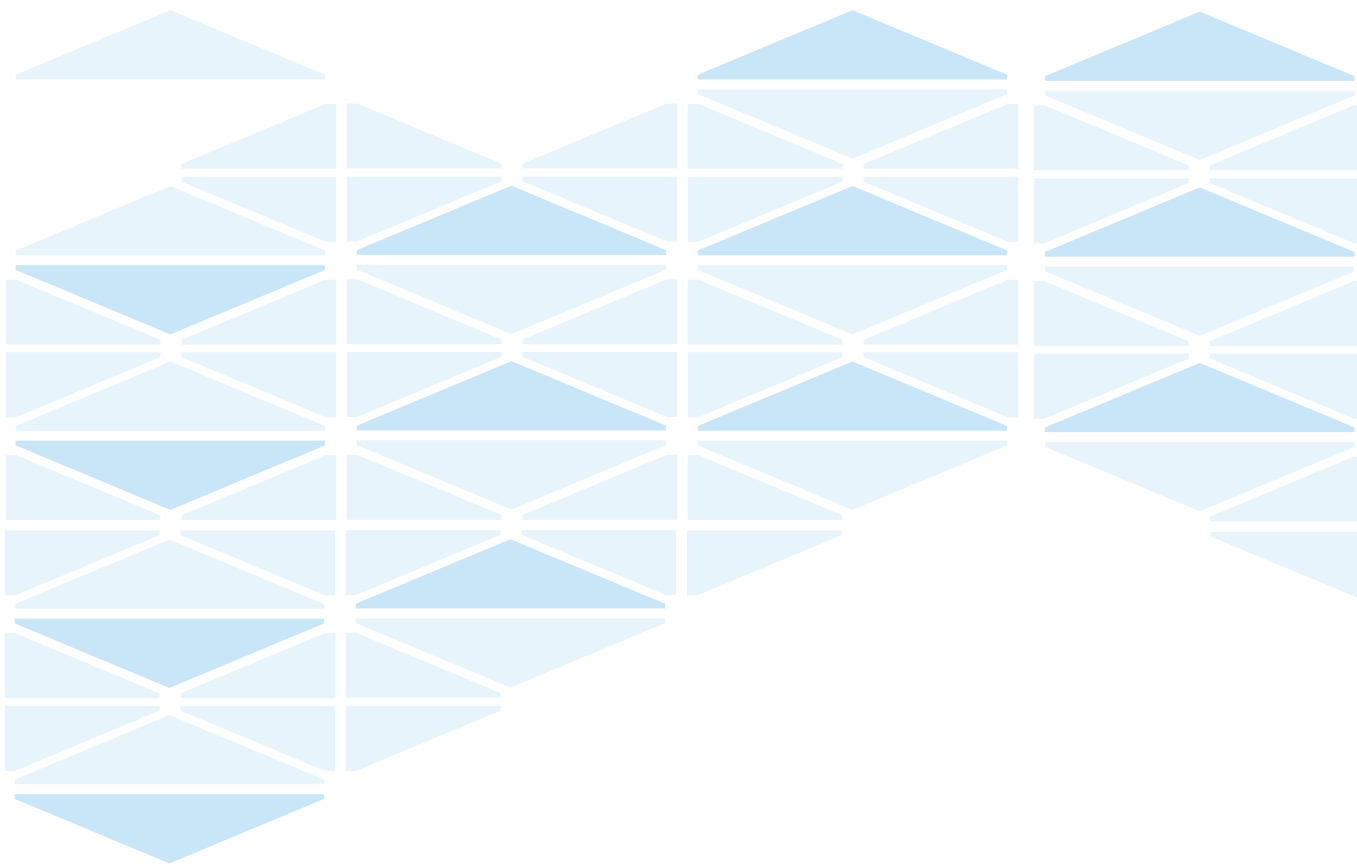
våre. I den prosessen har vi konkludert med at de fleste av dem har gode forutsetninger for å kunne levere som forventet. Vi har redusert eksponeringen i en rekke investeringer og ved utgangen av 2015 er midlene mer konsentrerte. Samtidig har vi oppdatert avkastningsprofilene, potensielle verditriggere, samt hvilke risikofaktorer som må overvåkes.

Det er et ordtak som sier at «en rolig sjø har aldri skapt en erfaren sjømann». De siste fem til seks årene i finansmarkedene har vi hatt en jevn oppadgående bevegelse, og de fleste investorer har fått en god avkastning. Det store spørsmålet nå er hvordan investorene vil agere etterhvert som vi beveger oss ut på dypere vann.

Et livligere år i vente

Ifølge den kinesiske kalenderen var 2015 sauens år – et rolig dyr som går i flokk. Ved slutten av 2015 så vi at enkelte saueflokker omtrent hadde stått på stedet hvil.

I begynnelsen av 2016 begynner apens år. Apen er et livlig, intelligent og kreativt dyr. Tidligere har apens år ofte vist seg å være et år med god avkastning. Perioden har også blitt oppfattet som litt vanskelig, for apen liker å erte. I 2016 ser vi trolig mindre korrelasjon mellom finansielle aktivaklasser, et godt bakteppe for aktive og verdibaserte investorer som SKAGEN.



UTSIKTENE FOR 2016

Det finnes et overveldende antall medie- og investeringsrapporter med spådommer for 2016, og de gir en god pekepinn på hvor konsensus ligger. Selv om konsensus sjelden er riktig, er det en verdifull kilde til hvilke forventninger gjennomsnittsinvestoren har priset inn i verdipapirkursene.

Ifølge det internasjonale pengefondet (IMF) vil den globale BNP-veksten være rundt 3,4 prosent, hvorav Kina og India leverer det meste av den absolutte veksten. USA ventes å vokse 2-3 %, og Europa og Japan ventes å få en positiv (men lite imponerende) vekst på 1-2 %. Brasil er den eneste store økonomien som befinner seg i resesjon, nå som Russland er tilbake på fastere grunn.

Konsensussynet på renten er at den skal bevege seg opp et hakk drevet av strammere monetære forhold i USA. Europa og Japan kommer til å fortsette med lave renter.

Selskapenes inntjening ventes å øke 8-10 % i lokale valutaer, i tillegg til utbytte på 2-3 %. Verdsettelsene for 2016 er tilsvarende 15-16 ganger inntjeningen, og med fortsatt lave renter er det sannsynlig at det vil holde seg der. Høyere renter i USA kan imidlertid skape en del turbulens.

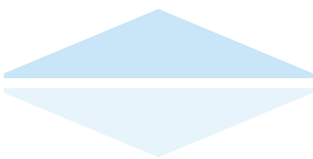
Inntjeningsvekst og verdivurderinger består av mange bevegelige deler, og utfallet er aldri sikkert, så historien forteller oss at aksjeinvestorer bør være forberedt på 15-20 % svingninger i løpet av året.

En ting er et scenario for 2016 bygget på konsensus. Men mer interessant er alle de bevegelige delene som kan endre hvilken retning veien fremover tar. For investorer som tar fornuftige forhåndsregler, gjør ordentlig analysearbeid og scenariotesting, og som kjenner igjen mønster fra tidligere erfaringer, kan de potensielle avvikene innebære en fordel. Mens noen investorer feilaktig betrakter økt volatilitet som en risiko, ser vi på det som en mulighet i den forstand at verdipapirer blir presset ned til attraktive verdsettelsesnivåer.



Foto: Bloomberg

Selv om 2016 ser ut til å by på en del motbakker er det også flere muligheter i horisonten. Vi vil fortsette å plukke enkeltstående selskaper med gode forretningsmodeller, hvor vi ser tydelige katalysatorer for oppvurdering. På bildet: Maria Cook, direktør for tilgjengelighetsstrategier i Google snakker på en konferanse i New Dehli. Google var en av de tre beste bidragsyterne til SKAGEN Global i 2015.



MULIGHETER

1. Kinas nye 5-årsplan fokuserer på ytterligere urbanisering og oppmuntrer til mer privat virksomhet, tjenestøkonomi og innovasjon.
2. Lave energipriser gir uttelling i høyere forbruk og trekker verdens BNP over 4 % – en trigger for bedre utnyttelse av kapasiteten i sykliske næringer og dermed bedret lønnsomhet.
3. Demografiske endringer skaper litt etter litt en mangel på kvalifisert arbeidskraft i enkelte utviklede markeder, noe som kan presse lønningene oppover.
4. Råvareprisene falt i 2015, men dette kan vise seg å by på muligheter i 2016 etterhvert som økonomiske vanskeligheter i bransjen fører til en bedre balanse mellom tilbud og etterspørsel.



UTVIKLINGER MED FLERE EFFEKTER PÅ MANGE BRANSJER

1. Bil- og trafiksikkerheten forbedres når biler får kameraer og sensorer som gjør dem i stand til å unngå kollisjoner. Dette vil påvirke forsikring, helsevesen og bilselskapenes høymarginsinntekter fra reservedeler.
2. Ytterligere fremskritt i kampen for å kurere kreft og andre farlige sykdommer som tidligere har vært vanskelig å kurere. Dette vil påvirke pensjon, arbeidsdeltakelse og sykehusbehov.
3. Forbruket i utviklede markeder er i stor grad basert på utskiftninger og det nye forbruket er ofte immaterielt og mer komplisert å forstå, ikke minst i konteksten av en globalt skalerbar forretningsmodell. Forbruket i fremvoksende markeder er mer håndgripelig og dermed lettere å forstå i en børssammenheng, men samtidig fragmentert på mange måter.



RISIKOER

1. Lav omsetning og likviditet i enkelte segmenter av kapitalmarkedene kan utløse en dominoeffekt av investeringstap.
2. Amerikanske investorer oppnådde ingen avkastning i 2015, så dersom dette fører til lavere risikoappetitt, kan selskapsobligasjoner, aksjer, ETF-er, osv. plutselig havne i en nedgående spiral. Høyere korte renter i USA kan forsterke en slik effekt.
3. Lave olje- og råvarepriser kan skape et finansieringsproblem i land avhengig av disse næringene, samt for finansinstitusjoner med for høy eksponering mot disse sektorene.
4. Den geopolitiske uroen i Midtøsten, Sørkinahavet og andre steder vil trolig skape flere volatile perioder i 2016. Situasjonen må overvåkes nøye for potensielle muligheter som kan oppstå.
5. Lave renter fører til feilallokering av kapital og dårlig avkastning på investeringene, noe som i tur kan føre til nedgang i uholdbare aktivpriser.



– Ole Sæberg
Investeringdirektør



SKAGEN Vekst

Den smale sti til velstand

- › Lav USA-eksponering ga dollartap
- › Finanssektoren var beste bidragsyter
- › Mer konsentrert portefølje i 2015

1	2	3	4	RISIKO	6	7
Fondets startdato	1. Desember 1993					
Avkastning siden oppstart	1886,0 %					
Gjennomsnittlig avkastning pr år	14,5 %					
Avkastning 2015	7,5 %					
MSCI Nordic/MSCI AC ex. Nordic 2015:	19,0 %					
Forvaltningskapital	8 183 mill NOK					
Antall andelseiere	71 248					

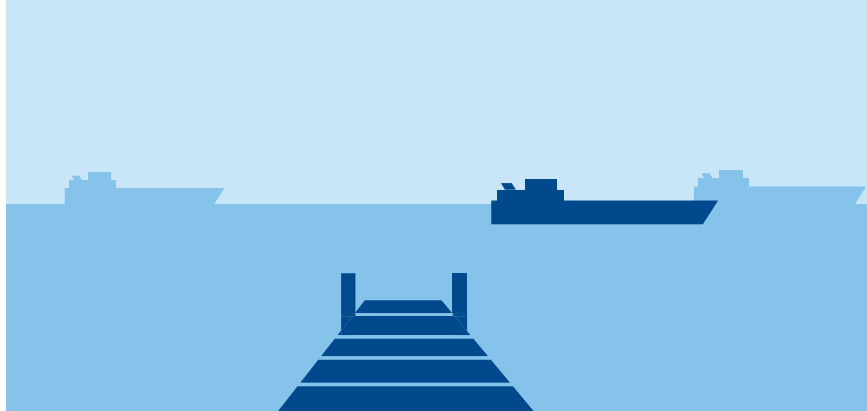


PORTEFØLJEFORVALTERE

Geir Tjetland, Ole Sjøberg, Erik Bergöö og Alexander Stensrud*

* Junior porteføljeforvalter.

* Syklisten på stranden. 1894 (Utsnitt). Av Einar Hein, en av Skagenmalerne. Bildet tilhører Skagens Museum.



Gode muligheter

For aksjefondet SKAGEN Vekst ble 2015 gjort opp med en avkastning på 7.5 prosent. Dette kan vi ikke si oss fornøyd med i et år hvor mulighetene til langt høyere avkastning absolutt var til stede.

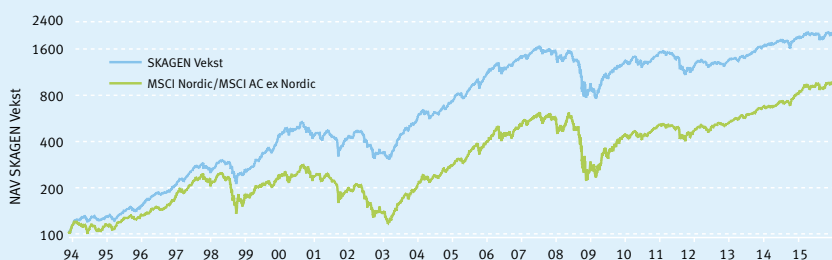
Fallende råvarepriser og lave energipriser var ikke nok til å løfte selskapene i porteføljen. Riktignok ble avkastningen til fondet bedre enn utviklingen på Oslo Børs, men relativt til indeks tapte fondet på lav eksponering mot USA. Aksjemessig var ikke det feil da det generelle amerikanske aksjemarked var tilnærmet flatt for året, men vi mistet verdikningen som kom med den stadig sterkere dollaren. I tillegg tapte fondet på relativt lav eksponering mot noen av de danske selskapene innenfor paradegrenene medisin og fornybar energi som hadde en sterk utvikling gjennom året.

Generelt bar de globale aksjemarkeder i 2015 preg av fallende råvarepriser, mens oljefrisfallets forventede positive effekt på verdensøkonomien uteble. Noe av forklaringen til dette kan selvsagt være at land i fremvoksende økonomier benyttet anledningen til å kutte i subsidiene, men alt annet like bør vi kunne forvente å se denne effekten tilta gjennom 2016. De aller fleste land burde fortsatt dra nytte av lave energipriser, ikke minst fremvoksende økonomier som er nettoimportør av olje.

SKAGEN VEKST 2016 (MILL. NOK)

De 5 største positive bidragsytere	5 største kjøp
Continental AG 162	Credit Suisse Group AG 256
SAP 115	Ericsson LM-B SHS 251
Carlsberg A/S 105	Carlsberg A/S 207
Norwegian Air Shuttle 98	Roche Holding AG 187
Samsung Electronics 97	SKF AB 127
De 5 største negative bidragsytere	5 største salg
Norsk Hydro ASA -118	Teva Pharmaceutical Industries -328
Solstad Offshore -111	Danske Bank A/S -225
Casino Guichard Perrachon -91	Norwegian Air Shuttle AS -171
AirAsia -77	Samsung Electronics Co Ltd -137
DOF ASA -60	Kongsberg Gruppen AS -135

KURSHISTORIKK SKAGEN VEKST



* Investeringsmandatet endret 1.1.2014. Mer informasjon på side 37. Før 1.1.2010 var indeks OSEBX



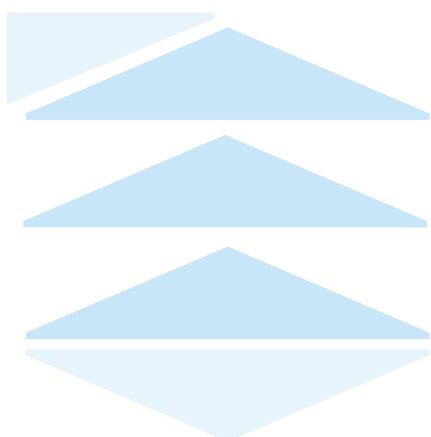
Foto: Bloomberg

FÅ STORE BIDRAGSYTERE

Ser vi på den absolutte avkastningen til fondet, ble året som helhet preget av for få store bidragsytere blant fondets største investeringer. Den sektoren som hadde best absolutt avkastning var finanssektoren, hvor selskaper som Danske Bank, Citigroup og russiske Sberbank bidro positivt. Også sektorene forbruksvarer og teknologi hadde en positiv utvikling.

På den negative siden trakk våre norske supplyrederier nok en gang ned fondets avkastning. Disse (Solstad Offshore og DOF) utgjør ved årets slutt kun 0.8 prosent av porteføljen, men aksjekursfallet gjennom året bidro negativt med hele 2 prosentpoeng. I ærlighetens navn var vi ikke forutseende nok til å se hvor skadelidende disse selskaperne kunne bli gitt oljeprisfallet. Råvaresektoren (les Norsk Hydro) hadde en meget svak utvikling og industriaksjer hadde også et svakt år for fondet, spesielt innenfor transport.

Etter lang tid med svak ledelse kunne Carlsberg vise til sterk kursutvikling i 2015. Ny administrerende direktør har planer for restrukturering og ny strategi de kommende årene.



DANMARK I EGEN KLASSE

I Norden var Danmark i en egen avkastningsklasse for fjoråret, med en oppgang oppimot 50 prosent målt i norske kroner. Sverige endte året med en oppgang på 6 prosent i lokal valuta, men målt i norske kroner ble avkastningen noe over 15 prosent. Oslo Børs endte opp i underkant av 6 prosent, ikke ulikt fasiten for 2014 hvor oppgangen var 5 prosent, til tross for et ytterligere fall i oljeprisen på 25 prosent. «Oljedelen» av Oslo Børs var ned godt over 10 prosent, mens «ikke-olje» delen var opp tilsvarende.

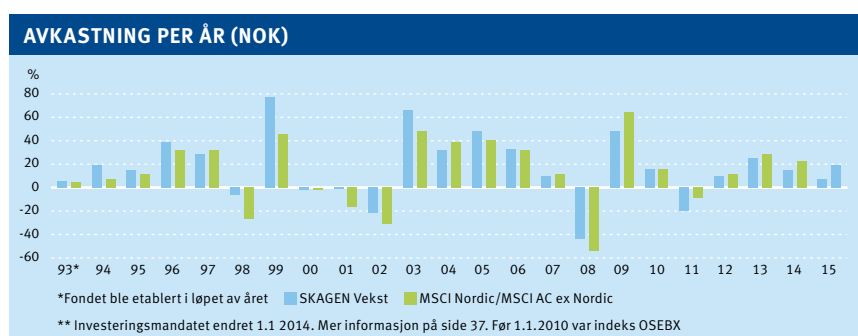




Foto: Bloomberg

GODE TYSKERE

Våre to tyske selskaper, Continental og SAP, leverte gode resultater gjennom året og ble belønnet med oppmot 30 prosent oppgang i aksjekursene. Continental økte egne omsetningsforventninger til over 39 milliarder euro for helåret 2015, samtidig som de uttalte at marginen vil ligge over 11 prosent. Selskapet fortsetter å levere en egenkapitalavkastning på rundt 25 prosent, sammen med en sterk kontantstrøm. Vi forventer fortsatt positiv utvikling også fremover.

BIG DATA

SAP drar nytte av sin unike posisjon i håndtering av store datamengder. Selskapet vokser årlig 10 prosent, øker fokus på det de gjør best, samtidig som lønnsomheten er bra. Vi tror SAP vil styrke sin posisjon ytterligere, siden utnyttelse, optimalisering og produktivitet i håndtering av store datamengder blir mer og mer viktig i alle store virksomheter.

FALLENDE PRISER

Norsk Hydro var den aksjen som pengemessig bidro mest negativt. Aksjen falt over 20 prosent, i hovedsak grunnet fall i aluminiumsprisen. Stadig økende produksjon i Kina skapte en overkapasitet globalt, og produksjonskuttene blant vestlige produsenter klarte ikke demme opp for dette. Etterspørsel etter aluminium er stabilt bra og vi forventer at aluminiumsmarkedet vil nærme seg balanse mot slutten av året. Vi forventer at flere av de kinesiske produsentene etterhvert må kutte i produksjon, ettersom de ikke er i nærheten av lønnsomhet med dagens aluminiumspris.

RASK FORBEDRING

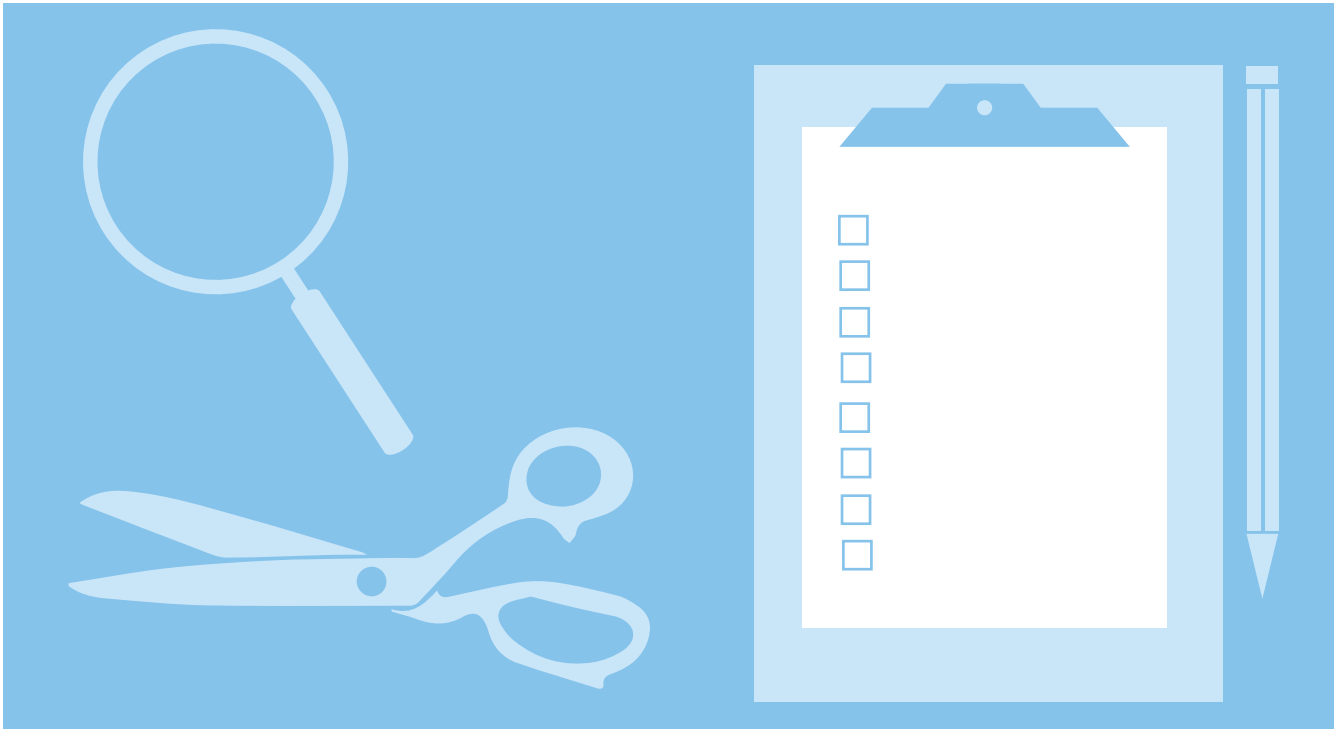
Danske Lundbeck kom inn i porteføljen på vårparten, og vi kan allerede notere oss tett på 60 prosent oppgang i aksjekursen. Også her er endring i ledelsen sentralt. Kåre Schultz, tidligere COO i Novo Nordisk, overtok ledelsen av selskapet og innførte raskt nødvendige og store endringer i selskapet. Lundbeck, som produserer medisiner innenfor nevrologi, har spennende produkter som nærmer seg markedslansering – samtidig som vi har store forventninger til den nye ledelsens evne til kostnadskutt.

POSITIVE ENDRINGER

Carlsberg kunne vise til en sterk kursutvikling etter at ny administrerende direktør la frem restruktureringsplaner og ny strategi for de kommende årene. Carlsberg har lenge vært preget av svak ledelse og et for høyt kostnadsnivå. Vi ser frem til de positive endringer som den nye ledelsen nå er i ferd med å implementere.

MOTVIND OG KORRUPSJONSANKLAGER

Det var ny turbulens rundt svenske Telia-sonera knyttet til potensielle bestikkelser i tidligere Sovjet-stater. Selskapet er i ferd med å redusere eksponeringen i EurAsia. Virksomheten i Nepal ble solgt på tampen av året og mer forventes å komme utover i 2016. Vi forventer at selskapet evner å opprettholde et attraktivt utbytte i et 0-rentemiljø de neste par årene, selv uten vekst i omsetningen.



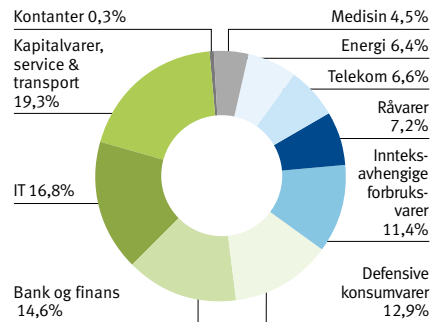
Konsentrerer porteføljen

Fremover må selskapsplukkingen bli enda bedre, noe vi helt klart så konturen av i andre halvår 2015. I tillegg har vi forbedret beslutningsprosessene, spesielt når det gjelder selskaper som ikke lever opp til de opprinnelige teser for investeringen. Vi har gjennom året fortsatt prosessen med å konsentrere porteføljen.

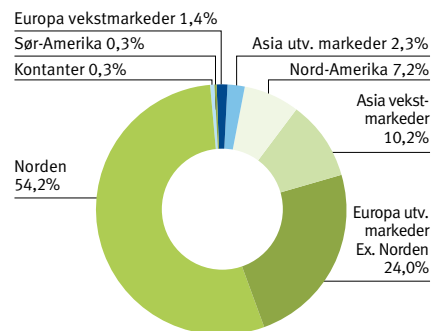
Som vanlig er det nok å bekymre seg over ved inngangen til et nytt aksjeår, eksempelvis utviklingen i Kina, valuta- og råvarepriser, tiltagende inflasjon og geopolitiske hendelser. Som alltid vil disse bekymringene endre karakter utover året, og nye usikkerhetsfaktorer vil dukke opp. Vi spekulerer ikke i den slags hendelser, men er alltid beredt til å øke eksponering i gode selskaper som kommer på tilbud grunnet generell markedsuro. Vår oppgave er først og fremst å investere i kvalitetselskaper som genererer god kontantstrøm og hvor dagens verdilurdering ikke gjenspeiler dette.

Som forvaltere tror vi en mer konsentrert kvalitetsportefølje gir bedre muligheter for god risikostyrt avkastning med tettere oppfølging av selskapene og større handlingsrom. Ved årets slutt består porteføljen av 57 selskaper, hvor de 35 største investeringene utgjør over 90 prosent av porteføljen, mens topp 10 utgjør drøye 52 prosent. Ved inngangen til det nye året prises porteføljen (topp 35) til 1.34 ganger bokførte verdier og rundt 10 ganger forventet 2016-inntjening. Vi ser for de samme selskapene en samlet prisoppgang på 47 prosent de neste 2-3 år. Ergo går vi optimistisk inn i det nye aksjeåret.

BRANSJEFORDELING



GEOGRAFISK FORDELING



NØKKELTALL FOR DE STØRSTE POSTENE I SKAGEN VEKST (PER 31.12.2015)

Selskap	Postens størrelse %	Kurs	P/E 2015E	P/E 2016E	P/E 2017E	P/B siste	Kursmål
Samsung Electronics	7,5	1 091 000	6,9	6,6	6,2	1,0	1 500 000
Continental AG	7,0	225	15,5	12,3	10,8	3,7	298
Norsk Hydro	5,9	33	16,6	13,3	9,5	0,9	45
Carlsberg	5,7	613	17,6	14	12,2	2,1	822
Citigroup	5,0	52	9,2	8,6	8	0,7	78
SAP	5,0	73	19,8	17,9	16,9	4,1	92
Norwegian Air Shuttle	4,4	324	16,2	8,5	6,5	3,6	500
ABB	4,1	153	19,5	14,1	12,2	2,7	230
TeliaSonera	4,0	42	10,5	10,5	10,8	1,8	50
Philips	4,0	24	19	16,8	13,7	1,9	30
Vektet topp 10	52,5		12,8	10,8	9,5	1,55	37%
Vektet topp 35	92,5		12,6	10,3	9,0	1,34	47%
Referanseindeks			17,2	15,7	14,3	2,10	

P/E kan avvike fra andre kilder når de er basert på SKAGENs estimater.

SKAGEN Global

En verden av muligheter

- › Slo indeks i 2015 og har nå slått indeks i 15 av 19 år.
- › I løpet av året er porteføljen konsentrert, kvaliteten på porteføljeselskaper bedret og risikoanalysen dypere.
- › Vel rustet for å levere attraktiv avkastning, både absolutt og relativt i 2016.

1	2	3	4	RISIKO	6	7
Fondets startdato	7. August 1997					
Avkastning siden oppstart	1364,6 %					
Gjennomsnittlig avkastning pr år	15,7 %					
Avkastning 2015	15,4 %					
MSCI All Country World Index 2015	15,3 %					
Forvaltningskapital	35 539 mill NOK					
Antall andelseiere	90 776					



PORTEFØLJEFORVALTERE

Knut Gezelius, Søren Milo Christensen, Chris-Tommy Simonsen og Tomas Johansson

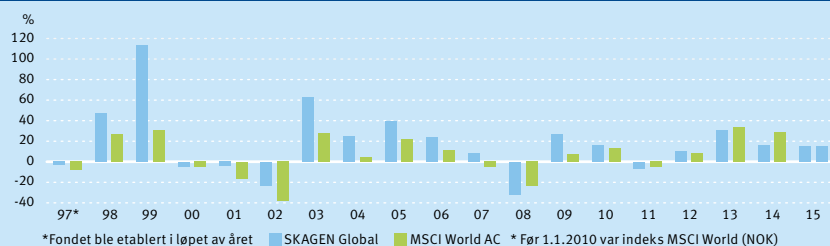
Fra heden nord for Skagen, 1885 (Utsnitt).
Av P.s. Krøyer, en av Skagenmalerne.
Bildet tilhører Skagens Museum.

Økt konsentrasjon og sterke amerikanske aksjer

SKAGEN Global genererte 15,4 prosent avkastning i 2015. Fondets referanseindeks MSCI World AC genererte 15,3 prosent i samme periode. SKAGEN Global slo dermed sin referanseindeks med 0,1 prosentpoeng, og har nå levert høyere årsavkastning enn indeks i 15 av sine 19 leveår, siden starten i 1997.

Sammenfattet har 2015 vært et overgangsåar hvor forvalterteamet har slutført de endringer som ble lansert i slutten av 2014. Våre overordnede mål var å øke konsentrasjonsgraden i porteføljen, bedre kvaliteten på porteføljeselskapene og fordype risikoanalysen uten å gi avkall på investeringsfilosofien. Vi kan nå konstatere at disse forandringene er blitt implementert disiplinert, samtidig som fondet fortsatt preges av sin karakteristiske, verdibaserte investeringsfilosofi.

AVKASTNING PER ÅR (NOK)



SKAGEN GLOBAL 2015 (MILL NOK)

De 5 største positive bidragsytere

General Electric	576
American International Group	573
Alphabet Inc	474
Microsoft Corp	356
Citigroup	344

5 største kjøp

Merck & Co Inc	1 192
Dollar General Corp	977
G4S Plc	954
General Electric Co	923
China Mobile Ltd	626

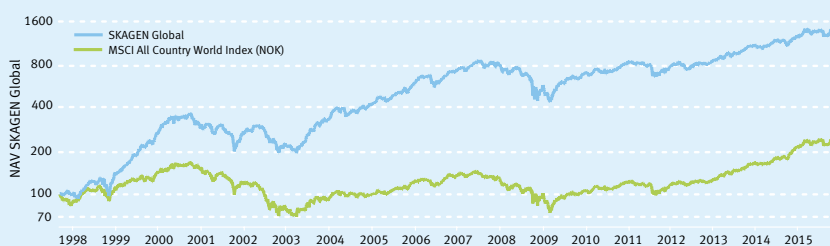
De 5 største negative bidragsytere

Banrisul	-195
State Bank of India	-179
KazMunaiGas	-176
Lundin Mining Corp	-170
Norsk Hydro ASA	-161

5 største salg

Renault SA	-1 389
Samsung Electronics Co Ltd	-1 120
LG Corp	-1 030
Citigroup Inc	-1 021
China Unicom Hong Kong Ltd	-860

KURSHISTORIKK SKAGEN GLOBAL



* Før 1.1.2010 var indeks MSCI World (NOK)



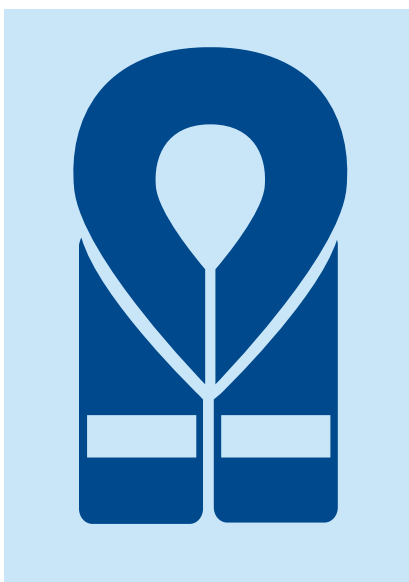
Foto: Bloomberg

Tydligere fokus og økt risikoanalyse

Resultatet er en konsentrert aksjeportefølje hvor antall innehav i praksis er halvert: fra over 100 posisjoner høsten 2014 til rundt 50 posisjoner i slutten av desember 2015. Samtidig har konsentrasjonen på fondets ti største posisjoner økt fra 33 prosent til 41 prosent i løpet av året. Vi har gjennomført disse endringene fordi vi tror at et tydelig fokus er en forutsetning for å konsekvent generere meravkastning.

Vi har også utvidet risikoanalysen i investeringsprosessen. Særlig nedsiderisikoen har i våre øyne blitt stadig mer relevant å ta i betraktning, med tanke på den økte fallhøyden som er bygget opp etter snart syv år med stadige børsoppganger. Sammen med SKAGENs risikoavdeling har vi derfor utviklet en mangefasettert risikorapport som bistår forvalterne i porteføljekonstruksjonen.

En sykepleier vises gjennom en General Electric Scanner i Hong Kong Integrated Oncology Center i Kina. General Electric har i løpet av året realisert strategien å bli et rendyrket, aksjonærvennlig industrikonglomerat. Aksjekursen har økt med nær 28 prosent målt i dollar.



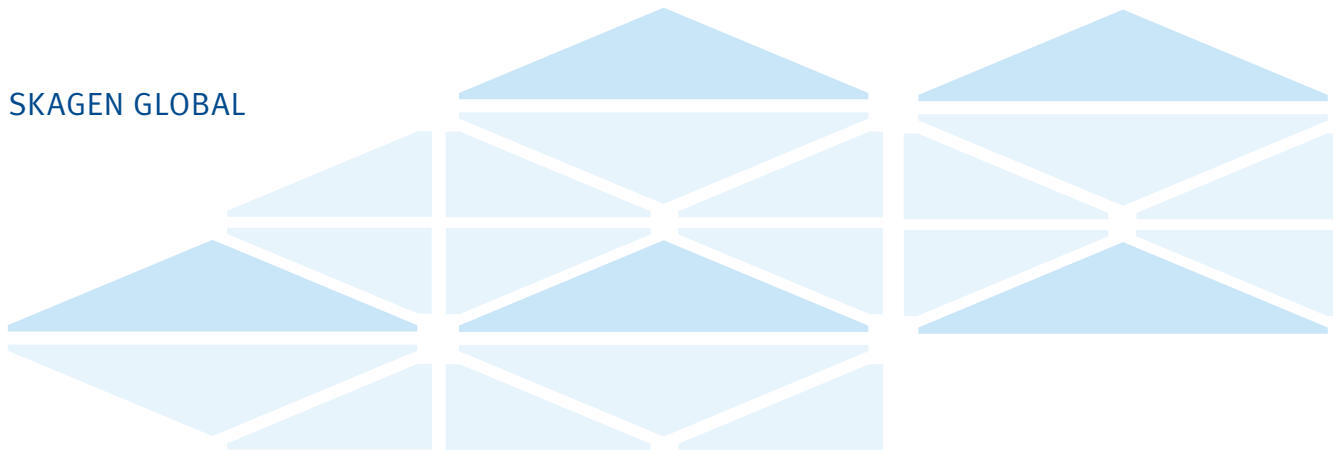
Unngår verdifeller

Innenfor rammen for risikohåndtering har vi også lagt mer vekt på miljø-, samfunns-, og selskapsstyrings spørsmål (ESG). To oljerelevante porteføljeselskaper, BP og Lundin Petroleum, har tidligere fått oppmerksomhet for mangler på ESG-området: BP etter Macondo-hendelsen i 2010, og Lundin Petroleum for påståtte kontroverser i forbindelse med oljeutvinning i Sudan i begynnelsen av 2000-tallet. Vi mener at begge selskapene har forbedret sin ESG-profil markant de senere år, og investeringene i disse aksjene følger dermed SKAGENs etiske retningslinjer.

Vår toleranse for selskaper med svak selskapsstyring, høy gjeld og eksponering for politisk risiko, er lavere i dag enn tidligere. Dette for å unngå å havne i såkalte verdi-

feller, aksjer som handles til lave multipler og ser billige ut, men som i virkeligheten er kapitalødeleggere uten evne til å skape aksjeverdier over tid.

Som alltid har SKAGEN Global kompromissløst fulgt SKAGENs karakteristiske verdibaserte investeringsfilosofi i 2015. Det er betegnende at fondets 35 største poster handles til 12.7x 2016 P/E og 1.3x P/B, sammenlignet med prisingen av fondets referanseindeks MSCI World AC 14.9x 2016 P/E og 1.9x P/B. SKAGEN Global er med andre ord verdsatt til en betydelig rabatt sammenlignet med indeks. Selvsagt vil forvalterteamet fortsette å drive fondet med SKAGENs investeringsfilosofi som klart lysende ledestjerne.



RESULTATLISTEN 2015

De beste bidragsyterne i absolutte termer i 2015 var tre amerikanske aksjer: General Electric (GE), AIG og Alphabet (Google). De største negative bidragsyterne i absolutte termer var Banrisul, Kazmunaigas og State Bank of India.



GE

Vi investerte i industrikonglomeratet GE i første kvartal. Vår investeringshypotese var at selskapet kunne frigjøre store, skjulte verdier ved å selge majoriteten av bankvirksomheten som industrigiganten noe uforklarlig hadde bygget opp de siste 15 årene. Vår analyse viste også at markedet undervurderte selskapets vilje og evne til å skape verdier gjennom å foredle både industridivisjonen og kapitalallokeringen. I løpet av året har GE på imponerende vis virkeliggjort strategien med å bli et rendyrket, aksjonærvennlig industrikonglomerat. Aksjekursen har steget med nær 28 prosent målt i dollar.



AIG

Det amerikanske forsikringskonglomeratet AIG har fortsatt sin restrukturering i 2015, og levert over 12 prosent totalavkastning i dollar. Vi har vært langsiktige aksjeeiere i AIG i flere år og har sett aksjekursen stige fra 30 dollar i 2012 til over 60 dollar i 2015. Med et kursmål på 90 dollar ser vi AIG-aksjen som en svært attraktiv investering også fremover. AIG er fondets største posisjon med drøye syv prosent.



GOOGLE

Søkegiganten Google byttet navn til Alphabet i løpet av 2015, og beriket sine eiere SKAGEN inkludert, med rundt 45 prosents totalavkastning målt ti dollar. Vi har lenge argumentert med at markedet kraftig undervurderer Alphabets inntjeningspotensial og disiplin for kapitalallokering. I løpet av fjoråret ble deler av vår investeringshypotese innfridd, da markedet endelig begynte å tilskrive Alphabet en børsverdi som ligger nærmere den verdien vi mener selskapet fortjener.



BANRISUL

Den brasilianske regionbanken Banrisul klarer ikke stå imot den smertefulle økonomiske krisen som skylte over Brasil, som følge av svake råvarepriser, mangel på markedsreformer og politiske korrupsjonsskandaler. Riktignok handles banken på lave 0.4x 2016 P/B, men vi ser bedre risk-reward i andre papirer i porteføljen, og valgte å selge vår post i løpet av høsten.



KAZMUNAIGAS

Kazmunaigas, et oljeselskap basert i Kasakhstan, har vært med i porteføljen i flere år. Selskapet har konsekvent utviklet seg dårligere enn forventet. Oljeprisraset var naturligvis en medvirkende årsak til at aksjen falt 50 prosent målt i dollar i 2015. Samtidig opplever det statskontrollerte selskapet fortsatt mangler i selskapsstyringen, tross mange oppfordringer fra investorene. Til syvende og sist går det ut over minoritetseierne. I løpet av året har vi derfor avhendet våre aksjer og i stedet valgt å satse på Lundin Petroleum og BP i oljebransjen.



STATE BANK OF INDIA

State Bank of India (SBIN) falt med 27 prosent i lokal valuta i 2015. Fallet kan for en stor del forklares av at statsminister Modi ikke levde opp til de høye forventningene med tanke på reformtaket i India. Skuffede investorer valgte derfor å selge indiske posisjoner, deriblant SBIN. Som langsiktige investorer har vi i SKAGEN Global fortsatt tro på SBIN, som ved årsslutt utgjør rundt 2,5 prosent av porteføljen og er dermed vårt største indiske innehav.



Lundin Petroleum er en av de største deleierne i det gigantiske Johan Sverdrup oljefeltet på Utsirahøyden i Nordsjøen. Feltet vil stå for en fjerdedel av den norske oljeproduksjonen når det når sin platåproduksjon på 550 000 - 650 000 fat olje per dag. Det forventes at det kan produsere olje i 50 år.

Foto: Lundin / Statoil

VEL RUSTET FOR 2016

SKAGEN Global er godt forberedt for 2016. Vår portefølje med rundt 50 selskaper er diversifisert både geografisk og sektormessig. Vi har beholdt en betydelig undervekt i amerikanske aksjer, da vi anser at børsene i USA fremstår relativt fullvurderte etter flere år med god avkastning. Eksempelvis noterer vi at gevinstmarginene hos amerikanske selskaper er på rekordhøye nivåer og dermed har selskapene, ifølge oss, begrenset mulighet for å øke lønnsomheten ytterligere.

Vi har desto større tiltro til det europeiske markedet. Her ligger marginene rundt det historiske gjennomsnittet og derfor vurderer vi at det er et klart forbedringspotensial, særlig om Europa lykkes å få fart på den økonomiske opphenting. De lovede kvantitative lettelsene fra den europeiske sentralbanken gir sannsynligvis også medvind i løpet av året. Vi er derfor overvektet Europa.

SELEKTIVE AKSJEVALG

Mange selskaper i vekstmarkedene begynner å se stadig mer attraktive ut fra et vurderingssynspunkt, etter å ha gått sideveis i 2015. Imidlertid har råvarerallyet som løftet mange av disse økonomiene forrige tiår bremsset påtakelig opp, i takt med

at den globale etterspørselen er dempet. Samtidig har tilbudet på råvarer økt jevnt. Følgelig venter store utfordringer for land som Brasil, Sør-Afrika og Russland. Man skal ikke undervurdere disse bryssomme økonomiske omstendighetene – derfor er det svært viktig å være ekstra selektive i selskapsvalgene i vekstmarkedene.

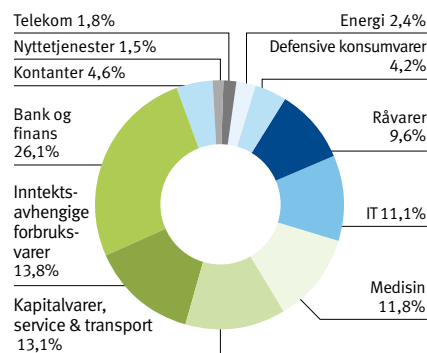
På sektornivå er fondet overvektet innen bank og finans. Flere selskaper innen finanssektoren har gått gjennom en ildbåp siden finanskrisen. Som resultat har selskapene rensert opp balanseregnskapene og bygget opp solvensgraden. Mange investorer som brente seg under finanskrisen har nølt med å komme tilbake til bank- og finansselskapene. I dette henseende går SKAGEN Global mot strømmen. Våre analyser viser nemlig at den disiplinerte oppryddingen har ført til at flere velkapitaliserte finansselskaper nå er i stand til å enten gjenopprette kontantstrømmen direkte til aksjonærene eller reinvestere gevinsten i virksomheten for å fremme fremtidig inntjeningsvekst. To eksempler er den amerikanske banken Citigroup og det nederlandske forsikringselskapet NN Group. Sammen utgjør disse rundt åtte prosent av fondet.

Vi er mer skeptisk innstilte til selskaper innen forbruksvarer, en sektor som i

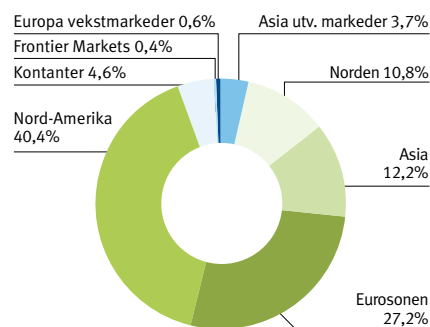
mange år har gått bra og derfor vært vitne til en betydelig multippeleksjon. Som verdiinvestorer er vårt mantra å kjøpe billig og selge dyrt. Derfor ser vi relativt få selskaper innen denne sektoren som handles til attraktive multipler. Følgelig er vi seks prosent undervektet i sektoren, men vi har et par høyinteressante navn i porteføljen – eksempelvis den amerikanske kyllingprodusenten Tyson Foods og den danske bryggerigiganten Carlsberg. I begge tilfeller mener vi at det er betydelig større oppside i aksjene.

Oppsummert tror vi at de endringer som er gjennomført i porteføljen de siste 15 månedene vil gi attraktiv avkastning i både absolutte og relative termer i 2016. Fondets 35 største posisjoner har 37 prosents gjennomsnittlig oppside til våre kursmål og begrenset nedside – dette lover godt for kommende år.

BRANSJEFORDELING



GEOGRAFISK FORDELING



NØKKELTALL FOR DE STØRSTE POSTENE I SKAGEN GLOBAL (PER 31.12.2015)

Selskap	Postens størrelse %	Kurs	P/E 2015E	P/E 2016E	P/B siste	Kursmål
AlG	7,4	62,0	14,5	12,1	0,8	90
Citigroup	5,8	51,8	9,5	9,0	0,7	75
Samsung Electronics	5,5	1 091 000	7,8	7,8	0,9	1 500 000
Roche	4,2	276,4	19,6	18,0	13,8	380
General Electric	4,1	31,2	24,1	20,6	2,8	34
Merck	3,4	52,8	14,8	14,1	3,2	76
Dollar General	3,1	71,9	18,3	16,0	3,9	94
CK Hutchison	2,7	104,6	11,5	10,6	1,0	140
Kingfisher	2,7	329,5	15,5	14,1	1,3	450
G4S	2,5	225,5	15,2	13,8	4,7	403
Vektet topp 10	41,4		13,0	12,0	1,3	39%
Vektet topp 35	84,4		13,8	12,7	1,3	37%
MSCI AC World			16,5	14,9	1,9	

P/E kan avvike fra andre kilder når de er basert på SKAGENS estimer.



SKAGEN Kon-Tiki

Viser vei i nytt farvann

- › For SKAGEN Kon-Tiki var 2015 et skuffende år, målt i absolutt avkastning
- › 2015 var preget av to halvdeler - relative avkastning bedret seg vesentlig etter sommeren
- › Kina og råvarepriser dominerer nyhetsbildet ved inngangen til 2016. Vi er ikke svært bekymret

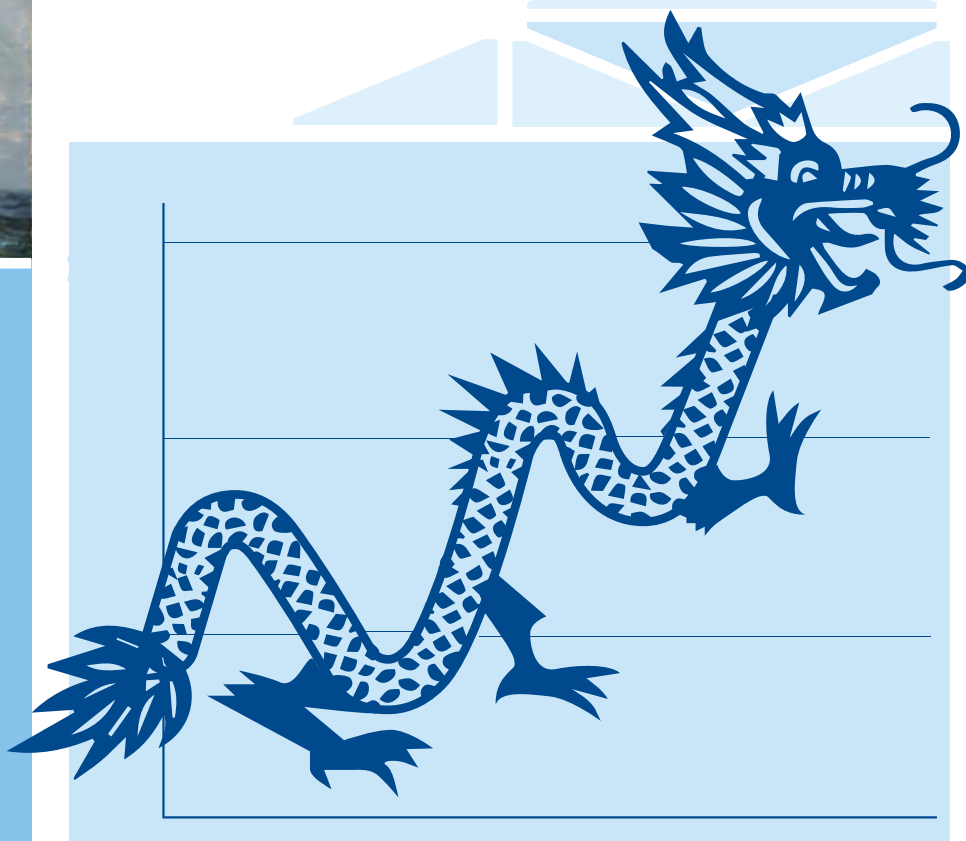
	1	2	3	4	5	RISIKO	7
Fondets startdato	5. April 2002						
Avkastning siden oppstart	584,9 %						
Gjennomsnittlig avkastning pr år	15,0 %						
Avkastning 2015	-1,2 %						
MSCI Emerging Markets Index 2015 -	0,5 %						
Forvaltningskapital	36 185 mill NOK						
Antall andelseiere	71 354						



PORTEFØLJEFORVALTERE

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

Skagen Rev Fyrskib, 1892 (Utsnitt).
Av Carl Loger, en av Skagenmalerne.
Bildet tilhører Skagens Museum.



En ny vekst

Den generelle optimismen i første halvår ble i andre halvår avløst av usikkerhet, spesielt over den økonomiske utviklingen i Kina.

Skagen Kon-Tiki hadde et skuffende år målt i absolutt avkastning, -1,5 prosent, men gjennom året bedret den relative avkastning vesentlig, fra -5 prosent ved halvårsskiftet til -1,8 prosent ved slutten av året.

2015 startet med at oppgangen i det kinesiske markedet, som hadde preget mye av året før, fortsatte inn i nyåret og nådde en topp i april. SKAGEN Kon-Tiki gjorde det svakere enn referanseindeksen i denne perioden, fordi fondet hadde en undervekt i det kinesisk aksjemarked. I tillegg var perioden også svak for fondets koreanske investeringer i Hyundai Motor og Samsung Electronics.

Den generelle optimismen i første halvår ble i annet halvår avløst av usikkerhet spesielt over den økonomiske utviklingen i Kina, og dette har fortsatt inn i 2016.

Valuta påvirket også 2015. Det fortsatte råvareprisfallet påvirket enkeltaksjer betydelig, og ga store utslag for mange råvareavhengige lands valutautvikling. I likhet med 2014 sto relative valutabevegelser i de globale vekstmarkedene for en betydelig andel av mindre-avkastningen mot utviklede markeder. Det viktige unntaket var kinesiske selskaper notert i Hong Kong, som har en valuta knyttet opp mot amerikanske dollar.

AVKASTNING PER ÅR (NOK)

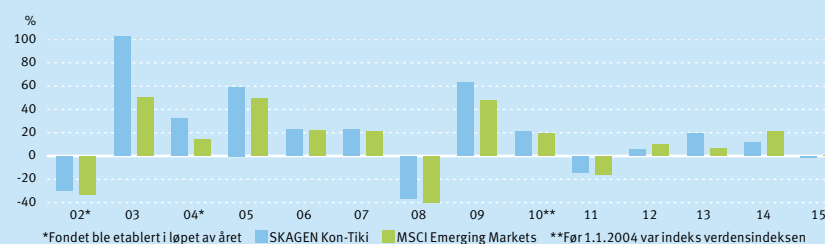




Foto: Bloomberg

Ved starten til det nye aksjeåret er det som vanlig en rekke ting å bekymre seg for, eksempelvis utviklingen i Kina. Men det kan være positivt at sysselsettingen i Kina hittil har vært immun mot både fallende aksjekurser, fallende valutakurser og lavere industriproduksjon.

KINA

Utviklingen i midtens rike har preget det siste halvannet året og vil fortsette med det en stund til. I skrivende stund ser utviklingen i globale vekstmarkeder ut til å være uløselig knyttet til utviklingen i Kina også i 2016. Kinas vekt i MSCI vekstmarkedsindeks er høy og økende, og landet er dominerende som kunde, leverandør og konkurrent til andre vekstmarkedsland.

I SKAGEN Kon-Tiki benyttet vi 2015 til å realisere gode gevinster i flere av våre kinesiske selskaper, og har beholdt en lav andel kinesiske aksjer. Dette skyldes at tilgangen på gode, undervurderte selskaper er begrenset, og at de kinesiske aksjemarkedene har betydelige strukturelle tilpasninger foran seg. I tillegg er det slik at flertallet av aksjene vi har tilgang til på Hong-Kong-børsen, er i bransjer vi venter kan bli negativt påvirket av strukturelle endringer i kinesisk økonomi.

I fravær av en større stimulansepakke fra Kinas myndigheter ser vi fortsatt for oss lav industriell vekst. Derimot ser det ut til at den høye veksten innen forbruks- og tjenestesektoren vil fortsette, og kanskje

akselerere. Det er i tråd med de politiske og sosiale målsetningene landet har. Grunnlaget synes å være tilstede, da sparingen er høy, husholdningenes gjeld er lav og lønningene stigende. Mange bekymrer seg for at det svake momentum i industriproduksjonen vil føre til at landet foretar en devaluering. Dette synet er, etter vårt skjønn, ikke umiddelbart logisk. Landet har verdens største handelsbalanseoverskudd, og bytteforholdet er allerede i kraftig bedring som følge av det globale råvareprisfall. Dessuten strider dette mot deres egne målsetninger om fokus på økt produktivitet og bedret kjøpekraft.

Det vi derimot har sett er at kinesisk valuta nå følger en kurv sammensatt av flere valutaer enn USD, for å forhindre en uønsket kursutvikling i forhold til et flertall av konkurrenter.

Utviklingen i Kina gjør derfor at vi fortsatt er forsiktige med større andeler i energi eller råvareselskaper. Porteføljen er for tiden mer rettet mot forbruksselskaper. Men, forutsetningene kan endre seg hurtig og da er vi klar til å agere.

KURSHISTORIKK SKAGEN KON-TIKI



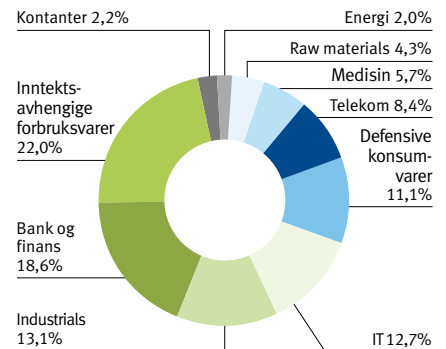
* Før 1.1.2004 var indeks MSCI World (NOK)

NØKKELTALL FOR DE STØRSTE POSTENE I SKAGEN KON-TIKI (PER 31.12.2015)

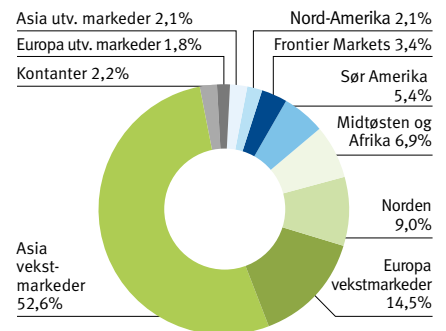
Selskap	Postens størrelse %	Kurs	P/E 2015E	P/E 2016E	P/B siste	Kursmål
Samsung Electronics	8,4	1 091 000	6,6	6,6	0,9	1 600 000
Hyundai Motor	8,3	103 000	4,0	4,0	0,4	200 000
Mahindra & Mahindra	5,2	1 272	17,0	13,4	2,9	2 000
State Bank of India	4,6	224	6,8	6,4	1,0	450
Sabancı Holding	4,0	8,3	6,9	5,7	0,8	14
Richter Gedeon	3,8	5 498	20,0	18,3	1,7	7 500
Bharti Airtel	3,7	340	17,0	11,3	2,2	400
ABB	3,1	153	15,3	12,7	2,7	250
Naspers	3,1	2 120	42,4	28,3	11,0	2 500
Frontline	2,3	3,0	6,4	7,5	1,6	4
X5 Retail Group	2,3	19,0	14,6	12,6	3,2	25
Great Wall Motor	2,3	9,0	7,2	7,1	2	13
Vektet topp 12	51,0		7,9	7,4	1,0	
Vektet topp 35	83,0		8,8	8,0	1,0	
Vekstmarkedsindeksen			12,2	10,8	1,3	

P/E kan avvike fra andre kilder når de er basert på SKAGENS estimater.

BRANSJEFORDELING



GEOGRAFISK FORDELING



FONDETS INDRE LIV

Etter det svake investeringsresultatet i 2014 revurderte vi våre risikoprosesser, tok en gjennomgang av kjøps- og salgsdisiplin og gikk inn for strammere formulerte investeringshypoteser. Dette betyr ikke at vår etablerte investeringsfilosofi har endret seg, men at vi har evaluert og justert på prosessene forbundet med utøvelsen.

Som et resultat av gjennomgangen har vi sagt farvel til over 30 selskaper i 2015. Vi har nå en konsentrasjonsgrad i porteføljene på linje med hva den var i fondets barndom.

SKAGEN har i løpet av 2015 også strammet til på utøvelsen og fokuset på miljø-sosiale forhold og selskapsstyrings, ofte omtalt som ESG (forkortelsen for Environmental, Societal and Governan-

ce). Økt vekt på disse faktorene i vår investeringsanalyse har etter vårt skjønn også redusert selskapsrisikoen. Vi mener vi allerede ser positive effekter av dette.

I 2015 var også globale vekstmarkeder preget av at det fløt mer globale penger ut, enn det som ble investert, for første gang siden 1988. SKAGEN Kon-Tiki har også fått merke at investorene har tatt ut midler, men prosessen har gått smertefritt. Resultatet av innløsningene er bedre manøvreringsevne fremover. Fondet hadde et positivt investeringsresultat i 2015 etter kostnader. Med svakt fallende andelskurs i året skyldes dette større innløsninger til høyere kurser enn ved årskiftet.

SKIFTENDE SAND

Tesen om samvariasjonen mellom råvarer og globale vekstmarkeder har vist seg svært seiglivet. På gammelt kolonialistisk vis ansees vekstmarkedene som råvareleverandører, mens "etablerte" markeder blir kategorisert som råvareforbrukere.

Men, det siste årtiet har mange vekstmarkeder har gått fra å være råvareeksportører, til å bli importører. Likevel har førstnevnte syn gjort at fallende råvarepriser har bidratt til å gjøre vekstmarkedene mer upopulære enn tidligere.

Hopper bukk

I de enkelte vekstmarkedene er det slående hvor mange som ser ut til å hoppe over industrialisering for å gå rett over i tjenestesektorens dominans.

Kanskje vi er ved et krysningsspunkt globalt. Garderobeskapene i vesten er fulle og «miljøvennlig» er definitivt tidens melodi. Vekstmarkedene derimot, vil ha mer mat, og

bedre mat. De vil også ha adgang til personlig frihet via et privat transportmiddel, men ikke nødvendigvis på samme vis som oss.

Hvilket bringer oss tilbake til råvareprisene.

Vi står nå overfor en verden hvor bruken av råvarer faller i forhold til global vekst. Deres vekst går mye på hvilket tidspunkt når vi "peak stuff?" Når er garderobeskapet fullt? Når er stuen så full av møbler at du går på trynet uansett hvor du går?

Lokk på prisene

Kjempeboomen fra 2003 til 2011 ga, etter 25 år i ørkenen, produsentene penger og ambisjoner til å bygge ut verdenskapasiteten for råvareproduksjon voldsomt. Fysisk ekspansjon legger nå et lokk på prisstigninger fremover. Og motsatt det analytikerne fortalte oss for ett år siden, er det ikke de historiske kostnadene som bestemmer hvor prisen for råvarepriser skal være, men fremtidskostnadene.

Oljeprisen har falt i nesten samme takt som kostnadene. Løftkostnadene, som reflekterer prisen på å ta ut ei tønne eller et kilo til av en råvare, har falt enda fortere.

I motsetning til tidligere, da vi opererte med mer eller mindre faste valutakurser og hvor man devaluerte eller revaluerte etter behov, er det en ny æra. Råvareprodusenter som Russland, Canada, Australia, Brasil og Norge, lar valutaene falle for å gi forgjeldede produsenter en respitt mot jernloven om at lavere priser, gir bedre produktivitet.

Unntakene

Alle utfordringene på etterspørsel og tilbudssiden gjør det vanskelig å være optimistiske på råvareprisene i tiden fremover. Det eneste unntak er landbruksråvarer. Fire år med fallende priser har ført til at kapasiteten ikke har økt vesentlig. Etterspørselen etter gjødsel og plantevernmidler har heller ikke økt mye. Vi har allerede sett bedre priser på palmeolje og sukker, tross det faktum at de er oljesubstitutter. Det gir en pekepinn på hva som skjer fremover i kortsyklus råvarer.

Vi har ikke et punkttestimat på oljeprisen i 2016, men vi aksepterer det faktum at Saudi er fornøyd med 30 eller 25 USD/tønna. Den dagen de skifter mening, skifter vi mening. I tråd med SKAGENs investeringsfilosofi skal vi være pragmatiske og ikke dogmatiske. Vi ser derfor ikke bort fra at vi i løpet av 2016 kan få tilgang på supre aktiva til en god pris.

SKAGEN KON-TIKI 2015 (MILL NOK)

De 5 største positive bidragsytere

Samsung Electronics	625
Richter Gedeon Nyrt	585
Frontline 2012 Ltd	420
X5 Retail Group	381
Mahindra & Mahindra	274

De 5 største negative bidragsytere

Banrisul	-575
Vale	-485
AirAsia	-433
Hyundai Motor Co	-430
State Bank of India	-364

5 største kjøp

Cia Brasileira de Distribuicao	641
China Shipping Development	461
Samsung SDI Co Ltd	434
Haci Omer Sabanci Holding AS	311
Petroleo Brasileiro SA	200

5 største salg

Great Wall Motor Co Ltd	-1 626
Samsung Electronics Co Ltd	-1 417
AP Moeller - Maersk A/S	-1 327
Heineken NV	-1 239
Casino Guichard Perrachon SA	-824



Foto: Bloomberg

BIDRAGSYTERE

Beste bidragsytere i 2015 var Samsung Electronics, Frontline og Gedeon Richter.

Samsung Electronics hadde i 2014 en negativ trend i inntjening, selv om den fortsatt ligger på et høyt nivå. I 2015 hadde denne trenden en utflating. Årets store endring for selskapet var en bedret aksjonærpolitikk, med fastlagt dobling av utbytteandel og betydelige tilbakekjøp av egne aksjer, det kom særlig våre preferanseaksjer til gode. Utsiktene for 2016 peker mot stabil inntjening, men vi kan allerede nå se tidlige spor av selskapets nye satsninger innen elektrisk kjøretøyteknologi og medisin.

Frontline og Frontline 2012 ble fusjonert med Frontline som fortsettende selskap. Foruten et godt tankmarked ble fremtidig ambisjonsnivå og utbyttensnivå fastsatt, noe som førte til en omvurdering av selskapet. Det kommende året ser lovende ut hva gjelder vurdering på NAV, god kontantstrøm og stressede aktivamarkeder.

Gedeon Richter fikk en omvurdering i 2015 på nye produktlanseringer, noe som overskygget markedets tradisjonelle bekymring over selskapets store andel av salg til Øst-Europa. Når det gjelder utviklingen videre har selskapets verdsettelse fortsatt mye å gå på før det når nivåene på tilsvarende selskaper i utviklede markeder.

Verd å merke seg at våre to russiske selskaper, X5 og Moscow Stock Exchange kom blant de seks beste plasseringer i fjor. Dette inspirerer til å finne gode selskaper i utbombede markeder. En faktor i så måte er at en vesentlig del av den svake utviklingen i en rekke vekstmarkeder skyldes valutakurser, mer enn fallende aksjekurser. Verdsettelsen av en rekke vekstmarkeder er derfor ikke blitt vesentlig lavere. Vi har i likhet med de siste to årene sett mange inntjeningsskuffelser i selskapene. Mye skyldes selvfølgelig en svakere økonomisk utvikling enn ventet, men også selskapene selv som har overinvestert og manglet kapitaldisiplin. I flere av våre selskaper ser vi heldigvis en endring til det bedre, samtidig som svak avkastning til investorene har økt presset på selskapsledelser og hovedeiere for bedret selskapsstyring.

Ikke helt overraskende er to av de tre største negative bidragsyterne fra Brasil. Sparebanken Banrisul falt 60 prosent i lokal valuta, men resultattallene er ennå ikke nevneverdig påvirket av stigende tapsavsetninger. Hovedaksjonæren, staten Rio Grande do Sul har betalingsproblemer og markedets bekymring er i hvilken grad dette til slutt slår ut på de mange offentlige ansatte som har kundeforhold i banken. Dette kommer i tillegg til kredittvurderingsbyråers nedgrade-

ring av Brasils offentlige gjeld til søppelstatus. Men, med i hovedsak privatkunder og sterke marginer ser verdsettelsen rekordlav ut, 3 ganger inntjeningen og 34 øre pr krone i egenkapital. Det er lavere enn under finanskrisa i 2008-09. Direkteavkastning på utbytte er hele 17,5 prosent og konkurrerer bra med brasilianskeobligasjoner. Vi økte derfor posten mot slutten av året.

Jernmalmprodusenten Vale benyttet konkurransefordelen fra fallende valutakurser til å underby globale jernmalmpriiser. Det førte til fritt fall i priser, inntjening, utbytter og følgende aksjekurs. Vi innfant oss med tapet på denne investeringen og solgte oss ut, delvis også som følge av vårt økte ESG fokus etter en voldsom gruveulykke senhøstes.

Også i AirAsia solgte vi ut etter at det ble klart at finansieringsmulighetene for selskapets betydelige investeringsprogram ville bli svekket som følge av selskapets store krav på assosierte selskaper med tvilsom evne til kortsiktig tilbakebetaling. Selv om aksjekursen har kommet noe tilbake etter nedsalget er det fortsatt vårt prinsipp at en er "better safe, than sorry". Og alle kirkegårder er fulle av helter.

UTSIKTER

Muligheten for at 2016 blir bedre enn 2015 er absolutt til stede.

Globale vekstmarkeder handles for tiden med betydelig og økt rabatt på industrialiserte markeder. Rabatten er 40 prosent på inntjening og halv pris mot bokført egenkapital, noe den historieinteresserte investor må helt tilbake til slutten av det sene 1990-tallet for å finne. Til sammenligning handles SKAGEN Kon-Tiki sin portefølje med enda større rabatt. Det er fortsatt en betryggende rabatt mot de globale vekstmarkedene.

Fondet handles til 8x forventet inntjening i 2016, og 0,8 x bokført egenkapital. Dette

gir etter vårt skjønn en potensiell oppside i verdipapirporteføljen på 56 prosent, noe som ikke er langt fra vurderingene uvrer finanskrisen. Flere markeder med stresset lav vurdering mangler imidlertid katalysatorer for omvurdering. Men, historien viser at slike katalysatorer for omvurdering kan komme fortere enn ventet.

Mens vi venter på omvurderingene av markedene generelt, fortsetter arbeidet med økt fokus på selskapskvalitet. I tillegg er det viktigere for oss med selskaps-spesifikke omvurderingskriterier, og der har vekten i analysearbeidet økt i løpet av 2015.





SKAGEN m²

En andel i det globale eiendomsmarkedet*

- › Utviklingen i 2015 preget av vekstmarkeder og valutasvingninger
- › Amerikanske investeringer – preget av økte renter
- › Tyskland og Spania var positive
- › Eiendom fortsatt attraktivt for utbyttefokusede investorer

1	2	3	4	RISIKO	6	7
Fondets startdato	31. Oktober 2012					
Avkastning siden oppstart	54,5 %					
Gjennomsnittlig avkastning pr år	14,7 %					
Avkastning 2015	7,1 %					
MSCI ACWI Real Estate IMI 2015	16,6 %					
Forvaltningskapital	1 023 mill NOK					
Antall andelseiere	8 654					



PORTEFØLJEFORVALTERE

Michael Gobitschek og Harald Haukås

Arkitekten Ulrik Plesners første tilbygning til Brøndums hotel. 1892. Utsnitt. Av Johan Peter von Wildenradt, en av Skagenmalerne. Bildet tilhører Skagens Museum.



Foto: Bloomberg

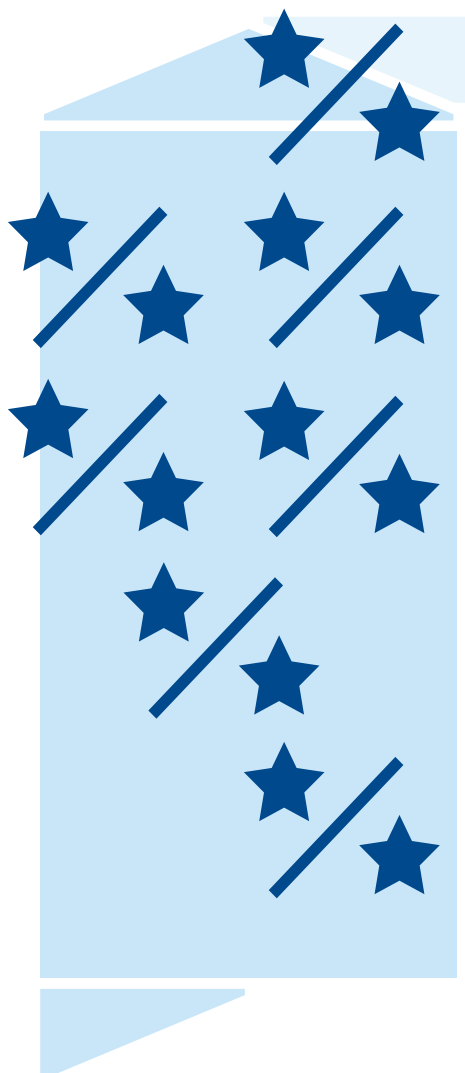
Et nytt grønt leilighetskompleks i Madrid. Europa bidro positivt, både absolutt og relativt i 2015. Særlig bidro våre investeringer i Tyskland og Spania til fondets avkastning.

Svake vekstmarkeder og volatile valutaer

Avkastningen kunne vært bedre sammenlignet med referanseindeksen, men det var likevel et år som fungerte rimelig godt når en ser på svingningene i fondet.

AVKASTNING

Årsaken til at avkastningen ble lavere enn referanseindeksen er svak utvikling i framvoksende markeder, både aksje- og valutakurser målt mot USD har falt betydelig. Dette skyldes delvis råvareprisfall, men også skuffende utvikling når det gjelder korrupsjon og demokratiske reformer som synes å gå i negativ retning i både Russland og Kina. Brasil, Kina og Indonesia var negative bidragsytere til både absolutt og relativ avkastning. USA var positivt absolutt, men negativt relativt. Europa bidro positivt på både aksje- og landnivå.



USA

Til tross for at USA var beste bidragsyteren til absolutt avkastning, gjorde vi feil valg med hensyn på sektorer. Vi hadde for mye vektning mot hotell, en sektor som var ned 30 prosent målt i USD, og helsesektoren, som ofte blir betraktet som alternativ til obligasjoner og dermed er renteutsatt.

Ved inngangen til året var det klare forventninger om økende renter i USA. Den amerikanske sentralbanken, Federal Reserve, økte renten mot slutten av året. Den amerikanske tiåringen nådde et bunnivå i slutten av januar 2015 på 1.64 prosent og avsluttet året på 2.27 prosent.

Selv om både Federal Reserve og den amerikanske tiåringen til en viss grad innfridde forventningene om renteoppgang, økte risikopåslaget i renten (også kalt kredittspread) betydelig mot slutten av året. Dette skjedde spesielt for de selskapene med høyest gjeldsgrad, men også for mindre gjeldsatte selskaper slik som dem vi typisk har investert i.

Når en betrakter resultatene fra våre amerikanske investeringer var disse som forventet i en renteoppgang. Når det forventes renteoppgang, skal typisk selskaper med relativt høy gjeldsgrad ha dårligere utvikling enn andre.

Vår beste amerikanske bidragsyter var PS Business Parks som nesten ikke har rentesensitiv gjeld, mens den svakeste var Ashford Hospitality Trust med en gjeldsgrad på 55-60 %. Hotellselskapet var blant de store vinnerne i perioden 2007 til 2010, og er etter vår mening misforstått. I fjor var utviklingen for hotellsektoren påvirket av at forventningene til videre oppgang i romprisene var for optimistiske, selv om de faktisk endte innenfor. Det var nok også en viss AirBnB-faktor som tyngte sektoren.

Når det amerikanske rentenivået øker blir også finansiering vanskeligere i fremvoksende markeder. Hvis amerikanske investorer kan få en risikopremie på 2 til 4 prosentpoeng ekstra ved å investere i forholdsvis trygge hjemlige industriobligasjoner, blir risikopremien betydelig for selskaper i fremvoksende markeder. De store taperne i så måte er selskaper som låner i USD og investerer i hjemlig valuta.



Det tyske eiendomsselskapet Deutsche Wohnen ble årets beste bidragsyter til SKAGEN m2. På bildet en av selskapets eiendommer, et sykehuskompleks i Berlin.

Foto: Deutsche Wohnen

EUROPA

Europa bidro positivt både absolutt og relativt i løpet av året. Både investeringer i Tyskland og Spania var store positive bidragsytere.

I Spania var det klare positive tendenser høsten 2013. Men, markedet ble til dels overopphet og vi var skeptiske til å investere basert på at mange eiendomsselskaper ble satt opp som blind pools (eiendomsselskaper før finanskrisen var stort sett konkurs) der en i liten grad visste hva en kjøpte. I løpet av 2014 kom det imidlertid nye muligheter i det spanske markedet, og vi valgte å investere i Melia Hotels og Axia som er fokusert på henholdsvis hotell og kontorer hovedsakelig i Madrid. Begge selskapene har intern ledelse. Axia har levert solide resultater i løpet av de i underkant av 2 årene selskapet har vært i drift.

Våre tyske leilighetsinvesteringer i henholdsvis Deutsche Wohnen som ble årets beste bidragsyter og Westgrund var svært vellykkede. Sist nevnte ble solgt ut.

I tillegg har vår investering i det skakkjorte tyske kontorselskapet DiC Asset vært vellykket. Dette er en typisk SKAGEN investering der alt ser galt ut i utgangspunktet og hvor det er stort potensial for forbedring. Ledelsen er skiftet ut og de har redusert gjeldsgraden gjennom året til et akseptabelt nivå. En kan forvente at det vil fortsette å forbedre sin drift. Selskapet øker sine inntekter fra forvaltning av eiendomsfond. Dette krever mindre egenkapital og sikrer en stabil kontantstrøm.



Foto: Melia

Spanias ledende hotellgruppe Meliá Hotels International, ble grunnlagt i 1966 på Mallorca. I dag har selskapet over 350 hoteller i 35 land. På bildet utsikt fra et av Meliás hoteller i Athen.

VEKSTMARKEDER

De største negative overraskelsene i 2015 kom fra Brasil. I tillegg til et kraftig oljeprisfall, har den pågående korrupsjonsskandalen i Petrobras påvirket landets utvikling negativt.

En hadde håp om at Brasil skulle utvikle seg i en mer demokratisk retning raskere enn det denne saken viser. Investorer blir med rette skeptiske, og «opptrydningen» blant næringslivledere og politikere i etterkant kan ta lang tid.

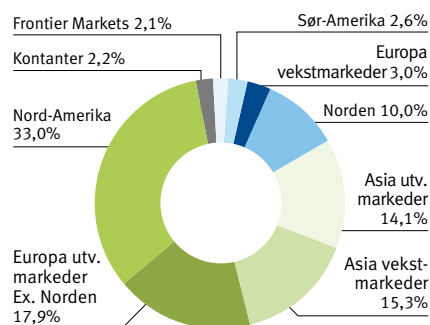
Brasil var også landet som ga oss det verste eksempelet på valutakurseffekter i 2015. General Shopping, som vi nå har solgt oss ut av, lånte i amerikanske dollar på en vekslingskurs 1,6 mot reais. Denne vekslingskursen steg deretter til 4, noe som gjorde det opprinnelige lånet mer enn dobbelt så stort i lokal valuta. På toppen av det hele var eiendomsverdiene på vei nedover, noe som gjorde at selskapet måtte selge eiendom for å holde gjeldsgraden på fornuftige nivåer og ha mulighet til å betjene den. Dette kan ikke sies å være annet en svært destruktiv prosess for aksjonærene i selskapet. Vi har dog beholdt en liten post i en evigvarende obligasjon i selskapet. Denne obligasjonen har kurs 50 og en yield på 20 prosent. Det synes

attraktivt ut fra en vurdering av risiko sammenlignet med mulig avkastning på denne obligasjonen.

Det har vært skrevet mye om Kinas avtakende økonomiske vekst og børssvingninger i løpet av de siste årene. En av de store skuffelsene i 2015 var ikke forbundet med den økonomiske veksten, men mer med hvordan landet har håndtert utviklingen i aksjemarkedet. De kinesiske myndighetene har, i stedet for å la et opp-spekulert marked tilpasse seg realitetene, innført tiltak som har økt usikkerheten betydelig og hindret markedet i å gjennomføre en reell verdsettelse. Det være seg salgsforbud eller andre interessante påfunn som tiltak mot dem som er ansett som "skyldige" i landets børsfall. SKAGEN m2 har sittet på sidelinjen og sett på utviklingen.

Fondet har kun en ren investering i Kina, nemlig Soho China. Fondet har i tillegg eksponering via GLP, Shangri-La, CapitalLand og SM Prime. Soho China, GLP og Shangri-La er aksjer med en dårlig utvikling i 2015, men som likevel er naturlige bestanddeler i en langsiktig portefølje.

GEOGRAFISK FORDELING



NØKKELTALL FOR DE STØRSTE POSTENE I SKAGEN m² (PER 31.12.2015)

Selskap	Postens størrelse %	Kurs	P/NAV siste	Div Yield 2016E	Ebitda 2016EV
Mitsui Fudosan Co Ltd	5,0	3056	96	0,9	5,7
Columbia Property Trust Inc	4,9	23,48	80	5,1	6,2
Global Logistic Properties Ltd	4,8	2,15	79	2,7	4,4
Olav Thon Eiendomsselskap ASA	4,4	142	70	1,3	6,8
HCP Inc	4,3	38,24	103	6,1	6,2
SL Green Realty Corp	4,0	112,98	90	2,5	4,6
Deutsche Wohnen AG	3,6	25,61	123	2,5	4,6
General Growth Properties Inc	3,4	27,21	85	2,8	5,3
Ashford Hospitality Trust	3,4	6,31	60	7,6	8,8
Mercialys SA	3,3	18,63	96	6,4	4,9
Vektet topp 10	41,1		88	3,6	5,5
Vektet topp 35	88			3,6	6,4
Vekstmarkedsindeksen				3,4 actual	

P/E kan avvike fra andre kilder når de er basert på SKAGENs estimater.

UTSIKTER

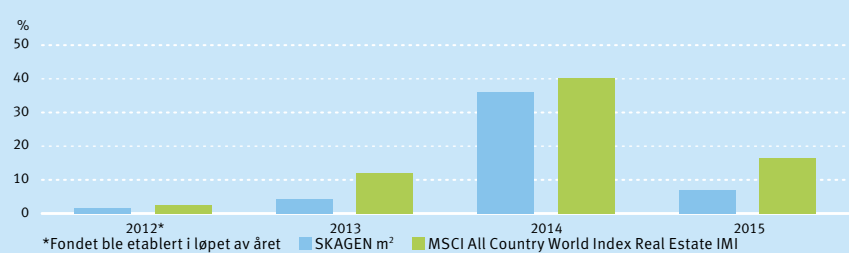
Den amerikanske presidenten Thomas Jefferson skrev i et brev i 1816 at han foretrakk drømmer om framtiden framfor historier om fortiden. Det er selvfølgelig de færreste som kan si noe konkret om framtiden, men en ting er sikkert: Eiendom vil fortsatt være en attraktiv investering for alle som er utbyttefokuserede investorer.

I 2015 var mye oppmerksomhet rettet mot kommende renteøkninger i USA. Selv om dette såvidt har begynt å materialisere seg i industriobligasjoner (inklusive eiendom), er det vanskelig å se for seg signifikante rentehevinger på flere prosentpoeng på statsobligasjoner i overskuelig fremtid. Inflasjon vil også innebære leieprisøkninger, og netto kontantstrøm etter gjeldsbetaling vil fremdeles være økende da de fleste eiendomsselskaper har en betydelig bedre balanse nå enn før finanskrisen.

I skrivende stund gir en rekke av våre selskaper direkteavkastning på over 4 prosent. Selv om det er risiko for redusert utbytte i noen av selskapene, gir kontantstrømmen en sunn basis for å håndtere usikkerhet. Det er med andre ord viktig å observere hvordan ledelsene i de ulike selskapene håndterer kapitalstruktur, fordi dette har stor betydning for den langsiktige verdiskapningen. Med det mener vi fokus på prioriteringene mellom vekst i eiendomsmasse, utdeling av utbytte og tilbakebetaling av gjeld eller tilbakekjøp av aksjer. Det er ofte slik at de beste investeringene en kan gjøre i dårlige tider er å «kjøpe sine egne eiendommer» via tilbakekjøp av aksjer fremfor nye eiendomskjøp.

Ved inngangen til 2016 har markedene begynt svakt. Da er det viktig å være bevisst at investorene i liten grad har tatt av i sin prising av selskapene under oppgangen. Det har hele tiden vært en sunn porsjon med skepsis og balansert risikotaking. Dette innebærer mindre risiko for kraftige nedturer. Men, samtidig må en være forberedt på at det kan komme moderate korreksjoner i 2016 – et godt år med mye volatilitet.

AVKASTNING PER ÅR (NOK)



SKAGEN M2 2015 (MILL NOK)

De 5 største positive bidragsytere

Deutsche Wohnen AG	12
Melia Hotels International	10
PS Business Parks	8
Apartment Investment & Management	8
SM Prime Holdings	8

De 5 største negative bidragsytere

Bekasi Fajar Industrial Estate	-13
Ashford Hospitality Trust	-11
CBL	-9
BR Malls Participacoes	-7
Ashford Inc	-5

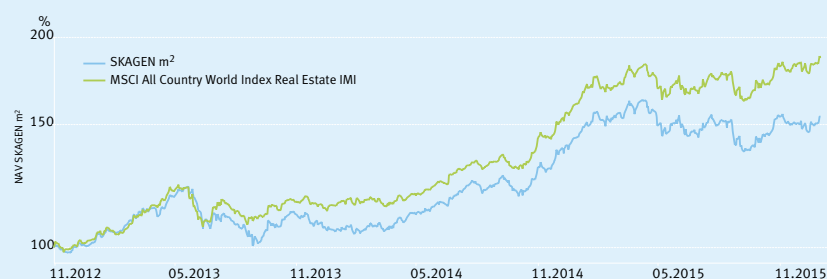
5 største kjøp

Mitsui Fudosan Co Ltd	29
CBL & Associates Properties Inc	26
Ashford Hospitality Trust Inc	25
Olav Thon Eendom A/S	24
Shangri-La Asia Ltd	24

5 største salg

British Land Co PLC	-25
Westgrund AG	-17
Citycon Oyj	-16
Mapletree Logistics Trust	-14
Affine SA	-14

KURSHISTORIKK SKAGEN m²





SKAGEN Focus

Jakter på eksepsjonelle investeringer

- › Etter de første syv månedene har fondet bygget opp en portefølje med en svært attraktiv risk/reward-profil
- › I et volatilt år var det enkelte positive bidragsytere, deriblant Omega Protein som steg over 100 prosent i perioden
- › Vi fortsetter å jakte på undervurderte aksjer med stort potensial for å synliggjøre verdier over en 2-3 års periode

1 2 3 4 5 **RISIKO** 7

Fondets startdato	26. Mai 2015
Avkastning siden oppstart	-3,5 %
Forvaltningskapital	1 042 mill NOK
MSCI All Country World Index	5,9 %
Antall andelseiere	3 983



PORTEFØLJEFORVALTERE

Filip Weintraub og Jonas Edholm

Krøyers hund, Rap, 1898. Av P. S. Krøyer, en av Skagenmalerne. Tilhører Skagens Museum (detalj).

Enkelte lyspunkter i et turbulent første år

Fondet ble lansert 26. mai 2015 – et år som skulle vise seg å bli svært volatilt. Dette børs klimaet har gjort det mulig for oss som langsiktige verdiinvestorer å bygge opp en portefølje som, etter vårt syn, har en svært attraktiv risk/reward-profil.

2015 ble på mange måter en videreføring av det klimaet vi opplevde i 2014. Dette innebar fortsatt høye nivåer av globale kvantitative lettelsener, spesielt i Europa, et fryktelig klima for oljeprisen som følge av OPEC og de andre produsentenes manglende vilje til å redusere forsyningen, og nok et skrekkeår for råvarer som nærmest ukritisk falt over hele linjen til tross for svært ulike fundamentale forhold. Den svakere kinesiske økonomien, eller oppfatningen av sådan, var hovedårsaken til fallet i råvareprisene, i kombinasjon med ren finansiell spekulasjon. Det kinesiske aksjemarkedet var usedvanlig svakt i andre halvdel av året sammen med en betydelig devaluering av den kinesiske valutaen, renminbi. For de nevnte sektorene og geografiske områdene var 2015, alt i alt, et Annus Horribilis for å sitere dronning Elizabeth IIs klassiske tale fra 1992.

I dette historisk unike klimaet har vi vært vitne til hvordan ultra-lave renter og den påfølgende kollapsen i enkelte sektorer, som energi og råvarer, har presset momentumdrevne pengestrømmer inn i noen såkalte tryggere «vekstaksjer», hovedsakelig store selskaper. Denne aksjekategorien vikarierer for obligasjoner i en null-rente-verden, og vi tror det må være svært liten risiko priset inn i den fremtidige inntjeningskurven for at dagens verdsettelse skal kunne rettferdiggjøres. Vi ser kanskje ikke så smarte ut nå, for fondet har hatt svært lav eksponering mot denne typen – etter vår mening – grovt overvurderte vekstaksjer, og dette har hatt en negativ effekt på den relative utviklingen vår.

Vi har hatt en marginal eksponering mot oljeprisen, primært gjennom det amerikanske leteselskapet Whiting Petroleum. Selv om vi har hatt aksjer som drar stor fordel av lavere oljepris, blant annet det Malaysia-baserte lavprisselskapet Air Asia og flyleasingselskapet AerCap, har vi fremdeles til gode å bli belønnet i disse selskapsspesifikke tilfellene.

Siden oppstarten har fondet bare vært inne i to selskaper i råvaresektoren, nærmere bestemt den Canada-baserte sølvprodusenten Pan America Silver og den australske BHP-spinoffen South32. Begge har eksepsjonelt sterk balanse og skal kunne tåle en langvarig periode med lavere råvarepriser. Selv om de fem ovennevnte selskapene alle er på listen over de største synderne i fondet i 2015, fester vi lit til forretningsmodellene deres og tror på god uttelling i en verden med mer normaliserte råvarepriser. Vi tok også inn den kanadiske kobberprodusenten First Quantum i løpet av året. Denne aksjen doblet seg i pris på kort tid, og gjorde det mulig for oss å ta en fin gevinst.

SKAGEN FOCUS 2015 (MILL NOK)

De 5 største positive bidragsytere		5 største kjøp	
Omega Protein Corp	29	American International Group I	80
Jenoptik AG	12	SK Hynix Inc	72
American International Group	12	SBI Holdings Inc	58
Sandisk Corp	6	Carlsberg A/S	53
Infineon Technologies	6	China Telecom Corp Ltd	49
De 5 største negative bidragsytere		5 største salg	
South32 Ltd	-20	Omega Protein Corp	-2
Whiting Petroleum Corp	-15		
Rentech Inc	-14		
SK Hynix Inc	-14		
AirAsia	-10		



USA-baserte Omega Protein har spesialisert seg på omega 3 som utvinnes fra fiskeolje. Selskapets aksjekurs steg med over 100 prosent i fondets basisvaluta i 2015.

LYSPUNKTER

Mens dronningen i sin nevnte tale sa hun var ute av stand til å se tilbake på 1992 med «ublandet glede», har 2015 for SKAGEN Focus bydd på enkelte lyspunkter.

Fondet ble lansert 26. mai 2015 og passerte en milliard kroner i forvaltningskapital like før årsskiftet. Fondet hadde flere positive bidragsyttere i absolutte termer i året som gikk, blant annet den amerikanske proteinprodusenten Omega Protein. Selskapet steg over 100 prosent (i fondets basisvaluta) i løpet av året etter å ha levert sterke resultater i ernæringsvirksomheten og lansert planer for strategiske tiltak som skal øke aksjonærverdiene. Vi vektet ned i løpet av året for å tilpasse oss den justerte risk/reward-profilen i



Foto: Stocksnap

Foto: Bloomberg

Flashminneprodusenten SanDisk ga et bra tilskudd til fondets avkastning i løpet av året etter et oppkjøpsbud fra konkurrenten Western Digital, en premie på 40 prosent.

investeringsscaset. Dette er et godt eksempel på hvordan oppsiden til kursmålet vårt påvirker størrelsen på posisjonene i porteføljen vår.

Den største posisjonen vår (vektet 8,5 prosent), i den amerikanske forsikringsgiganten AIG, leverte en betydelig avkastning på 16 prosent i 2015 (målt i fondets basisvaluta). Selskapet har blitt presset av aktivistinvestorer – med berømte Carl Icahn i spissen – til å vurdere å dele opp virksomheten i tre deler. Et annet av selskapene i fondets portefølje, den amerikanske flashminneprodusenten SanDisk, bidro også sterkt i 2015. Selskapet mottok et bud på 86,50 dollar per aksje fra rivalen Western Digital, tilsvarende en premie på mer enn 40 prosent



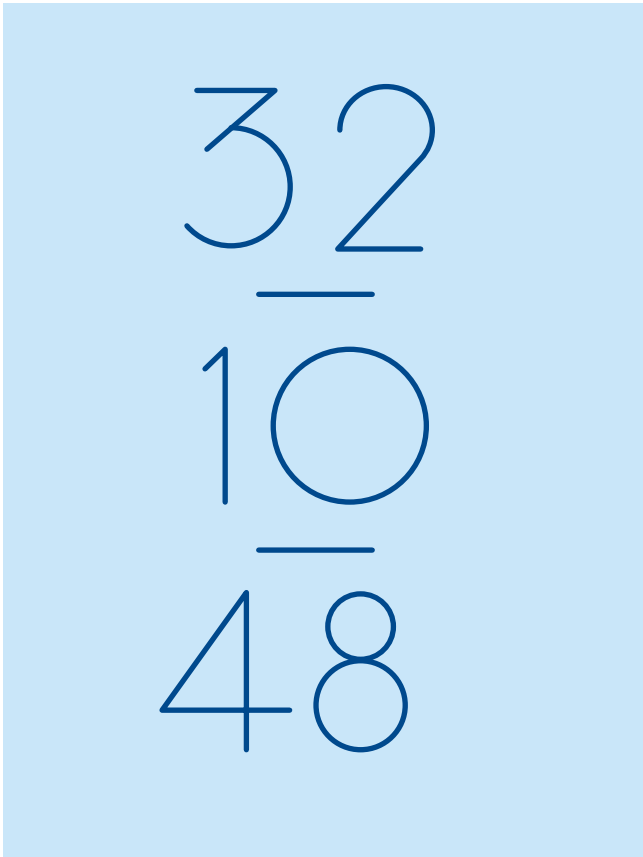
Foto: Bloomberg

En ansatt kvalitetssjekker en Infineon halvleder-plate.

DIESELGATE

En av årets spesielle hendelser førte oss inn i to nye investeringscaser, nemlig dieselskandalen i Volkswagen. De fleste bilrelaterte aksjer falt kraftig på nyheten, uavhengig av eksponeringen mot situasjonen hos Volkswagen. Under disse omstendighetene tok vi den tyske halvlederprodusenten Infineon inn i porteføljen, etter at selskapets aksjekurs hadde vært gjennom et bratt og uberettiget fall. Med en usedvanlig dårlig timing debuterte den tyske bildelerprodusenten Schaeffler på børs samme uke som Volkswagen-skandalen. Dermed ble selskapet nødt til å kutte IPO-en med 50 prosent (både pris og størrelse for å reflektere en 30-40 prosent rabatt til sine «peers»). Vi benyttet denne enestående muligheten og aksjen steg raskt 30 prosent i løpet av året fra nivået der vi gikk inn.

Av andre nykommere i porteføljen kan vi nevne det sveitsiske bakeriselskapet Aryzta, et sjeldent snuoperasjonstilfelle i konsumvaresektoren, og den amerikanske kortleverandøren Synchrony Financial, som ble skilt ut fra GE på slutten av året til en veldig attraktiv verdsettelse. Sist, men ikke minst, har vi også gjort vår første investering i Brasil. Etter et voldsomt falt i landets valuta, har vi tatt inn den store kjøttkøttportøren, JBS.



IKKE TILFREDS

Etter bare syv måneders forvaltning i dette børs klimaet hadde fondet en avkastning på

-3,5 prosent. I samme periode har fondets referanseindeks, MSCI All Country World, steget 5,9 prosent. Dette er en forholdsvis kort tidsramme for enhver seriøs evaluering av et fonds resultater, men vi er selvsagt ikke fornøyd med avkastningen hittil.

Ikke desto mindre går vi inn i det nye året med en konsentrert portefølje av 32 utvalgte selskaper hvorav de ti største utgjør 48 prosent av fondet. Vi skal fortsette å følge den grunnleggende filosofien om å finne underprisede aksjer der potensialet er stort for at verdiene blir synliggjort gitt en 2-3 års horisont. En oppside på mer enn 50 prosent i fair pris for egenkapitalen er nødvendig for at vi skal vurdere en posisjon, men like viktig er en kontrollert tilnærming til risiko.

Den største risikofaktoren i fondet er rentekurven. Dette kommer av en relativt høy vektning i finansielle tjenester og «price competition», det vil si selskaper som opererer i det som (ofte litt misvisende) kalles «commoditised markets». Vektningen vår i finansielle tjenester er betydelig, men utgjøres av selskaper i mange former og fasonger for diversifiseringsformål. Investeringscaser som den amerikanske regionalbanken Citizens Financial, CIT og AIG er alle undervurderte selv uten hjelp av høyere renter. Samtidig er de godt posisjonerte dersom rentene fortsetter å stige i 2016, nå som Fed valgte å heve renten på slutten av fjoråret.

Vi takker for tilliten og ser frem til et fremgangsrikt 2016.



Foto: First Quantum



Foto: Bloomberg



Foto: iStock

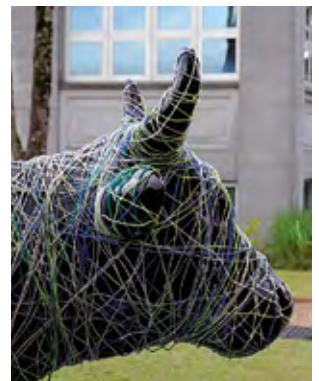


Foto: Bloomberg

First Quantum

First Quantum er et kanadisk gruve- og metallselskap. Det har syv gruver over hele verden. Det produserer kobber (70%), nikkel (20%), gull, sink og platina. Gruvevirksomheten er i hovedsak basert i Zambia, Spania, Finland, Australia og Tyrkia. I 2014 produserte First Quantum 420 000 tonn kobber, 46 000 tonn nikkel, 230 000 unser gull, 56 000 tonn sink og 60 000 unser platinum.

Schaeffler

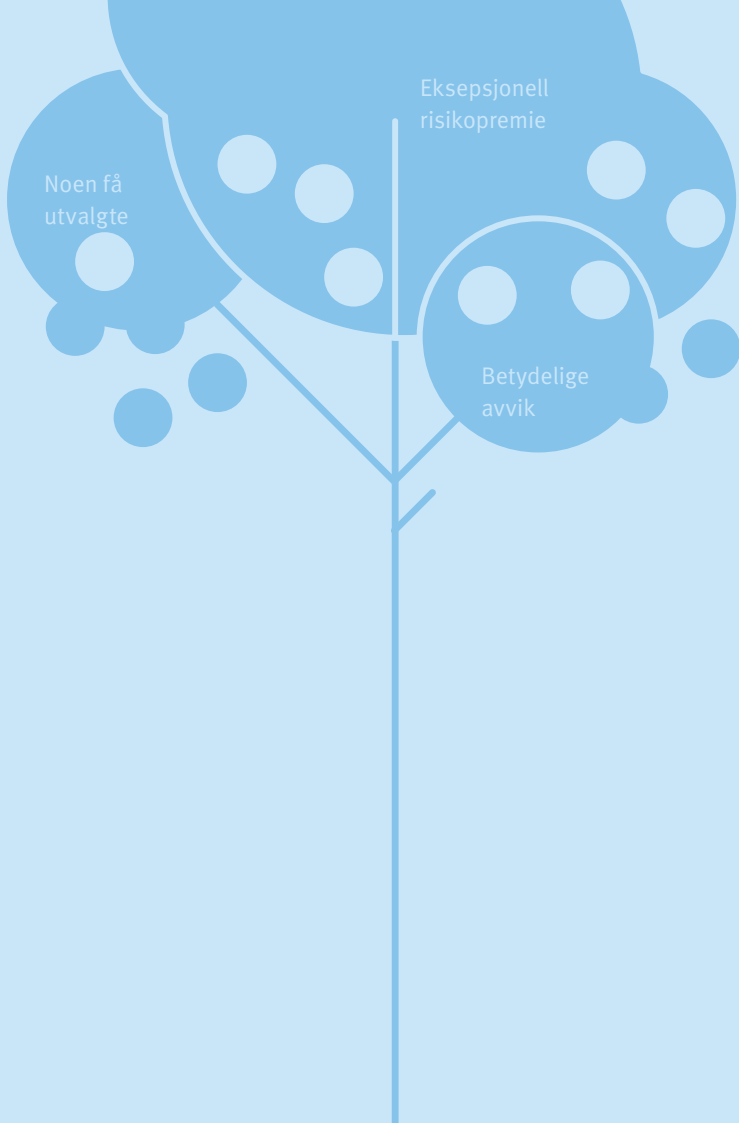
Schaeffler AG er en integrert leverandør til bil- og industri sektoren med mer enn 12 milliarder euro i omsetning og 84 000 ansatte. Selskapet ble grunnlagt og er hovedsakelig eid av Schaeffler-familien (som også eier en majoritetsandel i Continental, CON GY). Selskapet ble børsnotert 9. oktober 2015 etter å ha kuttet størrelsen på IPO-en med 50 prosent som følge av VW-skandalen (VW er Schaefflers største kunde).

Synchrony Financial

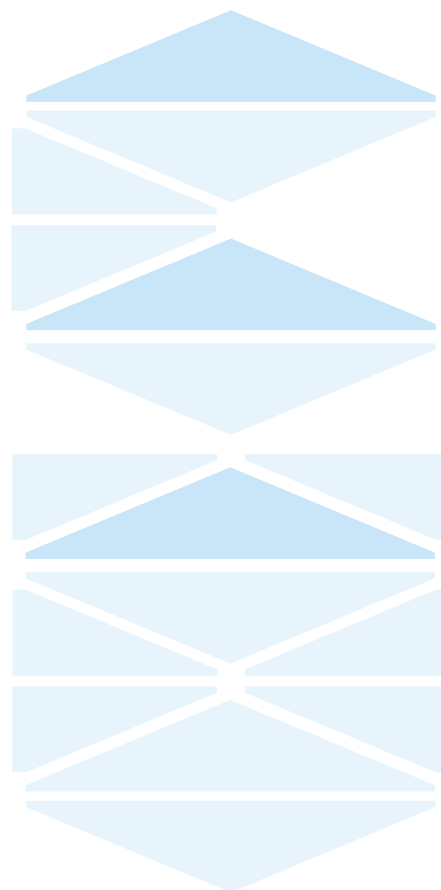
Selskapet er den ledende amerikanske leverandøren av «private label»-kredittkort med en markedsandel på 42 prosent i USA. 75 prosent av den totale utlånsboken (61 milliarder dollar) er relatert til betalingskort og 25 prosent til nedbetalingslån/betalingsløsninger. Selskapet har vært et børsnotert selskap siden august 2014, og ble den gang delvis skilt ut fra morselskapet GE etter 80 års drift som en del av GE Capital. GE fullførte skilsmisjonen i november 2015, og på dette tidspunktet gikk fondet inn i aksjen.

JBS

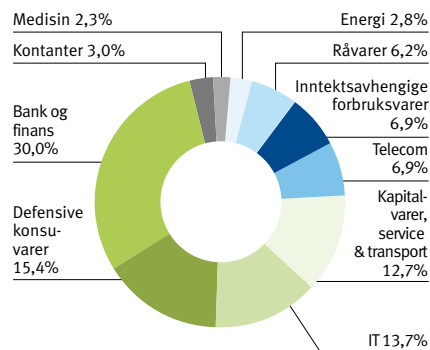
Brasilianske JBS har gått fra å være en mellomstor lokal kjøttprodusent til å bli verdens største produsent av animalsk protein på bare noen få år siden børsnoteringen i 2007. Selskapet er nå verdens største produsent av storfe, samt nummer to på fjærkre og nummer tre på svin, målt i salg. 85 prosent av inntektene kommer fra utenfor Brasil.



- SKAGEN Focus er et konsentrert aksjefond med et globalt investeringsmandat som omfatter alle geografier, sektorer og selskapsstørrelser.
- Fondets overordnede mål er å finne og investere i noen få utvalgte investeringer med eksepsjonell risk/reward-profil basert på et absolutt avkastning-perspektiv.
- Fondet er eksponert mot en kombinasjon av unike selskaps-spesifikke faktorer, som over tid ventes å resultere i betydelige avvik versus det underliggende markedet.



BRANSJEFORDELING

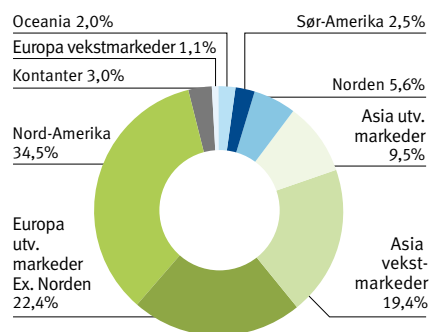


NØKKELTALL FOR DE STØRSTE POSTENE I SKAGEN FOCUS (PER 31.12.2015)

Selskap	Postens størrelse %	Kurs	P/E 2015E	P/E 2016E	P/B siste	Kursmål
American International Group Inc	8,8	62	14,5	12,1	0,8	90
Carlsberg AS-B	5,6	612,5	20,5	18,8	2,1	822
SK Hynix Inc	5,5	30 750	5,1	6,3	1,1	65 000
SBI Holdings Inc	5,1	1 321	10,3	9,1	0,8	3 000
Citizens Financial Group Inc	4,9	26,2	16,6	13,8	0,7	35
China Telecom Corp Ltd	3,9	3,6	15,2	14,3	1,0	8
Jenoptik AG	3,9	14,4	17,2	15,9	2,0	20
Aercap Holdings NV	3,8	43,2	6,9	7,9	1,1	70
Aryzta AG	3,2	51	13,7	12,2	1,4	90
Pan American Silver Corp	3,1	6,5	NM	NM	0,7	12
Vektet topp 10	47,7		12,5	12,0	1,0	
Referanseindeks						

P/E kan avvike fra andre kilder når de er basert på SKAGENs estimater.

GEOGRAFISK FORDELING





SKAGEN Balanse 60/40

Sammen for bedre renter

- › Balansert avkastning på 6,1
- › Mindreavkastning i underliggende aksjefond
- › Kombinasjonsfond er et enkelt valg for en balansert portefølje

1	2	3	RISIKO	5	6	7
Fondets startdato	29. februar 2012					
Avkastning siden oppstart	38,3 %					
Gjennomsnittlig avkastning pr år	8,8 %					
Avkastning 2015	6,1 %					
SKAGEN Balanse 60/40 kombinert indeks 2015:	7,6 %					
Forvaltningskapital	329 mill NOK					
Antall andelseiere	2 640					



PORTEFØLJEFORVALTERE

Beate Bredesen

Rett farkost for ulike vann. (Utsnitt).
Av P. S. Gad Frederik Clement,
en av Skagenmalerne.
Bildet tilhører Skagens Museum.

Holdt balansen

SKAGEN Balanse 60/40 havnet bak referanseindeks, men effekt av rebalanseringen i fondet utlignet noe.

Avkastningen i SKAGEN Balanse 60/40 for 2015 ble 6,1 prosent. Referanseindeks fikk tilsvarende 7,6 prosent i avkastning. Fondet underprestasjon i forhold til referanseindeks henger i all hovedsak sammen med at SKAGEN Vekst hadde en mindreavkastning i forhold til referanseindeks på 11,5 prosent.

Fondets prestasjon, både absolutt og relativt, bestemmes i hovedsak av underfondenes resultater, men påvirkes også av skatt i rentefondene og rebalanseringsgevinster.

Aksjeandelen i fondet lar vi drive til henholdsvis 58 prosent på nedsiden og 62 prosent på oppsiden før en foretar rebalansering. Dette innebærer i praksis at aksjer må utvikle seg 8 prosent bedre eller dårligere enn renter før det rebalanseres. Dette gir fondet mulighet til å tjene noen ekstra basispunkter på rebalanseringene. I 2015 bidro dette med ca 34 basispunkter til fondets avkastning.

Andelseierne i SKAGEN Balanse 60/40 må betale skatt av renteinntekter to ganger. Lav renteavkastning i 2015 gjorde at disse inntektene ble lave og hensyntatt skjermingsfradrag på 0,6% ble fondet beskattet med ca 6 basispunkter.

Nye skatteregler

Frem til 1. januar 2016 har SKAGEN Balanse 60/40 vært definert som et aksjefond, i skattemessig forstand. Etter nye regler vil gevinsten ved realisasjon bli stykket opp etter en sjablongfordeling med en del som skattlegges som aksjeutbytte og en del som skattlegges som renteinntekt.

Selskaper som kommer inn under fritaksmetoden fikk umiddelbart insentiver til å realisere sine gevinster i kombinasjonsfond før de nye regler ble satt i kraft.

De nye reglene åpner for at fondet kan dele ut en andel av sitt resultat slik at overnevnt dobbeltbeskatning unngås. En nærmere intern utredning av konsekvenser av de nye reglene viser at det ikke er åpenbart til fordel for privatkunder at fondet blir utdelende. Andre aktører i bransjen synes så langt å konkludere med det samme. Det kan derav synes som at endringene

ikke har truffet hensiktsmessig og vi ser ikke bort i fra at det kan komme forslag om endring eller justeringer i nær fremtid.

Det minnes om at andelseierne i SKAGEN Balanse 60/40 ikke belastes forvaltningshonorar utover de honorarene som påløper til de underliggende fond.

Dette er SKAGEN Balanse 60/40

Kombinasjonsfondet SKAGEN Balanse plasserer 60 prosent av midlene i aksjemarkedet og 40 prosent i rentemarkedet gjennom underliggende fond. Det er et fond-i-fond som investerer i tre aksjefond, SKAGEN Vekst, SKAGEN Global og SKAGEN Kon-Tiki, to pengemarkedsfond, SKAGEN Høyrente, SKAGEN Høyrente Institusjon og ett obligasjonsfond, SKAGEN Avkastning.

Fondets referanseindeks er en sammensatt indeks bestående av 60 prosent aksjeindeks (5/8 MSCI All Country World Index ex Nordic Countries, 1/8 MSCI Nordic Countries, 1/4 MSCI Emerging Markets Index) og 40 prosent renteindeks (Oslo Børs Statsobligasjonsindeks 1.00 ST3X). Fondet har en sammensetning av aksjefond som reflekterer referanseindeksen hvilket i praksis betyr at fondet investerer 15 prosent av fondets midler i h.h.v. SKAGEN Vekst og SKAGEN Kon-Tiki samt 30 prosent i SKAGEN Global. I tillegg investeres 15 prosent av fondets midler i h.h.v. SKAGEN Høyrente og SKAGEN Høyrente Institusjon og 10 prosent i SKAGEN Avkastning.

Fordelen med å investere i SKAGEN Balanse 60/40 er at forholdet mellom aksje og renteandelen overvåkes og tilpasses kontinuerlig. På dette vis opprettholdes andelseiernes risikoprofil over tid. En annen fordel er at gevinstbeskatning først inntreffer ved realisasjon. Denne utsatte skatten har positiv effekt.

Å spare i SKAGEN Balanse 60/40 skal være et enkelt valg for kunder som søker både rente og aksje eksponering men også å spre sine investeringer over flere fond. På denne måte reduseres risiko uten at kunden selv får administrasjon og oppfølgingsjobben.

Hvorfor varierer inflasjonseffekten så mye?

Mange råvareproduserende land har de siste årene hatt en kraftig svekkelse av bytteforholdet. Eksporten betaler for langt mindre import. Noen land, som Russland og Brasil, har i etterkant fått betydelig høyere inflasjon. Andre, som Norge og Chile, har kun hatt en moderat økning i inflasjonen. Hva forklarer forskjellen? Og hva kan være i vente?

Siden råvareprisfallet, spesielt olje, i hovedsak trolig skyldes ny teknologi, bør det ha en positiv samlet effekt på global økonomi. Men utover denne generelle virkningen på global økonomisk aktivitet får man en fordelings effekt.

Prisfallet slår ulikt ut alt etter på hvilken side man sitter i råvaremarkedet. Noen land, som India og Japan, har fått en bytteforholdsgvinst. Andre land, som Norge og Russland, har fått en bytteforholdssmell. Typisk øker inflasjonen når bytteforholdet forverres kraftig fordi valutakursen svekkes. Men utslaget varierer betydelig.

I Russland har konsumprisene steget 19 prosent siden oljeprisen begynte å stupe i juni 2014. I Brasil har effekten vært nesten tilsvarende. I samme periode, altså frem til november 2015, løftet konsumprisene i Norge seg med kun 4 prosent - en årsvekst som kun er et prosenpoeng høyere enn før oljeprisfallet. I Canada har utslaget vært enda lavere.

Med Norge som eksempel

Hvorfor varierer inflasjonseffekten så mye? Det skyldes trolig pengepolitiske og fiskale forhold som kan forklares ved å se på hva som skjer i Norge nå kontra hva som skjedde på midten av 80-tallet. Poenget er at Norge, og andre land som Chile, nå trolig ville erfart det samme som landet langt der nord gjorde på 80-tallet – om de nå hadde samme politiske rammevilkår som Norge hadde da.

Prosentuelt dalte oljeprisen fra 1985 til våren 1986 like som den har falt siden sommeren 2014. Fra mai 1986 til mai 1987 steg konsumprisene i Norge 10 prosent.

Hvorfor var utfallet så annerledes da? På 80-tallet hadde ikke Norge et inflasjonsmål. Norges Banks instruks var å holde kronekursen stabil – på det nivået regjeringen til enhver tid mente var det riktige. Og siden regjeringen hadde for vane å justere kursen, var ikke inflasjons-

forventningene forankret. Så da regjeringen devaluerte kronen med 12 prosent i mai 1986, gikk det ikke mange ukene før prisveksten steg fra en årlig rate på ca. 5 prosent til ca. 10 prosent.

Siden juni 2014 har kronen svekket seg rundt 24 prosent. En årsak til at inflasjonen nå ikke har tatt av er at man siden 1999 har hatt et troverdig inflasjonsmål. Med en rimelig klar formening om hva prisveksten blir fremover, er prissetter mindre labile for bevegelser i bytteforhold og kronekurs.

Men inflasjonsmålet er ikke hele forklaringen på forskjellen i inflasjonsutslag mellom råvareeksportører. Colombia, en annen stor råvareeksportør, har hatt et inflasjonsmål omtrent like lenge som Norge. Men det har ikke forhindre at inflasjonen steg til 6,4 prosent i november 2015.

Statsfinansenes soliditet er den andre forklaringen på at den markante svekkelsen av bytteforholdet ikke har hatt samme inflasjonseffekt.

I 1986 var det ikke klart at om den norske stat skulle klare å tilpasse finansene til et langvarig lavt oljeprisnivå. Og med utsikter til svekkede statsfinanser, får man typisk høyere inflasjon – og en ekstra svekkelse av valutakursen. Nå har den norske stat akkumulert en stor finansiell formue. Uro for statsfinansene har derfor ikke bidratt til økt inflasjon.

Chile, hvor bytteforholdet, på grunn av fallet i kobberprisen, er svekket like mye som i Norge, har også hatt et svakt inflasjonsutslag. Men den chilenske stat har netto fordringer, og utgiftene, selv om de har vokst mye i det siste, er på fortsatt på lavt nivå. I kombinasjon med et inflasjonsmål holder tillit til statsfinanser inflasjonen i sjakk.

Hva gir forskjellen

Russland og Brasil har verken troverdige inflasjonsmål eller utsikter til sunne stats-

finanser. Ergo undergravdes pengenes verdi når bytteforholdet fikk seg en knekk. I Colombia er staten for avhengig av de årlige inntektene fra råvareproduksjonen.

Men kan det være at man i Norge, og andre råvareproduserende land, ennå ikke har sett hele effekten av det svekkede bytteforholdet? For Norges vedkommende tror både Statistisk Sentralbyrå (SSB) og Norges Bank på en forbigående mild økning av inflasjonen – de anslår at inflasjonen er ca. 2 prosent om to år. Kan de ta feil?

To forhold kan medføre et uventet hopp i norsk inflasjon. Prisene på importvarer, som jevnt over falt fra 1996 til 2014, har økt 4,3 prosent siste året. Og mer er i vente. Hvis dette drar opp inflasjonen nok til at folk mister tilliten til inflasjonsmålet, kan prisene akselerere langt mer enn SSB og Norges Bank ser for seg.

Det andre er om oljeprisen skulle falle ytterligere – målt i dagens kjøpekraft har oljeprisen de siste 100 årene i lange perioder ligget på vært ca. 25 dollar. Om så skjer, må den norske stat snart saldere budsjettet med å spise av oljefondet. Selv om det er en god del å øse av, må oljeavhengige norske politikere trolig kjapt på avrusning om vi ikke skal få en ekstra dose inflasjon.

Om råvareprisene generelt synker videre, kan også andre lands stater, som Chile, måtte stake ut en mer edruelig utgiftspolitik for å unngå ubehagelig høy inflasjon.



– Torgeir Høyen
Porteføljevalter SKAGEN Tellus



SKAGEN Tellus

Døråpner til globale renter

- › Risikotagning i vekstmarkeder og i Eurosonens periferi betalte seg ikke
- › Råvareprisfallet ga negativ effekt på obligasjons- og valutakurser
- › Fondet er nå posisjonert for at råvareprisene generelt holder seg på et lavt nivå
- › Ca. 30 prosent av fondet er plassert i dollar-denominerte statsobligasjoner.

1	2	4	RISIKO	5	6	7
Fondets startdato	29. September 2006					
Avkastning siden oppstart	88,14 %					
Gjennomsnittlig avkastning pr år	7,07 %					
Avkastning 2015	5,06 %					
J.P. Morgans GBI Broad Unhedged Index*	14,64 %					
Forvaltningskapital	1 293 mill NOK					
Antall andelseiere	3 135					



PORTEFØLJEFORVALTERE

Torgeir Høien og Jane Tvedt

Interiør. Brøndums anneks, ca. 1920. (Utsnitt).
Av Anna Ancher, en av Skagenmalerne.
Bildet tilhører Skagens Museum.

Tynget av vekstmarkeder

SKAGEN Tellus tok risiko i vekstmarkeder og i Eurosonens utkant, noe som ikke betalte seg slik vi hadde forventet. I tillegg, utviklet fondet seg svakere enn referanseindeksen fordi en redusert andel av midlene var plassert i Japanske statsobligasjoner.

Fallet i råvarepriser i 2015 ga en negativ effekt på obligasjons- og valutakurser i de fleste råvareproduserende land. Vi ventet for lenge med å redusere våre posisjoner i land som Brasil og Colombia, og dette fikk dermed en negativ effekt på fondskursen. I tillegg fikk ikke, slik som vi hadde forventet, råvareprisfallet en positiv effekt på obligasjonskurser og valutaer i vekstmarkedsland som importerer råvarer.

Med hensyn til 2016 er fondet nå posisjonert for at råvareprisene generelt holder seg på et lavt nivå. Noen råvaremarkedsland med sterke statsfinanser og inflasjonsmål har trolig fått et sterkere fall i valutakursen enn hva fundamentale forhold skulle tilsi. I Chile, f.eks., hvor valutaen har falt i tråd med svakere kobberpris, mener vi forholdene ligger til rette for en styrking av valutaen. Canada er et annet eksempel. En kombinasjon av troverdige inflasjonsmål og solide statsfinanser tilsier at valutaene vil styrke seg. Fondet er derfor investert i begge disse to råvareproduserende landene.

Vi solgte oss ut av Tyrkia og har ikke planer om å gå inn igjen med det første – selv om landet vil tjene på fortsatt lave råvarepriser. Til det er den politiske usikkerheten for stor. India, derimot, har et godt politisk lederskap, og landet bør kunne dra nytte av lave råvarepriser i år. Vi tror på lavere inflasjon og en sterkere rupi, og fondet er investert i et papir utstedt av den overnasjonale banken EBRD.

Vi hadde problemer med å navigere i Eurosonens periferi i fjor. Forhandlingene om en ny gjeldspakke til Hellas trakk ut lengre enn forventet, og det hadde enn større effekt på rentespreddene i Eurosonen enn vi så for oss. I fjor sommer var det, slik vi vurderte det, 50 prosent sjanse for et gresk forsvinningsnummer. Siden vi er investorer, ikke gamblere, trakk vi oss derfor ut av de mest utsatte posisjonene i Europas utkanter.

Utover høsten tok vi posisjoner i Eurosonens periferi som vi har tro på vil gi god avkastning i år. Posisjonene er relativt små og fordelt mellom Slovenia, Portugal, Spania og Hellas. Vi tror ikke den europeiske sentralbanken kommer til å heve renten – ytterligere rentekutt og mer ukonvensjonell pengepolitikk er trolig mer aktuelt – og med fortsatt økonomisk vekst og bedre statsfinanser ligger forholdene til rette for lavere renter i Eurosonens periferi.

Ca. 30 prosent av fondet er plassert i dollar-denominerte statsobligasjoner. Det meste, men ikke alt, er med lav durasjon. Selv om Federal Reserve hevet renten med 25 basispunkter i desember, tror vi ikke på høyere lange statsrenter. Vi vurderer det slik at det er større sjanse for litt lavere lange renter. Lav inflasjon gjør Fed varsomme. Men relativt til den europeiske sentralbanken vil Federal Reserve sin politikk fremstå som strammere, noe som trolig vil styrke dollaren. Vi regner derfor med å få både obligasjons- og valuta-kursgevinster på vår dollar eksponering.



Uroen spredte seg

SKAGEN Avkastning hadde moderat avkastning i 2015. Fjoråret var utfordrende både for den norske og den utenlandske delen av fondet.

Den norske delen, som over tid utgjør omkring 80 prosent, er investert i norske banker. Vi plasserer fondsmidlene i bankinnskudd med særlig gunstige vilkår og i bankobligasjoner med flytende rente. Denne delen av porteføljen har lav renterisiko. Selv om renterisikoen er lav, blir kursen påvirket av endringer i renten – både i styringsrenten til Norges Bank og kredittpåslag. Uroen i internasjonale kredittmarkeder smittet over på norske bankpapirer og ga en økning i kredittpåslagene fra september. Dette mer enn oppveide fallet i styringsrenten i løpet av året og ga kurstap på bankpapirene. Selv om man på kort sikt får et kurstap som følge av høyere kredittpåslag, gir dette et løft i fondets effektive rente, noe som er positivt for forventet avkastning i 2016.

Den utenlandske delen av porteføljen har i 2015 vært basert på vårt syn om at de lange sikre rentene ville holde seg lave, samt at kredittpremiene ville falle i enkelte land, spesielt i de tidligere kriselandene i Sør-Europa. Vi har derfor hatt høy eksponering mot såkalte perifere euroland gjennom store deler av året.

God start

Året startet veldig bra for våre investeringer i utlandet med et kraftig rentefall fram til midten av mars. Blant annet bidro kvantitative lettelsener fra den europeiske sentralbanken til fallet i de lange rentene. Fra slutten av april steg rentene kraftig, først som følge av høyere inflasjons- og vekstforventninger og deretter på grunn av krisen i Hellas. Dette rammet våre investeringer. Da usikkerheten rundt fremtiden til Hellas i eurosone var størst i slutten av

juni, valgte vi å selge våre obligasjoner i Portugal og Slovenia. Vi mente risikoen var svært stor for at Hellas ville forlate euroen og for at dette ville smittet over på våre investeringer i Sør-Europa.

Tror på euroobligasjoner

I fjor høst har vi igjen investert i den europeiske periferien. Vi har tro på at strukturelle reformer og intern devaluering vil bedre veksten og styrke statsfinansene. Videre vil kvantitative lettelsener trolig bidra til at rentene i de perifere landene faller enda mer og at renteforskjellen til Tyskland blir mindre. Vi har investert i Slovenia, Portugal, Spania og på tampen av året i en liten post i Hellas. Vi har også en euroobligasjon i Kroatia som vi mener vil nytte godt av fall i rentene i europa.

Vi har i hele 2015 vært investert i Mexico. Landet gjennomfører reformer som vi mener vil forbedre økonomiens vekstevne og legge grobunn for fall i kredittpremien fremover. Videre tror vi at den relativt høye realrenten vil konvergere mot nivået i mer utviklede land over tid. De utenlandske investeringene er valutasikret, så endringer i kronekursen har ingen påvirkning på avkastningen til fondet.

Ved utgangen av 2015 var den effektive renten 2,2 prosent, rentefølsomheten 1,7 år og gjennomsnittlig løpetid 3,6 år.

SKAGEN Avkastning

Aktiv renteforvaltning

1	RISIKO	3	4	5	6	7
Fondets startdato	16. september 1994					
Avkastning siden oppstart	204,72 %					
Gjennomsnittlig avkastning pr år	5,37 %					
Avkastning 2015	0,99 %					
Statsobligasjonsindeks 3.00 2015:	1,59 %					
Forvaltningskapital	1 678 mill NOK					
Antall andelseiere	11 140					



PORTEFØLJEFORVALTERE

Jane Tvedt og Torgeir Høyen

*Båden sættes i søen. Skagen. 1884. (Utsnitt).
Av Oscar Björck, en av Skagenmalerne.
Bildet tilhører Skagens Museum.*

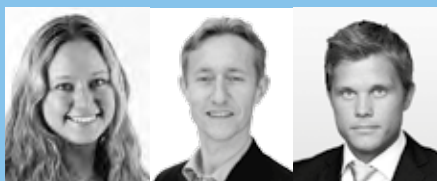


SKAGEN Høyrente

Sammen for bedre renter

RISIKO 2 3 4 5 6 7

Fondets startdato	18. september 1998
Avkastning siden oppstart	100,79 %
Gjennomsnittlig avkastning pr år	4,12 %
Avkastning 2015	1,06 %
Statssertifikatindeks 0.50	0,98 %
Forvaltningskapital	2 898 mill NOK
Antall andelseiere	6 242



PORTEFØLJEFORVALTERE

Elisabeth Gausel, Ola Sjöstrand
og Sondre Solvoll Bakketun

*Fiskere trækker nod på Skagen Nordstrand.
Sildig eftermiddag, 1883. (Utsnitt).
Av P. S. Krøyer, en av Skagenmalerne.
Bildet tilhører Skagens Museum.*

Bedre enn banken

Historisk lave renter og økte kredittpåslag preget SKAGEN Høyrente i 2015.

I løpet av 2015 satte Norges Bank ned styringsrenten to ganger fra 1,25 prosent ved inngangen til året til historisk lave 0,75 prosent ved årets slutt. Dette medførte at pengemarkedsrentene falt tilsvarende og 3 måneders NIBOR falt fra rundt 1,6 prosent til rundt 1,1 prosent i løpet av året. Mange ventet at sentralbanken skulle sette renten videre ned på sitt møte i starten av desember, men renten ble holdt uendret grunnet en svakere krone og noe mer ekspansiv finanspolitikk enn ventet.

Lav oljepris og lave renter

Etter en lengre periode med stabilt lave kredittpåslag for både bank- og industri-papirer, økte kredittpåslagene kraftig i september 2015. Denne økningen så man også internasjonalt og det er nærliggende å tro at den vedvarende lave oljeprisen bidro til økningen. Lavere markedsrenter generelt trekker isolert sett fondskursen opp, mens høyere kredittpåslag trekker kursen ned. I forkant av økningen i kredittpåslagene var SKAGEN Høyrente posisjonert med en høy andel bankinnskudd og generelt lav løpetid i porteføljen. Dette gjorde at økningen i kredittpåslagene slo mindre negativt inn i fondskursen enn de ellers ville gjort. Samtidig kunne fondet utnytte den høye andelen likvide midler til å kjøpe obligasjoner på attraktive nivåer i etterkant av økningen i kredittpåslag.

Negativ månedsavkastning

På tross av god likviditet gjorde det historisk lave rentenivået at det tok lengre tid enn normalt for fondet å hente seg inn igjen etter fallet i fondskursen. Dette førte til at fondet i september for første gang

siden oppstart fikk negativ månedsavkastning. I november og desember økte også kredittpåslagene noe, hovedsakelig forårsaket av lavere aktivitet og færre kjøpere i markedet ettersom man nærmet seg årsslutt. Denne økningen forventes å reversere seg i noen grad de første månedene av 2016 etter hvert som likviditeten tar seg opp. Totalt for 2015 fikk fondet en avkastning på 1,06 prosent mot 0,98 prosent for referanseindeksen.

Økt usikkerhet

Selv om kredittpåslagene økte kraftig i løpet av høsten er det viktig å poengtere at dette ikke var drevet av dårligere soliditet i selskapene vi låner penger til, men heller økt usikkerhet rundt økonomien generelt. En økning i kredittpåslagene fører som nevnt isolert sett til at fondskursen faller, men selv om økte kredittpåslag slår negativt ut på kort sikt fører det samtidig til at fondets effektive rente øker og dermed øker forventet avkastning fremover.

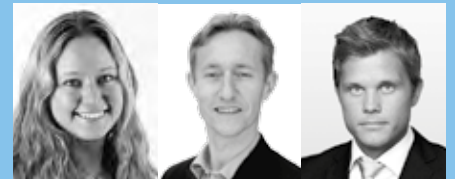
Utsiktene for norsk økonomi i 2016 tilsier at rentenivået kommer til å holde seg historisk lavt og dersom forholdene utvikler seg slik Norges Bank ser for seg vil styringsrenten bli satt videre ned i løpet av første halvår. Forventninger om fortsatt lav oljepris og usikkerhet rundt utviklingen i norsk økonomi tilsier at kredittpåslagene vil komme til å holde seg på et høyere nivå i 2016 enn i første del av 2015. Samtidig er selskapene vi låner ut penger til solide og godt rustet til å tåle noe tøffere tider. I sum gjør dette at SKAGEN Høyrente også fremover vil være et godt alternativ til å plassere penger på høyrentekonto i bank.



SKAGEN Høyrente Institusjon

Sammen for bedre renter

RISIKO	2	3	4	5	6	7
Fondets startdato	14. mars 2003					
Avkastning siden oppstart	49,77 %					
Gjennomsnittlig avkastning pr år	3,21 %					
Avkastning 2015	1,39 %					
Statssertifikatindeks 0.25	0,88 %					
Forvaltningskapital	589 mill NOK					
Antall andelseiere	52					



PORTEFØLJEFORVALTERE

Elisabeth Gausel, Ola Sjöstrand
og Sondre Solvoll Bakketun

Skagen Sønderstrand. Septemberdag, 1893. (Utsnitt). Av Michael Ancher, en av Skagenmalerne. Bildet tilhører Skagens Museum.

Et godt år for lav risiko

Takket være lav risikoprofil klarte SKAGEN Høyrente Institusjon seg bra gjennom året, tross økte kredittpåslag.

SKAGEN Høyrente Institusjon er det fondet som har lavest risiko av alle SKAGENS fond. Klassifisert som et pengemarkedsfond med lav risiko, i henhold til Verdipapirfondenes Forenings klassifisering, kan fondet blant annet maksimalt ha 25 prosent investert i papirer med løpetid over ett år og ingen papirer kan ha rentebinding lenger enn ett år. Den lave risikoprofilen dette gir førte til at fondet greide seg godt da kredittpåslagene økte kraftig i løpet av høsten 2015. Fondet fikk, i likhet med SKAGEN Høyrente, sin første kalendermåned noensinne med negativ avkastning i september, men hentet seg raskt inn igjen de påfølgende månedene på tross av videre økning i kredittpåslagene. Den høyere effektive renten som økte kredittpåslag fører med seg bidro til en raskere innhenting av tapet i september. For året totalt leverte SKAGEN Høyrente Institusjon en avkastning på 1,39 prosent sammenlignet med 0,88 prosent for referanseindeksen.

Flyttet til obligasjoner

Vi utnyttet de økte kredittpåslagene i løpet av høsten til å flytte noe av kontantandelen over i obligasjoner ettersom prisene etter hvert ble mer attraktive. Dette gjorde at fondets kontantandel falt fra rundt 40 prosent til 30 prosent samtidig som den gjennomsnittlige løpetiden i porteføljen økte til 0,7 år etter å ha ligget nærmere 0,5 år en periode. Selv om vi har økt løpetiden noe den siste tiden er risikoen i fondet fremdeles veldig lav. Rentefølsomheten i fondet har vært lav og stabil de siste årene og var ved årsslutt 0,08 prosent.

God likviditet

Selv om kontantandelen i fondet har falt i det siste, kommer vi til å fortsette å ha en relativt høy andel bankinnskudd også fremover. Dette er bankinnskudd hvor vi har forhandlet oss fram til gode betingelser slik at vi får bedre betalt for å ha pengene på konto enn ved å investere i korte papirer. Kontantandelen består i all hovedsak av bankinnskudd uten bindingstid, som betyr at vi kan få ut pengene på dagen dersom det skulle være nødvendig. God likviditet er sentralt for alle våre investeringer og derfor låner vi sjelden ut penger til de minste selskapene. Selv om mindre banker generelt betaler noe bedre på sine lån enn større banker, mener vi det ikke er nok til å rettferdiggjøre den lave likviditeten i obligasjonene til disse bankene. Dersom vi kjøper obligasjoner i banker med noe lavere likviditet er planen å holde disse til forfall.

I 2016 vil vi fortsatt holde fokus på lav risiko og god likviditet i våre investeringer. Usikkerhet rundt utviklingen i norsk økonomi vil trolig føre til at kredittpåslagene holder seg på et høyere nivå enn det vi så før økningen høsten 2015. Kombinert med fortsatt press nedover på styringsrenten og bankenes innskuddsrenter vil dette øke attraktiviteten til pengemarkedsfond fremover.



Et vanskelig år for selskapsobligasjoner

2015 var det første året siden finanskrisetåret 2008 hvor det globale obligasjonsmarkedet for selskapsobligasjoner ga negativ avkastning. Hvorfor ble det slik?

Problemer i Kina og Brasil

Første halvår av 2015 var meget bra for kredittmarkedet og SKAGEN Credit. Året startet med at uroen rundt Russlands annektering av Krim roet seg noe. De europeiske markedene, inkludert Russland reagerte positivt på nedskaleringen samt at Eurokrisen rundt Hellas' statsgjeld ble løst sommeren 2015. Russiske Vimpelcom og Gazprom, samt greske Frigoglass har vært blant de beste bidragsyterne i SKAGEN Credit i 2015.

Andre halvår ble langt dårligere. Usikkerhet rundt den økonomiske veksten i Kina førte til et dramatisk fall i viktige råvarer som kobber, stål, jernmalm og aluminium. Kinas økonomiske vekst har medført store infrastrukturinvesteringer, som har gjort landet til en storforbruker av råvarer

Selskaper relatert til råvarer har derfor blitt straffet hardt i markedet. SKAGEN Credits investeringer i råvarerrelaterte selskaper, som gruveselskapet Glencore, råvarehandelshuset Noble Group og oljeserviceselskapet Seadrill, har derfor bidratt negativt i 2015.

Som følge av prisnedgangen i råvarer, og flere år med økonomisk forfall, ble den brasilianske statens kredittvurdering nedgradert fra Investment Grade til High Yield på etter sommeren. Det fører til at brasilianske selskaper automatisk blir nedgradert også, selv om de ikke har noen direkte link til staten. Selskaper som går bra, leverer overskudd og betjener gjelden sin, har sett prisen på obligasjonene sine falle som følge av en dårlig styrt stat. Våre brasilianske selskaper som Cosan, JBS, Banrisul og Braskem har derfor bidratt negativt, selv om utviklingen i selskapene jevnt over er bra.

Utsikter for 2016

Kredittpåslaget i SKAGEN Credit har aldri vært så høyt som det er nå. Ved fondets start sommeren 2014 var påslaget på 250 rentepunkter (2,5% rente), 375 i begynnelsen av 2015 og hele 580 (5,8% rente) ved årets slutt. Hva betyr så dette? Det er mange av de samme obligasjonene i porteføljen, men prisen på obligasjonene har falt. Det har gitt negativ avkastning, samtidig som den potensielle avkastningen fremover øker.

Det er to hovedfaktorer til økningen i risikopåslaget:

- Selskaper som har problemer med inntjening eller høy gjeld kan få betalingsproblemer og dermed øker muligheten for gjeldsforhandlinger eller konkurs. Slik risiko prises inn umiddelbart. Vi har noen få slike eksempler i Credit som Nobel Group og Seadrill.
- Et generelt salgspress i upopulære obligasjoner medfører at kursene faller. Dette en midlertidig svingning og gjenspeiler ikke selskapets reel evne til å betjene gjeld. Vi investerer i upopulære og undervurderte selskaper og har mange investeringer innen denne kategorien.

2016 vil derfor høyst sannsynlig bli et år hvor forskjellen på gode og dårlige selskaper blir mer synlige. I løpet av året vil det bli tydeligere hvilke selskaper som har livets rett og hvem som ikke har det. Det er med på å få vekk overkapasitet i markedet samtidig som det vil gi både vinnere og tapere. Dette betyr igjen at det blir enda viktigere å investere i de rette selskapene. Vi mener vi har gode selskaper i porteføljen som er i stand til å manøvrere trygt gjennom 2016.

SKAGEN Credit

Plukker de beste eplene fra den globale frukthage

- › Dårlig avkastning på grunn av fallende råvarepriser og strukturelle problemer i Kina og Brasil
- › Attraktiv prising av kreditt mot slutten av 2015
- › Forventer større forskjeller på utviklingen i enkelt-selskaper i 2016

1	2	RISIKO	4	5	6	7
Fondets startdato	30. mai 2014					
Avkastning siden oppstart	-3,45 %					
Gjennomsnittlig avkastning pr år	-2,2 %					
Avkastning 2015	-1,73 %					
Statsobligasjonsindeks 1.0 2015	0,96 %					
Forvaltningskapital	144 mill NOK					
Antall andelseiere	441					



PORTEFØLJEFORVALTERE

Ola Sjöstrand og Tomas Nordbø Middlethon

Epletrær, 1907. Av Michael Ancher. Bildet tilhører Skagens Museum (beskåret).

Avkastning, risikomål og risikojustert avkastning

Avkastning*

per 31.12.2015	2015	Siste 2 år	Siste 3 år	Siste 5 år	Siste 7 år	Siste 10 år	Siden start
SKAGEN Vekst A	7,5%	11,2%	15,6%	6,3%	12,8%	6,6%	14,5%
MSCI Nordic/MSCI AC ex. Nordic	18,9%	20,9%	23,4%	13,9%	20,4%	9,5%	10,7%
SKAGEN Global A	15,4%	15,6%	20,6%	12,5%	15,0%	9,3%	15,7%
MSCI World AC	15,3%	21,8%	25,7%	15,4%	13,9%	7,2%	5,0%
SKAGEN Kon-Tiki A	-1,2%	5,0%	9,6%	3,7%	13,2%	8,6%	15,0%
MSCI Emerging Markets	0,5%	10,2%	8,8%	3,5%	11,2%	6,4%	8,8%
SKAGEN m2 A	7,1%	20,8%	15,0%				14,7%
MSCI All Country World Index Real Estate IMI	16,6%	27,9%	22,3%				22,0%
SKAGEN Focus A	-3,5%						-3,5%
MSCI World AC	5,9%						5,9%
SKAGEN Balanse 60/40	6,1%	8,0%	10,7%				8,8%
SKAGEN Balanse 60/40 kombinert indeks	7,6%	11,4%	12,6%				10,4%
SKAGEN Avkastning	1,0%	3,0%	2,9%	3,7%	4,0%	3,5%	5,4%
Statsobligasjonsind. 3.00	1,6%	3,3%	2,5%	3,2%	3,3%	3,8%	5,4%
SKAGEN Tellus A	5,1%	14,1%	12,5%	8,3%	6,4%		7,1%
J.P. Morgan GBI Broad Index Unhedged in EUR	14,6%	19,4%	14,2%	8,3%	4,4%		6,8%
SKAGEN Credit NOK	-1,7%						-2,2%
Statsobligasjonsindeks 1.0	1,0%						1,5%
SKAGEN Høyrente	1,1%	1,7%	2,0%	2,5%	2,7%	3,3%	4,1%
Statsobligasjonsind. 0.50	1,0%	1,2%	1,4%	1,7%	1,8%	2,7%	3,7%
SKAGEN Høyrente Institusjon	1,4%	1,9%	2,1%	2,6%	2,8%	3,3%	3,2%
Statsobligasjonsind. 0.25	0,9%	1,1%	1,3%	1,6%	1,7%	2,5%	2,6%

Risikomål

per 31.12.2015	SKAGEN KON-TIKI A	SKAGEN GLOBAL A	SKAGEN VEKST A	SKAGEN Avkastning	SKAGEN Tellus A	SKAGEN Høyrente
TRADISJONELLE RISIKO- OG PRESTASJONSMÅL SISTE 5 ÅR						
Standardavvik, fond	13,0%	11,3%	11,3%	1,3%	7,3%	0,3%
Standardavvik, referanseindeks	12,6%	9,5%	10,3%	2,0%	10,1%	0,3%
Relativ volatilitet	5,1%	4,9%	5,9%	2,5%	5,7%	0,4%
R2	84,7%	81,5%	72,8%	-1,1%	69,0%	3,2%
Beta	1,0%	1,1%	0,9%	-0,1%	0,6%	0,3%
Active share	96	92	92	-	-	-

Risikojustert avkastning

per 31.12.2015	SKAGEN KON-TIKI A	SKAGEN GLOBAL A	SKAGEN VEKST A	SKAGEN Avkastning	SKAGEN Tellus A	SKAGEN Høyrente
TRADISJONELLE RISIKO- OG PRESTASJONSMÅL SISTE 5 ÅR						
Jensen's Alfa	0,3%	-3,5%	-6,2%	2,2%	2,5%	0,9%
Sharpe-ratio, fond	0,16	0,90	0,40	1,56	0,88	2,94
Sharpe-ratio, referanseindeks	0,15	1,34	1,11	0,78	0,64	0,44
Informasjonsratio	0,0%	-0,5%	-1,2%	0,2%	0,0%	2,3%

* Alle avkastningstall utover 12 måneder er annualisert

** Negativ korrelasjon mellom indeks og fond gjør at tallene ikke gir mening

¹⁾ SKAGEN Veksts investeringsmandat ble med virkning fra 1.1.2014 endret fra at fondet investerte minst 50 % av sine midler i Norge til at fondet investerer minst 50 % av sine midler i Norden. Dette betyr at avkastning før endringen ble oppnådd under andre forutsetninger enn i dag. Fondets referanseindeks før 1.1.2014 var en likt sammensatt referanseindeks av Oslo Børs Hovedindeks (OSEBX) og MSCI All Country World. Referanseindeks før 1.1.2010 var Oslo Børs Hovedindeks (OSEBX)

²⁾ Før 1.1.2010 var indeks MSCI World (NOK)

³⁾ Referanseindeksen for SKAGEN Kon-Tiki var verdensindeksen fram til 31.12.2003 og vekstmarkedsindeksen etter denne dato.

Avkastningstallene for referanseindeksen er derfor en kombinasjon av disse indeksene. For fullstendig oversikt over våre fond se www.skagenfondene.no

⁴⁾ Før 01.01.2013 var indeks Barclays Capital Global Treasury Index 3-5 years

ORDFORKLARING

Alle beregninger av mål er basert på månedlige observasjoner.

Standardavviket er et mål på variasjonen i den årlige avkastningen. Tilnærmet er det 65 prosent sannsynlighet for at årlig avkastning er i området pluss minus ett standardavvik. Sannsynligheten for at avkastningen avviker mer enn to standardavvik fra forventet avkastning er cirka fem prosent. Et høyt standardavvik kan antyde høy risiko.

Relativ volatilitet er standardavviket til den årlige meravkastningen i forhold til indeks i den aktuelle perioden. Relativ volatilitet måler forvalters evne til å skape jevn meravkastning i forhold til referanseindeksen, men brukes ofte som et mål på et fonds uavhengighet av indeksen.

Jensens Alfa måler porteføljens meravkastning utover referanseporteføljens avkastning gitt sitt risikonivå målt ved beta. Jo høyere Jensen's alfa, jo bedre. Jensens alfa er et mål på risikojustert meravkastning og viser hvor mye høyere avkastning fondet har oppnådd enn hva man burde forvente i forhold til markedsrisikoen det tar (målt ved beta).

Beta –måler samvariasjonen mellom fondet og referanseporteføljen i forhold til variasjonen til referanseporteføljen, og er et mål på markedsrisiko. En beta på 1 betyr at fondet svinger likt og i samme retning som referanseporteføljen. En beta på -0,5 betyr at fondet svinger halparten så mye som referansen og i motsatt retning. En beta på over 1 betyr at fondet er mer volatilt enn referanseindeksen

Sharpe-indeksen er et indirekte mål på sannsynligheten for at fondet skal gi høyere avkastning enn risikofri rente. Jo høyere score, jo høyere er denne sannsynligheten. Jo høyere sannsynlighet, jo sikrere er muligheten for å oppnå meravkastning ved å være i aksjemarkedet. Størrelsen kan derfor brukes som et langsiktig risikomål, men brukes ofte som et absolutt mål på risikojustert avkastning.

Active Share viser hvor stor andel av porteføljens papirer som ikke er i referanseporteføljen.

Informasjons ratio er et indirekte mål på sannsynligheten for at fondet skal gi høyere avkastning enn referanseindeksen. Jo høyere score, jo høyere er sannsynligheten for å oppnå meravkastning. Information ratio brukes også som et mål på risikojustert meravkastning der risiko tolkes som faren for ujevn meravkastning. Information ratio måler dermed forvalters evne til å skape sikker meravkastning, mens relativ volatilitet måler evnen til jevn meravkastning.

2015 sett fra styret

2015 viste motgang for aktive verdiforvaltere som SKAGEN. Etter et svakt første halvår viste andre halvår tegn til bedring, noe som gir inspirasjon for arbeidet fremover.

Året som har gått

De siste årene har det vært en utvikling i investoratferd fra aktiv forvaltning til passiv forvaltning, også kjent som indeksfond. Som aktive forvaltere har SKAGEN merket dette i form av reduksjon i forvaltningskapital. Samtidig har vi opprettholdt et godt kundegrunnlag. For kundene våre har avkastningen i 2015 i de fleste av fondene vært lavere enn referanseindeksene de måles mot. Det er flere årsaker til dette, som dekkes grundig i porteføljeforvalternes beretning. La oss likevel trekke frem et par viktige forklaringer:

- Aksjemarkedet har favorisert store, etablerte og relativt sett dyre selskaper, fortrinnsvis i USA. SKAGEN er og har vært undervektet i amerikanske selskaper, gitt vår investeringsfilosofi. SKAGEN er en verdiforvalter, mens størstedelen av 2015 har stått i vekstaksjenes tegn. Mot slutten av året var det tegn til endring i denne trenden.
- Investorer har trukket betydelige summer ut av globale vekstmarkeder i 2015, og det har slått negativt ut for flere av SKAGENS investeringer. Det er for tidlig å konkludere om denne utviklingen vil stoppe opp og snu.

Andelseiere i SKAGEN har historisk kunnet glede seg over god absolutt og relativ avkastning. Avkastningen i 2015 har ikke vært på et nivå som kundene har vært vant til og som vi i SKAGEN er fornøyd med. Våre kunder skal vite at SKAGEN bruker fjorårets motgang som inspirasjon til å styrke SKAGENS organisasjon i tiden fremover, og vi holder fast ved vår overordnede verdifilosofi med fokus på rimelige selskaper.

Forbedrede prosesser

I løpet av året har porteføljeteamet fokusert på hvordan vi anvender investeringsfilosofien. Aksjefondsporteføljene har blitt mer konsentrerte og med et større fokus på de selskapene forvalterne mener har best potensial til å gi kundene meravkastning. Allerede i løpet av andre halvår har dette gitt resultater. Det stilles nå enda strengere krav til selskaper det investeres i. Vurderinger av sannsynlighet for meravkastning fra investerte selskaper er ytterligere forbedret. I tillegg har vi forbedret prosessen og disiplin rundt selskaper som ikke leverer i henhold til den opprinnelige investeringstesen.

Stabilt eierskap

SKAGEN eies av selskapets gründere og nøkkelpersoner. Hovedeiere er Kristoffer Stensrud, som er aktiv i selskapet som porteføljeforvalter, samt Tor Dagfinn Veen og Åge Westbø, som forvalter eierskapet gjennom sitt felles selskap Nansen Capital Partners. Eiermodellen sikrer langsiktig uavhengighet og det interessefellesskap som SKAGEN er bygget på.

I 2015 ble det foretatt endringer i selskapets styre ved at styreleder gjennom 17 år, Martin Gjelsvik, trådte av. Samtidig ble styret utvidet fra fem til seks medlemmer. De nye styremedlemmene Henrik Lisæth og Leiv Askvig er valgt av selskapets aksjonærer. Lisæth er ny styreleder. Anne Sophie Stensrud ble valgt til styremedlem etter å ha vært varamedlem i 12 år.

Internasjonal tilstedeværelse

SKAGEN har i over ti år søkt utover Norges grenser. I dag utgjør markeder utenfor Norge over halvparten av forvaltningskapitalen. Arbeidet med internasjonale kunder har gitt oss verdifull innsikt og nye perspektiver på hvordan vi best kan yte alle andelseiere bedre service. Vi var blant de første i Norge som fjernet tegnings- og innløsningsprovisjon på grunn av sterk priskonkurranse i Sverige, og vi var tidlig ute med å etablere andelsklasser på grunn av strengere regler i Storbritannia og Nederland. Fremover vil tilpasning til internasjonale regler bli en viktig del av arbeidet for SKAGEN.

Året som kommer

Som andelseier er du kjent med at SKAGEN har et begrenset antall fond og at det kan være klokt å kombinere flere fond i en spareportefølje. Kunder som kombinerer aksje-, obligasjons- og pengemarkedsfond står bedre rustet til å tåle svingningene i markedet, samtidig som man kan skreddersy en spareportefølje tilpasset den enkelte kundes risikoprofil og preferanser. SKAGEN arbeider med å kunne tilby mer komplette spareløsninger, i tillegg til enkeltfond. SKAGENS organisasjon har mange meget kompetente rådgivere som vil bistå andelseierne med å finne den optimale spareporteføljen.

Fondsbransjen er i stadig utvikling, både teknologisk og regulatorisk. I 2015 lanserte vi nye nettsider, og vi er i ferd med å implementere våre nye handelsløsninger i alle markeder vi opererer i. Dette for å gjøre det enklere for kundene å opprettholde oversikt, og for å kunne tilby konkurransedyktige løsninger.

Et spennende trekk det siste året har vært at kombinasjonsfond virkelig har blitt populære. Denne typen fond, sammen med såkalte faktorfond og såkalte multiassetfond, er blant de spareformene som har vokst mest i Europa i 2015

Å operere i et internasjonalt marked innebærer også at vi må følge regulatoriske krav som gjelder i de ulike landene. I 2016 kommer en felles rapporteringsstandard, eller Common Reporting Standard (CRS), som er et OECD-initiert internasjonalt rammeverk for deling av skatteinformasjon over landegrensene. Som andelseier betyr det at du må fylle inn relevante opplysninger når andeler kjøpes.

Ansvarlige investeringer

SKAGEN har siden starten vært åpne og transparente om selskapene i porteføljene. I en stadig mer globalisert verden opplever vi økt behov for informasjon om at våre investeringer er bærekraftige og i tråd med prinsipper for ansvarlige investeringer. Ansvarlige investeringer er en viktig del av vår interne investeringsprosess, og vi vurderer selskapers bærekraft i alle investeringer. Dette gjør vi på samme måte som når vi evaluerer

nøkkeltallene i et selskap, siden bærekraft kan påvirke både risiko og avkastning. For å lette evalueringen har vi etablert retningslinjer for ansvarlige investeringer, også kjent som ESG (*environmental, social and corporate governance*). Retningslinjene er tilgjengelige på nettsidene våre.

Kunden i sentrum

En av SKAGENS verdier er «Annerledes», en egenskap vi har hatt med oss siden selskapet ble startet i 1993. For oss er det avgjørende å lytte til kundene samtidig som vi arbeider med å levere så god risikojustert avkastning som mulig. Kundene våre er en avgjørende premissleverandør for hvordan SKAGEN skal utvikle seg. Vi vektlegger dialog med våre kunder, enten det skjer ansikt til ansikt eller digitalt. I 2016 vil vi forsterke analysene av kundenes brukeratferd for å kunne tilby enda bedre tjenester fremover.

SKAGEN er ikke bedre enn menneskene som jobber her. Derfor vil vi i 2016 videreutvikle vårt talentutviklingsprogram for ansatte, slik at vi også i fremtiden kan levere best mulig risikojustert avkastning, service og kommunikasjon til kundene.

EIERSTRUKTUR

SKAGEN AS eies av:

T.D. Veen AS	25,69 %
Solbakken AS	18,40 %
Stafonds AS	13,68 %
MCM Westbø AS	9,84 %
Månebakken AS	7,29 %
Westbø Finans AS	7,29 %
SKAGEN AS	3,01 %
Espedal & Co AS	1,46 %
Kristian Falnes AS	1,46 %
Weintraub AS	1,46 %
Øvrige	10,42 %

ANDELER I FONDENE KONTROLLERT AV STYRETS MEDLEMMER

Navn	Antall andeler	Funksjon
Henrik Lisæth	0	Styreleder, aksjonærvalgt
Leiv Askvig	0	Aksjonærvalgt styremedlem
Åge K. Westbø	1 185 806	Aksjonærvalgt styremedlem
Anne Sophie K. Stensrud	191 708	Aksjonærvalgt styremedlem
Simen Vier Simensen	0	Aksjonærvalgt varamedlem
Jesper Rangvid	224	Aksjonærvalgt varamedlem
Per Gustav Blom	32 522	Andelseiervalgt styremedlem
Martin Petersson	6 009	Andelseiervalgt styremedlem
Aina Haug	226	Andelseiervalgt varamedlem

VALGKOMITÈEN

Valgkomitèen består av
Barbro Johansson (leder),
Per Olof Höglund og Terje Vareberg.

Valgkomitèens oppgave er å foreslå kandidater til andelseiervalgte medlemmer i styret i SKAGEN AS.



Foto: SOS-barnebyer

Målrettet innsats for sosialt ansvar

I SKAGEN har vi i mange år arbeidet med sosialt ansvar (CSR) og sponsing av ulike samfunnsnyttige organisasjoner, med særlig vekt på Kolibri – Children At Risk Foundation, Leger uten Grenser og SOS-barnebyer. Fra og med 2016 har vi valgt å konsentrere innsatsen om én organisasjon. Det betyr at vi utvider og ruster opp samarbeidet med SOS-barnebyer, samtidig som vi faser ut samarbeidene våre med Leger uten Grenser og Kolibri – Children At Risk Foundation ved utgangen av 2015.

Med denne målrettingen av innsatsen ønsker vi i fellesskap med SOS-barnebyer å utnytte det fulle potensialet i sponsor-samarbeidet. Vi ønsker å oppnå en større aktivering i form av flere felles aktiviteter og eksponering av SOS-barnebyers flotte og omsorgsfulle arbeide for millioner av barn over hele verden.

Skandinavisk samarbeidsavtale

SKAGEN har valgt å inngå en skandinavisk samarbeidsavtale med SOS-barnebyer med global virkning, i motsetning til de tidligere lokale avtalene med ulike organisasjoner. På den måten oppnår vi en felles profil på tvers av markedene.

Helt konkret har vi status som hovedsamarbeidspartner i Norge, Fadderforetag i Sverige og Samfundspartner i Danmark. De øvrige markedene kommer inn under den skandinaviske avtalen.

Hvorfor SOS-barnebyer?

Vi valgte SOS-barnebyer siden organisasjonen er velkjent, velrennomert og står for sterke verdier som matcher SKAGENs. Organisasjoner har holdt på i mer enn 60 år og er representert i 134 land.

I tillegg til å ta seg av barna i barnebyene gjør de en stor innsats og forebyggende arbeide gjennom familieprogrammene, hvor de gir støtte og hjelp til utsatte familier. Dessuten etablerer de helseklinikker og skoler som er åpne for alle. Dermed kommer de hele lokalsamfunnet til gode.

Alt i alt har de en forretningsmodell som er gjennomprøvet og som har vist seg fremgangsrik, i form av velfungerende og velutdannede unge mennesker som innimellom vender tilbake til sine lokalsamfunn etter endt utdanning, for å bidra med sin kompetanse. En positiv spiral med vidtrekkende konsekvenser.

Prosjektet SKAGEN støtter

Prosjektet SKAGEN har valgt å støtte er en skole i en SOS-barneby i Viet Tri, hovedstaden i Phu Tho-provinsen i Vietnam. Byen ligger rundt 80 kilometer nordvest for Hanoi og har om lag 260.000 innbyggere. På tross av mange tiltak fra regjeringen lever store deler av befolkningen i fattigdom. Mange familier har problemer med å dekke sine grunnleggende behov for mat og utdanning er for mange et fjernt begrep.

SOS-barnebyen fungerer som et kjærlig hjem for omkring 150 barn. SKAGEN støtter SOS Hermann Gmeiner-skolen, et av de mange tilbudene i SOS-barnebyerprogrammet. Den økonomiske støtten går til skolemateriell, bøker og annet læremateriell, utdanning og videreutdanning av kvalifiserte lærere, lønninger og driftskostnader. Skolen har inntil 1250 elever på barne- og ungdomsskolenivå (fra 1 til 12 år) og barna er sikret minst ett næringsrikt skolemåltid om dagen. De fleste elevene gjør det bra på skolen og øker sjansene for å ta videre utdanning, få jobb og dermed kunne forsørge seg selv og sine pårørende.

For SKAGEN er dette samarbeidet en investering i utdanning og dermed i fremtiden. Sponsoravtalen bidrar til å gi barn kunnskap og kompetanse gjennom utdanning. Dette endrer ikke bare fremtidsutsiktene for barna, men er også med på å bygge samfunnet og skape varig utvikling i verden, som vi alle er en del av. Det er sosialt ansvar som etterlater varige spor.



SKAGEN øker fokuset på bærekraft

Som et ledd i vår langsiktige forpliktelse til FNs prinsipper for ansvarlige investeringer (UNPRI), etablerte vi i 2015 nye og forbedrede langsiktige retningslinjer for vårt arbeide for bærekraft. Dette har vi gjort for å øke bevisstheten rundt miljø-, sosiale- og selskapsledelse (Environment, Social and Corporate Governance, ESG).

I løpet av året oppdaterte vi våre etiske retningslinjer og stemmegivningsregler, og slo de sammen til et omfattende, styregodkjent regelverk for hvordan vi skal investere på en ansvarlig måte. Regelverket er tilgjengelig på våre nettsider og dekker alle fond og aktivaklasser i SKAGEN.

SKAGEN mener at det lønner seg å investere i bærekraftige selskaper i lengden. Siden 2002 har vi lagt vekt på å integrere ESG i investeringsprosessen for å fatte mer velinformerte investeringsbeslutninger. Alle investeringer er analysert og evaluert mot vårt oppdaterte regelverk, og gjennomgått med tanke på bærekraft.

Stemmegeving

I løpet av 2015 har SKAGEN tatt en enda mer aktiv rolle enn tidligere i ESG-spørsmål. Gjennom året har det vært 232 stemmeberettigede aksjonærmøter, med 2359 saker til avstemming. SKAGEN stemte i 86 prosent av disse sakene. I sakene vi avga stemme, stemte vi mot selskapets ledelse i 7,6 prosent av sakene, i en eller flere saker på dagsorden. En stemmeprosent på 86 representerer en økning på 15 prosentpoeng i forhold til året før, og er i tråd med vårt økte ESG-fokus.

Kategori	Antall	Prosent
Antall stemmeberettigede møter	232	
Antall møter vi har stemt i	200	86,%
Antall møter med minst 1 stemme mot, eller avholdende	69	30%
Antall saker til avstemming	2359	
Antall stemmer mot ledelsens innstilling	156	7,6%

SKAGEN har som regel stemt imot i saker som omhandler utstedelse av aksjer uten forkjøpsrettigheter for eksisterende aksjonærer, overdreven godtgjørelse til ledelsen uten resultater å vise til, valg av styremedlemmer som ikke anses tilstrekkelig uavhengige og transaksjoner med nærstående selskaper. Informasjon om hvordan vi har stemt i de ulike sakene finnes på SKAGENS nettsider.

Engasjement

SKAGEN er engasjert i selskapene i porteføljene. Våre porteføljevaltere snakker jevnlig med ledelsen i de selskapene vi er investert i. Når det gjelder ESG teller vi antall tilfeller hvor vi har hatt direkte kontakt med selskapet, i store eller små saker.

I 2015 har SKAGEN engasjert seg i totalt 18 selskaper i ulike saker og i varierende størrelsesorden. Den største kontakten vi har hatt i løpet av året var med det britiskbaserte sikkerhets-selskapet G4S. Vi ønsket å få til forbedringer og større åpenhet rundt selskapets handlinger i lys av det siste tiårets kontroverser. Dette arbeidet fortsatte inn i 2016.

Forbedringer av våre ESG-regler og UNPRI er en pågående prosess i SKAGEN. Nye problemstillinger kan dukke opp og vi forbedrer prosessene våre kontinuerlig. Vi har tatt et stort skritt i 2015 og vektlegger videre forbedringer i 2016.



INNKALLING TIL VALGMØTE FOR SKAGEN AS

Vi ønsker andelseiere i SKAGEN Fondene velkommen til valgmøte på Clarion Hotel Energy på Madla i Stavanger onsdag 9. mars 2016 kl. 18.

Agenda for valgmøtet:

1. Valg av møteleder og to andelseiere til å signere protokollen
2. Styrets årsberetning
3. Revisors beretning
4. Valg av ett styremedlem og ett varamedlem til styret i SKAGEN AS
 - Valgkomiteen innstiller at nåværende styremedlem Per Gustav Blom gjenvelges som andelseiervalgt styremedlem med varighet til 2018
 - Valgkomiteen innstiller at nåværende varamedlem Aina Haug gjenvelges som andelseiervalgt varamedlem med varighet til 2018
5. Valg til valgkomiteen
 - Styret innstiller at Trude Marit Risnes velges med varighet frem til 2019
6. Innsendte spørsmål fra andelseierne

Forhåndsstemme på Min side

Andelseiere kan enkelt avgi stemme på Min side (logg inn fra www.skagenfondene.no). Alternativt kan man sende inn stemme til legal@skagenfondene.no eller til SKAGEN, postboks 160, 4001 Stavanger. Forhåndsstemmer må være SKAGEN i hende senest 4. mars. Beholdning pr. 4. mars vil være avgjørende for antall stemmer. **Har du avgitt forhåndsstemme er det ikke nødvendig å registrere seg ved ankomst.**

I valget justeres stemmeretten slik at andelseiere som eier lik verdi, får likt antall stemmer. Andelseiere kan stemme ved fullmektig. Godkjent fullmaktsskjema er tilgjengelig på www.skagenfondene.no eller ved å ta kontakt med Kundeservice på telefon 04001. Husk å ta med legitimasjon og eventuell firmaattest.

En andelseier har rett til å få drøftet spørsmål som meldes skriftlig til styret i forvaltningsselskapet innen én uke før valgmøtet holdes. Med unntak av valgene kan valgmøtet ikke treffe vedtak som binder fondene eller forvaltningsselskapet.

Fondssamtale

Etter at den formelle delen av valgmøtet er over vil direktør formuesforvaltning Pål Bergskaug fortelle om markedsutsiktene fremover. Deretter blir det fondssamtale med flere av våre porteføljeforvaltere.

Nærmere informasjon og påmeldingsskjema finner du på <http://www.skagenfondene.no> eller ta kontakt med Kundeservice på 04001. Det blir enkel servering. Møtet er åpent for alle. Ta gjerne med venner og familie som vil høre mer om SKAGEN.

Med vennlig hilsen
Styret i SKAGEN AS

Henrik Lisæth
Styrets leder

Styrets beretning for SKAGENs verdipapirfond 2015

SKAGEN AS (SKAGEN) forvaltet ved utgangen av 2015 en samlet forvaltningskapital på ca. 100 milliarder kroner fordelt på fem aksjefond, seks rentefond, ett kombinasjonsfond samt speilingsfond og tilføringsfond. Det er ikke foretatt endringer i fondenes mandater i 2015. Avkastningen til det enkelte verdipapirfond/andelsklasse for 2015 fremgår av tabellen under.

SKAGEN forvaltet ved utgangen av 2015 aksjefondene SKAGEN Vekst, SKAGEN Global, SKAGEN Kon-Tiki, SKAGEN m2 og SKAGEN Focus. Vårt største aksjefond, SKAGEN Global, hadde ved årsslutt en forvaltningskapital på ca. 45 milliarder kroner (inkludert speilingsfond). Styret finner avkastningen i SKAGEN Global tilfredsstillende for 2015. De øvrige aksjefondene leverte svakere avkastning enn målsetting. Dette skyldtes blant annet relativt sett lav eksponering mot amerikanske dollar, som appresierte gjennom 2015, samt SKAGENs eksponering mot vekstmarkeder, som overordnet hadde en svak utvikling i 2015 (se mer under om markedsrisiko). Brasil og Tyrkia var særlig utslagsgivende i så måte.

I 2015 ble SKAGENs investeringsprosess gjennomgått med henblikk på forbedring. Resultatet av dette arbeidet forventes å kunne vise seg fremover. Det var således tilfredsstillende å observere bedret relativ avkastning i andre halvår 2015 for SKAGEN Kon-Tiki og SKAGEN Global.

SKAGEN etablerte et nytt aksjefond, SKAGEN Focus, i 2015. Fondet hadde ved utgangen av året en forvaltningskapital på rundt 1 milliard kroner. Det ble også etablert institusjonelle andelsklasser i våre aksjefond samt i ett av våre obligasjonsfond i 2015.

SKAGENs rentefond i 2015

SKAGEN forvaltet ved årsslutt pengemarkedsfondene SKAGEN Høyrente, SKAGEN Høyrente Institusjon og SKAGEN Krona, og obligasjonsfondene SKAGEN Avkastning, SKAGEN Tellus og SKAGEN Credit. Det siste

fondet er et såkalt mottaker-/tilføringsfond og består av en rekke selvstendige verdipapirfond forbundet med hverandre. Styret er fornøyd med at SKAGENs pengemarkedsfond fortsetter å levere god relativ avkastning. Obligasjonsfondene derimot hadde svakere utvikling. Igjen skyldes dette relativt sett høy eksponering mot vekstmarkeder.

Utsiktene for 2016

Global BNP-vekst inn i 2016 forventes å forbli om lag 3–4 prosent. Videre viser det generelle rentenivået å holde seg lavt. Utover dette er de største utfordringene utdypet i avsnittet under om markedsrisiko. Det er styrets vurdering at 2016 ser ut til å kunne bli et relativt godt investeringsår. Det skal likevel presiseres at det alltid vil være betydelig usikkerhet knyttet til vurderinger av fremtidige forhold.

Risikostyring i SKAGENs verdipapirfond

SKAGEN overvåker og måler risikoen i verdipapirfondene i samsvar med norske lover og regler. Hvert av verdipapirfondene har en risikoprofil som er godkjent av styret og som revideres minst en gang i året. Styret og administrerende direktør mottar regelmessig risikorapporter utarbeidet av selskapets uavhengige risikostyringsfunksjon, som belyser relevante risikofaktorer, deriblant markedsrisiko, kredittrisiko, likviditetsrisiko, operasjonell risiko, omdømmerisiko og juridisk risiko. Risiko styres således på en helhetlig måte.

Alle SKAGENs verdipapirfond hadde i fjor en verdiutvikling som ligger innenfor

AVKASTNING 2015

Fond/andelsklasse	Verdiutvikling 2015 (i NOK)
SKAGEN Global A	15,43 %
SKAGEN Global B	15,49 %
SKAGEN Global C	15,48 %
SKAGEN Global D	15,55 %
SKAGEN Kon-Tiki A	-1,21 %
SKAGEN Kon-Tiki B	-0,75 %
SKAGEN Kon-Tiki C	-1,19 %
SKAGEN Kon-Tiki D	-0,96 %
SKAGEN Kon-Tiki E	-0,70 %
SKAGEN Focus A*	-3,51 %
SKAGEN Focus B*	-3,30 %
SKAGEN Focus C*	-3,69 %
SKAGEN m2 A	7,12 %
SKAGEN m2 B	7,39 %
SKAGEN m2 C	5,63 %
SKAGEN Vekst A	7,48 %
SKAGEN Vekst B	7,67 %
SKAGEN Vekst C	7,40 %
SKAGEN Tellus A	5,06 %
SKAGEN Tellus B	5,43 %
SKAGEN Tellus C	4,66 %
SKAGEN Credit NOK	-1,73 %
SKAGEN Credit SEK**	-3,28 %
SKAGEN Credit EUR A***	-2,62 %
SKAGEN Credit EUR B***	-2,27 %
SKAGEN Avkastning	0,99 %
SKAGEN Høyrente	1,06 %
SKAGEN Høyrente Institusjon	1,39 %
SKAGEN Krona**	0,19 %
SKAGEN Balanse 60/40	6,14 %

* Avkastning siden oppstart 26.5.2015

** Avkastning i SEK

*** Avkastning i EUR



Henrik Lisæth
Styreleder



Åge Westbø
Aksjonærvalgt styremedlem



Anne Sophie K. Stensrud
Aksjonærvalgt styremedlem



Leiv Askvig
Aksjonærvalgt styremedlem



Simen Vier Simensen
Aksjonærvalgt varamedlem



Jesper Rangvid
Aksjonærvalgt varamedlem



Per Gustav Blom
Andelseiervalgt styremedlem



Martin Petersson
Andelseiervalgt styremedlem



Aina Haug
Andelseiervalgt varamedlem

normale årlige svingninger og respektive risikoprofiler. Over tid forventes høyest avkastning på aksjefondene, noe lavere for obligasjonsfondene og lavest avkastning for pengemarkedsfondene. Aksjefondet SKAGEN m² antas over tid å levere avkastning mellom de andre aksjefondene og obligasjonsfondene.

Markedsrisiko

Verdipapirfondenes verdier påvirkes daglig av endringer i bransje- og selskapsespesifikke forhold, valutakursutvikling, rentenivåer og generelle konjunkturer. Dette kalles markedsrisiko. Økt politisk risiko og mulige endringer i handelsavtaler, klimaavtaler og sikkerhetstiltak i den globale kampen mot terror gir større behov for scenariobruk og evne til raskt å kunne tilpasse seg. SKAGEN må være forberedt på ulike fremtidsutsikter. Samlet risiko i porteføljene våre er i første rekke drevet av fellesfaktorer som generell markedsutvikling og valutaforhold, og

særlig valutarisiko har blitt viktigere det siste året. Enkeltelskapene i porteføljene er videre preget av selskapsespesifikke risikofaktorer, men disse diversifiseres i stor grad ut gjennom at SKAGEN investerer i selskaper med ulike virkeområder og i ulike regioner. Vi observerer at som oftest er en aksje eller obligasjons bidrag til risikoen i porteføljen omtrent som dens vekt i porteføljen.

For 2016 forventer styret fortsatt høy volatilitet fra politisk uro og strukturelle problemer i større markeder som Brasil og Kina. Selskaper i vekstmarkeder leverer og forventes å levere lavere inntjening enn for et par år siden, og det med minst like høy risiko som før. Risikobildet opprettholdes av en rekke faktorer som for eksempel treghet i markedsforbedringer og reformer i nettopp vekstmarkedene, observert og forventet avtakende vekst i Kina, svak og volatil oljepris og sist økt frykt for ny uro i finansmarkedene. Finansmarkedsuro kan

utløses direkte av sentralbanker og/eller av fallende kredittverdighet i vekstmarkedene. På den annen side har vekstmarkedene et høyere potensial for kursoppgang, mye drevet av høyere forventet inntjening. Vekstmarkedene er også normalt mindre utsatt for utfordringer i Europa og USA. Vedvarende problemer i Europa fra finanskrisen, deriblant Hellas' gjeldsproblemer og flyktningstrømmen fra Syria, forventes å ramme de europeiske markedene mer enn vekstmarkedene.

For SKAGENs verdipapirfond har risikoen for fondsverdiene målt i norske kroner økt gjennom 2015, hovedsakelig grunnet økende valutarisiko. En del av økningen kommer fra andre markedsfaktorer som beskrevet over, og vi forventer en ytterligere økning i risiko for 2016.

For rentefondene våre forventes økt kredittspreadvolatilitet, det vil si noe økte svingninger i et regime preget av lave renter grunnet varierende likviditet. Vi forventer

også at en del investorer flytter investeringer mellom stat- og selskapsobligasjoner samt mellom land og regioner i takt med ulike rente- og selskapsutvikling. Effekten av slike reallokeringer forventes å kunne gi redusert likviditet for kredittobligasjoner utstedt av selskaper i enkelte sektorer. De store kredittvurderingsbyråene forventer dessuten en økning i mislighold i alle regioner, spesielt i Latin-Amerika.

Kreditt risiko

Rentefondenes investeringer baseres på vurderinger av enkeltutsteders kredittverdighet og økonomiske-, makropolitisk- og institusjonelle forhold i landet obligasjonen utstedes i. Kreditt risiko reduseres med krav til både høy kredittverdighet og til type utsteder. Motpartsrisiko reduseres gjennom å søke levering mot betaling og ved å overvåke meglermotpartens kreditt rating, markedskredittpremie og regnskaper.

Likviditetsrisiko

Aksjefondenes likviditetsrisiko begrenses ved overvåkning av rapporterte omsatte volumer, et omfattende motpartsnettverk, samt mulighet til å handle direkte med motparter utenfor markedet. I tillegg opprettholdes en viss kontantbeholdning. Potensiell

kraftig svekkelse av likviditeten testes og sammenlignes med de historiske data over største observerte samt forventete innløsninger over ulike tidsperioder.

Operasjonell risiko

SKAGEN tilstreber å ha en god risikokultur i virksomheten, der kontroll- og risikooppmerksomhet ligger i linjen hos ansvarlige for de aktuelle arbeidsoppgavene. Operasjonell risiko styres ved blant annet oppdatering og læring fra hendelsesregistre. To ganger i året evalueres uønskede hendelser av selskapets kontrollfunksjon i en internkontrollprosess med ansvarlige ledere for alle ulike virkeområder. Risiko vurderes i tillegg av administrerende direktør på overordnet nivå, og det vurderes fortløpende om nye tiltak skal innføres og internrutiner endres. Kontrollfunksjonen diskuterer også med internrevisor og rapporterer internkontrollgjennomgangen til styret. Årlig gjennomføres flere internkontrollrelaterte prosjekter basert på godkjenning av styret, der målet er å effektivisere driften og iverksette målrettede tiltak for å redusere operasjonell risiko. Eksternrevisor foretar årlig en finansiell kontroll og avgir en uavhengig bekrefteelse i henhold til ISAE3402-standard.

Innløsninger

Enkelte av aksjefondene har hatt betydelige innløsninger i 2015. Likviditeten i fondene har imidlertid ikke vært utfordret og innløsningene har blitt håndtert rutinemessig. Fondenes likviditet var overordnet bedre ved årets slutt enn ved inngangen til året.

Administrative forhold

Verdipapirfondene har ingen ansatte. Virksomheten forurenser ikke det ytre miljø. Alle verdipapirfondene har SKAGEN som forretningsfører. SKAGEN er lokalisert i Stavanger. Alle verdipapirfondene har Handelsbanken som depotmottaker.

Fortsatt drift

Styret bekrefter at forutsetningene for fortsatt drift av verdipapirfondene og forvaltningsselskapet fortsatt er tilstede.

Forslag til fordeling av fondenes overskudd:

RESULTATREGNSKAP 2015 I HELE 1000 NOK	SKAGEN VEKST 2015	SKAGEN GLOBAL 2015	SKAGEN KON-TIKI 2015	SKAGEN m ^{2*} 2015	SKAGEN FOCUS 26.05.2015 - 31.12.2015	SKAGEN BALANSE 60/40 2015	SKAGEN TELLUS 2015	SKAGEN AVKASTNING 2015
ÅRSRESULTAT	595 588	5 212 754	42 175	48 297	- 27 818	17 691	53 350	15 689
Som disponeres								
Overført til/fra opptjent egenkapital	595 588	5 212 754	42 175	48 297	- 27 818	17 691	- 61 061	- 52 638
Avsatt til utdeling til andelseierne	-	-	-	-	-	-	114 411	68 328
Netto utdelt til andelseierne i løpet av året	-	-	-	-	-	-	-	-
SUM	595 588	5 212 754	42 175	48 297	- 27 818	17 691	53 350	15 689

RESULTATREGNSKAP 2015 I HELE 1000 NOK	SKAGEN HØYRENTE 2015	SKAGEN HØYRENTE INSTITUSJON 2015	SKAGEN KRONA 2015	SKAGEN CREDIT 2015	SKAGEN CREDIT NOK 2015	SKAGEN CREDIT SEK (1000 SEK) 2015	SKAGEN CREDIT EUR (1000 EUR) 2015
ÅRSRESULTAT	32 240	10 527	1 083	18 665	- 3 667	- 708	- 180,1
Som disponeres							
Overført til/fra opptjent egenkapital	- 21 674	1 069	1 083	2 283	- 3 667	- 1 065	- 349,2
Avsatt til utdeling til andelseierne	53 914	9 458	-	16 381	-	-	169,1
Netto utdelt til andelseierne i løpet av året	-	-	-	-	-	357	-
SUM	32 240	10 527	1 083	18 665	- 3 667	- 708	- 180,1

Styret for SKAGENAS, Stavanger 10. februar 2016

Henrik Lisæth

Åge K. Westbø

Anne S.K. Stensrud

Leiv Askvig

Martin Petersson

Per Gustav Blom

Årsregnskap 2015

RESULTATREGNSKAP		SKAGEN Vekst		SKAGEN Global		SKAGEN Kon-Tiki		SKAGEN m ²		SKAGEN Focus
(angitt i hele tusen kroner)		2015	2014	2015	2014	2015	2014	2015	2014	26.05.2015 - 31.12.2015
	Noter									
Porteføljinntekter og -kostnader										
Renteinntekter/-kostnader		-1 642	3 412	-20 253	4 688	-44 055	-11 631	847	939	234
Aksjeutbytte		177 934	178 274	759 302	1 046 550	1 249 620	1 009 933	49 062	19 261	6 943
Gevinst/tap ved realisasjon		757 060	1 591 972	6 535 553	4 466 021	3 937 582	3 530 101	95 424	-18 383	12 406
Endring urealiserte kursgevinster/tap	7	-283 834	-514 656	-1 924 864	658 868	-4 506 367	1 090 280	-83 975	194 870	-44 522
Garantiprosisjon		-	-	-	1 101	-	-	-	-	-
Kurtasje		-7 162	-7 576	-74 573	-52 862	-44 335	-47 563	-1 778	-1 020	-1 628
Valutagevinst/tap		43 326	88 509	398 870	682 795	218 342	426 444	5 608	2 826	2 837
PORTEFØLJERESULTAT		685 682	1 339 935	5 674 035	6 807 161	810 787	5 997 562	65 187	198 493	-23 730
Forvaltningsinntekter og -kostnader										
Forvaltningshonorar fast	8	-81 807	-84 323	-360 499	-450 245	-783 647	-1 008 148	-17 861	-8 442	-7 201
Forvaltningshonorar variabelt	8	-11 750	-76 246	-370	-	130 520	463 770	8 863	2 193	5 617
FORVALTNINGSRESULTAT		-93 557	-160 570	-360 869	-450 245	-653 127	-544 378	-8 997	-6 249	-1 584
RESULTAT FØR SKATTEKOSTNAD		592 125	1 179 366	5 313 165	6 356 916	157 660	5 453 184	56 190	192 244	-25 314
Skattekostnad	10	3 464	-6 543	-100 411	-182 000	-115 485	-99 307	-7 893	-7 715	-2 504
ÅRSRESULTAT		595 588	1 172 823	5 212 754	6 174 916	42 175	5 353 876	48 297	184 529	-27 818
Som disponeres										
Overført til/fra opptjent egenkapital	9	595 588	1 172 823	5 212 754	6 174 916	42 175	5 353 876	48 297	184 529	-27 818
Avsatt til utdeling til andelseierne	9	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Netto utdelt til andelseierne i løpet av året	9	-	-	-	-	-	-	-	-	-
SUM		595 588	1 172 823	5 212 754	6 174 916	42 175	5 353 876	48 297	184 529	-27 818
BALANSE										
		31.12.2015	31.12.2014	31.12.2015	31.12.2014	31.12.2015	31.12.2014	31.12.2015	31.12.2014	31.12.2015
Eiendeler										
Norske verdipapirer til kostpris	3,7	1 404 369	1 777 193	-	652 468	1 389 093	1 397 187	51 073	25 535	-
Utenlandske verdipapirer til kostpris	3,7	5 522 299	5 025 309	24 408 235	26 716 927	24 308 029	35 107 835	881 796	609 305	1 055 313
Urealiserte kursgevinster/tap	7	1 230 110	1 514 202	9 489 191	11 416 598	9 684 462	14 191 065	66 993	150 971	-44 522
Opptjente renter verdipapir	7	-	-	-	216	-	-	128	108	-
SUM VERDIPAPIRPORTEFØLJE		8 156 778	8 316 704	33 897 425	38 786 209	35 381 584	50 696 087	999 990	785 918	1 010 791
Tilgodehavende aksjeutbytte		19 940	18 510	69 029	81 277	224 073	183 062	1 787	1 754	3 158
Opptjente renter bank		-	-	-	-	-	-	-	-	-
SUM OPPTJENTE, IKKE MOTTATTE INNTEKTER		19 940	18 510	69 029	81 277	224 073	183 062	1 787	1 754	3 158
Utsatt skattefordel	10	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Til gode fra meglere	10	10	16 446	240 021	45 555	11 175	53 598	13 053	-	-
Til gode fra forvaltningsselskapet	4	4	4	18	17	52	211 632	4 852	4	2 382
Tilgodehavende skatt på aksjeutbytte	5961	2 280	4 283	38 213	29 206	4 530	1 077	653	653	-
Andre fordringer		-	-	705	-	-	-	769	294	-
SUM ANDRE FORDRINGER		5 974	18 730	283 556	83 785	40 433	269 761	19 751	951	2 382
Bankinnskudd	11	37 228	386 083	1 429 076	659 001	618 335	613 624	12 668	77 592	27 641
SUM EIENDELER		8 219 921	8 740 027	35 679 086	39 610 272	36 264 425	51 762 534	1 034 196	866 216	1 043 971
Egenkapital										
Andelskapital til pålydende	9	411 969	467 604	2 427 276	3 103 280	5 269 900	7 458 488	661 261	580 240	1 080 198
Overkurs	9	4 082 398	4 190 110	19 475 362	22 724 548	25 743 393	31 493 522	235 702	103 871	-22 972
INNSKUTT EGENKAPITAL		4 494 366	4 657 714	21 902 638	25 827 828	31 013 293	38 952 010	896 963	684 111	1 057 226
Opptjent egenkapital	9	3 688 791	3 981 864	13 651 911	13 550 032	5 176 404	12 774 021	125 036	153 014	-15 401
Avsatt til andelseierne for reinvestering i nye andeler	9	-	-	-	-	-	-	-	-	-
SUM EGENKAPITAL		8 183 157	8 639 578	35 554 550	39 377 859	36 189 697	51 726 031	1 021 999	837 125	1 041 825
Gjeld										
Utsatt skatt	10	-	-	-	1 134	-	-	668	1 840	-
Skyldig til meglere		-	-	558	9 786	-	4 462	742	23 968	-
Skyldig til forvaltningsselskapet		31 798	97 242	87 337	107 551	39 017	-	-	400	-
Annen gjeld	10	4 965	3 208	36 642	113 941	35 711	32 041	10 787	2 882	2 146
SUM ANNEN GJELD		36 763	100 450	124 537	232 412	74 728	36 503	12 197	29 091	2 146
SUM GJELD OG EGENKAPITAL		8 219 921	8 740 027	35 679 086	39 610 272	36 264 425	51 762 534	1 034 196	866 216	1 043 971

Styret for SKAGENAS, Stavanger 10. februar 2016



Henrik Lisæth



Åge K. Westbø



Anne S.K. Stensrud



Leiv Askvig



Martin Petersson



Per Gustav Blom

RESULTATREGNSKAP		SKAGEN Tellus		SKAGEN Avkastning		SKAGEN Høyrente		SKAGEN Høyrente Institusjon		SKAGEN Krona*		
(angitt i hele tusen kroner)		Noter	2015	2014	2015	2014	2015	2014	2015	2014	2015	2014
Porteføljeginntekter og -kostnader												
Renteinntekter/-kostnader			44 774	27 338	47 438	47 175	69 331	91 795	16 482	27 689	2 155	12 951
Aksjeutbytte			-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Gevinst/tap ved realisasjon			95 548	-2 335	56 039	-3 662	-4 170	139	-2 107	711	-	-
Endring urealiserte kursgevinster/tap	7		-74 503	161 416	-60 098	61 478	-25 251	-7 228	-2 678	-1 900	-201	-2 075
Garantiprovisjon			-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Kurtasje			-42	-34	-24	-17	-5	-3	-5	-3	-19	-14
Valutagevinst/tap			-2 724	751	-18 441	-29 535	-	-	-	-	-	-
PORTEFØLJERESULTAT			63 053	187 137	24 913	75 439	39 904	84 703	11 692	26 498	1 934	10 861
Forvaltningsinntekter og -kostnader												
Forvaltningshonorar fast	8		-9 702	-5 717	-9 224	-7 447	-7 664	-8 489	-1 165	-1 594	-852	-1 479
Forvaltningshonorarvariabelt	8		-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
FORVALTNINGSRESULTAT			-9 702	-5 717	-9 224	-7 447	-7 664	-8 489	-1 165	-1 594	-852	-1 479
RESULTAT FØR SKATTEKOSTNAD			53 350	181 420	15 689	67 991	32 240	76 214	10 527	24 904	1 083	9 382
Skattekostnad	10		-	-450	-	-	-	-	-	-	-	-
ÅRSRESULTAT			53 350	180 969	15 689	67 991	32 240	76 214	10 527	24 904	1 083	9 382
Som disponeres												
Overført til/fra opptjent egenkapital	9		-61 061	154 554	-52 638	55 280	-21 674	-5 199	1 069	4 006	1 083	-4 435
Avsatt til utdeling til andelseierne	9		114 411	26 415	68 328	12 711	53 914	81 414	9 458	20 898	-	-
Netto utdelt til andelseierne i løpet av året	9		-	-	-	-	-	-	-	-	-	13 817
SUM			53 350	180 969	15 689	67 991	32 240	76 214	10 527	24 904	1 083	9 382
BALANSE												
			31.12.2015	31.12.2014	31.12.2015	31.12.2014	31.12.2015	31.12.2014	31.12.2015	31.12.2014	31.12.2015	31.12.2014
Eiendeler												
Norske verdipapirer til kostpris	3,7		63 360	-	1 238 681	969 570	2 278 741	2 362 404	404 444	354 978	-	-
Utenlandske verdipapirer til kostpris	3,7		1 122 673	938 585	296 999	265 604	-	-	-	-	500 573	620 961
Urealiserte kursgevinster/tap	7		81 193	155 696	6 559	66 657	-22 571	2 680	-2 950	-272	-472	-271
Opptjente renter verdipapir	7		18 162	18 674	7 631	11 084	5 994	8 198	1 032	1 138	278	1 204
SUM VERDIPAPIRPORTEFØLJE			1 285 388	1 112 954	1 549 869	1 312 915	2 262 163	2 373 282	402 526	355 845	500 379	621 895
Tilgodehavende aksjeutbytte			-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Opptjente renter bank			-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
SUM OPPTJENTE, IKKE MOTTATTE INNTEKTER			-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Utsatt skattefordel	10		-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Til gode fra meglere			-	-	-	-	-	-	66 953	-	-	-
Til gode fra forvaltningsselskapet			5	4	3	2	-	-	-	-	-	-
Tilgodehavende skatt på aksjeutbytte			-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Andre fordringer			-	-	-	-	951	-	-	-	-	-
SUM ANDRE FORDRINGER			5	4	3	2	951	-	66 953	-	-	-
Bankinnskudd	11		10 503	34 871	130 698	434 828	642 182	966 763	186 931	409 271	113 072	12 916
SUM EIENDELER			1 295 895	1 147 830	1 680 570	1 747 745	2 905 297	3 340 045	589 457	832 069	613 452	634 811
Egenkapital												
Andelskapital til pålydende	9		935 568	851 683	1 170 679	1 219 380	2 845 658	3 224 938	583 133	813 619	611 277	633 263
Overkurs	9		250 517	146 464	461 438	457 581	197 010	206 401	95 299	53 401	69 67	13 283
INNSKUTT EGENKAPITAL			1 186 085	998 147	1 632 116	1 676 961	3 042 668	3 431 339	678 432	867 021	618 245	646 547
Opptjent egenkapital	9		-8 426	120 010	-22 242	53 708	-192 606	-175 256	-98 921	-56 415	-5 596	-13 069
Avsatt til andelseierne for reinvestering i nye andeler	9		114 373	26 355	67 683	12 103	53 305	81 213	9 697	21 136	-	-
SUM EGENKAPITAL			1 292 032	1 144 512	1 677 557	1 742 772	2 903 367	3 337 296	589 207	831 742	612 648	633 478
Gjeld												
Utsatt skatt	10		-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Skyldig til meglere			-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Skyldig til forvaltningsselskapet			2 331	1 983	2 178	2 155	1 930	2 163	250	327	148	349
Annen gjeld	10		1 533	1 334	835	2 818	-	586	-	-	655	984
SUM ANNEN GJELD			3 864	3 317	3 013	4 973	1 930	2 749	250	327	803	1 333
SUM GJELD OG EGENKAPITAL			1 295 895	1 147 830	1 680 570	1 747 745	2 905 297	3 340 045	589 457	832 069	613 452	634 811

* Angitt i hele tusen svenske kroner

Styret for SKAGENAS, Stavanger 10. februar 2016

Henrik Lisæth

Åge K. Westbø

Anne S.K. Stensrud

Leiv Askvig

Martin Petersson

Per Gustav Blom

REGNSKAP

RESULTATREGNSKAP		SKAGEN Credit		SKAGEN Credit NOK		SKAGEN Credit SEK*		SKAGEN Credit EUR**		SKAGEN Balanse60/40	
(angitt i hele tusen kroner)	Noter	2015	30.05.2014- 31.12.2014	2015	30.05.2014- 31.12.2014	2015	30.05.2014- 31.12.2014	2015	30.05.2014- 31.12.2014	2015	2014
Porteføljeginntekter og -kostnader											
Renteinntekter/-kostnader		10962	4956	10696	5997	1635	1286	322,5	141,1	3 307	1 998
Aksjeutbytte		-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Gevinst/tap ved realisasjon		2902	2441	7790	3144	727	157	21,3	-3,3	18 055	11 042
Endring urealiserte kursgevinster/tap	7	3473	13752	-5415	6065	-2205	415	-348,5	-35,4	-3 227	12 848
Garantiprovisjon		-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Kurtasje		-38	-26	-32	-11	-24	-12	-2,2	-0,6	-	-
Valutagevinst/tap		1367	1184	-15723	-16709	-645	-2498	-140,2	-163,8	-	-
PORTEFØLJERESULTAT		18 665	22 306	-2 683	-1 515	-512	-652	-147,1	-62,0	18 135	25 888
Forvaltningsinntekter og -kostnader											
Forvaltningshonorar fast	8	-	-	-984	-493	-195	-115	-33,0	-12,1	-	-
Forvaltningshonorar variabelt	8	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
FORVALTNINGSRESULTAT		-	-	-984	-493	-195	-115	-33,0	-12,1	-	-
RESULTAT FØR SKATTEKOSTNAD		18 665	22 306	-3 667	-2 007	-708	-767	-180,1	-74,1	18 135	25 888
Skattekostnad	10	-	-	-	-	-	-	-	-	-445	-780
ÅRSRESULTAT		18 665	22 306	-3 667	-2 007	-708	-767	-180,1	-74,1	17 691	25 108
Som disponeres											
Overført til/fra opptjent egenkapital	9	2283	14 902	-3 667	-2 007	-1 065	-767	-349,2	-74,1	17 691	25 108
Avsatt til utdeling til andelseierne	9	16 381	7 404	-	-	-	-	169,1	-	-	-
Netto utdelt til andelseierne i løpet av året	9	-	-	-	-	357	-	-	-	-	-
SUM		18 665	22 306	-3 667	-2 007	-708	-767	-180,1	-74,1	17 691	25 108
BALANSE											
		31.12.2015	31.12.2014	31.12.2015	31.12.2014	31.12.2015	31.12.2014	31.12.2015	31.12.2014	31.12.2015	31.12.2014
Eiendeler											
Norske verdipapirer til kostpris	3,7	15 338	5 089	143 674	83 030	20 690	26 634	5 409,0	3 049,1	303 147	269 501
Utenlandske verdipapirer til kostpris	3,7	171 344	121 506	-	-	-	-	-	-	-	-
Urealiserte kursgevinster/tap	7	17 224	13 752	650	6 065	-1 790	415	-383,9	-35,4	24 869	28 095
Opptjente renter verdipapir	7	4 162	2 676	100	-	-8	-	-	-	-	-
SUM VERDIPAPIRPORTEFØLJE		208 068	143 022	144 424	89 094	18 892	27 050	5 025,0	3 013,7	328 016	297 596
Tilgodehavende aksjeutbytte		-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Opptjente renter bank		-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
SUM OPPTJENTE, IKKE MOTTATTE INNTEKTER		-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Utsatt skattefordel	10	-	-	-	-	-	-	-	-	220	-
Til gode fra meglere		-	-	-	191	100	-	-	-	-	-
Til gode fra forvaltningsselskapet		-	-	-	-	-	-	0,1	0,1	-	-
Tilgodehavende skatt på aksjeutbytte		-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Andre fordringer		-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
SUM ANDRE FORDRINGER		-	-	-	191	100	-	0,1	0,1	220	-
Bankinnskudd	11	3 220	4 676	1 637	314	121	196	47,1	15,9	2 151	3 555
SUM EIENDELER		211 287	147 698	146 061	89 600	19 114	27 245	5 072,1	3 029,6	330 386	301 151
Egenkapital											
Andelskapital til pålydende	9	175 824	127 866	147 989	90 978	20 617	27 479	5 321,1	3 098,4	238 370	230 571
Overkurs	9	24 889	3 767	-638	-41	-58	-15	-18,6	-1,7	54 827	34 776
INNSKUTT EGENKAPITAL		200 714	131 633	147 351	90 937	20 558	27 464	5 302,5	3 096,7	293 198	265 347
Opptjent egenkapital	9	-5 798	8 661	-4 343	-1 544	-1 489	-676	-408,4	-72,8	36 295	34 987
Avsatt til andelseierne for reinvestering i nye andeler	9	16 372	7 404	-	-	-	-	169,1	-	-	-
SUM EGENKAPITAL		211 287	147 698	143 008	89 393	19 070	26 788	5 063,1	3 023,9	329 492	300 334
Gjeld											
Utsatt skatt	10	-	-	-	-	-	-	-	-	-	202
Skyldig til meglere		-	-	1 306	-	-	-	-	-	-	-
Skyldig til forvaltningsselskapet		-	-	287	206	43	401	9,0	-	-	-
Annen gjeld	10	-	-	1 460	-	1	57	-	5,6	894	615
SUM ANNEN GJELD		-	-	3 053	206	44	458	9,0	5,6	894	817
SUM GJELD OG EGENKAPITAL		211 287	147 698	146 061	89 600	19 114	27 245	5 072,1	3 029,6	330 386	301 151

* Angitt i hele tusen svenske kroner

** Angitt i tusen euro

Styret for SKAGENAS, Stavanger 10. februar 2016

Henrik Lisæth

Åge K. Westbø

Anne S.K. Stensrud

Leiv Askvig

Martin Petersson

Per Gustav Blom

Generelle noter 2015

NOTE 1: REGNSKAPSPRINSIPPER

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

Regnskapet for 2015 er satt opp i samsvar med regnskapslov og forskrift om årsregnskap m.m for verdipapirfond.

Finansielle instrumenter:

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

Fastsettelse av virkelig verdi:

Verdipapirer er vurdert til markedskurser 31.12.2015.

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

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

Valutakurser:

Verdipapirer og bankinnskudd/-trekk i utenlandsk valuta er vurdert til gjeldende valutakurs ved tidspunkt for kursfastsettelse 31.12.2015.

Behandling av transaksjonskostnader:

Transaksjonskostnader i form av kurtasjer til meglere kostnadsføres på transaksjonstidspunkt.

Avsatt til utdeling til andelseierne:

For rentefondene er skattemessig resultat, bestående av renteinntekter, realisert gevinst/tap samt andre inntekter med fradrag for forvaltningskostnader og transaksjonsdrevne depotomkostninger, utdelt til andelseierne i form av nye andeler pr 31.12.2015. I SKAGEN Krona og SKAGEN Credit SEK er utdelingen gjennomført med tildeling av nye andeler pr 18.12.2015.

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

NOTE 2: FINANSIELLE DERIVATER

SKAGEN Credit benytter rentederivater. Dette beskrives nærmere i de spesifikke noter for SKAGEN Credit. Ingen av de andre fondene har benyttet finansielle derivater gjennom 2015.

NOTE 3: FINANSIELL MARKEDSRISIKO

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

Oversikt over fond som har funksjonell valuta forskjellig fra NOK:

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

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

NOTE 4: DEPOTOMKOSTNINGER

Fondene blir kun belastet med transaksjonsdrevne depotkostnader.

NOTE 5: OMLØPSHASTIGHET

Omløpshastighet er et mål på gjennomsnittlig varighet på fondets investeringer.

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

Omløpshastighet for 2015:

SKAGEN Vekst	30 %
SKAGEN Global	48 %
SKAGEN Kon Tiki	10 %
SKAGEN m ²	45 %
SKAGEN Focus	20 %
SKAGEN Balanse 60/40	33 %
SKAGEN Avkastning	61 %
SKAGEN Høyrente	52 %
SKAGEN Høyrente Institusjon	91 %
SKAGEN Tellus	114 %
SKAGEN Krona	295 %
SKAGEN Credit	15 %

For feederfondene:

SKAGEN Credit NOK
SKAGEN Credit SEK
SKAGEN Credit EUR

For samtlige feederfond vil det være omløpshastigheten i masterfondet SKAGEN Credit som er relevant

NOTE 6: TEGNINGSPROVISJON

Fondene har ikke tegnings- eller innløsningsprovisjoner.

NOTE 7: SE SIDENE 56 – 69

SKAGEN Vekst Note 8, 9, 10 og 11

NOTE 8. FORVALTNINGSHONORAR

Fast forvaltningshonorar beregnes for samtlige klasser i prosent p.a. av den daglige forvaltningskapital i klassen etter følgende satser:

Andelsklasse	Fast honorar prosent p.a.
A	1,0%
B	0,8%
C	0,6%

I tillegg belastes variabelt forvaltningshonorar med 1/10 av avkastning utover 6 prosent p.a målt i norske kroner i andelsklasse A og B, dersom andelsverdien 31.12 er høyere enn andelsverdien ved forrige belastning/avregning av variabelt forvaltningshonorar (høvvannmerke). Andelsklasse C belastes variabelt forvaltningshonorar med 1/10 av bedre verdiutvikling i andelsverdien enn en likevektet og kontinuerlig rebalansert indeks sammensatt av MSCI Nordic Countries IMI Index og MSCI All Country World Index ex Nordic Countries (Daily Total Return Net \$ målt i norske kroner). Den variable forvaltningsgodtgjørelsen i klasse C belastes/avregnes kun såfremt den akkumulerte relative verdiutviklingen fra siste belastning/avregning til og med 31. desember er større enn null.

Kostnadsført forvaltningshonorar fordelt på de respektive andelsklasser:

	2015			Totalt
	Klasse A	Klasse B	Klasse C	
Forvaltningshonorar fast	79 598	84	2 126	81 807
Forvaltningshonorar variabelt	11 733	16	-	11 750
Sum forvaltningshonorar	91 331	100	2 126	93 557

Andelsklasse C ble etablert 01.01.2015.

NOTE 9. EGENKAPITAL

Egenkapital pr 01.01.2015	8 639 578
Tegning 2015	586 068
Innløsning 2015	-1 638 077
Utdeling til andelseiere i 2015	-
Årsresultat 2015	595 588
Egenkapital pr 31.12.2015	8 183 157

	Klasse	31.12.2015	31.12.2014	31.12.2013
Antall andeler	A	3 972 933	4 671 239	5 008 679
Antall andeler	B	5 753	4 801	-
Antall andeler	C	141 003	-	-
Basiskurs prandel (angitt i kroner)*	A	1 986,0307	1 847,7680	1 605,2264
Basiskurs prandel (angitt i kroner)*	B	1 992,0727	1 882,5363	-
Basiskurs prandel (angitt i kroner)*	C	1 994,7290	-	-

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

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

NOTE 10. SKATTENOTE

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

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

Faktisk skattekostnad i SKAGEN Vekst for årene 2015 og 2014 knytter seg til kildeskatt på utenlandsk utbytte.

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

Fastsatt Risk-beløp pr 1. januar:

1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000
-0,35	-0,37	3,28	-0,50	1,73	1,26	3,62
2001	2002	2003	2004	2005	2006	
3,77	0,51	2,03	3,06	-7,03	-9,44	

SKAGEN Focus Note 8, 9 og 10

NOTE 8. FORVALTNINGSHONORAR

Fast forvaltningshonorar beregnes for samtlige klasser i prosent p.a. av den daglige forvaltningskapital i klassen etter følgende satser:

Andelsklasse	Fast honorar prosent p.a.
A	1,6%
B	1,3%
C	1,0%

I tillegg belastes variabelt forvaltningshonorar i samtlige tre klasser med 1/10 av bedre verdiutvikling i andelsverdien enn referanseindeksen MSCI All Country World Daily Total return Net \$ målt i norske kroner. Variabel forvaltningsgodtgjørelse beregnes daglig og belastes årlig pr 31. desember for samtlige tre andelsklasser. Ved dårligere verdiutvikling i andelsverdien enn referanseindeksen, trekkes 10 prosent av underutviklingen fra det faste forvaltningshonoraret. Sum forvaltningshonorar er dog begrenset oppad og nedad, slik at samlet honorar ikke kan overstige 3,2 prosent p.a. og ikke bli lavere enn 0,8 prosent p.a. av gjennomsnittlig forvaltningskapital i andelsklassene A og C. I andelsklasse B er tilsvarende øvre grense 2,9 prosent p.a. og nedre grense 0,5 prosent p.a.

Kostnadsført forvaltningshonorar fordelt på de respektive andelsklasser:

	2015			Totalt
	Klasse A	Klasse B	Klasse C	
Forvaltningshonorar fast	6 500	17	684	7 201
Forvaltningshonorar variabelt	-5 373	-17	-227	-5 617
Sum forvaltningshonorar	1 127	0	457	1 584

Fondet ble etablert 26.05.2015

NOTE 9. EGENKAPITAL

Egenkapital pr 26.05.2015	-
Tegning 2015	1 274 969
Innløsning 2015	-205 326
Utdeling til andelseiere i 2015	-
Årsresultat 2015	-27 818
Egenkapital pr 31.12.2015	1 041 825

	Klasse	31.12.15
Antall andeler	A	9 577 105
Antall andeler	B	24 875
Antall andeler	C	1 200 000
Basiskurs pr andel (angitt i kroner)*	A	96,4892
Basiskurs pr andel (angitt i kroner)*	B	96,6965
Basiskurs pr andel (angitt i kroner)*	C	96,3062

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

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

NOTE 10. SKATTENOTE

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

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

Beregningsgrunnlag betalbar skatt	26.05.2015 - 31.12.2015
Renteinntekt og garanti provisjon	234
Skattepliktig aksjeutbytte	6 827
3 % av skattefritt aksjeutbytte	3
Skattepliktig gevinst/tap utenfor fritaksmetoden	-
Valutagevinst/tap	2 837
Sum skattepliktige inntekter	9 902
Fast forvaltningshonorar	-7 201
Variabelt forvaltningshonorar	5 617
Sum fradragsberettigede kostnader	-1 584
Netto skattepliktig inntekt	8 318

Beregningsgrunnlag betalbar skatt (A)

Betalbar skatt i resultatregnskapet	
Betalbar skatt (A x 27 %)	2 246
Kreditfradrag for betalt kildeskatt innværende år	-449
Betalbar skatt	1 796

Skattekostnad i resultatregnskapet

Betalbar skatt, ikke utlignet	1 796
Kildeskatt utbytte	708
Endring i utsatt skatt	-
Sum skattekostnad	2 504

Skyldig betalbar skatt inngår i annen gjeld.

SKAGEN Global Note 8, 9 og 10

NOTE 8. FORVALTNINGSHONORAR

Fast forvaltningshonorar beregnes for samtlige klasser i prosent p.a. av den daglige forvaltningskapital i klassen etter følgende satser:

Andelsklasse	Fast honorar prosent p.a.
A	1,0%
B	0,8%
C	0,6%
D	0,5%

I tillegg belastes variabelt forvaltningshonorar i samtlige fire klasser med 1/10 av bedre verdiutvikling i andelsverdien enn referanseindeksen MSCI All Country World Daily Total return Net \$ målt i norske kroner. Variabel forvaltningsgodtgjørelse beregnes daglig og belastes årlig pr 31. desember for andelsklasse A og B. For andelsklasse C og D beregnes variabel forvaltningsgodtgjørelse daglig og belastes kvartalsvis, men den variable forvaltningsgodtgjørelsen er gitt kvartal kan kun belastes såfremt den akkumulerte relative verdiutviklingen mellom fondet og MSCI All Country World Daily Total Return Net \$ målt i norske kroner fra siste belastning til og med det gitte kvartal er større enn null (høyvannmerke).

Kostnadsført forvaltningshonorar fordelt på de respektive andelsklasser:

	2015				Totalt
	Klasse A	Klasse B	Klasse C	Klasse D	
Forvaltningshonorar fast	342 388	16 753	1 352	5	360 499
Forvaltningshonorar variabelt	-	157	212	1	370
Sum forvaltningshonorar	342 388	16 910	1 565	6	360 869

Andelsklasse C og D ble etablert 01.01.2015.

NOTE 9. EGENKAPITAL

Egenkapital pr 01.01.2015	39 377 859
Tegning 2015	3 900 626
Innløsning 2015	-12 936 690
Utdeling til andelseiere i 2015	-
Årsresultat 2015	5 212 754
Egenkapital pr 31.12.2015	35 554 550

	Klasse	31.12.2015	31.12.2014	31.12.2013
Antall andeler	A	22 776 656	29 345 494	42 622 543
Antall andeler	B	1 330 076	1 687 304	
Antall andeler	C	165 245		
Antall andeler	D	787		
Basiskurs pr andel (angitt i kroner)*	A	1 464,5507	1 268,7961	1 095,2810
Basiskurs pr andel (angitt i kroner)*	B	1 462,4149	1 266,2486	
Basiskurs pr andel (angitt i kroner)*	C	1 466,7888		
Basiskurs pr andel (angitt i kroner)*	D	1 467,7476		

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

Den eneste forskjell mellom de fire andelsklassene er ulikt forvaltningshonorar, ref note 8.

NOTE 10. SKATTENOTE

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

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

Beregningsgrunnlag betalbar skatt	2015	2014
Renteinntekt og garanti provisjon	-20 253	5 790
Skattepliktig aksjeutbytte	415 277	700 470
3 % av skattefritt aksjeutbytte	10 321	10 382
Skattepliktig gevinst/tap utenfor fritaksmetoden	3 682	3 723
Valutagevinst/tap	398 870	682 795
Sum skattepliktige inntekter	807 897	1 403 161
Fast forvaltningshonorar	-360 499	-450 245
Variabelt forvaltningshonorar	-370	-
Sum fradragsberettigede kostnader	-360 869	-450 245

Netto skattepliktig inntekt

Netto skattepliktig inntekt	447 028	952 915
-----------------------------	---------	---------

Underskudd til fremføring fra tidligere år
 - | - |

Beregningsgrunnlag betalbar skatt (A)

Beregningsgrunnlag betalbar skatt (A)	447 028	952 915
---------------------------------------	---------	---------

Betalbar skatt i resultatregnskapet

Betalbar skatt (A x 27 %)	120 697	257 287
For mye/lite avsatt betalbar skatt tidligere år	30 523	-
Anvendelse av fremført kreditfradrag fra tidligere år	-44 581	-99 409
Kreditfradrag for betalt kildeskatt innværende år	-53 558	-80 945
Betalbar skatt	53 082	76 933

Grunnlag utsatt skatt/skattefordel i balansen

Urealisert gevinst/tap utenfor fritaksmetoden	-	-4 200
Kreditfradrag til fremføring	242 096	-
Sum grunnlag utsatt skatt/utsatt skattefordel (B)	242 096	-4 200

Netto utsatt skattefordel/utsatt skatt i balansen (B x 25%)

Netto utsatt skattefordel/utsatt skatt i balansen (B x 25%)	60 524	-1 134
---	--------	--------

Netto utsatt skattefordel er ikke balanseført

Skattekostnad i resultatregnskapet

Betalbar skatt, ikke utlignet	53 082	76 933
Kildeskatt utbytte	48 463	103 934
Endring i utsatt skatt	-1 134	1 134
Sum skattekostnad	100 411	182 000

Skyldig betalbar skatt inngår i annen gjeld.

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

NOTE 8. FORVALTNINGSHONORAR

Fast forvaltningshonorar beregnes for samtlige klasser i prosent p.a. av den daglige forvaltningskapital i klassen etter følgende satser:

Andelsklasse	Fast honorar prosent p.a.
A	2,00 %
B	1,50 %
C	1,75 %
D	1,50 %
E	1,25 %

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

Kostnadsført forvaltningshonorar fordelt på de respektive andelsklasser:

	2015					Totalt
	Klasse A	Klasse B	Klasse C	Klasse D	Klasse E	
Forvaltningshonorar fast	546 478	82 682	11 915	27 312	115 260	783 647
Forvaltningshonorar variabelt	-91 335	-20 446	-1 646	-5 738	-11 356	-130 520
Sum forvaltningshonorar	455 143	62 236	10 269	21 574	103 904	653 127

Andelsklasse C, D og E ble etablert 01.01.2015.

NOTE 9. EGENKAPITAL

Egenkapital pr 01.01.2015	51 726 031
Tegning 2015	4 553 764
Innløsning 2015	-20 132 273
Utdeling til andelseiere i 2015	
Årsresultat 2015	42 175
Egenkapital pr 31.12.2015	36 189 697

	Klasse	31.12.2015	31.12.2014	31.12.2013
Antall andeler	A	31 948 647	64 178 326	80 561 992
Antall andeler	B	6 016 062	10 406 552	
Antall andeler	C	843 882		
Antall andeler	D	2 000 282		
Antall andeler	E	11 890 124		
Basiskurs prandel (angitt i kroner)*	A	684,8898	693,2737	621,4137
Basiskurs prandel (angitt i kroner)*	B	689,6829	694,9191	
Basiskurs prandel (angitt i kroner)*	C	686,5286		
Basiskurs prandel (angitt i kroner)*	D	688,1148		
Basiskurs prandel (angitt i kroner)*	E	689,9052		

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

Den eneste forskjell mellom de fire andelsklassene er ulikt forvaltningshonorar, ref note 8.

NOTE 10. SKATTENOTE

Aksjefond er i all hovedsak fritatt for skatteplikt på gevinster og har ikke fradragsrett for tap ved realisasjon av aksjer. Videre er utbytter mottatt fra selskaper innenfor EU/EØS i utgangspunktet skattefrie. 3 prosent av disse utbytterne behandles imidlertid som skattepliktige. Utbytter mottatt fra aksjeselskaper utenfor EU/EØS er skattepliktige. Fondene kan i tillegg belastes kildeskatt på utbytte mottatt fra alle utenlandske selskaper.

Faktisk skattekostnad i SKAGEN Kon-Tiki for årene 2015 og 2014 knytter seg til kildeskatt på utenlandsk utbytte.

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

Fastsatt Risk-beløp pr 1. januar:

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

SKAGEN m² Note 8, 9 og 10

NOTE 8. FORVALTNINGSHONORAR

Fast forvaltningshonorar beregnes for samtlige klasser i prosent p.a. av den daglige forvaltningskapital i klassen etter følgende satser:

Andelsklasse	Fast honorar prosent p.a.
A	1,5%
B	1,2%
C	1,0%

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

Kostnadsført forvaltningshonorar fordelt på de respektive andelsklasser:

	2015			Totalt
	Klasse A	Klasse B	Klasse C	
Forvaltningshonorar fast	17 831	19	10	17 861
Forvaltningshonorar variabelt	-8 849	-12	-3	-8 863
Sum forvaltningshonorar	8 983	7	8	8 997

Andelsklasse C ble etablert 01.01.2015.

NOTE 9. EGENKAPITAL

Egenkapital pr 01.01.2015	837 125
Tegning 2015	1 108 313
Innløsning 2015	-971 735
Utdeling til andelseiere 2015	
Årsresultat 2015	48 297
Egenkapital pr 31.12.2015	1 021 999

	Klasse	31.12.2015	31.12.2014	31.12.2013
Antall andeler	A	6 595 853	5 791 763	4 783 203
Antall andeler	B	9 917	10 634	
Antall andeler	C	6 837		
Basiskurs prandel (angitt i kroner)*	A	154,5390	144,2631	105,9746
Basiskurs prandel (angitt i kroner)*	B	154,7885	144,1397	
Basiskurs prandel (angitt i kroner)*	C	154,5053		

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

Den eneste forskjell mellom de fire andelsklassene er ulikt forvaltningshonorar, ref note 8.

NOTE 10. SKATTENOTE

Aksjefond er i all hovedsak fritatt for skatteplikt på gevinster og har ikke fradragsrett for tap ved realisasjon av aksjer. Videre er utbytter mottatt fra selskaper innenfor EU/EØS i utgangspunktet skattefrie. 3 prosent av disse utbytterne behandles imidlertid som skattepliktige. Utbytter mottatt fra aksjeselskaper utenfor EU/EØS er skattepliktige. Fondene kan i tillegg belastes kildeskatt på utbytte mottatt fra alle utenlandske selskaper.

Beregningsgrunnlag betalbar skatt	2015	2014
Renteinntekt/-kostnad	847	947
Skattepliktig aksjeutbytte	28 960	15 669
3 % av skattefritt aksjeutbytte	603	108
Skattepliktig gevinst/tap utenfor fritaksmetoden	2 823	-4 056
Valutagevinst/tap	5 608	2 826
Sum skattepliktige inntekter	38 842	15 495
Fast forvaltningshonorar	-17 861	-8 442
Variabelt forvaltningshonorar	8 863	2 193
Sum fradragsberettigede kostnader	-8 997	-6 249
Netto skattepliktig inntekt	29 844	9 246
Beregningsgrunnlag betalbar skatt (A)	29 844	9 246

Betalbar skatt i resultatregnskapet		
Betalbar skatt (A x 27 %)	8 058	2 496
Formye/lite avsatt betalbar skatt tidligere år	48	25
Avsatt betalbar skatt endring ligning 2012/2013*		259
Kreditfradrag betalt kildeskatt utenfor EØS	-2 410	-1 037
Anvendelse av fremført kreditfradrag		
Betalbar skatt	5 696	1 744

Grunnlag utsatt skatt/-skattefordel i balansen		
Urealisert gevinst/tap utenfor fritaksmetoden	2 670	6 813
Underskudd til fremføring		
Sum grunnlag utsatt skatt/-skattefordel (B)	2 670	6 813
Netto utsatt skatt/-skattefordel i balansen (B x 25 %)	668	1 840

Skattekostnad i resultatregnskapet		
Betalbar skatt, ikke utliknet	5 696	1 744
Endring utsatt skatt/-skattefordel	-1 172	3 704
Kildeskatt utbytte	3 370	2 267
Sum skattekostnad	7 893	7 715

Skyldig betalbar skatt inngår i annen gjeld.

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

SKAGEN Balanse 60/40 Note 8, 9 og 10

NOTE 8. FORVALTNINGSHONORAR

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

Satsene for forvaltningsgodtgjørelse i potensielle underliggende fond er som følger:

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

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

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

NOTE 9. EGENKAPITAL

Egenkapital pr 01.01.2015	300 334
Tegning 2015	215 894
Innløsning 2015	-204 426
Utdeling til andelseiere 2015	-
Årsresultat 2015	17 691
Egenkapital pr 31.12.2015	329 492

	31.12.2015	31.12.2014	31.12.2013
Antall andeler	2 383 705	2 305 707	1 623 820
Basiskurs pr andel (angitt i kroner)*	138,2503	130,2580	118,5793

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

NOTE 10. SKATTENOTE

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

Beregningsgrunnlag betalbar skatt	2015	2014
Netto renteinntekt	3 316	1 999
Gevinst/tap ved realisasjon av rentefondsandeler	-105	75
Sum skattepliktige inntekter	3 212	2 074

Fradragsberettigede kostnader	-	-
Netto skattepliktig inntekt	3 212	2 074
Beregningsgrunnlag betalbar skatt (A)	3 212	2 074

Betalbar skatt i resultatregnskapet		
Betalbar skatt (Ax 27 %)	867	560
For lite avsatt betalbar skatt tidligere år	-	-
Skyldig betalbar skatt	867	560

Grunnlag utsatt skatt/-skattefordel i balansen		
Urealisert gevinst / tap rentefondsandeler (B)	-880	749
Utsatt skatt/-skattefordel i balansen (Bx 25%)	-220	202

Skattekostnad i resultatregnskapet		
Betalbar skatt	867	560
Endring i utsatt skatt/-skattefordel	-422	220
Sum skattekostnad	445	780

Skyldig betalbar skatt inngår i annen gjeld.

SKAGEN Høyrente Note 8, 9 og 10

NOTE 8. FORVALTNINGSHONORAR

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

NOTE 9. EGENKAPITAL

Egenkapital pr 01.01.2015	3 337 296
Tegning 2015	2 745 387
Innløsning 2015	-3 211 556
Årsresultat 2015	32 240
Avsatt til utdeling til andelseiere	-53 914
Forventet reinvestering knyttet til avsatt utdeling	53 914
Egenkapital pr 31.12.2015	2 903 367

	31.12.2015	31.12.2014	31.12.2013
Antall andeler	28 456 578	32 249 376	33 095 242
Basiskurs pr andel (angitt i kroner)*	102,0299	103,4846	103,7847

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

NOTE 10. SKATTENOTE

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

SKAGEN Høyrente Institusjon Note 8, 9 og 10

NOTE 8. FORVALTNINGSHONORAR

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

NOTE 9. EGENKAPITAL

Egenkapital pr 01.01.2015	831 742
Tegning 2015	547 465
Innløsning 2015	-800 527
Årsresultat 2015	10 527
Avsatt til utdeling til andelseiere	-9 458
Forventet reinvestering knyttet til avsatt utdeling	9 458
Egenkapital pr 31.12.2015	589 207

	31.12.2015	31.12.2014	31.12.2013
Antall andeler	5 831 328	8 136 195	12 350 572
Basiskurs pr andel (angitt i kroner)*	101,0422	102,2277	102,4937

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

NOTE 10. SKATTENOTE

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

SKAGEN Avkastning Note 8, 9, 10 & 11**NOTE 8. FORVALTNINGSHONORAR**

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

NOTE 9. EGENKAPITAL

Egenkapital pr 01.01.2015	1 742 772
Tegning 2015	995 963
Innløsning 2015	-1 076 868
Årsresultat 2015	15 689
Avsatt til utdeling til andelseierne	-68 328
Forventet reinvestering knyttet til avsatt utdeling	68 328
Egenkapital pr 31.12.2015	1 677 557

	31.12.2015	31.12.2014	31.12.2013
Antall andeler	11 706 786	12 193 797	8 526 677
Basiskurs pr andel (angitt i kroner)*	143,2900	142,9234	140,4571

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

NOTE 10. SKATTENOTE

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

NOTE 11. VALUTARISIKO

SKAGEN Avkastning benytter ikke valutaiskringsinstrumenter mot norske kroner, men har pr 31.12.2015 trekk på EUR og MXN bankkonti for å redusere valutaeksponeringen på investeringene i Croatia Government International Bond, Portugese Government, Slovenia Government, Spanish Government, Hellenic Republic Government og Mexican Government.

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

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

NOTE 9. EGENKAPITAL

Egenkapital pr 01.01.2015	633 478
Tegning 2015	560 407
Innløsning 2015	-582 319
Årsresultat 2015	1 083
Hvorav disponering til andelseierne	-
Gjennomført reinvestering knyttet til utdeling for siste inntektsår	-
Egenkapital pr 31.12.2015	612 648

	31.12.2015	31.12.2014	31.12.2013
Antall andeler	6 112 774	6 332 632	8 481 594
Basiskurs pr andel (angitt i svenske kroner)*	100,2245	100,0338	100,9781

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

NOTE 10. SKATTENOTE

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

SKAGEN Tellus Note 8, 9 og 10**NOTE 8. FORVALTNINGSHONORAR**

Fast forvaltningshonorar beregnes for samtlige klasser i prosent p.a. av den daglige forvaltningskapital i klassen etter følgende satser:

Andelsklasse	Fast honorar prosent p.a.
A	0,80 %
B	0,45 %
C	0,40 %

Kostnadsført forvaltningshonorar fordelt på de respektive andelsklasser:

	2015			Totalt
	Klasse A	Klasse B	Klasse C	
Forvaltningshonorar fast	8 517	329	856	9 702
Sum forvaltningshonorar	8 517	329	856	9 702

Andelsklasse C ble etablert 01.01.2015.

NOTE 9. EGENKAPITAL

Egenkapital pr 01.01.2015	1 144 512
Tegning 2015	863 932
Innløsning 2015	-769 763
Årsresultat 2015	53 350
Avsatt til utdeling til andelseierne	114 411
Forventet reinvestering knyttet til avsatt utdeling	-114 411
Egenkapital pr 31.12.2015	1 292 032

	Klasse	31.12.2015	31.12.2014	31.12.2013
Antall andeler	A	6 963 959	8 213 082	4 168 548
Antall andeler	B	556 217	303 749	
Antall andeler	C	1 835 503		
Basiskurs pr andel (angitt i kroner)*	A	137,8480	134,3725	121,4385
Basiskurs pr andel (angitt i kroner)*	B	140,5395	134,6566	
Basiskurs pr andel (angitt i kroner)*	C	138,4037		

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

Den eneste forskjell mellom de tre andelsklassene er ulikt forvaltningshonorar, ref note 8.

NOTE 10. SKATTENOTE

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

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

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

NOTE 8. FORVALTNINGSHONORAR

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

NOTE 9. EGENKAPITAL

Egenkapital pr 01.01.2015	147 698
Tegning 2015	219 907
Innløsning 2015	-174 982
Årsresultat 2015	18 665
Avsatt til utdeling til andelseierne	16 381
Forventet reinvestering knyttet til avsatt utdeling	-16 381
Egenkapital pr 31.12.2015	211 287

SKAGEN Credit ble etablert 30.05.2014

	31.12.2015	31.12.2014
Antall andeler	1 758 242	1 278 662
Basiskurs pr andel (angitt i kroner)*	120,1695	115,5046

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

NOTE 10. SKATTENOTE

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

NOTE 11. VALUTARISIKO

SKAGEN Credit benytter ikke noen form for valutasikring.

NOTE 12. DEPOTKOSTNADER

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

SKAGEN Credit EUR Note 8, 9, 10, 11 og 12 (alle tall i tusen EUR)

NOTE 8. FORVALTNINGSHONORAR

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

Kostnadsført forvaltningshonorar fordelt på de respektive andelsklasser:

	2015		Totalt
	Klasse A	Klasse B	
Forvaltningshonorar fast	28,2	4,8	33,0
Sum forvaltningshonorar	28,2	4,8	33,0

Andelsklasse C ble etablert 01.01.2015.

NOTE 9. EGENKAPITAL

Egenkapital pr 01.01.2015	3 024
Tegning 2015	3 368
Innløsning 2015	-1 149
Årsresultat 2015	-180
Avsatt til utdeling til andelseierne	169
Forventet reinvestering knyttet til avsatt utdeling	-169
Egenkapital pr 31.12.2015	5 063

SKAGEN Credit EUR ble etablert 30.05.2014

	Klasse	31.12.2015	31.12.2014
Antall andeler	A	382 870	248 305
Antall andeler	B	149 240	61 540
Basiskurs pr andel (angitt i euro)*	A	9,5003	9,7557
Basiskurs pr andel (angitt i euro)*	B	9,5533	9,7755

* Basiskurs er satt ved dagsslutt siste virkedag i året og basert på beste estimat på dette tidspunkt. I regnskap er endelige tall pr 31.12 lagt til grunn. Mindre periodiseringsavvik kan dermed forekomme. Den eneste forskjell mellom de to andelsklassene er ulikt forvaltningshonorar, ref note 8.

NOTE 10. SKATTENOTE

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

NOTE 11. VALUTARISIKO

SKAGEN Credit EUR benytter ikke valutasikringsinstrumenter mot euro, men har pr 31.12.2015 trekk på USD, GBP og NOK bankkonti for å minimere valutaeksponeringen på sin andel av de underliggende dollar, britiske pund og norske kroner investeringene som ligger i masterfondet SKAGEN Credit.

NOTE 12. DEPOTKOSTNADER

Fondet blir kun belastet med transaksjonsdrevne depotkostnader, noen direkte i fondet og noen indirekte via belastning i masterfondet.

SKAGEN Credit NOK Note 8, 9, 10, 11 og 12**NOTE 8. FORVALTNINGSHONORAR**

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

NOTE 9. EGENKAPITAL

Egenkapital pr 01.01.2015	89 393
Tegning 2015	132 568
Innløsning 2015	-75 286
Årsresultat 2015	-3 667
Avsatt til utdeling til andelseierne	-
Forventet reinvestering knyttet til avsatt utdeling	-
Egenkapital pr 31.12.2015	143 008

SKAGEN Credit NOK ble etablert 30.05.2014

	31.12.2015	31.12.2014
Antall andeler	1 479 894	909 784
Basiskurs pr andel (angitt i kroner)*	96,5472	98,2463

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

NOTE 10. SKATTENOTE

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

NOTE 11. VALUTARISIKO

SKAGEN Credit NOK benytter ikke valutasikringsinstrumenter mot norske kroner, men har pr 31.12.2015 trekk på USD, EUR og GBP bankkonti for å minimere valutaeksponeringen på sin andel av de underliggende dollar, euro og britiske pund investeringene som ligger i masterfondet SKAGEN Credit.

NOTE 12. DEPOTKOSTNADER

Fondet blir kun belastet med transaksjonsdrevne depotkostnader, noen direkte i fondet og noen indirekte via belastning i masterfondet.

SKAGEN Credit SEK Note 8, 9, 10, 11 og 12 (alle tall i hele tusen SEK)**NOTE 8. FORVALTNINGSHONORAR**

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

NOTE 9. EGENKAPITAL

Egenkapital pr 01.01.2015	26 788
Tegning 2015	9 219
Innløsning 2015	-16 229
Årsresultat 2015	-708
Hvorav disponering til andelseierne	-357
Gjennomført reinvestering knyttet til utdeling for siste inntektsår	357
Egenkapital pr 31.12.2015	19 070

SKAGEN Credit SEK ble etablert 30.05.2014

	31.12.2015	31.12.2014
Antall andeler	206 165	274 786
Basiskurs pr andel (angitt i kroner)*	92,5348	97,4753

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

NOTE 10. SKATTENOTE

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

NOTE 11. VALUTARISIKO

SKAGEN Credit SEK benytter ikke valutasikringsinstrumenter mot svenske kroner, men har pr 31.12.2015 trekk på USD, EUR, GBP og NOK bankkonti for å minimere valutaeksponeringen på sin andel av de underliggende dollar, euro, britiske pund og norske kroner investeringene som ligger i masterfondet SKAGEN Credit.

NOTE 12. DEPOTKOSTNADER

Fondet blir kun belastet med transaksjonsdrevne depotkostnader, noen direkte i fondet og noen indirekte via belastning i masterfondet.

SKAGEN Vekst

Note 7. Verdipapirportefølje pr 31.12.2015 (angitt i hele tusen kroner)

Verdipapir	Sektor	Antall	Kjøpsverdi NOK	Valuta	Markedsverdi NOK	Urealisert gevinst/tap	Andel av fondet	Eierandel selskap/ aksjeklasse	Børs
Samsung Electronics Co Ltd Pref	Informasjonsteknologi	75 000	448 079	KRW	616 355	168 276	7,53 %	0,33 %	Seoul
ContinentalAG	Inntektsavhengige forbruksvarer	265 595	147 251	EUR	573 534	426 283	7,01 %	0,13 %	Frankfurt
NorskHydroASA	Råvarer	14 542 679	373 563	NOK	481 799	108 236	5,89 %	0,70 %	Oslo
CarlsbergAS-B	Defensive konsumvarer	590 000	369 513	DKK	465 704	96 191	5,69 %	0,50 %	København
CitigroupInc	Bank og finans	900 000	322 245	USD	412 168	89 923	5,04 %	0,03 %	New York
SAPSE	Informasjonsteknologi	575 000	260 225	EUR	405 762	145 537	4,96 %	0,05 %	Frankfurt
NorwegianAirShuttleASA	Kapitalvarer, service og transport	1 100 000	110 418	NOK	356 070	245 652	4,35 %	3,08 %	Oslo
ABB Ltd	Kapitalvarer, service og transport	2 070 000	286 184	SEK	332 016	45 832	4,06 %	0,09 %	Stockholm
TeliaSoneraAB	Telekom	7 450 000	341 922	SEK	329 937	-11 985	4,03 %	0,17 %	Stockholm
Koninklijke Philips NV	Kapitalvarer, service og transport	1 429 643	290 366	EUR	323 913	33 547	3,96 %	0,15 %	Amsterdam
Ericsson LM-BSHS	Informasjonsteknologi	3 050 000	251 435	SEK	263 490	12 055	3,22 %	0,10 %	Stockholm
Credit Suisse Group AG	Bank og finans	1 240 384	253 167	CHF	237 957	-15 210	2,91 %	0,06 %	Zürich
Volvo AB	Inntektsavhengige forbruksvarer	2 690 000	227 300	SEK	223 354	-3 946	2,73 %	0,17 %	Stockholm
KinnvikInvestment AB-B	Telekom	776 009	180 052	SEK	213 419	33 367	2,61 %	0,33 %	Stockholm
Roche Holding AG - Genusschein	Medisin	86 000	186 943	CHF	210 242	23 299	2,57 %	0,01 %	Zürich
Lundin Petroleum AB	Energi	1 630 000	160 588	SEK	209 770	49 182	2,56 %	0,52 %	Stockholm
Kia Motors Corporation	Inntektsavhengige forbruksvarer	450 000	138 015	KRW	178 297	40 282	2,18 %	0,11 %	Seoul
Danske Bank A/S	Bank og finans	678 622	78 788	DKK	161 965	83 176	1,98 %	0,07 %	København
Casino Guichard Perrachon SA	Defensive konsumvarer	352 100	240 762	EUR	143 619	-97 143	1,76 %	0,31 %	Paris
Oriflame Cosmetics AG	Defensive konsumvarer	1 000 000	128 352	SEK	142 759	14 407	1,74 %	1,80 %	Stockholm
Tribona AB	Bank og finans	2 851 004	94 342	SEK	128 387	34 045	1,57 %	5,86 %	Stockholm
SKF AB - B Shares	Kapitalvarer, service og transport	800 000	126 863	SEK	115 215	-11 648	1,41 %	0,19 %	Stockholm
SBI Holdings Inc	Bank og finans	1 139 000	96 634	JPY	110 719	14 085	1,35 %	0,51 %	Tokyo
Cal-Maine Foods Inc	Defensive konsumvarer	245 000	114 318	USD	100 472	-13 846	1,23 %	0,56 %	New York
Wilh. Wilhelmsen Holding ASA	Kapitalvarer, service og transport	744 081	53 139	NOK	99 335	46 196	1,21 %	2,15 %	Oslo
Kemira OY	Råvarer	910 000	88 050	EUR	95 213	7 163	1,16 %	0,59 %	Helsinki
Sberbank of Russia Pref	Bank og finans	9 620 000	139 234	RUB	89 048	-50 186	1,09 %	0,96 %	Moscow
Nippon Seiki Co Ltd	Inntektsavhengige forbruksvarer	393 000	49 364	JPY	80 280	30 916	0,98 %	0,65 %	Tokyo
Bonheur ASA	Energi	1 492 594	107 317	NOK	79 107	-28 210	0,97 %	3,66 %	Oslo
HLundbeck A/S	Medisin	235 000	44 996	DKK	71 290	26 294	0,87 %	0,12 %	København
Danieli & Officine Meccaniche SpA	Kapitalvarer, service og transport	536 683	69 194	EUR	67 869	-1 325	0,83 %	1,33 %	Borsa Italiana
Frontline Ltd	Kapitalvarer, service og transport	2 550 000	41 502	NOK	65 331	23 829	0,80 %	0,33 %	Oslo
Rec Silicon ASA	Energi	35 182 178	52 331	NOK	63 082	10 751	0,77 %	1,38 %	Oslo
Medi-Stim ASA	Medisin	1 165 625	14 565	NOK	62 652	48 088	0,77 %	6,36 %	Oslo
Solar AS - B Shs	Kapitalvarer, service og transport	1 004 000	40 099	DKK	58 167	18 068	0,71 %	1,48 %	København
Ganger Rolf ASA	Energi	1 213 817	124 262	NOK	56 442	-67 820	0,69 %	3,59 %	Oslo
Strongpoint ASA	Informasjonsteknologi	3 788 362	43 336	NOK	53 605	10 269	0,66 %	8,54 %	Oslo
SodaStream International Ltd	Defensive konsumvarer	365 000	82 946	USD	52 683	-30 263	0,64 %	1,74 %	NASDAQ
Hitecvision AS	Bank og finans	793 668	7 193	NOK	52 382	45 189	0,64 %	4,18 %	Unotert
Solstad Offshore ASA	Energi	2 052 746	102 753	NOK	42 081	-60 672	0,51 %	5,31 %	Oslo
GCL-Poly Energy Holdings Ltd	Energi	30 000 000	59 320	HKD	39 582	-19 739	0,48 %	0,16 %	Hong Kong
FLSmith & Co A/S	Kapitalvarer, service og transport	123 229	41 394	DKK	38 113	-3 281	0,47 %	0,24 %	København
Bang & Olufsen A/S	Informasjonsteknologi	300 000	22 682	DKK	31 895	9 213	0,39 %	0,69 %	København
YIT Oyj	Kapitalvarer, service og transport	568 875	33 128	EUR	28 639	-4 488	0,35 %	0,45 %	Helsinki
Yazicilar Holding AS	Defensive konsumvarer	689 169	23 544	TRY	26 649	3 105	0,33 %	0,43 %	Istanbul
Golar LNG Ltd	Kapitalvarer, service og transport	190 000	58 722	USD	26 550	-32 173	0,32 %	0,20 %	NASDAQ
Fotocure ASA	Medisin	626 466	25 235	NOK	26 249	1 014	0,32 %	2,92 %	Oslo
DOFASA	Energi	5 762 213	110 022	NOK	25 815	-84 207	0,32 %	5,19 %	Oslo
Localiza Rent a Car SA	Kapitalvarer, service og transport	450 000	23 150	BRL	24 963	1 812	0,31 %	0,21 %	Sao Paulo
Goodtech ASA	Kapitalvarer, service og transport	2 055 949	46 750	NOK	22 101	-24 649	0,27 %	8,99 %	Oslo
Nordic Mining ASA	Råvarer	18 416 432	20 776	NOK	11 602	-9 174	0,14 %	4,78 %	Oslo Axess
TTS Group ASA	Kapitalvarer, service og transport	3 035 946	30 312	NOK	8 470	-21 842	0,10 %	3,51 %	Oslo
Golden Ocean Group Ltd	Kapitalvarer, service og transport	794 685	21 524	NOK	7 605	-13 918	0,09 %	0,46 %	Oslo
Eidesvik Offshore ASA	Energi	687 970	25 569	NOK	6 598	-18 972	0,08 %	2,28 %	Oslo
I.M. Skaugen SE	Kapitalvarer, service og transport	1 639 152	19 918	NOK	3 196	-16 721	0,04 %	6,05 %	Oslo
Sevan Drilling ASA	Energi	586 580	73 884	NOK	2 041	-71 843	0,02 %	1,97 %	Oslo
Golden Ocean Group Ltd	Kapitalvarer, service og transport	100 000	3 132	USD	947	-2 185	0,01 %	0,06 %	NASDAQ
GCL-Poly Energy Holdings Ltd rights	Energi	6 000 000		HKD	273	273	0,00 %	0,16 %	Hong Kong
Sum verdipapirportefølje¹⁾			6 926 668		8 156 778	1 230 110	99,68 %		

¹⁾ For verdi av likviditet i porteføljen pr 31.12.2015 henvises til balansen.

Tilordning av anskaffelseskost:

For SKAGEN Vekst er gjennomsnittlig anskaffelseskost benyttet for å finne realiserede kursgevinster/-tap ved salg av aksjer.

SKAGEN Global

Note 7. Verdipapirportefølje pr 31.12.2015 (angitt i hele tusen kroner)

Verdipapir	Sektor	Antall	Kjøpsverdi NOK	Valuta	Markedsverdi NOK	Urealisert gevinst/tap	Andel av fondet	Eierandel selskap/ aksjeklasse	Børs
American International Group Inc	Bank og finans	4 803 721	1 531 841	USD	2 634 395	1 102 554	7,41 %	0,39 %	New York
Citigroup Inc	Bank og finans	4 489 467	1 055 720	USD	2 056 017	1 000 297	5,79 %	0,15 %	New York
Roche Holding AG - Genussschein	Medisin	616 238	874 169	CHF	1 506 502	632 333	4,24 %	0,09 %	Zürich
General Electric Co	Kapitalvarer, service og transport	5 296 940	1 047 624	USD	1 460 174	412 551	4,11 %	0,06 %	New York
Merck & Co Inc	Medisin	2 585 610	1 192 033	USD	1 208 601	16 569	3,40 %	0,09 %	New York
Dollar General Corp	Inntektsavhengige forbruksvarer	1 731 089	976 544	USD	1 101 003	124 459	3,10 %	0,60 %	New York
Samsung Electronics Co Ltd Pref	Informasjonsteknologi	131 747	319 104	KRW	1 082 706	763 602	3,05 %	0,58 %	Seoul
CK Hutchison Holdings Ltd	Kapitalvarer, service og transport	8 025 098	668 673	HKD	954 762	286 090	2,69 %	0,21 %	Hong Kong
Kingfisher Plc	Inntektsavhengige forbruksvarer	22 108 056	845 804	GBP	950 095	104 291	2,67 %	0,96 %	London
G4S Plc	Kapitalvarer, service og transport	30 377 096	953 556	GBP	893 416	-60 140	2,51 %	1,96 %	London
Samsung Electronics Co Ltd	Informasjonsteknologi	90 415	771 861	KRW	858 136	86 274	2,41 %	0,06 %	Seoul
Microsoft Corp	Informasjonsteknologi	1 737 070	303 222	USD	852 855	549 633	2,40 %	0,02 %	NASDAQ
NN Group NV	Bank og finans	2 642 496	488 569	EUR	827 164	338 595	2,33 %	0,79 %	Amsterdam
Alphabet Inc Class C	Informasjonsteknologi	120 516	452 121	USD	809 356	357 234	2,28 %	0,03 %	NASDAQ
Sanofi	Medisin	1 050 189	699 459	EUR	793 809	94 351	2,23 %	0,08 %	Paris
Nordea Bank AB	Bank og finans	7 809 446	548 619	SEK	764 834	216 215	2,15 %	0,19 %	Stockholm
Koninklijke DSM NV	Råvarer	1 631 124	677 604	EUR	725 949	48 345	2,04 %	0,90 %	Amsterdam
State Bank of India	Bank og finans	23 546 330	604 795	INR	706 982	102 187	1,99 %	0,30 %	National India
Teva Pharmaceutical - Sp ADR	Medisin	1 157 182	428 703	USD	627 190	243 487	1,89 %	0,11 %	NASDAQ
Carlsberg AS - B	Defensive konsumvarer	850 127	582 856	DKK	671 030	88 173	1,89 %	0,72 %	København
Koninklijke Philips NV	Kapitalvarer, service og transport	2 825 548	526 915	EUR	640 183	113 267	1,80 %	0,30 %	Amsterdam
HeidelbergCement AG	Råvarer	783 828	259 382	EUR	570 011	310 630	1,60 %	0,42 %	Frankfurt
Volvo AB	Inntektsavhengige forbruksvarer	6 613 655	521 093	SEK	549 140	28 047	1,55 %	0,41 %	Stockholm
Xcel Energy Inc	Energi	1 724 088	529 241	USD	547 894	18 653	1,54 %	0,34 %	New York
Akzo Nobel NV	Råvarer	897 430	295 721	EUR	532 318	236 597	1,50 %	0,36 %	Amsterdam
Tyco International Plc	Kapitalvarer, service og transport	1 865 162	230 483	USD	526 372	295 889	1,48 %	0,44 %	New York
UPM - Kymmene Oyj	Råvarer	3 099 638	291 644	EUR	513 597	221 953	1,45 %	0,58 %	Helsinki
Tyson Foods Inc	Defensive konsumvarer	1 040 220	332 346	USD	490 929	158 582	1,38 %	0,35 %	New York
Lundin Mining Corp	Råvarer	20 176 926	565 408	CAD	488 372	-77 036	1,37 %	2,80 %	Toronto
Lundin Petroleum AB	Energi	3 690 855	410 288	SEK	474 988	64 700	1,34 %	1,19 %	Stockholm
Goldman Sachs Group Inc	Bank og finans	285 836	254 479	USD	455 896	201 416	1,28 %	0,07 %	New York
China Mobile Ltd	Telekom	4 330 490	433 785	HKD	430 981	-2 804	1,21 %	0,02 %	Hong Kong
General Motors Co	Inntektsavhengige forbruksvarer	1 334 480	190 553	USD	401 643	211 090	1,13 %	0,09 %	New York
Credit Suisse Group AG	Bank og finans	1 973 980	395 778	CHF	378 691	-17 087	1,07 %	0,10 %	Zürich
Toyota Industries Corp	Inntektsavhengige forbruksvarer	785 972	140 281	JPY	377 673	237 392	1,06 %	0,24 %	Tokyo
Barclays PLC	Bank og finans	12 469 573	401 009	GBP	356 007	-45 002	1,00 %	0,07 %	London
Comcast Corp	Inntektsavhengige forbruksvarer	701 905	129 257	USD	350 518	221 261	0,99 %	0,03 %	NASDAQ
Mayr - Melnhof Karton AG	Råvarer	317 983	153 946	EUR	350 135	196 189	0,99 %	1,59 %	Wien
Lenovo Group Ltd	Informasjonsteknologi	37 539 484	279 268	HKD	336 029	56 761	0,95 %	0,34 %	Hong Kong
Columbia Property Trust Inc	Bank og finans	1 561 194	301 224	USD	324 397	23 173	0,91 %	1,26 %	New York
Unilever NV - Cva	Defensive konsumvarer	813 284	201 991	EUR	313 666	111 675	0,88 %	0,05 %	Amsterdam
Autoliv Inc	Kapitalvarer, service og transport	258 314	88 438	USD	285 220	196 782	0,80 %	0,29 %	New York
Tata Motors Ltd - A - DVR	Inntektsavhengige forbruksvarer	6 163 913	123 309	INR	238 586	115 277	0,67 %	1,21 %	Bombay
W M Morrison Supermarkets PLC	Inntektsavhengige forbruksvarer	12 232 929	262 666	GBP	236 450	-26 216	0,67 %	0,52 %	London
Ageas	Bank og finans	566 539	230 264	EUR	233 184	2 920	0,66 %	0,25 %	Brussel
Lundin Mining Corp SDR	Råvarer	9 382 168	248 488	SEK	228 583	-19 905	0,64 %	1,30 %	Stockholm
Haci Omer Sabanci Holding AS	Bank og finans	8 669 696	237 283	TRY	217 709	-19 574	0,61 %	0,42 %	Istanbul
China Mobile Ltd ADR	Telekom	424 294	213 354	USD	211 509	-1 846	0,60 %	0,01 %	New York
BP Plc	Energi	4 269 875	213 135	GBP	197 142	-15 993	0,55 %	0,02 %	London
Tata Motors Ltd	Inntektsavhengige forbruksvarer	3 508 000	186 648	INR	183 626	-3 022	0,52 %	0,12 %	Bombay
State Bank of India GDR	Bank og finans	593 476	108 798	USD	177 255	68 457	0,50 %	0,08 %	National India
ServiceMaster Global Holdings Inc	Inntektsavhengige forbruksvarer	485 356	145 902	USD	168 543	22 641	0,47 %	0,36 %	New York
BP Plc ADR	Energi	598 207	174 952	USD	165 486	-9 466	0,47 %	0,02 %	New York
Irsa Sa ADR	Bank og finans	1 443 664	120 014	USD	157 142	37 128	0,44 %	2,49 %	New York
Autoliv Inc SDR	Kapitalvarer, service og transport	130 595	45 327	SEK	147 093	101 766	0,41 %	0,15 %	Stockholm
Global Mediacom Tbk PT	Inntektsavhengige forbruksvarer	156 939 563	142 689	IDR	110 485	-32 203	0,31 %	1,11 %	Jakarta
Sum verdipapirportefølje¹⁾			24 408 235		33 897 425	9 489 191	95,38 %		

¹⁾ Forverdi av likviditet i porteføljen pr 31.12.2015 henvises til balansen.

Tilordning av anskaffelseskost:

For SKAGEN Global er gjennomsnittlig anskaffelsesverdi benyttet for å finne realisererte kursgevinster/-tap ved salg av aksjer.

SKAGEN Kon-Tiki

Note 7. Verdipapirportefølje pr 31.12.2015 (angitt i hele tusen kroner)

Verdipapir	Sektor	Antall	Kjøpsverdi NOK	Valuta	Markedsverdi NOK	Urealisert gevinst/tap	Andel av fondet	Eierandel selskap/ aksjeklasse	Børs
State Bank of India	Bank og finans	55 690 910	1 265 479	INR	1 672 128	406 649	4,62 %	0,72 %	National India
Samsung Electronics Co Ltd Pfd	Informasjonsteknologi	194 896	481 506	KRW	1 601 668	1 120 162	4,43 %	0,85 %	Seoul
Hyundai Motor Co Pfd (2pb)	Inntektsavhengige forbruksvarer	1 915 601	323 524	KRW	1 515 093	1 191 569	4,19 %	5,09 %	Seoul
Hyundai Motor Co Pfd (1p)	Inntektsavhengige forbruksvarer	1 874 258	301 058	KRW	1 454 158	1 153 100	4,02 %	7,46 %	Seoul
Samsung Electronics Co Ltd Pfd GDR	Informasjonsteknologi	354 120	348 446	USD	1 447 818	1 099 372	4,00 %	0,78 %	London Int.
Haci Omer Sabanci Holding AS	Bank og finans	56 848 322	1 238 642	TRY	1 427 544	188 902	3,95 %	2,79 %	Istanbul
Richter Gedeon Nyrt	Medisin	8 286 510	899 721	HUF	1 385 547	485 826	3,83 %	4,45 %	Budapest
Bharti Airtel Ltd	Telekom	29 483 133	1 124 053	INR	1 342 545	218 492	3,71 %	0,74 %	National India
Mahindra & Mahindra Ltd GDR	Inntektsavhengige forbruksvarer	7 875 872	183 493	USD	1 338 201	1 154 709	3,70 %	1,27 %	London Int.
ABB Ltd	Kapitalvarer, service og transport	7 025 000	623 724	SEK	1 126 769	503 045	3,11 %	0,30 %	Stockholm
Naspers Ltd	Inntektsavhengige forbruksvarer	928 514	271 764	ZAR	1 119 851	848 087	3,09 %	0,21 %	Johannesburg
Frontline Ltd	Kapitalvarer, service og transport	32 688 029	332 484	NOK	837 467	504 984	2,31 %	4,18 %	Oslo
X5 Retail Group NV GDR	Defensive konsumer	4 990 306	506 266	USD	836 870	330 604	2,31 %	1,84 %	London Int.
Great Wall Motor Co Ltd	Inntektsavhengige forbruksvarer	79 522 500	83 779	HKD	816 753	732 975	2,26 %	2,57 %	Hong Kong
SBI Holdings Inc	Bank og finans	7 759 600	603 587	JPY	754 288	150 701	2,08 %	3,46 %	Tokyo
Kinnevik Investment AB-B	Telekom	2 717 167	481 930	SEK	747 279	265 350	2,07 %	1,15 %	Stockholm
Indosat Tbk PT	Telekom	206 683 750	557 401	IDR	727 527	170 126	2,01 %	3,80 %	Indonesia
LG Electronics Inc Pfd	Inntektsavhengige forbruksvarer	3 050 000	823 954	KRW	659 366	-164 588	1,82 %	1,75 %	Seoul
Tech Mahindra Ltd	Informasjonsteknologi	8 784 608	354 450	INR	613 009	258 559	1,69 %	0,91 %	National India
UPL Ltd	Råvarer	10 111 897	192 429	INR	592 613	400 185	1,64 %	2,36 %	National India
CNH Industrial NV	Kapitalvarer, service og transport	9 138 348	555 673	USD	553 153	-2 520	1,53 %	0,67 %	New York
Cosan Ltd	Defensive konsumer	16 220 419	906 323	USD	529 676	-376 647	1,46 %	9,30 %	New York
Mahindra & Mahindra Ltd	Inntektsavhengige forbruksvarer	3 103 503	250 706	INR	528 232	277 526	1,46 %	0,50 %	National India
Korean Reinsurance Co	Bank og finans	4 860 366	182 225	KRW	518 048	335 824	1,43 %	4,04 %	Seoul
Samsung SDI Co Ltd	Informasjonsteknologi	600 000	434 382	KRW	515 230	80 848	1,42 %	0,87 %	Seoul
China Shipping Development	Kapitalvarer, service og transport	83 220 000	460 891	HKD	487 470	26 580	1,35 %	6,42 %	Hong Kong
LG Chem Ltd Pfd	Råvarer	259 179	178 915	KRW	482 216	303 301	1,33 %	3,40 %	Seoul
Distribuidora Internacional de Alimentacion SA	Defensive konsumer	8 706 469	310 738	EUR	455 813	145 074	1,26 %	1,40 %	Madrid
Lenovo Group Ltd	Informasjonsteknologi	47 836 000	308 854	HKD	428 196	119 342	1,18 %	0,43 %	Hong Kong
Yazicilar Holding AS	Defensive konsumer	10 837 139	312 847	TRY	419 051	106 203	1,16 %	6,77 %	Istanbul
JSE Ltd	Bank og finans	5 753 823	222 426	ZAR	418 989	196 563	1,16 %	6,62 %	Johannesburg
China Shineway Pharmaceutical	Medisin	36 934 000	280 298	HKD	415 046	134 749	1,15 %	4,47 %	Hong Kong
Marfrig Global Foods SA	Defensive konsumer	28 290 400	444 752	BRL	401 504	-43 247	1,11 %	5,43 %	Sao Paulo
Moscow Exchange MICEX-RTS OAO	Bank og finans	35 939 200	384 267	RUB	397 466	13 199	1,10 %	1,58 %	Moscow
Cia Brasileira de Distribuicao - Pfd	Defensive konsumer	4 192 200	641 376	BRL	392 210	-249 166	1,08 %	2,53 %	Sao Paulo
Bidvest Group Ltd	Kapitalvarer, service og transport	2 043 309	237 980	ZAR	381 524	143 544	1,05 %	0,61 %	Johannesburg
Banco Do Estado Rio Grande Do Sul SA Pfd	Bank og finans	25 985 500	606 935	BRL	340 335	-266 600	0,94 %	12,97 %	Sao Paulo
OCI Co Ltd	Råvarer	600 000	455 623	KRW	338 967	-116 656	0,94 %	2,52 %	Seoul
Kiatnakin Bank Pcl	Bank og finans	37 429 463	334 353	THB	333 235	-1 118	0,92 %	4,42 %	Bangkok
Enka Insaat Ve Sanayi AS	Kapitalvarer, service og transport	23 092 016	217 528	TRY	316 550	99 022	0,87 %	0,58 %	Istanbul
GCL-Poly Energy Holdings Ltd	Energi	224 088 000	368 096	HKD	295 658	-72 438	0,82 %	1,21 %	Hong Kong
Cia Cervcerias Unidas SAADR	Defensive konsumer	1 538 270	280 090	USD	294 858	14 768	0,81 %	0,83 %	New York
LG Corp Pfd	Kapitalvarer, service og transport	808 430	118 266	KRW	285 906	167 640	0,79 %	24,39 %	Seoul
Apollo Tyres Ltd	Inntektsavhengige forbruksvarer	13 028 865	109 290	INR	272 241	162 951	0,75 %	2,56 %	National India
Norwegian Air Shuttle ASA	Kapitalvarer, service og transport	800 000	75 029	NOK	258 960	183 931	0,72 %	2,24 %	Oslo
Dragon Capital - Vietnam Enterprise Investments Ltd	Bank og finans	9 000 000	111 229	USD	234 159	122 930	0,65 %	5,18 %	Dublin
DRB-Hicom Bhd	Inntektsavhengige forbruksvarer	88 408 800	365 449	MYR	225 656	-139 793	0,62 %	4,57 %	Kuala Lumpur
Podravka Prehrambena Ind DD	Defensive konsumer	517 852	153 340	HRK	217 706	64 367	0,60 %	7,27 %	Zagreb
Massmart Holdings Ltd	Defensive konsumer	3 739 366	285 120	ZAR	212 733	-72 387	0,59 %	1,72 %	Johannesburg
Sistema Jsc	Telekom	95 885 212	552 356	RUB	204 777	-347 579	0,57 %	0,99 %	Moscow
EFG-Hermes Holding SAE	Bank og finans	20 558 388	353 506	EGP	203 129	-150 378	0,56 %	3,15 %	Cairo
Tullow Oil Plc	Energi	9 241 978	817 339	GBP	199 732	-617 607	0,55 %	1,01 %	London
Golar LNG Ltd	Kapitalvarer, service og transport	1 298 301	471 325	USD	181 417	-289 907	0,50 %	1,39 %	NASDAQ
Rec Silicon ASA	Energi	93 675 416	149 265	NOK	167 960	18 695	0,46 %	3,68 %	Oslo
Euronav SA	Kapitalvarer, service og transport	1 340 286	127 389	EUR	163 434	36 045	0,45 %	0,84 %	Brussel
Ghana Commercial Bank Ltd	Bank og finans	18 001 604	88 821	GHS	158 260	69 439	0,44 %	6,79 %	Ghana
Eis Eczacibasi Ilac Ve Sanayi	Medisin	19 410 554	133 038	TRY	156 000	22 962	0,43 %	3,54 %	Istanbul
East African Breweries Ltd	Defensive konsumer	5 774 866	88 566	KES	136 371	47 804	0,38 %	0,73 %	Nairobi
Pivovarna Lasko	Defensive konsumer	507 181	139 800	EUR	123 398	-16 402	0,34 %	5,80 %	Ljubljana
Eczacibasi Yatirim Holding	Medisin	3 362 732	39 931	TRY	111 877	71 945	0,31 %	4,80 %	Istanbul
Asia Cement China Holdings	Råvarer	47 970 500	176 336	HKD	100 939	-75 397	0,28 %	3,06 %	Hong Kong
Vina Capital Vietnam Opportunity Fund Ltd	Bank og finans	4 392 100	50 772	USD	92 701	41 929	0,26 %	2,05 %	London
Diamond Bank Plc	Bank og finans	718 971 941	153 449	NGN	73 421	-80 027	0,20 %	3,10 %	Lagos
Golden Ocean Group Ltd	Kapitalvarer, service og transport	7 102 037	233 379	NOK	67 966	-165 413	0,19 %	4,11 %	Oslo
Norfin AS	Bank og finans	578 397	57 840	NOK	62 004	4 164	0,17 %	9,89 %	Notert
Drdgold Ltd ADR	Råvarer	3 724 701	206 450	USD	52 739	-153 711	0,15 %	8,64 %	NASDAQ
Euronav SA	Kapitalvarer, service og transport	247 965	21 283	USD	30 085	8 802	0,08 %	0,16 %	New York
Deep Sea Supply Plc	Energi	17 250 931	170 959	NOK	27 256	-143 703	0,08 %	6,60 %	Oslo
Aveng Ltd	Kapitalvarer, service og transport	18 466 232	542 429	ZAR	23 742	-518 687	0,07 %	4,43 %	Johannesburg
Trimegah Securities Tbk PT	Bank og finans	700 000 000	67 131	IDR	22 848	-44 283	0,06 %	9,85 %	Jakarta
Golden Ocean Group Ltd	Kapitalvarer, service og transport	2 178 609	76 206	USD	20 629	-55 577	0,06 %	1,26 %	NASDAQ
Archer Ltd	Energi	2 311 566	370 138	NOK	14 332	-355 806	0,04 %	3,99 %	Oslo
Hyundai Motor Co GDR	Inntektsavhengige forbruksvarer	35 011	10 536	USD	13 540	3 003	0,04 %	0,07 %	London
EFG-Hermes Holding GDR	Bank og finans	232 480	8 188	USD	3 703	-4 485	0,01 %	0,07 %	London Int.
GCL-Poly Energy Holdings Ltd rights	Energi	44 817 600	-	HKD	2 039	2 039	0,01 %	1,21 %	Hong Kong
Sum verdipapirportefølje¹⁾			25 697 122		35 381 584	9 684 462	97,78 %		

¹⁾ For verdi av likviditet i porteføljen pr 31.12.2015 henvises til balansen.

Tilordning av anskaffelseskost:

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

SKAGEN m²

Note 7. Verdipapirportefølje pr 31.12.2015 (angitt i hele tusen kroner)

Verdipapir	Sektor ²	Antall	Kjøpsverdi NOK	Valuta	Markedsverdi NOK	Urealisert gevinst/tap	Andel av fondet	Eierandel selskap/ aksjeklasse	Børs
MitsuiFudosanCoLtd	Eiendomsselskaper inkl REITs	228 000	46 416	JPY	51 272	4 856	5,01 %	0,02 %	Tokyo
ColumbiaPropertyTrustInc	Eiendomsselskaper inkl REITs	241 000	42 535	USD	50 077	7 542	4,90 %	0,19 %	New York
GlobalLogisticPropertiesLtd	Eiendomsselskaper inkl REITs	3 637 700	49 702	SGD	48 777	-925	4,77 %	0,08 %	Singapore
OlavThonEiendomsselskapaSA	Eiendomsselskaper inkl REITs	318 000	41 214	NOK	45 156	3 942	4,42 %	0,30 %	Oslo
HCPInc	Eiendomsselskaper inkl REITs	130 100	40 327	USD	44 027	3 700	4,31 %	0,03 %	New York
SLGreenRealtyCorp	Eiendomsselskaper inkl REITs	41 000	31 780	USD	40 993	9 213	4,01 %	0,04 %	New York
DeutscheWohnenAG	Eiendomsselskaper inkl REITs	148 000	26 287	EUR	36 457	10 170	3,57 %	0,04 %	Frankfurt
GeneralGrowthPropertiesInc	Eiendomsselskaper inkl REITs	145 000	27 593	USD	34 915	7 322	3,41 %	0,02 %	New York
AshfordHospitalityTrust	Eiendomsselskaper inkl REITs	614 000	39 613	USD	34 286	-5 327	3,35 %	0,64 %	New York
MercialysSA	Eiendomsselskaper inkl REITs	189 191	28 313	EUR	33 904	5 592	3,32 %	0,21 %	Paris
CBL&AssociatesPropertiesInc	Eiendomsselskaper inkl REITs	290 000	38 901	USD	31 746	-7 155	3,10 %	0,17 %	New York
BrandywineRealtyTrust	Eiendomsselskaper inkl REITs	257 000	28 505	USD	31 067	2 562	3,04 %	0,15 %	New York
PSBusinessParksInc	Eiendomsselskaper inkl REITs	39 000	24 045	USD	30 175	6 130	2,95 %	0,14 %	New York
DicAssetAG	Eiendomsselskaper inkl REITs	289 850	19 924	EUR	25 981	6 057	2,54 %	0,42 %	Xetra
ApartmentInvestment&ManagementCo	Eiendomsselskaper inkl REITs	69 000	20 241	USD	24 443	4 202	2,39 %	0,04 %	New York
CAlmmobilienAnlagenAG	Eiendomsselskaper inkl REITs	150 000	21 206	EUR	24 277	3 072	2,37 %	0,15 %	Wien
MeliaHotelsInternational	Eiendomsselskaper inkl REITs	204 000	17 843	EUR	23 895	6 051	2,34 %	0,10 %	Madrid
CatenaAB	Eiendomsselskaper inkl REITs	178 235	19 716	SEK	21 656	1 940	2,12 %	0,70 %	Stockholm
IrsaSaADR	Eiendomsselskaper inkl REITs	193 300	20 270	USD	21 041	771	2,06 %	0,33 %	New York
SohoChinaLtd	Eiendomsselskaper inkl REITs	4 768 500	25 558	HKD	20 393	-5 165	1,99 %	0,09 %	Hong Kong
NomuraRealEstateMasterFundInc	Eiendomsselskaper inkl REITs	1 833	17 958	JPY	20 152	2 193	1,97 %	0,05 %	Tokyo
Shangri-LaAsiaLtd	Eiendomsselskaper inkl REITs	2 300 000	24 121	HKD	19 803	-4 318	1,94 %	0,06 %	Hong Kong
PhoenixMillsLtd	Eiendomsselskaper inkl REITs	418 945	15 303	INR	18 814	3 511	1,84 %	0,27 %	National India
SMPrimeHoldingsInc	Eiendomsselskaper inkl REITs	4 511 800	12 595	PHP	18 485	5 890	1,81 %	0,02 %	Philippines
GecinaSA	Eiendomsselskaper inkl REITs	16 000	14 445	EUR	17 249	2 804	1,69 %	0,03 %	Paris
AtriumLjungbergAB	Eiendomsselskaper inkl REITs	120 621	12 052	SEK	16 840	4 788	1,65 %	0,09 %	Stockholm
AxiaRealEstateSOCIMISA	Eiendomsselskaper inkl REITs	124 947	12 203	EUR	15 861	3 657	1,55 %	0,17 %	Madrid
FirstRealEstateInvestmentTrust	Eiendomsselskaper inkl REITs	2 107 984	14 902	SGD	15 776	874	1,54 %	0,28 %	Singapore
GrivaliaPropertiesReicAE	Eiendomsselskaper inkl REITs	180 347	12 142	EUR	12 782	640	1,25 %	0,18 %	Athen
CapitalLandLtd	Eiendomsselskaper inkl REITs	600 000	10 553	SGD	12 536	1 983	1,23 %	0,01 %	Singapore
OberoRealtyLtd	Eiendomsselskaper inkl REITs	329 090	9 399	INR	11 825	2 426	1,16 %	0,10 %	National India
KeckSengInvestments	Eiendomsselskaper inkl REITs	1 600 000	12 162	HKD	11 647	-515	1,14 %	0,47 %	Hong Kong
AscendasIndiaTrust	Eiendomsselskaper inkl REITs	2 010 700	8 353	SGD	10 910	2 557	1,07 %	0,22 %	Singapore
EmlakKonutGayrimenkulYatirimOrtakligiAS	Eiendomsselskaper inkl REITs	1 360 000	12 406	TRY	10 724	-1 682	1,05 %	0,04 %	Istanbul
AnandaDevelopmentPCLNvdr	Eiendomsselskaper inkl REITs	10 139 800	7 949	THB	10 410	2 460	1,02 %	0,30 %	Bangkok
EntraASA	Eiendomsselskaper inkl REITs	134 500	9 859	NOK	9 583	-276	0,94 %	0,07 %	Oslo
BekasiFajarIndustrialEstateTbkPT	Eiendomsselskaper inkl REITs	47 167 300	17 529	IDR	8 875	-8 654	0,87 %	0,49 %	Indonesia
AshfordInc	Eiendomsselskaper inkl REITs	18 602	13 023	USD	8 766	-4 257	0,86 %	0,93 %	New York
BRMallsParticipacoesSA	Eiendomsselskaper inkl REITs	350 700	13 891	BRL	8 700	-5 190	0,85 %	0,08 %	Sao Paulo
BumiSerpongDamaiPT	Eiendomsselskaper inkl REITs	7 524 100	7 432	IDR	8 668	1 236	0,85 %	0,04 %	Indonesia
DCarnegie&CoAB	Eiendomsselskaper inkl REITs	121 166	8 105	SEK	8 553	448	0,84 %	0,19 %	Stockholm
BRPropertiesSA	Eiendomsselskaper inkl REITs	420 000	11 911	BRL	7 904	-4 007	0,77 %	0,14 %	Sao Paulo
EtalonGroupLtdGDR	Eiendomsselskaper inkl REITs	433 718	9 416	USD	6 870	-2 546	0,67 %	0,15 %	London Int.
VistaLand&LifescapesInc	Eiendomsselskaper inkl REITs	6 860 600	7 187	PHP	6 710	-478	0,66 %	0,05 %	Philippines
AshfordHospitalityPrimeInc	Eiendomsselskaper inkl REITs	50 468	5 340	USD	6 476	1 136	0,63 %	0,18 %	New York
Unibail-RodamcoSE	Eiendomsselskaper inkl REITs	2 475	5 051	EUR	5 579	528	0,55 %	0,00 %	Amsterdam
RockwellLandCorp	Eiendomsselskaper inkl REITs	20 000 000	8 187	PHP	5 286	-2 900	0,52 %	0,33 %	Philippines
ParqueAraucoSA	Eiendomsselskaper inkl REITs	349 321	3 977	CLP	4 873	896	0,48 %	0,04 %	Santiago
GeneralShoppingFinance (finansobligasjon)	Eiendomsselskaper inkl REITs	1 000 000	5 429	USD	4 796	-761	0,47 %	0,40 %	Euroclear
Sum verdipapirportefølje¹⁾			932 869		999 990	66 993	97,79 %		

¹⁾ Forverdi av likviditet i porteføljen pr 31.12.2015 henvises til balansen.

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

Tilordning av anskaffelseskost:

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

SKAGEN Focus

Note 7. Verdipapirportefølje pr 31.12.2015 (angitt i hele tusen kroner)

Verdipapir	Sektor	Antall	Kjøpsverdi NOK	Valuta	Markedsverdi NOK	Urealisert gevinst/tap	Andel av fondet	Eierandel selskap/ aksjeklasse	Børs
American International Group Inc	Bank og finans	167 000	80 303	USD	91 584	11 281	8,79 %	0,01 %	New York
Carlsberg AS-B	Defensive konsumvarer	73 600	53 209	DKK	58 095	4 886	5,58 %	0,06 %	København
SKHynix Inc	Informasjonsteknologi	248 000	71 949	KRW	57 444	-14 505	5,51 %	0,03 %	Seoul
SBI Holdings Inc	Bank og finans	543 000	57 870	JPY	52 783	-5 087	5,07 %	0,24 %	Tokyo
Citizens Financial Group Inc	Bank og finans	218 000	46 575	USD	50 526	3 951	4,85 %	0,04 %	New York
China Telecom Corp Ltd	Telekom	9 914 000	49 021	HKD	41 045	-7 976	3,94 %	0,07 %	Hong Kong
Jenoptik AG	Kapitalvarer, service og transport	294 800	29 962	EUR	40 796	10 834	3,92 %	0,52 %	Xetra
Aercap Holdings NV	Bank og finans	103 210	38 008	USD	39 421	1 413	3,78 %	0,05 %	New York
Aryzta AG	Defensive konsumvarer	72 707	30 553	CHF	32 797	2 244	3,15 %	0,08 %	Zürich
Pan American Silver Corp	Råvarer	554 000	36 669	USD	31 867	-4 801	3,06 %	0,37 %	NASDAQ
Softbank Group Corp	Telekom	69 300	31 666	JPY	31 306	-360	3,00 %	0,01 %	Tokyo
Fila Korea Ltd	Inntektsavhengige forbruksvarer	43 500	31 943	KRW	30 932	-1 011	2,97 %	0,38 %	Seoul
CIT Group Inc	Bank og finans	88 000	31 481	USD	30 917	-564	2,97 %	0,04 %	New York
Infinitec Technologies AG	Informasjonsteknologi	238 000	25 407	EUR	30 910	5 503	2,97 %	0,02 %	Frankfurt
Ubiquiti Networks Inc	Informasjonsteknologi	110 000	27 501	USD	30 849	3 348	2,96 %	0,13 %	NASDAQ
Hyundai Motor Co Pref (2pb)	Inntektsavhengige forbruksvarer	38 200	28 104	KRW	30 213	2 109	2,90 %	0,10 %	Seoul
Schaeffler AG	Kapitalvarer, service og transport	178 033	23 499	EUR	27 821	4 323	2,67 %	0,11 %	Frankfurt
Synchrony Financial	Bank og finans	99 572	26 450	USD	26 796	346	2,57 %	0,01 %	New York
Omega Protein Corp	Defensive konsumvarer	135 800	17 508	USD	26 679	9 171	2,56 %	0,61 %	New York
Jbs SA	Defensive konsumvarer	930 000	26 374	BRL	25 670	-704	2,46 %	0,03 %	Sao Paulo
Sandisk Corp	Informasjonsteknologi	35 000	18 615	USD	23 537	4 921	2,26 %	0,02 %	NASDAQ
Magforce AG	Medisin	445 989	23 535	EUR	23 529	-6	2,26 %	1,74 %	Xetra
GCL Poly Energy Holdings Ltd	Energi	16 500 000	31 896	HKD	21 770	-10 126	2,09 %	0,09 %	Hong Kong
South32 Ltd	Råvarer	3 110 000	41 462	AUD	21 326	-20 136	2,05 %	0,06 %	Sydney
AirAsia Bhd	Kapitalvarer, service og transport	7 890 100	29 433	MYR	20 951	-8 482	2,01 %	0,28 %	Kuala Lumpur
Uniq Insurance Group AG	Bank og finans	287 082	20 835	EUR	20 775	-60	1,99 %	0,09 %	Wien
Stock Spirits Group Plc	Defensive konsumvarer	960 228	22 540	GBP	17 471	-5 069	1,68 %	0,48 %	London
Solazyme Inc	Kapitalvarer, service og transport	717 000	17 094	USD	15 736	-1 358	1,51 %	0,89 %	NASDAQ
Komatsu Ltd	Kapitalvarer, service og transport	100 000	16 340	JPY	14 658	-1 682	1,41 %	0,01 %	Tokyo
Rentech Inc	Kapitalvarer, service og transport	399 500	26 491	USD	12 445	-14 046	1,19 %	1,74 %	New York
First Quantum Minerals Ltd	Råvarer	360 000	11 683	CAD	11 855	172	1,14 %	0,05 %	Toronto
Fourlis Holdings SA	Inntektsavhengige forbruksvarer	382 563	9 481	EUR	11 037	1 556	1,06 %	0,75 %	Athen
Whiting Petroleum Corp	Energi	85 000	21 857	USD	7 101	-14 756	0,68 %	0,04 %	New York
GCL Poly Energy Holdings Ltd rights	Energi	3 300 000		HKD	150	150	0,01 %	0,09 %	Hong Kong
Sum verdipapirportefølje ¹⁾			1 055 313		1 010 791	-44 522	97,00 %		

¹⁾ For verdi av likviditet i porteføljen pr 31.12.2015 henvises til balansen.

Tilordning av anskaffelseskost:

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

SKAGEN Balanse 60/40

Note 7. Verdipapirportefølje pr 31.12.2015 (angitt i hele tusen kroner)

Verdipapir	Antall	Kjøpsverdi NOK	Valuta	Markedsverdi NOK	Urealisert gevinst/tap	Andel av fondet
Aksjefond						
SKAGENGlobal	68 317	82 164	NOK	100 053	17 890	30,37 %
SKAGENVekst	25 424	44 495	NOK	50 494	5 999	15,33 %
SKAGENKon-Tiki	73 330	48 363	NOK	50 223	1 860	15,25 %
Sum aksjefond		175 021		200 770	25 749	60,95 %
Rentefond						
SKAGENHøyrente	485 765	49 024	NOK	48 642	-382	14,76 %
SKAGENHøyrenteInstitusjon	472 908	47 159	NOK	47 017	-142	14,27 %
SKAGENAvkastning	229 799	31 942	NOK	32 587	-356	9,59 %
Sum rentefond		128 126		127 246	-880	38,62 %
Sum verdipapirportefølje¹⁾		303 147		328 016	24 869	99,56 %

¹⁾ Forverdi av likviditet i porteføljen pr 31.12.2015 henvises til balansen.

Underliggende fond prises alle norske bankdager av forvaltningsselskapet SKAGENAS. Kurser ertilgjengelige på hjemmesiden www.skagenfondene.no og publiseres i relevante aviser.

Tilordning av anskaffelseskost:

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

SKAGEN Høyrente

Note 7. Verdipapirportefølje pr 31.12.2015 (angitt i hele tusen kroner)

Verdipapir	Forfallsdato	Kupong	Renteregulerings- tidspunkt	Pålydende	Kostpris NOK	Effektiv rente ³⁾	Durasjon ²⁾	Påløpt rente	Markeds- verdi	Markedsverdi inkl påløpt rente	Urealisert gevinst/tap	Andel avfondet	Risiko- klasse ⁴⁾
RENTEPAPIRER MED FLYTENDE RENTE													
Finansobligasjoner													
SpareBank 1 BV	04.12.2017	1,50	04.03.2016	110 000	109 229	2,57	0,15	124	108 710	108 834	-519	3,76 %	5
Sparebank 1 SMN	15.03.2017	3,00	16.03.2016	101 500	104 805	2,12	0,20	127	102 895	103 022	-1 910	3,56 %	5
OBOS-banken AS	25.08.2017	1,55	25.02.2016	100 000	99 440	2,68	0,13	155	98 970	99 125	-470	3,42 %	5
Sparebank 1 Nord-Norge	15.01.2018	2,19	15.01.2016	92 000	93 536	2,80	0,02	431	92 173	92 604	-1 363	3,20 %	5
BN Bank ASA	15.03.2017	2,85	16.03.2016	80 000	82 389	2,25	0,20	95	80 872	80 967	-1 517	2,79 %	5
Sparebank 1 Østfold Akershus	18.01.2018	2,17	18.01.2016	78 000	79 378	2,97	0,03	343	77 931	78 274	-1 447	2,70 %	5
Sandnes Sparebank	19.03.2018	2,74	19.01.2016	60 000	62 023	3,02	0,04	333	60 638	60 972	-1 385	2,10 %	5
Sparebanken Sogn og Fjordane	06.06.2017	1,82	07.03.2016	60 000	60 456	2,33	0,17	73	59 874	59 947	-582	2,07 %	5
Sparebanken Sogn og Fjordane	21.08.2017	2,80	22.02.2016	55 000	56 537	2,50	0,14	163	55 681	55 844	-856	1,93 %	5
Helgeland Sparebank	16.08.2018	2,06	16.02.2016	55 000	55 699	2,87	0,09	142	54 699	54 841	-999	1,89 %	5
Sparebanken Møre	09.10.2018	2,18	11.01.2016	50 000	50 000	3,03	0,00	251	49 908	50 159	-92	1,73 %	5
Sparebank 1 Nordvest	30.05.2017	1,58	29.02.2016	50 000	50 015	2,50	0,15	68	49 658	49 726	-357	1,72 %	5
Sandnes Sparebank	06.11.2018	1,98	08.02.2016	50 000	49 560	3,09	0,05	151	49 460	49 611	-100	1,71 %	5
Helgeland Sparebank	15.03.2017	2,81	15.03.2016	42 000	42 875	2,13	0,20	52	42 476	42 529	-398	1,47 %	5
Totens Sparebank	20.02.2017	2,05	22.02.2016	40 000	40 094	2,31	0,14	93	40 034	40 128	-59	1,38 %	5
Sparebanken Øst	03.07.2017	1,50	04.01.2016	40 000	40 118	2,65	-0,01	145	39 728	39 873	-391	1,37 %	5
BN Bank ASA	22.05.2018	2,12	22.02.2016	40 000	39 914	2,96	0,11	90	39 782	39 872	-131	1,38 %	5
Helgeland Sparebank	05.09.2017	1,60	07.03.2016	40 000	40 026	2,47	0,16	43	39 707	39 750	-319	1,37 %	5
Sparebanken Vest	30.06.2017	1,53	30.03.2016	40 000	39 738	2,25	0,23	2	39 701	39 703	-37	1,37 %	5
Kredittforeningen for Sparebanker	10.02.2017	1,97	10.02.2016	30 000	30 125	2,35	0,10	84	30 010	30 093	-116	1,04 %	5
Sparebanken Sør	05.03.2018	2,07	07.03.2016	30 000	30 379	2,64	0,16	41	29 941	29 983	-437	1,03 %	5
Kredittforeningen for Sparebanker	18.04.2017	1,63	18.01.2016	30 000	30 036	2,59	0,04	99	29 861	29 960	-175	1,03 %	5
Kredittforeningen for Sparebanker	27.02.2018	2,10	29.02.2016	30 000	30 375	2,84	0,13	60	29 859	29 918	-516	1,03 %	5
Totens Sparebank	15.08.2017	1,59	15.02.2016	30 000	29 717	2,71	0,10	60	29 737	29 797	20	1,03 %	5
Kredittforeningen for Sparebanker	29.09.2017	1,46	04.01.2016	30 000	29 949	2,95	-0,02	111	29 664	29 774	-285	1,02 %	5
Sparebank 1 SMN	18.06.2018	1,40	18.03.2016	30 000	29 668	2,69	0,16	15	29 456	29 472	-211	1,02 %	5
Sparebank 1 Telemark	02.03.2017	2,88	02.03.2016	25 000	25 878	2,17	0,17	58	25 280	25 338	-597	0,87 %	5
Sparebank 1 Telemark	16.11.2017	2,44	16.02.2016	25 000	25 608	2,63	0,12	76	25 159	25 236	-448	0,87 %	5
SpareBank 1 BV	11.04.2017	1,91	11.01.2016	25 000	25 164	2,47	0,02	106	25 009	25 115	-155	0,87 %	5
Kredittforeningen for Sparebanker	03.10.2016	2,42	04.01.2016	24 000	24 463	2,21	0,01	140	24 103	24 243	-360	0,83 %	5
Sparebanken Sør	16.03.2017	3,00	16.03.2016	20 000	20 410	2,12	0,20	25	20 275	20 300	-134	0,70 %	5
Totens Sparebank	14.10.2016	2,94	14.01.2016	20 000	20 655	2,18	0,04	127	20 171	20 299	-484	0,70 %	5
Sparebanken Sør	30.11.2017	2,38	29.02.2016	19 000	19 461	2,58	0,15	39	19 099	19 138	-363	0,66 %	5
Sparebank 1 Nordvest	09.08.2016	2,32	09.02.2016	18 000	18 323	2,03	0,11	60	18 053	18 114	-269	0,63 %	5
Sparebank 1 Nord-Norge	17.08.2016	2,44	17.02.2016	16 000	16 277	1,92	0,13	48	16 063	16 111	-214	0,56 %	5
OBOS-banken AS	08.01.2018	1,48	08.01.2016	15 000	15 001	3,01	-0,01	52	14 787	14 839	-214	0,51 %	5
Kredittforeningen for Sparebanker	08.03.2016	1,97	08.03.2016	10 000	10 076	1,77	0,18	13	10 003	10 015	-73	0,35 %	5
Industriobligasjoner													
Entra Eiendom AS	10.04.2017	2,36	11.01.2016	70 000	70 445	2,49	0,02	367	70 227	70 594	-219	2,44 %	6
Felleskjøpet Agri SA	15.02.2016	2,86	15.02.2016	60 000	60 000	2,00	0,12	229	60 062	60 291	62	2,08 %	6
Scania CV AB	17.06.2016	1,93	17.03.2016	50 000	50 000	1,60	0,21	38	50 060	50 098	60	1,73 %	6
Entra Eiendom AS	20.09.2018	2,42	21.03.2016	8 000	8 067	2,50	0,20	5	8 021	8 027	-46	0,28 %	6
Kraftobligasjoner													
Agder Energi AS	28.10.2016	1,79	28.01.2016	160 000	160 780	2,33	0,07	509	159 598	160 107	-1 182	5,53 %	6
BKKAS	22.05.2018	1,72	22.02.2016	110 000	110 131	2,63	0,10	200	108 474	108 674	-1 657	3,75 %	6
BKKAS	22.08.2017	2,45	22.02.2016	85 000	86 803	2,40	0,13	220	85 319	85 539	-1 484	2,95 %	6
Agder Energi AS	02.03.2016	2,08	02.03.2016	30 000	30 140	2,02	0,17	50	30 000	30 051	-140	1,04 %	6
RENTEPAPIRER MED FAST RENTE													
Industri sertifikater													
Entra Eiendom AS	12.01.2016	1,84		50 000	50 000	2,13	0,03	202	49 995	50 197	-5	1,73 %	6
Olav Thon Eiendomsselskap ASA	27.04.2016	1,80		25 000	24 979	1,86	0,32	80	24 982	25 062	3	0,86 %	6
Sum verdipapirportefølje					2 278 741			5 994	2 256 170	2 262 163	-22 571	78,06 %	
Nøkkeltall portefølje													
Effektiv rente				2,39 %									
Effektiv rente til kunder ¹⁾				2,14 %									
Durasjon ²⁾				0,09									

¹⁾ Effektiv rente justert for forvaltningshonorar.

Alle rentepapirene er omsatt i det norske markedet.

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

Andelskurs pr 31.12.2015 NOK 102,0299

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

Tnrk 53.914 er besluttet utdelt til andelseiere.

⁴⁾ Verdipapirene er inndelt i seks risikoklasser etter deres kredittrisiko.

Dette vil medføre en reduksjon i andelskurs tilsvarende utbetalt prandel på utbetalingsdødsdato.

Klasse 1 har lavest kredittrisiko og klasse 6 har høyest kredittrisiko.

Risikoklasse 1: Overnasjonale organisasjoner

Risikoklasse 2: Stat og statsgaranterte papirer innenfor EØS

Risikoklasse 3: Stat og statsgaranterte papirer utenfor EØS

Risikoklasse 4: Fylker og kommuner

Risikoklasse 5: Banker og finansinstitusjoner

Risikoklasse 6: Industri

⁵⁾ For verdi av likviditet i porteføljen pr 31.12.2015 henvises til balansen.

Tilordning av anskaffelseskost:

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

SKAGEN Høyrente Institusjon

Note 7. Verdipapirportefølje pr 31.12.2015 (angitt i hele tusen kroner)

Verdipapir	Forfallsdato	Kupong	Renteregulerings- tidspunkt	Pålydende	Kostpris NOK	Effektiv rente ¹⁾	Durasjon ²⁾	Pålept rente	Markeds- verdi	Markedsverdi inkl pålept rente	Urealisert gevinst/tap	Andel avfondet	Risiko- klasse ³⁾
RENTEPAPIRER MED FLYTENDE RENTE													
Finansobligasjoner													
Kredittforeningen for Sparebanker	08.03.2016	1,97	08.03.2016	46 000	46 198	1,77	0,18	58	46 013	46 071	-185	7,82%	5
Sparebank 1 SMN	16.03.2016	2,13	16.03.2016	40 000	40 284	1,66	0,20	36	40 033	40 069	-251	6,80%	5
Sparebanken Sør	05.09.2016	2,55	07.03.2016	39 500	39 800	1,84	0,18	67	39 700	39 767	-100	6,75%	5
OBOS-banken AS	25.08.2017	1,55	25.02.2016	40 000	40 010	2,68	0,13	62	39 588	39 650	-422	6,73%	5
Helgeland Sparebank	17.01.2018	2,17	18.01.2016	30 000	30 573	2,79	0,03	132	30 043	30 175	-530	5,12%	5
Santander Consumer Bank AS	18.11.2016	2,41	18.02.2016	25 000	25 091	2,33	0,13	72	25 066	25 138	-25	4,27%	5
Sparebank 1 Nord-Norge	15.01.2018	2,19	15.01.2016	25 000	25 150	2,80	0,02	117	25 047	25 164	-103	4,27%	5
Sparebanken Hedmark	05.10.2016	1,65	05.01.2016	25 000	24 973	2,13	0,01	100	24 975	25 074	2	4,24%	5
Sparebank 1 Østfold Akershus	06.06.2016	1,33	07.03.2016	25 000	25 003	1,89	0,18	22	24 942	24 965	-60	4,24%	5
SpareBank 1 BV	04.12.2017	1,50	04.03.2016	25 000	24 998	2,57	0,15	28	24 707	24 735	-291	4,20%	5
Sparebank 1 Telemark	09.09.2016	2,53	09.03.2016	24 000	24 193	1,83	0,18	37	24 129	24 166	-65	4,10%	5
Totens Sparebank	14.10.2016	2,94	14.01.2016	22 000	22 717	2,18	0,04	140	22 189	22 329	-528	3,79%	5
Sparebanken Øst	15.01.2016	2,62	15.01.2016	15 000	15 143	1,84	0,04	84	15 005	15 089	-138	2,56%	5
BN Bank ASA	14.11.2017	2,63	15.02.2016	10 000	10 287	2,80	0,11	33	10 079	10 112	-208	1,72%	5
Kredittforeningen for Sparebanker	03.10.2016	2,42	04.01.2016	5 000	5 026	2,21	0,01	29	5 021	5 051	-4	0,85%	5
BN Bank ASA	18.07.2017	1,51	18.01.2016	5 000	4 999	2,78	0,03	15	4 957	4 972	-42	0,84%	5
Sum Verdipapirportefølje⁴⁾					404 444			1 032	401 494	402 526	-2 950	68,30%	

Nøkkel tall portefølje

Effektiv rente	2,05 %
Effektiv rente til kunder ¹⁾	1,90 %
Durasjon ²⁾	0,08

¹⁾ Effektiv rente justert for forvaltningshonorar.

Alle rentepapirene er omsatt i det norske markedet.

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

Andelskurs pr 31.12.2015 NOK101,0422

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

Tnkr 9,458 er besluttet utdelt til andelseierne.

⁴⁾ Verdipapirene er inndelt i seks risikoklasser etter deres kredittrisiko.

Dette vil medføre en reduksjon i andelskurs tilsvarende utbetalt pr andel på utbetalingstidspunktet.

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

⁵⁾ For verdi av likviditet i porteføljen pr 31.12.2015 henvises til balansen.

Tilordning av anskaffelseskost:

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

SKAGEN Avkastning

Note 7. Verdipapirportefølje pr 31.12.2015 (angitt i hele tusen kroner)

Verdipapir	Forfallsdato	Kupong	Valuta	Renteregulerings- tidspunkt	Pålydende NOK	Kostpris NOK	Effektiv rente ¹⁾	Durasjon ²⁾	Påløpt renteNOK	Markeds- verdiNOK	Markedsverdi inkl påløpt renteNOK	Urealisert gevinst/tap NOK	Andel avfondet	Risiko- klasse ³⁾
RENTEPAPIRER MED FLYTENDE RENTE														
Finansobligasjoner														
Sparebanken Sør	20.02.2019	1,59	NOK	22.02.2016	70 000	70 006	2,87	0,07	127	68 357	68 484	-1 649	4,08%	5
Sandnes Sparebank	06.11.2018	1,98	NOK	08.02.2016	55 000	55 891	3,09	0,05	166	54 406	54 572	-1 485	3,25%	5
Sparebanken Vest	15.01.2018	2,22	NOK	15.01.2016	50 000	50 268	2,80	0,03	237	50 124	50 362	-143	3,00%	5
Kredittforeningen for Sparebanker	29.09.2017	1,46	NOK	04.01.2016	50 000	49 910	2,95	-0,02	185	49 440	49 624	-471	2,94%	5
Aurskog Sparebank	03.09.2018	2,15	NOK	03.03.2016	48 000	48 620	2,97	0,13	80	47 688	47 769	-932	2,85%	5
Helgeland Sparebank	25.08.2016	2,58	NOK	25.02.2016	40 000	40 901	1,89	0,15	103	40 192	40 295	-709	2,40%	5
Sparebank 1 SR Bank	13.12.2018	1,88	NOK	14.03.2016	40 000	39 804	2,75	0,15	36	39 564	39 600	-240	2,36%	5
OBOS-banken AS	08.01.2018	1,48	NOK	08.01.2016	40 000	40 015	3,01	-0,01	138	39 433	39 571	-582	2,36%	5
Sparebank 1 BV	24.04.2018	1,48	NOK	25.01.2016	40 000	39 464	2,89	0,03	109	39 373	39 482	-91	2,35%	5
Sparebank 1 SMN	26.11.2018	2,03	NOK	26.02.2016	37 000	36 714	2,83	0,11	73	36 660	36 733	-54	2,19%	5
Helgeland Sparebank	15.03.2017	2,81	NOK	15.03.2016	36 000	37 206	2,13	0,20	45	36 408	36 453	-798	2,17%	5
Bank 1 Oslo Akershus AS	05.03.2018	2,25	NOK	07.03.2016	36 000	36 393	2,64	0,16	54	36 070	36 124	-323	2,15%	5
BN Bank ASA	15.03.2017	2,85	NOK	16.03.2016	35 000	36 021	2,25	0,20	42	35 381	35 423	-639	2,11%	5
Sparebank 1 Nord-Norge	17.08.2016	2,44	NOK	17.02.2016	35 000	35 623	1,92	0,13	104	35 138	35 242	-485	2,10%	5
Bank 1 Oslo Akershus AS	15.03.2017	2,81	NOK	15.03.2016	32 000	32 707	2,13	0,20	40	32 363	32 403	-344	1,93%	5
Sparebank 1 BV	11.03.2016	1,75	NOK	11.03.2016	30 000	30 057	1,68	0,19	29	30 000	30 030	-57	1,79%	5
Sparebank 1 Østfold Akershus	27.06.2016	1,87	NOK	29.03.2016	30 000	29 997	1,79	0,24	5	29 997	30 002	0	1,79%	5
Kredittforeningen for Sparebanker	27.02.2018	2,10	NOK	29.02.2016	30 000	30 363	2,84	0,13	60	29 859	29 918	-504	1,78%	5
Fana Sparebank	09.05.2017	1,47	NOK	09.02.2016	30 000	30 093	2,55	0,09	64	29 792	29 855	-301	1,78%	5
OBOS-banken AS	25.08.2017	1,55	NOK	25.02.2016	30 000	29 655	2,68	0,13	47	29 691	29 738	36	1,77%	5
Sparebanken Møre	02.03.2018	1,50	NOK	02.03.2016	30 000	29 958	2,67	0,13	36	29 556	29 592	-402	1,76%	5
Kredittforeningen for Sparebanker	12.02.2019	1,97	NOK	12.02.2016	30 000	30 293	3,08	0,05	80	29 533	29 614	-759	1,76%	5
Sparebank 1 Telemark	12.09.2018	1,94	NOK	14.03.2016	27 000	27 398	2,75	0,16	25	26 806	26 831	-592	1,60%	5
Sparebank 1 Telemark	08.05.2018	1,97	NOK	08.02.2016	25 000	25 400	2,84	0,08	71	24 898	24 969	-502	1,49%	5
BN Bank ASA	22.05.2018	2,12	NOK	22.02.2016	25 000	24 972	2,96	0,11	56	24 864	24 920	-108	1,48%	5
Sparebank 1 SMN	15.03.2017	3,00	NOK	16.03.2016	20 000	20 787	2,12	0,20	25	20 275	20 300	-512	1,21%	5
Sandnes Sparebank	19.03.2018	2,74	NOK	19.01.2016	20 000	20 702	3,02	0,04	111	20 213	20 324	-489	1,21%	5
Kredittforeningen for Sparebanker	08.03.2016	1,97	NOK	08.03.2016	20 000	20 188	1,77	0,18	25	20 006	20 031	-182	1,19%	5
Sparebank 1 Østfold Akershus	15.05.2017	2,02	NOK	15.02.2016	20 000	20 086	2,53	0,11	51	19 991	20 042	-95	1,19%	5
Sparebank 1 Nordvest	30.05.2017	1,58	NOK	29.02.2016	20 000	20 006	2,50	0,15	27	19 863	19 891	-143	1,18%	5
Totens Sparebank	27.09.2018	2,16	NOK	29.03.2016	20 000	20 328	2,85	0,20	4	19 828	19 831	-500	1,18%	5
Sparebanken Sør	29.10.2018	1,94	NOK	29.01.2016	20 000	19 871	2,96	0,03	68	19 821	19 889	-50	1,18%	5
Eiendomsrett AS	04.12.2017	1,78	NOK	04.03.2016	20 000	20 080	2,84	0,14	27	19 793	19 820	-287	1,18%	5
Santander Consumer Bank AS	18.11.2016	2,41	NOK	18.02.2016	18 000	18 225	2,33	0,13	52	18 047	18 099	-178	1,08%	5
Santander Consumer Bank AS	19.02.2018	1,93	NOK	19.02.2016	17 000	17 000	3,11	0,10	38	16 807	16 845	-193	1,00%	5
Sparebank 1 Nord-Norge	25.01.2016	2,22	NOK	25.01.2016	16 000	16 213	1,82	0,07	65	16 005	16 070	-208	0,96%	5
Sparebanken Sør	05.09.2016	2,55	NOK	07.03.2016	15 000	15 355	1,84	0,18	26	15 076	15 101	-279	0,90%	5
Sparebank 1 Sør Sunnmøre	21.08.2017	2,91	NOK	22.02.2016	12 500	12 941	2,66	0,14	38	12 657	12 695	-284	0,76%	5
Sparebanken Møre	05.12.2016	2,25	NOK	07.03.2016	12 000	12 022	1,96	0,18	18	12 046	12 064	23	0,72%	5
Pareto Bank ASA	09.01.2017	2,96	NOK	11.01.2016	10 000	10 129	2,81	0,02	68	10 068	10 136	-61	0,60%	5
Sparebank 1 Østfold Akershus	20.09.2016	2,37	NOK	21.03.2016	10 000	10 152	1,86	0,22	7	10 034	10 041	-118	0,60%	5
Jæren Sparebank	08.05.2018	2,08	NOK	08.02.2016	10 000	10 169	3,01	0,07	30	9 957	9 987	-212	0,59%	5
Sparebank 1 Nordvest	29.06.2016	2,47	NOK	29.03.2016	6 500	6 590	1,79	0,24	1	6 519	6 520	-71	0,39%	5
Sparebanken Sør	09.05.2016	2,12	NOK	09.02.2016	5 000	5 069	1,90	0,11	15	5 007	5 022	-62	0,30%	5
Bolig- og Næringskreditt AS	03.11.2016	1,92	NOK	03.02.2016	5 000	5 039	2,09	0,09	15	5 003	5 019	-36	0,30%	5
RENTEPAPIRER MED FAST RENTE														
Utenlandske statsobligasjoner														
Slovenia Government	30.03.2026	5,12	EUR		5 500	65 095	1,68	8,14	2044	69 875	71 920	4 780	4,28%	2
Mexican Government	20.11.2036	10,00	MXN		100 000	60 297	7,05	9,85	157	69 030	69 187	873	4,12%	3
Portugese Government	15.10.2025	2,87	EUR		6 000	57 522	2,52	8,43	349	59 528	59 877	2 006	3,57%	2
Croatia Government International Bond	30.05.2022	3,87	EUR		6 000	54 067	3,81	5,47	1 313	57 785	59 098	3 718	3,52%	2
Spanish Government	30.04.2025	1,60	EUR		5 400	48 257	1,67	8,50	556	51 707	52 263	3 450	3,11%	2
Hellenic Republic Government	24.02.2032	3,00	EUR		2 000	11 761	7,16	10,72	490	11 703	12 193	(58)	0,73%	2
Sum Verdipapirportefølje ⁴⁾					1 535 680				7 631	1 542 238	1 549 869	6 559	92,32%	
Nøkkeltall portefølje														
Effektiv rente		2,73%												
Effektiv rente til kunder ⁵⁾		2,23%												
Durasjon ²⁾		1,67												

¹⁾ Effektiv rente justert for forvaltningshonorar.

Alle rentepapirene er omsatt i et telefonbasert internasjonalt marked.

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

Andelskurs pr 31.12.2015 NOK 143,29

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

Tnr 68.328 er besluttet utdelt til andelseierne.

Dette vil medføre en reduksjon i andelskurs tilsvarende utbetalt prandel på utbetalingstidspunktet.

⁴⁾ Verdipapirene er inndelt i seks risikoklasser etter deres kreditrisiko.

Klasse 1 har lavest kreditrisiko og klasse 6 har høyest kreditrisiko.

Risikoklasse 1: Overnasjonale organisasjoner

Risikoklasse 2: Stat og statsgaranterte papirer innenfor EØS

Risikoklasse 3: Stat og statsgaranterte papirer utenfor EØS

Risikoklasse 4: Fylker og kommuner

Risikoklasse 5: Banker og finansinstitusjoner

Risikoklasse 6: Industri

⁵⁾ For verdi av likviditet i porteføljen pr 31.12.2015 henvises til balansen.

Tilordning av anskaffelseskost:

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

SKAGEN Tellus

Note 7. Verdipapirportefølje pr 31.12.2015 (angitt i hele tusen kroner)

Verdipapir	Forfallsdato	Kupong	Valuta	Pålydende NOK	Kostpris NOK	Effektiv rente ¹⁾	Durasjon ²⁾	Påløpt rente NOK	Markedsverdi NOK	Markedsverdi inkl påløpt rente NOK	Urealisert gevinst/tap NOK	Andel avfondet	Risiko-klasse ³⁾
RENTEPAPIRER MED FAST RENTE													
Obligasjon utstedt av overnasjonal organisasjon													
European Bank Recon & Dev	19.03.2018	5,75	INR	200 000	25 846	6,91	1,92	1 206	26 168	27 375	322	2,12 %	1
Utenlandske statsobligasjoner													
US Government	15.02.2025	2,00	USD	16 600	135 145	2,32	8,12	1 102	143 643	144 745	8 499	11,19 %	3
French Government	25.05.2020	-	EUR	12 000	103 527	0,03	4,40	1 269	114 005	115 273	10 478	8,91 %	2
US Government	31.08.2016	0,50	USD	12 800	87 374	0,67	0,66	192	113 150	113 343	25 777	8,76 %	3
Croatia Government International Bond	30.05.2022	3,87	EUR	8 300	74 798	3,81	5,47	1 817	79 936	81 753	5 138	6,32 %	2
US Government	30.06.2017	0,62	USD	8 000	63 152	0,99	1,47	-	70 455	70 455	7 303	5,45 %	3
Japan Government	20.06.2016	1,90	JPY	900 000	62 398	0,03	0,47	38	66 808	66 846	4 410	5,17 %	3
Norwegian Government	19.05.2017	4,25	NOK	60 000	63 360	0,64	1,34	1 579	62 955	64 534	-405	4,99 %	2
Canadian Government	01.11.2016	1,00	CAD	10 000	65 014	0,49	0,83	105	63 974	64 079	-1 040	4,95 %	3
Lithuanian Government	01.02.2022	6,62	USD	5 500	42 570	3,07	4,94	1 344	58 261	59 605	15 691	4,61 %	2
Chilean Government	05.08.2020	5,50	CLP	4 410 000	54 659	4,58	3,87	1 229	57 007	58 236	2 348	4,50 %	3
New Zealand Government	17.04.2023	5,50	NZD	8 000	54 358	3,24	5,95	561	55 653	56 214	1 295	4,35 %	3
Hellenic Republic Government	24.02.2035	3,00	EUR	9 000	53 134	6,99	11,88	2 205	50 398	52 603	-2 736	4,07 %	2
Portugese Government	15.10.2025	2,87	EUR	5 000	47 985	2,52	8,43	291	49 607	49 897	1 621	3,86 %	2
Spanish Government	30.04.2025	1,60	EUR	5 000	45 315	1,67	8,50	515	47 877	48 392	2 562	3,74 %	2
Slovenia Government	30.03.2026	5,12	EUR	3 500	41 766	1,68	8,14	1 301	44 466	45 767	2 700	3,54 %	2
Peruvian Government	12.08.2037	6,90	PEN	18 000	41 063	7,87	9,99	1 235	42 711	43 945	1 648	3,40 %	3
Mexican Government	20.11.2036	10,00	MXN	60 000	38 345	7,05	9,85	94	41 418	41 512	3 073	3,21 %	3
Japan Government	16.10.2017	0,10	JPY	550 000	37 991	-0,05	1,79	9	40 584	40 593	2 593	3,14 %	3
Colombian Government	14.04.2021	7,75	COP	13 400 000	48 232	7,26	4,03	2 072	38 150	40 222	-10 082	3,11 %	3
Sum Verdipapirportefølje 5)					1 186 033			18 162	1 267 226	1 285 388	81 193	99,39 %	
Nøkkeltall portefølje													
	Klasse A	Klasse B	Klasse C										
Effektiv rente	2,53 %	2,53 %	2,53 %										
Effektiv rente til kunder ⁶⁾	1,73 %	2,08 %	2,13 %										
Durasjon ⁷⁾	4,87	4,87	4,8701										

¹⁾ Effektiv rente justert for forvaltningshonorar.

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

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

⁴⁾ Verdipapirene er inndelt i seks risikoklasser etter deres kredittrisiko.

Klasse 1 har lavest kredittrisiko og klasse 6 har høyest kredittrisiko.

Risikoklasse 1: Ovmasjonale organisasjoner

Risikoklasse 2: Stat og statsgaranterte papirer innenfor EØS

Risikoklasse 3: Stat og statsgaranterte papirer utenfor EØS

Risikoklasse 4: Fylker og kommuner

Risikoklasse 5: Banker og finansinstitusjoner

Risikoklasse 6: Industri

⁵⁾ For verdi av likviditet i porteføljen pr 31.12.2015 henvises til balansen.

Alle rentepapirene er omsatt i et telefonbasert internasjonalt marked.

Andelskurs pr 31.12.2015 andelsklasse A NOK 137,848

Andelskurs pr 31.12.2015 andelsklasse B NOK 140,5395

Andelskurs pr 31.12.2015 andelsklasse C NOK 138,4037

Tnkr 94.332 er besluttet utdelt til andelseiere i andelsklasse A,

Tnkr 5.554 er besluttet utdelt til andelseiere i andelsklasse B og

Tnkr 14.524 er besluttet utdelt til andelseiere i andelsklasse C.

Dette vil medføre en reduksjon i andelskurs tilsvarende utbetalt pr andel på utbetalingstidspunktet.

Tilordning av anskaffelseskost:

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

SKAGEN Krona

Note 7. Verdipapirportefølje pr 31.12.2015 (angitt i hele tusen svenske kroner)

Verdipapir	Forfallsdato	Kupong	Rente-regulerings-tidspunkt	Pålydende	Kostpris SEK	Effektiv rente ³⁾	Durasjon ²⁾	Markeds-verdi SEK	Sum påløpt rente og urealisert gevinst/tap SEK	Andel avfondet	Risiko-klasse ⁴⁾
RENTEPAPIRER MED FLYTENDE RENTE											
Finansobligasjoner											
Ikano Bank SE	26.09.2016	0,73	29.03.2016	35 000	35 053	0,66	0,24	35 094	43	5,73 %	5
Sparebank 1 SMN	29.10.2018	0,58	29.01.2016	35 000	35 118	0,62	0,12	34 913	-170	5,70 %	5
Sparebanken Vest	10.09.2018	0,12	10.03.2016	22 000	21 851	0,78	0,20	21 740	-110	3,55 %	5
Länsförsäkringar Bank AB	15.05.2018	0,50	15.02.2016	20 000	20 077	0,36	0,12	20 073	8	3,28 %	5
Jyske Bank A/S	03.05.2016	0,68	03.02.2016	20 000	20 000	-	0,09	20 044	66	3,28 %	5
SBAB AB	25.02.2016	1,01	25.02.2016	13 000	13 075	-	0,15	13 022	-40	2,13 %	5
Danske Bank A/S	05.09.2016	1,51	07.03.2016	10 000	10 155	0,10	0,19	10 109	-35	1,65 %	5
Industriobligasjoner											
Volvo Treasury AB	26.02.2016	0,61	26.02.2016	28 000	28 111	0,23	0,16	28 021	-73	4,58 %	6
Fortum Värme	27.11.2017	0,26	29.02.2016	20 000	20 000	0,40	0,17	19 998	3	3,27 %	6
Skanska Financial Services AB	25.04.2016	1,44	25.01.2016	19 000	19 085	0,11	0,07	19 077	42	3,12 %	6
Volvo Treasury AB	19.09.2016	0,03	21.03.2016	15 000	15 000	0,40	0,22	14 987	-13	2,45 %	6
Arla Foods Amba	04.06.2018	1,27	04.03.2016	10 000	10 165	0,80	0,17	10 158	2	1,66 %	6
SBAB AB	03.10.2016	0,57	04.01.2016	6 000	6 024	0,31	0,26	6 019	4	0,98 %	6
Skanska Financial Services AB	22.11.2016	1,46	22.02.2016	4 000	4 051	0,29	0,15	4 045	1	0,66 %	6
Industriertifikater											
Trelleborg Treasury AB	22.04.2016			24 000	23 989	0,32	0,31	23 987	1	3,92 %	6
Akelius	26.02.2016			23 000	22 971	0,21	0,16	22 976	24	3,75 %	6
Indutrade	29.03.2016			22 000	21 961	0,49	0,24	21 965	23	3,59 %	6
Vasakronan AB	15.01.2016			20 000	19 999	0,03	0,04	19 999	1	3,26 %	6
Hexagon AB	11.04.2016			20 000	19 985	0,38	0,28	19 982	3	3,26 %	6
Getinge AB	25.04.2016			19 000	18 973	0,43	0,32	18 977	13	3,10 %	6
Tele2 AB	15.03.2016			15 000	14 994	0,39	0,20	14 992	0	2,45 %	6
Fabege AB	22.04.2016			13 000	12 989	0,38	0,31	12 989	3	2,12 %	6
Castellum AB	18.05.2016			13 000	12 989	0,46	0,38	12 986	-1	2,12 %	6
Arla Foods Amba	14.03.2016			12 000	11 997	0,32	0,20	11 995	0	1,96 %	6
Hexagon AB	11.05.2016			10 000	9 994	0,34	0,36	9 994	1	1,63 %	6
Castellum AB	29.02.2016			10 000	9 991	0,19	0,16	9 993	7	1,63 %	6
Hexagon AB	21.04.2016			10 000	9 996	0,41	0,31	9 992	-3	1,63 %	6
Fabege AB	08.04.2016			9 000	8 994	0,32	0,27	8 995	2	1,47 %	6
Indutrade	26.01.2016			8 000	7 994	0,21	0,07	7 995	5	1,31 %	6
Intrum Justitia AB	22.02.2016			5 000	4 999	0,19	0,14	4 998	0	0,82 %	6
Intrum Justitia AB	07.03.2016			5 000	4 998	0,26	0,18	4 998	1	0,82 %	6
Finanssertifikater											
Ikano Bank SE	10.05.2016			5 000	4 994	0,74	0,36	4 988	-3	0,81 %	5
Sum Verdipapirportefølje ⁵⁾					500 573			500 101	-194	81,67 %	
Nøkkeltall portefølje											
Effektiv rente	0,40 %										
Effektiv rente til kunder ¹⁾	0,20 %										
Durasjon ²⁾	0,16										

¹⁾ Effektiv rente justert for forvaltningshonorar.

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

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

⁴⁾ Verdipapirene er inndelt i seks risikoklasser etter deres kredittrisiko.

Klasse 1 har lavest kredittrisiko og klasse 6 har høyest kredittrisiko.

Risikoklasse 1: Overnasjonale organisasjoner

Risikoklasse 2: Stat og statsgaranterte papirer innenfor EØS

Risikoklasse 3: Stat og statsgaranterte papirer utenfor EØS

Risikoklasse 4: Fylker og kommuner

Risikoklasse 5: Banker og finansinstitusjoner

Risikoklasse 6: Industri

⁵⁾ For verdi av likviditet i porteføljen pr 31.12.2015 henvises til balansen.

Alle rentepapirene er omsatt i det svenske markedet.

Andelskurs pr 31.12.2015

SEK 100,2245

SEKO-, er utdelt til andelseierne.

En eventuell utdeling ville medført en reduksjon i andelskurs tilsvarende utbetalt pr andel på utbetalingstidspunktet.

SKAGEN Credit

Note 7. Verdipapirportefølje pr 31.12.2015 (angitt i hele tusen kroner)

Verdipapir	Forfallsdato	Kupong	Valuta	Renteregulerings- tidspunkt	Pålydende	Kostpris NOK	Effektiv rente ³⁾	Durasjon ³⁾	Påløpt rente	Markeds- verdi	Markedsverdi inkl påløpt rente NOK	Urealisert gevinst/tap	Andel avfondet	Risiko- klasse ⁴⁾
Energi														
Gazprom OAO	11.04.2018	8,15	USD		800	5 642	4,38	2,01	128	7 658	7 786	2016	3,69%	6
Petrobras Global Finance BV	01.03.2018	5,87	USD		700	4 572	12,03	1,8	121	5 522	5 643	950	2,67%	6
Talisman Energy Inc	05.12.2017	6,62	GBP		300	3 604	2,74	1,82	18	4 194	4 213	590	1,99%	6
Seadrill Ltd	15.09.2017	6,12	USD		700	4 500	56,05	1,01	112	3 298	3 410	-1 202	1,61%	6
Petrobras Global Finance BV	20.01.2020	5,75	USD		100	782	12,95	3,1	23	698	721	-84	0,34%	6
Sum Energi						19 101			402	21 370	21 773	2 270		
Råvarer														
SSAB AB	10.04.2019	3,87	EUR		800	6 760	7,04	2,84	216	7 001	7 217	241	3,42%	6
Braskem Finance Ltd	15.04.2021	5,75	USD		775	4 937	8,79	4,16	83	6 028	6 111	1 091	2,89%	6
INEOS	01.05.2023	4,00	EUR		500	4 199	4,74	6,07	32	4 607	4 639	408	2,20%	6
Glencore Canada Financial Corp	27.05.2020	7,37	GBP		300	4 209	9,23	3,42	172	3 656	3 828	-553	1,81%	6
Glencore Funding LLC	29.04.2019	3,12	USD		475	2 879	9,29	2,88	23	3 498	3 521	619	1,67%	6
Sum Råvarer						22 983			526	24 789	25 315	1 806		
Kapitalvarer, service og transport														
Color Group AS	18.09.2019	6,31	NOK	18.03.2016	7 000	7 088	6,32	0,09	16	7 035	7 051	-53	3,34%	6
Stena AB	01.02.2019	5,87	EUR		620	5 619	4,54	2,69	146	6 196	6 342	577	3,00%	6
PostNL NV	14.08.2018	7,50	GBP		400	5 332	2,22	2,38	149	5 910	6 058	578	2,87%	6
Noble Group Ltd	29.01.2020	6,75	USD		750	5 534	20,77	2,78	189	4 287	4 477	-1 247	2,12%	6
Heathrow Funding Ltd	10.09.2018	6,25	GBP		300	3 548	2,48	2,47	75	4 292	4 367	745	2,07%	6
Norwegian Air Shuttle AS	03.07.2017	4,87	NOK	04.01.2016	4 000	3 902	6,55	-0,06	47	3 930	3 977	28	1,86%	6
Norwegian Air Shuttle AS	11.12.2019	7,25	EUR		400	3 664	7,23	3,25	15	3 865	3 881	201	1,84%	6
Talink Group AS	18.10.2018	6,12	NOK	18.01.2016	3 000	3 060	5,4	0,01	37	3 083	3 120	23	1,48%	6
Bombardier Inc	16.03.2020	7,75	USD		400	2 878	13,85	3,08	81	2 911	2 992	34	1,42%	6
Heathrow Funding Ltd	20.03.2020	6,00	GBP		100	1 462	2,89	3,62	61	1 463	1 524	1	0,72%	6
Solstad Offshore ASA	24.06.2019	4,73	NOK	29.03.2016	2 000	1 288	17,93	-0,76	1	1 360	1 361	73	0,64%	6
Empresas ICA SAB de CV	04.02.2021	8,90	USD		450	2 841	67,19	1,51	145	846	991	-1 995	0,47%	6
Sum Kapitalvarer, service og transport						46 216			962	45 179	46 141	-1 037		
Inntektsavhengige konsumvarer														
Samvardhana Motherson Automotive	15.07.2021	4,12	EUR		500	4 377	4,68	4,68	91	4 691	4 782	314	2,26%	6
Best Buy Co Inc	15.03.2021	5,50	USD		500	4 151	4,52	4,16	72	4 626	4 697	475	2,22%	6
Fiat Finance & Trade SA	15.03.2018	6,62	EUR		400	3 704	2,54	1,98	203	4 180	4 382	476	2,07%	6
Jaguar Land Rover Automotive Plc	14.12.2018	4,12	USD		400	3 211	3,91	2,7	6	3 565	3 571	354	1,69%	6
Jaguar Land Rover Automotive Plc	01.03.2023	3,87	USD		200	2 495	4,94	5,92	34	2 452	2 486	-43	1,18%	6
Fiat Chrysler Finance Europe	22.03.2021	4,75	EUR		100	989	3,27	4,46	35	1 029	1 064	40	0,50%	6
Sum Inntektsavhengige forbruksvarer						18 926			441	20 542	20 983	1 616		
Defensive konsumvarer														
Safeway Ltd	10.01.2017	6,00	GBP		400	4 647	1,96	0,95	304	5 429	5 734	783	2,71%	6
Avon Products Inc	01.03.2019	6,50	USD		400	2 690	13,9	2,47	77	2 922	2 998	232	1,42%	6
JBS Investments GmbH	28.10.2020	7,75	USD		300	2 590	8,77	3,72	36	2 568	2 604	-22	1,23%	6
Cosan	14.03.2023	5,00	USD		300	2 078	8,16	5,47	39	2 226	2 265	147	1,07%	6
Lennar Corp	17.06.2019	4,50	USD		200	1 621	3,81	2,98	4	1 810	1 813	189	0,86%	6
Sum Defensive konsumvarer						13 625			460	14 954	15 414	1 329		
Bank og finans														
Danske Bank AS	29.09.2021	5,37	GBP		600	6 918	3,36	2,52	107	8 232	8 339	1 314	3,95%	5
Bank of Baroda	23.07.2019	4,87	USD		750	4 781	3,16	3,15	142	7 024	7 166	2 242	3,39%	5
Standard Chartered Bank	03.04.2018	7,75	GBP		350	4 730	2,71	2	263	5 062	5 325	332	2,52%	5
Türkiye Halk Bankası AS	19.07.2017	4,87	USD		550	3 414	3,7	1,43	107	4 956	5 062	1 542	2,40%	5
Insurance Australia Group Ltd	21.12.2026	5,62	GBP		300	3 721	4,79	0,93	6	3 942	3 948	221	1,87%	5
Diamond Bank Plc	21.05.2019	8,75	USD		400	2 432	12,76	2,62	34	3 193	3 227	761	1,53%	5
Akbank TAS	09.03.2018	6,50	USD		300	2 030	4,02	1,96	54	2 794	2 847	763	1,35%	5
Akbank TAS	24.10.2017	3,87	USD		250	1 748	3,38	1,7	16	2 232	2 248	485	1,06%	5
Banco Est Rio Grande Sul	02.02.2022	7,37	USD		250	1 959	12,33	4,18	68	1 775	1 843	-184	0,87%	5
Sum Bank og finans						31 733			796	39 209	40 006	7 477		
Informasjonsteknologi														
Rolta Americas LLC	24.07.2019	8,87	USD		400	2 918	33,71	2,05	137	1 904	2 041	-1 014	0,97%	6
Sum Informasjonsteknologi						2 918			137	1 904	2 041	-1 014		
Telekom														
VimpelCom Holdings BV	01.03.2022	7,50	USD		550	3 652	7,55	4,58	122	4 888	5 010	1 236	2,37%	6
Bharti Airtel International	20.05.2021	3,37	EUR		400	3 850	-0,6	2,87	80	4 024	4 104	175	1,94%	6
Bharti Airtel International	10.12.2018	4,00	EUR		300	2 777	1,54	2,79	7	3 087	3 094	310	1,46%	6
VimpelCom Holdings BV	01.03.2017	6,25	USD		200	1 563	4,21	1,07	37	1 812	1 848	248	0,87%	6
Sum Telekom						11 842			245	13 811	14 057	1 969		
Nyttetjenester														
EDP Finance BV	01.10.2019	4,90	USD		850	6 053	4,03	3,3	92	7 758	7 850	1 705	3,72%	6
EP Energy AS	01.11.2019	5,87	EUR		675	6 287	2,86	3,38	64	7 200	7 264	913	3,44%	6
Sum Nyttetjenester						12 341			156	14 958	15 113	2 617		
Eiendom														
Amlin Plc	18.12.2026	6,50	GBP		500	5 531	3,82	0,93	14	6 684	6 698	1 152	3,17%	6
American Tower Corp	15.02.2019	3,40	USD		200	1 465	2,56	2,88	23	1 815	1 838	350	0,87%	6
Sum Eiendom						6 996			37	8 499	8 535	1 502		
Sum Verdipapirportefølje⁵⁾						186 681			4 162	205 217	209 379	18 535	98,45%	

Note 7. Verdipapirportefølje pr 31.12.2015 (angitt i hele tusen kroner)

Finansielle derivater pr 31.12.2015 (angitt i hele kroner)

Derivat	Forfallsdato	Kupong	Valuta	Rente-regulerings-tidspunkt	Pålydende	Netto gevinst / tap finansielle kontrakter	Andel av fondet
Rentederivater							
IRSEUR20180620	20.06.2018	-0,04	EUR	21.06.2016	3 000	4 353	
IRSEUR20210511	11.05.2021	-	EUR	11.05.2016	600	773	
IRSGBP20180129	29.01.2018	0,75	GBP	29.01.2016	1 200	14 504	
IRSUSD20180620	20.06.2018	0,57	USD	21.03.2016	3 500	9 984	
IRSUSD20190820	20.08.2019	0,37	USD	22.02.2016	2 000	5 411	
IRSUSD20210622	22.06.2021	0,59	USD	22.03.2016	1 000	1 123	
IRSEUR20180620	20.06.2018	0,54	EUR		-3 000	-4 795	
IRSEUR20210511	11.05.2021	0,61	EUR		-600	-859	
IRSGBP20180129	29.01.2018	1,91	GBP		-1 200	-14 831	
IRSUSD20180620	20.06.2018	1,47	USD		-3 500	-10 135	
IRSUSD20190820	20.08.2019	1,73	USD		-2 000	-5 651	
IRSUSD20210622	22.06.2021	1,91	USD		-1 000	-1 188	
SUM						-1 311	-0,62%

Nøkkeltall portefølje

Effektiv rente	6,50 %
Effektiv rentetil kunder ¹⁾	6,50 %
Durasjon ²⁾	1,37

¹⁾ Effektiv rente justert for forvaltningshonorar.

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

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

⁴⁾ Verdipapirene er inndelt i seks risikoklasser etter deres kreditrisiko.

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

⁵⁾ For verdi av likviditet i porteføljen pr 31.12.2015 henvises til balansen.

Alle rentepapirene er omsatt i et telefonbasert internasjonalt marked.

Andelskurs pr 31.12.2015 120,1695

Tnkr 16.381 er besluttet utdelt til andelseiere.
 Dette vil medføre en reduksjon i andelskurs tilsvarende utbetalt pr andel på utbetalingstidspunktet.

Tilordning avanskaffelseskost:

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

SKAGEN Credit NOK

Note 7. Verdipapirportefølje pr 31.12.2015 (angitt i hele tusen kroner)

Verdipapir	Antall	Kjøpsverdi NOK	Valuta	Markedsverdi NOK	Urealisert gevinst/tap	Andel av fondet
Rentefond						
SKAGEN Credit	1 301 946	143 674	NOK	144 324	650	100,23
SUM VERDIPAPIRPORTEFØLJE¹⁾		143 674		144 324	650	100,23 %

¹⁾ For verdi av likviditet i porteføljen pr 31.12.2015 henvises til balansen.

Det underliggende fond prises alle norske bankdager av forvaltningsselskapet SKAGEN AS. Kurs reflekterer priser på de underliggende papirer i SKAGEN Credit. Pr 31.12.2015 eier SKAGEN Credit NOK 67,7% av andelene i SKAGEN Credit.

Tilordning av anskaffelseskost:

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

SKAGEN Credit SEK

Note 7. Verdipapirportefølje pr 31.12.2015 (angitt i hele tusen svenske kroner)

Verdipapir	Antall	Kjøpsverdi SEK	Valuta	Markedsverdi SEK	Urealisert gevinst/tap	Andel av fondet
Rentefond						
SKAGEN Credit	178 970	20 690	NOK	18 900	-1 790	99,11 %
SUM VERDIPAPIRPORTEFØLJE¹⁾		20 690		18 900	-1 790	99,11 %

¹⁾ For verdi av likviditet i porteføljen pr 31.12.2015 henvises til balansen.

Det underliggende fond prises alle norske bankdager av forvaltningsselskapet SKAGEN AS. Kurs reflekterer priser på de underliggende papirer i SKAGEN Credit. Pr 31.12.2015 eier SKAGEN Credit SEK 9,4% av andelene i SKAGEN Credit.

Tilordning av anskaffelseskost:

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

SKAGEN Credit EUR

Note 7. Verdipapirportefølje pr 31.12.2015 (angitt i hele tusen euro)

Verdipapir	Antall	Kjøpsverdi EUR	Valuta	Markedsverdi EUR	Urealisert gevinst/tap	Andel av fondet
Rentefond						
SKAGEN Credit	435 933	5 409	NOK	5 025	-384	99,25 %
SUM VERDIPAPIRPORTEFØLJE¹⁾		5 409		5 025	-384	99,25 %

¹⁾ For verdi av likviditet i porteføljen pr 31.12.2015 henvises til balansen.

Det underliggende fond prises alle norske bankdager av forvaltningsselskapet SKAGEN AS. Kurs reflekterer priser på de underliggende papirer i SKAGEN Credit. Pr 31.12.2015 eier SKAGEN Credit EUR 22,9% av andelene i SKAGEN Credit.

Tilordning av anskaffelseskost:

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



Til styret i SKAGEN AS

Revisors beretning

Uttalelse om årsregnskapet

Vi har revidert årsregnskapet for verdipapirfondene, som består av balanse per 31. desember 2015, resultatregnskap for regnskapsåret avsluttet per denne datoen, og en beskrivelse av vesentlige anvendte regnskapsprinsipper og andre noteopplysninger. Resultatregnskapene viser følgende årsresultater for regnskapsåret avsluttet per 31. desember 2015:

SKAGEN Vekst	NOK	595 588 428
SKAGEN Global	NOK	5 212 754 052
SKAGEN Kon-Tiki	NOK	42 175 064
SKAGEN m ²	NOK	48 296 890
SKAGEN Balanse	NOK	17 690 620
SKAGEN Focus	NOK	- 27 817 705
SKAGEN Avkastning	NOK	15 689 413
SKAGEN Høyrente	NOK	32 240 247
SKAGEN Høyrente Institusjon	NOK	10 527 295
SKAGEN Tellus	NOK	53 350 269
SKAGEN Krona	SEK	1 082 714
SKAGEN Credit	NOK	18 664 603
SKAGEN Credit NOK	NOK	- 3 667 429
SKAGEN Credit SEK	SEK	- 707 724
SKAGEN Credit EUR	EUR	- 180 090

Styrets ansvar for årsregnskapet

Styret er ansvarlig for å utarbeide årsregnskapet og for at det gir et rettvise bilde i samsvar med regnskapslovens regler og god regnskapsskikk i Norge, og for slik intern kontroll som styret finner nødvendig for å muliggjøre utarbeidelsen av et årsregnskap som ikke inneholder vesentlig feilinformasjon, verken som følge av misligheter eller feil.

Revisors oppgaver og plikter

Vår oppgave er å gi uttrykk for en mening om dette årsregnskapet på bakgrunn av vår revisjon. Vi har gjennomført revisjonen i samsvar med lov, forskrift og god revisjonsskikk i Norge, herunder International Standards on Auditing. Revisjonsstandardene krever at vi etterlever etiske krav og planlegger og gjennomfører revisjonen for å oppnå betryggende sikkerhet for at årsregnskapet ikke inneholder vesentlig feilinformasjon.

En revisjon innebærer utførelse av handlinger for å innhente revisjonsbevis for beløpene og opplysningene i årsregnskapet. De valgte handlingene avhenger av revisors skjønn, herunder vurderingen av risikoene for at årsregnskapet inneholder vesentlig feilinformasjon, enten det skyldes misligheter eller feil. Ved en slik risikovurdering tar revisor hensyn til den interne kontrollen som er relevant for selskapets utarbeidelse av et årsregnskap som gir et rettvise bilde. Formålet er å

utforme revisjonshandlinger som er hensiktsmessige etter omstendighetene, men ikke for å gi uttrykk for en mening om effektiviteten av selskapets interne kontroll. En revisjon omfatter også en vurdering av om de anvendte regnskapsprinsippene er hensiktsmessige og om regnskapsestimaterne utarbeidet av ledelsen er rimelige, samt en vurdering av den samlede presentasjonen av årsregnskapet.

Etter vår oppfatning er innhentet revisjonsbevis tilstrekkelig og hensiktsmessig som grunnlag for vår konklusjon.

Konklusjon

Etter vår mening er årsregnskapet avgitt i samsvar med lov og forskrifter og gir et rettviseende bilde av den finansielle stillingen til verdipapirfondene per 31. desember 2015, og av resultater for regnskapsåret som ble avsluttet per denne datoen i samsvar med regnskapslovens regler og god regnskapsskikk i Norge.

Uttalelse om øvrige forhold

Konklusjon om årsberetningen

Basert på vår revisjon av årsregnskapet som beskrevet ovenfor, mener vi at opplysningene i årsberetningen om årsregnskapet, forutsetningen om fortsatt drift og forslaget til disponering av årsresultatene er konsistente med årsregnskapet og er i samsvar med lov og forskrifter.

Konklusjon om registrering og dokumentasjon

Basert på vår revisjon av årsregnskapet som beskrevet ovenfor, og kontrollhandlinger vi har funnet nødvendig i henhold til internasjonal standard for attestasjonsoppdrag ISAE 3000 "Attestasjonsoppdrag som ikke er revisjon eller forenklet revisorkontroll av historisk finansiell informasjon", mener vi at ledelsen har oppfylt sin plikt til å sørge for ordentlig og oversiktlig registrering og dokumentasjon av selskapets regnskapsopplysninger i samsvar med lov og god bokføringsskikk i Norge.

Stavanger, 10. februar 2016
PricewaterhouseCoopers AS



Gunstein Hadland
Statsautorisert revisor

Returadresse:
Skagen AS
Postboks 160
4001 Stavanger

B ØKONOMI
ÉCONOMIQUE



NORGE P.P. PORTO BETALT



Hovedkontor
i Stavanger



- Hjemmemarked
- Internasjonalt marked
- Markedsføringstillatelse

SKAGEN AS ble opprettet i Stavanger i 1993, og er en av landets ledende fondsforvaltere.

Hovedkontor:

SKAGEN AS

Postboks 160, 4001 Stavanger

Skagen 3, Torgterrassen

Telefon: 04001

Telefaks: 51 86 37 00

Organisasjonsnummer: 867 462 732

kundeservice@skagenfondene.no

www.skagenfondene.no

Kontakt Kundeservice:

Du kan chatte, sende epost eller ringe oss på telefon 04001 mellom klokken 8.00 og 21.00 mandag til fredag. Eller stikk innom et av våre kontorer.

SKAGEN anbefaler alle som ønsker å investere i våre fond å ta kontakt med en kvalifisert kundefrådgiver på telefon 04001. Du kan også sende epost til kundeservice@skagenfondene.no

Redaksjon:

Ole-Christian Tronstad, redaktør

Trygve Meyer

Michael Metzler

Parisa Kate Lemaire

Anna S Marcus

Vevika Søberg

Opplag: 5000

Design: Werksemd og
Kaland Marketing

Forsidefoto: *Gammel mand, der læser i Bibelen*, 1918. Av Michael Ancher, en av Skagenmalerne. Tilhører Skagens Museum (manipulert)



SKAGEN
fondene