

Investeringsforeningen

stonehenge



ÅRSRAPPORT 2014

Investeringsforeningen

stonehenge



ÅRSRAPPORT 2014

Indhold

Foreningsoplysninger	2	Obligationer	24
Ledelsesberetning	3	Kommentarer og forventninger	24
Årets udvikling	3	Resultatopgørelse	25
Udlodning	3	Balance	26
Bestyrelse og direktion	10	Noter	27
Påtegninger	11	Value Mix Akkumulerende	30
Ledelsespåtegning	11	Kommentarer og forventninger	30
Den uafhængige revisors erklæringer	12	Resultatopgørelse	31
Anvendt regnskabspraksis	13	Balance	32
Globale Valueaktier	18	Noter	33
Kommentarer og forventninger	18	Supplerende oplysninger	36
Resultatopgørelse	19	Finanskalender	36
Balance	20		
Noter	21		

Investeringsforeningen Stonehenge

CVR-nr. 32 29 04 42

Adresse

Sundkrogsgade 7
Postboks 2672
2100 København Ø
Tlf. 77 30 90 00
Fax 77 30 91 00

Bestyrelse

Lone Sejersen, formand
Jesper Brøchner Thing, næstformand
Claus Thinggaard

Direktion

BI Management A/S
Christina Larsen
Henrik Granlund

Foreningens ordinære general-
forsamling afholdes den 28. april 2015
kl. 16:00 hos Bankinvest i København

Investeringsrådgiver

Stonehenge Fondsmæglerselskab A/S
Hasseris Bymidte 3
DK-9000 Aalborg
Tlf. 72 20 72 70
info@stonehenge.dk
www.stonehenge.dk

Revision

PwC
Statsautoriseret Revisionspartnerselskab

Depotbank

Ringkjøbing Landbobank

Ledelsesberetning

Investeringsforeningen Stonehenge består af tre afdelinger. Hver afdeling aflægger separat regnskab og afdelingsberetning.

Regnskaberne viser afdelingernes økonomiske udvikling i året samt giver en status ultimo året. I afdelingsberetningerne kommenteres afdelingernes resultater i året samt de specifikke forhold, som gælder for den enkelte afdeling. Alle de fælles opgaver inden for administration og investering håndteres af foreningens administrationselskab. Det er med til at sikre en omkostningseffektiv drift.

Afdelingerne påvirkes af mange af de samme forhold, selvom de investerer i forskellige typer af værdipapirer og følger forskellige strategier. Eksempelvis kan udsving i den globale vækst påvirke afkast og risiko i alle afdelinger. Derfor er det valgt at beskrive den overordnede markedsudvikling, de generelle risici og foreningens risikostyring i et fælles afsnit for alle afdelinger i rapporten. Det anbefales, at disse afsnit læses i sammenhæng med de specifikke afdelingsberetninger for at få et fyldestgørende billede af udviklingen og de særlige forhold samt risici, der påvirker de enkelte afdelinger.

Årets udvikling

Foreningens samlede formue ved årets start var på 570,0 mio. kr. og er i løbet af regnskabsåret steget til 660,7 mio. kr. – svarende til en stigning på 16%. Ud af denne formuestigning er der nettoemissioner for 34,5 mio. kr. og foreningen har i den forbindelse kunnet byde velkommen til mange nye investorer. Samtidig har foreningens investeringer resulteret i en formuestigning på 62,1 mio. kr. Der blev udbetalt 5,8 mio. kr. i udbytte i forbindelse med generalforsamlingen i april 2014.

Udbytte for 2014

I henhold til reglerne om udbytte for investeringsforeninger foreslår bestyrelsen følgende udbytter fra afdeling Obligationer og afdeling Globale ValueAktier.

	Personbeskatning			Pensionsbeskatning 15% afgift	Selskabsindkomst
	Kapitalindkomst	Aktieindkomst	I alt		
Globale Aktier	-	2,80	2,80	2,80	2,80
Globale Obligationer	0,00	-	0,00	0,00	0,00

Markedsudvikling

Den globale økonomi var præget af usædvanligt store vækstforskelle i andet halvår af 2014. USA viste således nogle af de højeste vækstrater i mange år, mens det europæiske opsving til gengæld skuffede i høj grad. Japan udviklede sig også svagt ovenpå momsforhøjelsen i første halvår, og mange af vækstøkonomierne på de nye markeder gik yderligere ned i tempo. Halvåret bød samtidig på mange "minikriser" udløst af fornyet uro i Ukraine, ebola-udbruddet i Vestafrika samt olieprisens uventede kollaps. Disse kriser var sammen med den skuffende økonomiske udvikling med til at fastholde et nedadgående pres på de lange renter, som i slutningen af året nåede nye historiske lavpunkter. Globale obligationer gav derfor et årsafkast på hele 14,4 % målt på JP Morgans globale obligationsindeks. Aktiemarkedene var samtidig urolige, især i oktober, hvor globale aktier kortvarigt faldt med næsten 10 %. Målt på MSCI World endte aktierne dog med at give et afkast på 19,3 % i 2014. Europæiske aktier udviklede sig noget svagere i forhold til resten af verden med en stigning på kun 6,6 % (MSCI Europe). En væsentlig del af det positive afkast på globale aktier og globale obligationer skyldtes dog stigningen i dollaren, som steg 13,4 % overfor den danske krone i 2014.

Den svage udvikling i den europæiske økonomi var en stor overraskelse for os, ligesom det fortsat kraftige fald i renterne gik stik imod vores forventninger. Den positive udvikling i USA var derimod mere i tråd med vores forventninger, og aktiemarkedets overordnede udvikling levede også op til vores forventninger, selvom europæiske aktier dog udviklede sig svagere end ventet.

Foreningens aktieafdeling og den blandede afdeling opnåede flotte helårsafkast på henholdsvis 13,3 % og 8,7 % efter alle omkostninger. Det var for begge afdelingers vedkommende konkurrencedygtige afkast – navnlig set i forhold til afdelingernes forsigtige investeringsstrategier samt deres store overvægt af europæiske aktier. Foreningens obligationsafdeling endte til gengæld helåret med et beskedent afkast på 1,1 %, hvilket er væsentligt mindre end det, tilsvarende afdelinger har givet. Det skyldes afdelingens meget defensive eksponering med primært korte obligationer. Afkastene var for alle tre afdelingers vedkommende på niveau med de forventninger, vi gav udtryk for i halvårsrapporten for 2014, hvor vi målt på helåret 2014 ventede positive aktieafkast på omkring 12 % og positive obligationsafkast i niveauet 0-2%.

Selvom den globale vækst skuffede i forhold til forventningerne, var økonomien dog på ingen måde i nærheden af lavpunkterne fra finanskrisen i 2008/09 eller gældskrisen i 2011/12. Ifølge IMF steg det globale BNP således 3,3 % i 2014, hvilket skal ses i forhold til et historisk gennemsnit på 3,9 %. Så væksten var globalt set fornuftig uden at imponere. Eurozonen bød dog kun på en vækst på ca. 0,8 % og trak derfor ned i det samlede billede. Den svage vækst blev ledsaget af en generelt vigende inflation, som for eurozonens vedkommende nåede helt ned i negativt terræn. Renset for energipriser og lignende var inflationsudviklingen dog noget mere stabil. Den svage vækst og inflationsudvikling medførte, at Den Europæiske Centralbank (ECB) sænkede renten fra 0,15 % til 0,05 % i september. ECB signalerede samtidig en øget villighed til at introducere ukonventionelle tiltag med kvantitative lempelser, hvilket efterfølgende blev et stort markedsstema.

I USA var væksten anderledes robust med kraftigt stigende beskæftigelse, forbrug og produktion. Derfor fortsatte den amerikanske centralbank med at afvikle sit obligationsopkøbsprogram, og i oktober blev det helt indstillet. Fokus i markedet skiftede herefter til timingen af den første renteforhøjelse, som de fleste forventede ville blive en realitet omkring midten af 2015. Dermed blev kontrasterne mellem USA's og eurozonens økonomiske udvikling og renteudsigter mere og mere tydelig, som året skred frem, hvilket resulterede i en markant styrkelse af dollaren overfor euroen. Dollaren blev dog også styrket overfor de fleste andre valutaer.

Olieprisen faldt samtidig 49 % i andet halvår (Brent-råolie), hvilket kom helt bag på markedet – især fordi mange ventede, at den tiltagende geopolitiske uro i stedet ville give olieprisen et pres opad. Kraftigt stigende udbud fra USA's produktion af skiferolie trak dog priserne den anden vej i et regulært priskollaps, der indfandt sig så hurtigt, at mange producenter og olieeksporterende lande pludselig blev destabiliseret. Det ramte bl.a. den russiske rubel og den norske krone meget hårdt med store kursfald, ligesom virksomhedsobligationer med berøring til olie- og skifergasindustrien blev negativt påvirket. Mange andre råvarer faldt også kraftigt, hvilket medførte, at mange af de nye markeder kom under pres i andet halvår. Målt på MSCI Emerging Markets-indekset gav aktier fra de nye markeder således et helårsafkast på 11,2 %, mens MSCI World gav et afkast på 19,3 %.

Forventninger til 2015

Foreningen forventer overordnet set, at den europæiske økonomi og europæiske aktier vil klare sig meget bedre i 2015 end i 2014. Vi var også optimistiske på Europas vegne ved indgangen til 2014, hvilket viste sig at være forkert. Men både pengepolitikken, finanspolitikken, de finansielle vilkår og konjunktoren peger nu så entydigt i retning af et stærkere europæisk opsving, at der er ekstra gode chancer for, at 2015 bliver et positivt vendepunkt for Europa. Den kraftige svækkelse af euroen og det

markante fald i energipriserne er to særligt positive forhold, men EU's 3-årige investeringsplan er også et godt finanspolitisk tiltag på det rigtige område og på det rigtige tidspunkt. I skrivende stund har ECB endvidere netop lanceret et omfattende program med kvantitative lempelser, hvilket er banebrydende. Efter 7 års krise med tilbageholdt forbrug og investeringer tyder meget således på et væsentligt stærkere europæisk opsving i 2015. Det kan i givet fald medføre kraftigere stigninger i de europæiske virksomheders indtjening, hvormed Europa vil indhente noget af efterslæbet i forhold til USA. Europæiske aktier er samtidigt billige, både absolut og relativt i forhold til andre aktiemarkeder. Foreningen venter derfor, at europæiske aktier kan stige helt op til 20-25 % i år.

Amerikanske aktier ventes også stadig at klare sig godt. Den amerikanske økonomi ventes at vokse med mindst 3 %, og dollaren vil formentlig blive yderligere styrket i 2015. Derfor er amerikanske aktier stadig attraktive. Udsigten til en stramning af pengepolitikken omkring midten af året dæmper dog potentialet i amerikanske aktier for 2015, da aktierne plejer at handle sidelæns, når pengepolitikken bliver strammet.

Også den japanske økonomi ventes at vise positive takter i 2015. Det ser ud til, at regeringens aggressive økonomiske politik ("Abenomics") langsomt er ved at trække økonomien ud af de foregående mange års deflationære spiral. En strukturelt højere vækst med positiv inflation kan være på vej, men vi er dog fortsat en smule skeptiske, og vi afholder os derfor stadig fra at investere i japanske aktier.

Vækstøkonomierne på de nye markeder ventes at vokse lidt kraftigere end i 2014, men den mangeårige periode med meget høj vækst er sandsynligvis slut. Kina ventes eksempelvis at vokse omkring 7 % mod den tidligere norm på 10 %, og lande som Brasilien og Rusland ventes at vokse meget svagt eller negativt i 2015. Perioder med en stigende dollar og stramninger af den amerikanske pengepolitik plejer endvidere at være udfordrende for aktierne og økonomierne på de nye markeder. Der er også stadig en risiko for en hård økonomisk landing i Kina, selvom sandsynligheden vurderes at være aftaget lidt i forhold til sidste år. Aktier fra de udviklede lande ventes derfor at slå aktierne fra Emerging Markets igen i år.

Samlet er det foreningens vurdering, at det globale opsving vil vinde yderligere styrke i 2015, trukket af de udviklede økonomier. Det vil grundlæggende være positivt for aktiemarkedet. Grundet de ekstremt lave renter er der stadig ikke reelle alternativer til aktier ud fra en afkastmæssig betragtning. Dermed kan øget kapitalindstrømning i aktiemarkedet trække kurserne yderligere op. Foreningen forventer således, at globale aktier vil stige 15-20 % målt på danske kroner, hvilket svarer til et afkast pænt over det historiske gennemsnit. Obligationer ventes derimod at give meget lave eller negative afkast.

Obligationsmarkedet er efter vores vurdering helt ude af balance, idet det lave renteniveau ikke kan forklares ud fra de fundamentale forhold. Grundet det ekstremt lave renteniveau er der udsigt til enten lave eller negative obligationsafkast i de kommende mange år. Positive afkast er derimod en matematisk umulighed for mange obligationers vedkommende. Centralbankerne har haft stor succes med at kontrollere de lange renter via kvantitative lempelser mv., men vi er ikke sikre på, at denne kontrol kan opretholdes, når renterne engang begynder at stige. Stemningen og dynamikken på obligationsmarkedet minder os om en boble, og på et overophedet marked kommer vendingen ofte uden varsel og med dramatiske og uventede konsekvenser. Der er således en latent risiko for en markant rentekorrektion i de kommende år, men timingen er umulig at forudsige. Hvis renterne stiger for meget og for hurtigt, er der samtidig risiko for, at det også vil påvirke aktierne negativt i en periode. Dette er efter foreningens opfattelse den primære markedsrisiko i 2015, men der er som altid også mange andre risikofaktorer.

Stonehenge har en forsigtig og konservativ tilgang til de finansielle markeder. Det er foreningens opgave at beskytte og dernæst øge investorerne kapital, hvilket betyder, at vi altid udviser stor forsigtighed overfor markederne. Foreningen anbefaler aktuelt 60 % aktier og 40 % (korte) obligationer, jævnfør månedsbrevet Barometer, som offentliggøres på foreningens hjemmeside. Såfremt vores forventninger ændrer sig i negativ eller positiv retning, vil vores anbefaling blive ændret i overensstemmelse med vores målsætning om at beskytte og øge investorerne kapital. Aktie- og obligationsandelene i foreningens afdeling, Value Mix Akkumulerende, følger altid anbefalingen fra Barometer og giver således foreningens medlemmer adgang til løbende risikostyring og tilpasning af investeringerne.

Foreningens rådgiver

Investeringsforeningen Stonehenge har en ambition om at være det sikre alternativ til de store investeringsforeninger i Danmark med nogle forholdsvis nye takter inden for formuepleje. Det går ud på at opnå et fællesskab mellem investorerne og foreningens investeringsrådgiver. Dette sker ved en "overskudsdeling", hvor foreningens rådgiver modtager et mindre fast årligt honorar samt et variabelt resultatbetinget honorar. Dette udløses kun såfremt den enkelte afdelings afkast overstiger et vist niveau. Dette skal sikre, at investor og investeringsrådgiver har samme interesse i at opnå et højt stabilt afkast, med en forholdsvis beskeden risiko, ved at anlægge den fornævnte forsigtige tilgang til de finansielle markeder.

Foreningens ledelse

Foreningens bestyrelse har i 2014 fokus på opfølgning på de tiltag, som rådgiver har iværksat for at udbrede kendskabet til foreningen og skabe vækst. Dette har bl.a. resulteret i en styrkel-

se af organisation, implementering af ny markedsføringsplan og øget opmærksomhed omkring foreningens distributører.

Der er gjort et stort stykke arbejde ude hos investorerne med at fortælle om netop den forsigtige måde, hvorpå foreningen håndterer sine investoreres penge. Dette præsentationsarbejde har i høj grad serviceret investorer, der allerede havde nogle midler placeret i foreningen. Men det har også medført et fortsat løft i foreningens kapital under forvaltning.

Bestyrelsen har fortsat arbejdet med initiativer til at skabe omkostningsreduktioner. I sidste regnskabsår førte det til en reduktion af såvel administrationshonorar, rådgivningshonorar og revision. Et arbejde som bestyrelsen vil fortsætte i 2015.

Bestyrelsen finder det fortsat nødvendigt at være tæt på foreningens omgivelser med henblik på altid at udnytte de ressourcer og muligheder, der ligger for at få et optimalt resultat til foreningens investorer.

Fund Governance

Foreningens fund governancepolitik følger Investeringsfondsbranchens anbefalinger. Politikken vedrører den overordnede styring af rettigheder og ansvar blandt aktørerne i og omkring foreningen og investeringsforvaltningsselskabet. Politikken fastlægger – sammen med øvrige regler, forretningsgange og politikker – samspillet mellem investorer, bestyrelsen, direktionen og øvrige interessenter. Uddybning af politikker og anbefalinger kan findes på foreningens hjemmeside www.stonehenge.dk

Videnressourcer

BI Management A/S er foreningens investeringsforvaltningsselskab. Selskabet råder over betydelige og brede videnressourcer, som kan sikre en stabil og sikker drift af foreningen. På områder, hvor selskabet ikke selv besidder de fornødne videnressourcer, varetages opgaverne af eksterne parter. Videnressourcer udgør derfor ikke nogen risiko i relation til afdelingernes fremtidige resultat og afkast.

Begivenheder efter regnskabsperiodens udløb

Der er fra balancedagen og frem til i dag ikke indtrådt forhold, som påvirker vurderingen af årsregnskabet.

Udsædvanlige forhold

Udover omtale af udviklingen på de finansielle markeder er der ikke i regnskabsperioden indtruffet usædvanlige forhold, som har påvirket indregningen eller målingen.

Usikkerhed ved indregning eller måling

Der er ikke væsentlig usikkerhed forbundet med indregning og måling af balanceposter.

Risici og risikostyring

Som investor i en af de tre afdelinger i Investeringsforeningen Stonehenge får man en løbende pleje af sin opsparing. Plejen indebærer blandt andet en hensyntagen til de mange forskellige risikofaktorer på investeringsmarkederne. Risikoen ved at investere via en investeringsforening kan overordnet knytte sig til tre elementer:

- Investeringsmarkederne
- Investeringsbeslutningerne
- Driften af foreningen

Risici knyttet til investeringsmarkederne

Afkastet i investeringsforeningen bliver naturligvis påvirket af alle de risici, som knytter sig til investeringsmarkederne. Disse risikoelementer er for eksempel udviklingen i de økonomiske konjunkturer og politiske forhold både lokalt og globalt, valuta-risici, renterisici og kreditrisici.

Hver af disse risikofaktorer håndterer foreningen inden for de givne rammer: Eksempler på risikostyringselementer er: Rådgivningsaftalen og investeringspolitikker, interne kontroller, lovgivningens krav om risikospredning samt adgangen til at anvende afledte finansielle instrumenter.

Risici knyttet til investeringsbeslutningerne

Investeringerne i aktieafdelingen vælges efter valueprincippet. Det vil sige, at man kun køber aktier i virksomheder, som handles til priser på børsen, der vurderes til at ligge væsentligt under deres reelle værdi. Det samme gælder for virksomhedsobligationerne i obligationsafdelingen. Investeringsstrategien medfører en porteføljesammensætning, som ofte afviger betydeligt fra det generelle marked. I afdeling Value Mix Akkumulerende, som er en blanding af aktie- og obligationer, justeres andelen af aktier og obligationer hver måned ud fra en særlig model og investeringsproces med fire forskellige trin. Porteføljen bliver på denne måde løbende søgt tilpasset de aktuelle økonomiske og finansielle vilkår, således at aktieandelen er lavest, når usikkerheden er størst. Investeringsstrategien kan dog også risikere at medføre en porteføljesammensætning, som giver det modsatte resultat.

Foreningens bestyrelse har fastsat risikorammer for hver afdeling. Rammerne er fastlagt med reference til den maksimale og minimale observerede standardafvigelse over de seneste 5 år. I det område har bestyrelsen fastlagt en minimal og en maksimal standardafvigelse, som overvåges af investeringsforvaltningsselskabet.

Risici knyttet til driften af foreningen

For at undgå fejl i driften af foreningen har investeringsforvaltningsselskabet etableret en række kontrolprocedurer og forretningsgange, som reducerer disse risici. Der arbejdes hele tiden på udvikling af systemer og højnelse af kontrolniveauet,

således at risikoen for menneskelige fejl bliver reduceret mest muligt. Der er desuden opbygget et ledelsesinformationssystem, som sikrer, at der løbende følges op på omkostninger og afkast. Afkast vurderes dagligt, og er der områder, som ikke udvikler sig tilfredsstillende, tages dette op med rådgiver med fokus på at få vendt udviklingen. Der anvendes desuden betydelige ressourcer på at sikre en korrekt prisfastsættelse. I de tilfælde, hvor den aktuelle børskurs ikke vurderes at afspejle dagsværdien på det pågældende instrument, anvendes en værdiansættelsesmodel i stedet.

Investeringsforvaltningsselskabets complianceafdeling overvåger og fører kontrol med, at de førnævnte systemer og forretningsgange virker og anvendes korrekt. Overskridelse af investeringsrammer rapporteres til foreningens bestyrelse og i visse tilfælde også til Finanstilsynet.

På IT-området lægges der stor vægt på data- og systemsikkerhed. Der er udarbejdet procedurer og beredskabsplaner, der har som mål, inden for fastsatte tidsfrister, at kunne genskabe systemerne i tilfælde af større eller mindre nedbrud. Disse procedurer og planer afprøves regelmæssigt.

Ud over administrationen af den daglige drift har der været fokus på sikkerhed og præcision, når opgaverne løses. Her følger bestyrelsen med på området. Formålet er dels at fastlægge sikkerhedsniveauet, dels at sikre at de nødvendige ressourcer er til stede i form af personale, kompetencer og udstyr.

På EUs-risikoskala er afdelingerne placeret som følgende:

- Globale Valueaaktier 5
- Obligationer 3
- Value Mix Akkumulerende 4

For yderligere oplysninger om de enkelte af foreningens afdelinger henvises til gældende prospekter og Central Investorinformation. Disse kan downloades fra www.stonehenge.dk.

Investeringsforeningen er desuden underlagt kontrol fra Finanstilsynet og en lovpligtig revision ved generalforsamlingsvalgte revisorer. Her er fokus på risici og kontroller i højsædet.

Generelle risikofaktorer

Enkeltlande

Ved investering i værdipapirer i et enkelt land, for eksempel Danmark, er der risiko for, at det finansielle marked i det pågældende land kan blive udsat for specielle politiske eller reguleringsmæssige tiltag. Desuden vil markedsmæssige eller generelle økonomiske forhold i landet, herunder også udviklingen i landets valuta og rente, påvirke investeringernes værdi.

Eksposering mod udlandet

Investering i flere velorganiserede og højtudviklede udenlandske markeder medfører generelt en lavere risiko for den samlede portefølje end investering alene i enkeltlande/-markeder. Udenlandske markeder kan dog være mere usikre end det danske marked på grund af en forøget risiko for en kraftig reaktion på selskabsspecifikke, politiske, reguleringsmæssige, markedsmæssige og generelle økonomiske forhold. Endelig giver investeringer i udlandet en valutaeksposering, som kan have større eller mindre udsving i forhold til danske kroner.

Valutarisiko

Investeringer i udenlandske værdipapirer giver eksposering mod valutaer, som kan have større eller mindre udsving i forhold til danske kroner. Derfor vil den enkelte afdelings kurs blive påvirket af udsving i valutakurserne mellem disse valutaer og danske kroner. Afdelinger, som investerer i danske aktier eller obligationer, har ingen direkte valutarisiko, mens afdelinger, som investerer i europæiske aktier eller obligationer udstedt i euro, har begrænset valutarisiko. Afdelinger, hvor der systematisk kurssikres mod danske kroner eller euro, har en meget begrænset valutarisiko.

Selskabsspecifikke forhold

Værdien af en enkelt aktie kan svinge mere end det samlede marked, og kan derved give et afkast, som er meget forskelligt fra markedets. Forskydninger på valutamarkedet samt lovgivningsmæssige, konkurrencemæssige, markedsmæssige og likviditetsmæssige forhold vil kunne påvirke selskabernes indtjening. Da afdelingerne på investeringstidspunktet kan investere op til 10 % i et enkelt selskab, kan værdien af foreningen variere kraftigt som følge af udsving i enkelte aktier. Selskaber kan gå konkurs, hvorved investeringen heri vil være tabt.

Særlige risici ved obligationsafdelingen

Obligationsmarkedet

Obligationsmarkedet kan blive udsat for specielle politiske eller reguleringsmæssige tiltag, som kan påvirke værdien af afdelingens investeringer. Desuden vil markedsmæssige eller generelle økonomiske forhold, herunder renteutviklingen globalt, påvirke investeringernes værdi.

Renterisiko

Renteniveauet varierer fra region til region, og skal ses i sammenhæng med blandt andet inflationsniveauet. Renteniveauet spiller en stor rolle for, hvor attraktivt det er at investere i blandt andet obligationer, samtidig med at ændringer i renteniveauet kan give kursfald/stigninger. Når renteniveauet stiger, kan det betyde kursfald. Begrebet varighed udtrykker blandt andet kursrisikoen på de obligationer, vi investerer i. Jo lavere varighed, desto mere kursstabile er obligationerne, hvis renten ændrer sig.

Kreditrisiko

Inden for forskellige obligationstyper – statsobligationer, realkreditobligationer, emerging marketsobligationer, kreditobligationer og så videre – er der en kreditrisiko relateret til, om obligationerne modsvarer reelle værdier, og om stater, boligejere samt virksomheder kan indfri deres gældsforpligtelser. Ved investering i obligationer udstedt af erhvervsvirksomheder kan der være risiko for, at udsteder får forringet sin rating og/eller ikke kan overholde sine forpligtelser. Kreditspænd udtrykker renteforskellen mellem kreditobligationer og traditionelle, sikre statsobligationer udstedt i samme valuta og med samme løbetid. Kreditspændet viser den præmie, man som investor får for at påtage sig kreditrisikoen.

Refinansiering

Stater og virksomheder kan, hvis der kan findes en långiver, gennemføre en refinansiering af deres gældsposter ved at optage nye lån til indfrielse af eksisterende lån. I forbindelse med refinansiering er der risiko for øgede omkostninger i forbindelse med optagelse og afvikling af det nye lån, hvilket kan betragtes som en udvidet risiko, da man ud over risikoen for højere rente på lånet, potentielt også kan blive pålagt en række omkostninger i forbindelse med optagelse af det nye lån.

Såfremt en refinansiering ikke er muligt, kan obligationsudstederen komme i en situation, hvor denne ikke kan overholde sine forpligtelser over for obligationsejerne, hvorved hele eller dele af investeringen vil være tabt.

Særlige risici ved aktieafdelingen

Aktiemarkeder kan svinge meget og kan falde væsentligt. Udsving kan blandt andet være en reaktion på selskabsspecifikke, politiske og reguleringsmæssige forhold eller som en konsekvens af sektormæssige, regionale, lokale eller generelle markedsmæssige og økonomiske forhold.

Risikovillig kapital

Afkastet kan svinge meget som følge af selskabernes muligheder for at skaffe risikovillig kapital til for eksempel udvikling af nye produkter. En del af en forenings formue kan investeres i virksomheder, hvis teknologier er helt eller delvist nye og hvis udbredelse kommercielt og tidsmæssigt kan være vanskelig at vurdere.

Samfundsansvar

Investeringsforeningen Stonehenge ønsker at fremstå som en moderne forening, der tager sit samfundsansvar alvorligt. Vi ønsker at skabe gode afkast til vores medlemmer, og vi mener, at vi kan gøre det på en samfundsmæssig ansvarlig måde.

Investeringsforeningen Stonehenge mener, at et godt afkast og samfundsmæssigt ansvar sagtens kan være foreneligt, da langsigtet værdiskabelse i virksomheder netop forudsætter en ordentlig optræden. Foreningen har derfor udarbejdet en særlig politik med det formål at sikre, at Investeringsforeningen Stonehenge indarbejder hensyn til miljø, social ansvarlighed og god selskabsledelse i hele investerings- og rådgivningsprocessen. Politikken tager udgangspunkt i Erhvervsstyrelsens vejledning, der bygger på FN's fælles globale retningslinjer for virksomhedernes ansvarlige adfærd. Investeringsforeningen Stonehenge har valgt som udgangspunkt at følge de grænser for investeringer, som FN har sat. Det indebærer, at de selskaber vi investerer i, for eksempel ikke må producere klyngebomber og antipersonelminer, som FN har formuleret konventioner imod. Investeringsforeningen Stonehenge strækker sig dog længere, vi ønsker for eksempel heller ikke at investere i selskaber, der fremstiller A-våben.

Investeringsforeningen Stonehenge benytter sig af offentligt tilgængeligt materiale udarbejdet af specialister på området. Hovedinformationen får vi fra screeningselskabet EIRIS, der fast screener en række selskaber hvert kvartal. Denne screening udmønter sig i en udelukkelsesliste, der offentliggøres kvartalsvis.

Selskaber, der er opført på denne liste, kan ikke indgå i vores porteføljer. Denne metode kaldes i Erhvervsstyrelsens vejledning for negativ screening, og det er den metode, der er mest anvendelig for en mindre organisation. På listen udelukkes bestemte typer af virksomheder ud fra hensyn til internationale normer og konventioner, herunder Konventionen om klyngeammunition (normbaseret screening). Der er tale om universelle moralske og etiske hensyn vedrørende menneskerettigheder, børnearbejde, arbejdstagerrettigheder, miljø, våbenproduktion og lignende. Investeringsforeningen Stonehenge ønsker dog ikke nødvendigvis at begrænse sig til denne liste. Anden information, der viser, at et børsnoteret selskab ikke tager sit samfundsansvar alvorligt, kan også medføre udelukkelse fra investeringsuniverset.

Investeringsforeningen Stonehenge har valgt at integrere principperne således:

Inden der investeres i et selskab tjekkes nyeste eksemplar af udelukkelseslisten. Hvis det selskab der påtænkes at investere i, fremgår heraf, vil der ikke blive foretaget køb til porteføljen, medmindre det kan dokumenteres, at forholdene hos selskabet efterfølgende er blevet bragt i orden.

- To gange årligt kontrolleres porteføljerne for at afdække, om der er selskaber i porteføljen, der ikke længere overholder politikken, og hvilke foranstaltninger der skal træffes, hvis virksomheden i porteføljen ikke længere overholder principperne.
- Investeringsforeningens rådgiver, Stonehenge Fondsmæglerselskab, er pålagt at overholde denne politik og rapportere dette til bestyrelsen to gange årligt. Medlemmer af foreningen kan til enhver tid få foreningens politikker omkring samfundsansvar udleveret. Denne politik er udformet af Investeringsforeningen Stonehenge og tiltrådt af bestyrelsen og investeringsrådgiver.

aktier globale
obligationer

Investeringsforeningen Stonehenge



Bestyrelse og Direktion

Om bestyrelsesmedlemmer og direktion i Investeringsforeningen Stonehenge er følgende ledelseshverv oplyst

Bestyrelse

Lone Sejersen, formand. Tiltrådt 3. juni 2009

Adm. direktør i Change Management

Jesper Brøchner Thing, næstformand. Tiltrådt 3. juni 2009

Økonomidirektør i Eurowind Energy A/S

Claus Thinggaard. Tiltrådt 3. juni 2009

Direktør i Julianelyst Gods ApS

Direktør i Stonehenge Bonus Invest I A/S

Medlem af bestyrelsen for:

Stonehenge Bonus Invest I A/S

Lundhøjgaard ApS

Blue Horse ApS

Direktion

BI Management A/S

Christina Larsen, direktør

Bestyrelsesformand for:

BI SICAV, Luxembourg

Medlem af bestyrelsen for

FundCollect A/S

Henrik Granlund, vicedirektør

Bestyrelsens valgperiode er reguleret ifølge foreningens vedtægter på følgende måde:

Hvert år afgår det bestyrelsesmedlem eller de bestyrelsesmedlemmer, der har fungeret længst, regnet fra den pågældendes sidste valg. Genvalg kan finde sted.

Ethvert medlem af bestyrelsen afgår senest på generalforsamlingen efter udløbet af det regnskabsår, hvori vedkommende fylder 70 år, medmindre generalforsamlingen bestemmer andet.

Bestyrelsens medlemmer modtager et årligt honorar, der godkendes af generalforsamlingen.

Foreningens samlede bestyrelseshonorar udgjorde i 2014: 250 t.kr. (2013: 250 t.kr.)

Ledespåtegning

Foreningens bestyrelse og direktion har dags dato aflagt og godkendt årsrapporten for 2014 for Investeringsforeningen Stonehenge (3 afdelinger).

Årsrapporten er aflagt i overensstemmelse med lov om investeringsforeninger mv.

Årsregnskaberne for de enkelte afdelinger giver et retvisende billede af de enkelte afdelingers aktiver og passiver, finansielle stilling pr. 31. december 2014 samt af resultatet for regnskabsåret 1. januar - 31. december 2014.

Foreningens ledelsesberetning og ledelsesberetningerne for de enkelte afdelinger indeholder retvisende redegørelser for udviklingen i foreningens og afdelingernes aktiviteter og økonomiske forhold samt en beskrivelse af de væsentligste risici og usikkerhedsfaktorer, som foreningen henholdsvis afdelingerne kan påvirkes af.

Årsrapporten indstilles til generalforsamlingens godkendelse.

København, den 18. marts 2015

Bestyrelse

Lone Sejersen, Formand

Jesper Brøchner Thing, Næstformand

Claus Thinggaard

Direktion

BI Management A/S

Christina Larsen, Direktør

Henrik Granlund, Vicedirektør

aktier **globale**
obligationer

Investeringsforeningen Stonehenge

Den uafhængige revisors erklæringer

Til investorerne i Investeringsforeningen Stonehenge

Påtegning på årsregnskaberne

Vi har revideret årsregnskaberne for de enkelte afdelinger i Investeringsforeningen Stonehenge (3 afdelinger) for regnskabsåret 1. januar – 31. december 2014, omfattende den samlede beskrivelse af anvendt regnskabspraksis samt de enkelte afdelingers resultatopgørelse, balance og noter. Årsregnskaberne for de enkelte afdelinger udarbejdes efter lov om investeringsforeninger mv.

Ledelsens ansvar for årsregnskaberne

Ledelsen har ansvaret for udarbejdelsen af årsregnskaber for de enkelte afdelinger, der giver et retvisende billede i overensstemmelse med lov om investeringsforeninger mv. Ledelsen har endvidere ansvaret for den interne kontrol, som ledelsen anser nødvendig for at udarbejde årsregnskaber for de enkelte afdelinger uden væsentlig fejlinformation, uanset om denne skyldes besvigelser eller fejl.

Revisors ansvar

Vores ansvar er at udtrykke en konklusion om årsregnskaberne for de enkelte afdelinger på grundlag af vores revision. Vi har udført revisionen i overensstemmelse med internationale standarder om revision og yderligere krav ifølge dansk revisorlovgivning. Dette kræver, at vi overholder etiske krav samt planlægger og udfører revisionen for at opnå høj grad af sikkerhed for, om årsregnskaberne for de enkelte afdelinger er uden væsentlig fejlinformation.

En revision omfatter udførelse af revisionshandlinger for at opnå revisionsbevis for beløb og oplysninger i årsregnskaberne for de enkelte afdelinger. De valgte revisionshandlinger afhænger af revisors vurdering, herunder vurderingen af risici for væsentlig fejlinformation i årsregnskaberne for de enkelte afdelinger, uanset om denne skyldes besvigelser eller fejl. Ved risikovurderingen overvejer revisor intern kontrol, der er relevant for foreningens udarbejdelse af årsregnskaber for de enkelte

afdelinger, der giver et retvisende billede. Formålet hermed er at udforme revisionshandlinger, der er passende efter omstændighederne, men ikke at udtrykke en konklusion om effektiviteten af foreningens interne kontrol. En revision omfatter endvidere vurdering af, om ledelsens valg af regnskabspraksis er passende, og om ledelsens regnskabsmæssige skøn er rimelige, samt en vurdering af den samlede præsentation af årsregnskaberne for de enkelte afdelinger.

Det er vores opfattelse, at det opnåede revisionsbevis er tilstrækkeligt og egnet som grundlag for vores konklusion.

Revisionen har ikke givet anledning til forbehold.

Konklusion

Det er vores opfattelse, at årsregnskaberne for de enkelte afdelinger giver et retvisende billede af de enkelte afdelingers aktiver, passiver og finansielle stilling pr. 31. december 2014 samt af resultatet af de enkelte afdelingers aktiviteter for regnskabsåret 1. januar – 31. december 2014 i overensstemmelse med lov om investeringsforeninger mv.

Udtalelse om ledelsesberetningen

Vi har i henhold til lov om investeringsforeninger mv. gennemlæst foreningens ledelsesberetning og ledelsesberetningerne for de enkelte afdelinger. Vi har ikke foretaget yderligere handlinger i tillæg til den udførte revision af årsregnskaberne for de enkelte afdelinger.

Det er på denne baggrund vores opfattelse, at oplysningerne i foreningens ledelsesberetning og ledelsesberetningerne for de enkelte afdelinger er i overensstemmelse med årsregnskaberne for de enkelte afdelinger.

København, den 18. marts 2015

PricewaterhouseCoopers
Statsautoriseret Revisionspartnerselskab

Jesper Edelbo
statsautoriseret revisor

Michael Laursen
statsautoriseret revisor

Anvendt regnskabspraksis

Arsrapporten er udarbejdet i overensstemmelse med lov om investeringsforeninger m.v., herunder bekendtgørelse om finansielle rapporter for investeringsforeninger og specialforeninger m.v.

Anvendt regnskabspraksis er uændret i forhold til årsrapporten for 2013.

Rapporteringsvaluta

Rapporteringsvaluta er danske kroner.

Generelt om indregning og måling

Aktiver indregnes i balancen, når det er sandsynligt, at fremtidige økonomiske fordele vil tilfalde den enkelte afdeling, og aktivets værdi kan måles pålideligt.

Forpligtelser indregnes i balancen, når den enkelte afdeling som følge af en tidligere begivenhed har en retlig eller faktisk forpligtelse, og det er sandsynligt, at fremtidige økonomiske fordele vil fragå afdelingen, og forpligtelsens værdi kan måles pålideligt.

Ved første indregning måles aktiver og forpligtelser til dagsværdi.

Finansielle instrumenter indregnes på handelsdagen. Finansielle instrumenter består af finansielle aktiver og finansielle forpligtelser. Finansielle aktiver udgøres af likvide beholdninger, kapitalandele, obligationer og afledte finansielle instrumenter samt mellemværender ved handelsafvikling. Finansielle forpligtelser består af afledte finansielle instrumenter og mellemværender ved handelsafvikling.

Måling efter første indregning sker som beskrevet for hver enkelt regnskabspost nedenfor.

Ved indregning og måling tages hensyn til forudsigelige risici og tab, der fremkommer, inden årsrapporten aflægges, og som be eller afkræfter forhold, der eksisterede på balancedagen.

I resultatopgørelsen indregnes indtægter i takt med, at de indtjenes, mens omkostninger indregnes med de beløb, der vedrører regnskabsåret. Værdireguleringer af finansielle aktiver og forpligtelser indregnes i resultatopgørelsen som kursgevinster og -tab.

Transaktioner i fremmed valuta omregnes til transaktionsdagens kurs. Kapitalandele, obligationer, afledte finansielle instrumenter, likvide midler, tilgodehavender og gæld i fremmed valuta omregnes til balancedagens kurs, opgjort som GMT 1600 valutakursen.

Valutakursdifferencer, der opstår mellem transaktionsdagens kurs og kursen på betalingsdag, indregnes i resultatopgørelsen under "Kursgevinster og -tab".

Forskellen mellem balancedagens kurs og kursen på anskaffelsestidspunktet indregnes i resultatopgørelsen under "Kursgevinster og -tab".

Resultatopgørelse

Renter og udbytter

Renteindtægter består af årets indtjente renter af obligationer og indestående i pengeinstitutter.

Aktieudbytter indtægtsføres på tidspunktet for udbyttets vedtagelse på det udbyttebetalende selskabs generalforsamling.

Kursgevinster og -tab

I resultatopgørelsen medtages såvel realiserede som urealiserede kursgevinster og -tab på valutakonti, obligationer, kapitalandele med videre.

Realiserede kursgevinster og -tab på kapitalandele og obligationer opgøres som forskellen mellem dagsværdien på salgstidspunktet fratrukket dagsværdien primo året eller dagsværdien på anskaffelsestidspunktet, såfremt værdipapiret er anskaffet i regnskabsåret. Urealiserede kursgevinster og -tab opgøres som forskellen mellem dagsværdien ultimo året og dagsværdien primo året eller dagsværdien på anskaffelsestidspunktet, såfremt værdipapiret er anskaffet i regnskabsåret.

Handelsomkostninger

Handelsomkostninger opgøres som alle direkte omkostninger med videre ved handel med finansielle instrumenter.

Den del af handelsomkostningerne, som er afholdt i forbindelse med køb og salg af finansielle instrumenter, og som er forårsaget af emission og indløsning, indregnes direkte i medlemmernes formue. Beløbet opgøres, som den andel af

> Fortsat

bruttohandelsomkostningerne, som forholdsmæssigt kan henføres til omsætning i forbindelse med emission og indløsning beregnet på grundlag af de omsætningstal, som indgår i beregning af omsætningshastigheden.

Administrationsomkostninger

Afdelingens direkte omkostninger består af de omkostninger som direkte kan henføres til den enkelte afdeling.

Foreningen har indgået aftale med investeringsforvaltnings-selskabet BI Management A/S om administration. Administrationsbidraget til BI Management A/S er opført som "Fast administrationsbidrag" i den enkelte afdeling.

Skat

Skat består af tilbageholdt udbytteskat og renteskat som ikke kan refunderes.

Udbytte (udlodning)

De udbyttebetalende afdelinger foretager hvert år en udlodning/udbytte i overensstemmelse med foreningens vedtægter, der blandt andet opfylder de i ligningslovens §16 C anførte krav til minimumsindkomsten.

Afdelingerne skal derfor ikke betale skat, men skattepligten påhviler modtageren af udlodningen/udbyttet. Minimumsindkomsten opgøres på grundlag af de i regnskabsåret:

- Indtjente renter og udbytter
- Realiserede nettokursgevinster på obligationer og valutakon-ti
- Realiserede nettokursgevinster på aktier
- Afholdte administrationsomkostninger

Udlodningsprocenten beregnes som den opgjorte udlodning (rådighedsbeløb) i procent af afdelingens cirkulerende andele på balancedagen. Den beregnede udlodningsprocent nedrundes efter gældende regler til nærmeste tiendedel procent eller til nul, hvis den beregnede udlodningsprocent er mindre end 0,10 procent. Et overskydende positivt beløb til rådighed for udlodning overføres til udlodning næste år.

Udlodningsregulering fra årets emissioner og indløsninger indgår i de respektive udloddende afdelingers resultat til udlodning og beregnes således, at udlodningsprocenten er af samme størrelse før og efter emission/indløsning. Udlodningsregule-

ringen vedrørende årets emissioner tillægges rådighedsbeløbet, mens reguleringen vedrørende årets indløsninger fratrækkes rådighedsbeløbet.

Forslag til udlodning for regnskabsåret indregnes som en særskilt post under medlemmernes formue. Forskellen mellem det regnskabsmæssige resultat og det skattemæssigt opgjorte udlodningsbeløb tillægges/fradrages den pågældende afdelings formue.

Balancen

Likvide midler

Likvide midler måles til dagsværdi, der svarer til den nominelle værdi.

Kapitalandele og obligationer

Kapitalandele og obligationer måles til dagsværdi. På noterede kapitalandele og obligationer fastsættes dagsværdien som lukkekursen på balancedagen eller en anden markedsbaseret kurs, såfremt denne må antages at være et bedre udtryk for dagsværdien. Hvis denne kurs ikke afspejler dagsværdien, fastlægges værdien på grundlag af værdiansættelsesteknikker, der har til formål at fastlægge den transaktionspris, som ville fremkomme mellem uafhængige parter på måletidspunktet.

Udtrukne obligationer optages til nutidsværdien. Unoterede kapitalandele og obligationer måles til dagsværdi fastsat efter almindelige anerkendte metoder. Obligationer, som indgår i repo-forretninger, eller som er solgt på termin, optages under obligationer, og der indregnes en finansiel forpligtelse svarende til den betaling der er modtaget i forbindelse med forretningen.

Andre aktiver

Andre aktiver måles til dagsværdi. Mellemværende vedrørende handelsafvikling består af værdien ved salg af værdipapirer samt emissioner, som er foretaget før balancedagen, og hvor afregning foretages efter balancedagen.

Tilgodehavende rente, udbytte m.m. består af periodiserede renter på likvider og obligationer, udbytter deklareret før balancedagen med afregning efter balancedagen samt tilgodehavende udbytteskatter.

Anden gæld

Anden gæld måles til dagsværdi. Mellemværende vedrørende handelsafvikling består af værdien ved køb af værdipapirer

samt indløsninger, som er foretaget før balancedagen, og hvor afregning foretages efter balancedagen.

Nøgletal

Årsregnskabet indeholder en række nøgletal under de enkelte afdelinger. Nøgletallene er opgjort i overensstemmelse med Finanstilsynets bekendtgørelse og retningslinier fra InvesteringsForeningsRådet.

Indre værdi

Medlemmernes formue delt med cirkulerende andele på balancedagen.

Udlodning i procent

Udlodning til medlemmerne i procent af cirkulerende andele på balancedagen.

Omkostningsprocent

Administrationsomkostningerne i procent af afdelingens gennemsnitlige opgjorte formuer.

Årets afkast i procent

beregnes som:

$$\left(\frac{\text{Indre værdi ultimo året} + \text{geninvesteret udlodning}}{\text{Indre værdi primo året}} - 1 \right) \times 100$$

Hvor geninvesteret udlodning opgøres således: Udlodning x indre værdi ultimo året/indre værdi efter udlodning.

Værdipapiromsætning, brutto og netto

Værdipapiromsætning, brutto, er opgjort som det samlede provenu ved køb og salg af værdipapirer fratrukket handelsomkostninger. Værdipapiromsætning, netto, er opgjort som værdipapiromsætningen, brutto, fratrukket handel i forbindelse med emissioner og indløsninger.

Omsætningshastighed

Omsætningshastigheden afspejler, hvor mange gange om året beholdningen omsættes. Den beregnes som værdipapiromsætningen opgjort til nettoværdi i forhold til den gennemsnitlige formue, opgjort efter samme principper som ved beregning af omkostningsprocenten. Anvendelsen af nettotal medfører, at det alene er handlen i forbindelse med den løbende porteføljepleje, der måles.

Sharpe Ratio

Sharpe Ratio måler afkastet af en investering i forhold til risikoen. Risikoen måles på baggrund af den historiske volatilitet (standardafvigelsen). Sharpe Ratio måler således et risikojusteret merafkast. Jo højere Sharpe Ratio, jo bedre har investeringen været, såfremt porteføljens merafkast er positivt. Sharpe Ratio beregnes som det historiske afkast minus den risikofrie rente (merafkast) divideret med standardafvigelsen på merafkastet. Sharpe Ratio beregnes så vidt muligt på basis af fem års observationer, dog som minimum på basis af 36 måneders observationer.

Benchmark (sammenligningsindeks)

En afdelings afkast sammenlignes oftest med afkastet på et anerkendt sammenligningsindeks (benchmark).

Standardafvigelse

Standardafvigelse angiver spredningen af afkast i forhold til gennemsnitsafkastet. Under antagelse af at afkast er normalfordelt vil det fremtidige afkast med 68% sandsynlighed fordele sig +/- en standardafvigelse omkring gennemsnitsafkastet og med 95% sandsynlighed fordele sig +/- to standardafvigelser omkring gennemsnittet. Jo højere standardafvigelse desto større udsving i forhold til gennemsnitsafkastet.

Tracking Error

Tracking Error angiver spredningen på afkastforskellen mellem porteføljen og sit sammenligningsindeks i forhold til den gennemsnitlige afkastforskel. Tracking Error beskriver således hvor tæt porteføljen følger sit sammenligningsindeks. En lav Tracking Error betyder at porteføljen følger sammenligningsindekset tæt mens en høj Tracking Error modsat betyder at portefølje og sammenligningsindeks ikke følges særlig tæt.

Information Ratio

Information Ratio beskriver hvor godt porteføljen har klaret sig i forhold til den relative risiko som der taget i forhold til sammenligningsindekset. Information Ratio beregnes som afkastforskellen mellem portefølje og sammenligningsindeks i forhold til Tracking Error. Positiv Information Ratio betyder at porteføljen har klaret sig bedre end sit sammenligningsindeks, hvor en Information Ratio over 0,5 er godt, mens negativ Information Ratio betyder det modsatte.

> Fortsat

Kreditværdighed

Kreditrating er opgjort efter standardmetoden fra bilag 5 i kapitaldækningsbekendtgørelsen. Såfremt en eksponering er vurderet af kun et kreditvurderingsinstitut anvendes denne. Hvis der foreligger to kreditvurderinger anvendes den med lavest rating. Hvis der foreligger tre kreditvurderinger anvendes de to højeste ens vurderinger, er disse højeste vurderinger forskellige anvendes den midterste af alle tre kreditvurderinger.

Varighed

Matematisk udtryk, der måler, hvor kursfølsom en obligation er over for ændringer i renten. Jo højere varighed en obligation har, jo mere følsom er den over for ændringer i renten. Kaldes også rentefølsomhed. En obligationsportefølje med en varighed på fem år har således en større kursrisiko end en portefølje med en varighed på to år.

ÅOP

ÅOP beregnes som summen af omkostningsprocenten fra Central Investorinformation, resultatbetinget honorar og direkte handelsomkostninger ved løbende drift i procent af den gennemsnitlige formue tillagt en syvendedel af summen af det maksimale emissionstillæg og maksimale indløsningsfradrag.

ÅOP eksklusiv resultatbetinget honorar fremgår tillige af de enkelte afdelingers femårsoversigter.

aktier globale
obligationer

Investeringsforeningen Stonehenge



NYSE
The world puts its trust in us.

NYSE

10:00:18

LONDON	ZURICH	MEXICO CITY
3100m	4100m	3100m
3100m	4100m	3100m
3100m	4100m	3100m
3100m	4100m	3100m

10:00

Afdelingsberetninger

Denne afdelingsberetning bør læses i sammenhæng med ledelsesberetningen herunder afsnittet risici og risikostyring m.v. for at give et fyldestgørende billede af udviklingen.

Investeringsprofil

Stonehenge Globale Valueaktier investerer i globale aktier på de udviklede markeder. Der investeres efter valueprincippet. Det vil sige, at der kun købes aktier i virksomheder, som handles til priser på børsen, der ligger væsentligt under deres beregnede reelle værdi. For yderligere at begrænse risikoen for permanente tab fokuseres der på virksomheder med stabil indtjening og lav gæld. Endelig investeres der kun i virksomheder, hvor værdiskabelsen er til at forstå. Der er ingen begrænsninger med hensyn til vægtning af enkelte lande. Afdelingen har ikke noget benchmark tilknyttet, og afdelingens midler placeres uafhængigt af diverse sammenligningsindeks. Afdelingens midler var ultimo 2014 placeret i 34 undervurderede virksomheder fra Europa og USA. Afdelingen udlodder et årligt udbytte i overensstemmelse med skattereglerne.

Afkast

Stonehenge Globale Valueaktier realiserede et positivt afkast på 13,3 % i 2014, hvilket foreningen betragter som tilfredsstillende. Verdensmarkedet steg i samme periode 19,3 % målt på MSCI World. Afdelingen har hele året haft en betydelig overvægt af europæiske aktier, hvilket har kostet på det relative afkast, da europæiske aktier holdede betydeligt efter f.eks. amerikanske i 2014. Afdelingens forsigtige investeringsstrategi betyder samtidig, at afdelingen sjældent kan følge med markedet i meget positive år som 2014, men til gengæld klarer sig noget bedre end markedet i de svage år. Set i dette lys er vi meget tilfredse med afkastet.

Set over helåret blev afkastet endvidere positivt påvirket af, at der i løbet af første halvår kom købstilbud på amerikanske Hillshire Brands, hvilket udløste en kursstigning på knap 60 %. Det var tredje gang på to år, at en af afdelingens virksomheder blev opkøbt, hvilket vi ser som en stor bekræftelse af vores fair value-beregninger.

Formueudvikling

Afdelingens formue er steget pænt i løbet af året, dels ved at tiltrække nye kunder og dels ved at levere et positivt afkast. Formuen var primo januar 2014 på 296,4 mio. kr. og er frem til den 31. december 2014 steget til 360,2 mio. kr. Afdelingen udbe-

talte i april et udbytte på 2,80 kr. pr. investeringsbevis, svarende til 5,6 mio. kr. Afdelingens formue er netto steget med 63,7 mio. kr. Heraf har afdelingen tjent ca. 40 mio. kr. via afkastet, mens resten af formuestigningen stammer fra nye kunder og indskud. Der foreslås en udlodning for regnskabsåret på 2,80 kr. pr. bevis. Det er således stadig foreningens oplevelse, at mange investorer efterspørger et godt, defensivt aktieprodukt og derfor finder vej til foreningens afdeling med globale valueaktier.

Forventninger

Som det fremgår af ledelsesberetningen, forventer vi, at globale aktier vil stige yderligere i 2015 drevet af stigende indtjening. Europa ventes at byde på en væsentlig stærkere vækst end i 2014, og derfor ser vi gode chancer for, at europæiske aktier vil klare sig ekstra godt med stigninger på helt op til 20-25 %. Mere end 60 % af afdelingens midler er primo året placeret i europæiske aktier, og denne betydelige overvægt vil derfor kunne trække afkastet pænt op. Cykliske aktier vil muligvis klare sig bedre end defensive aktier i 2015, men vi fastholder vores forsigtige strategi med en stor overvægt af defensive aktier. Vi forventer samlet set, at afdelingen stiger 15-20 % i 2015. På lang sigt er det fortsat vores forventning, at afdelingen vil stige ca. 10 % om året i gennemsnit. Der er dermed lagt op til, at 2015 kan blive et år med et afkast pænt over gennemsnittet.

Resultatopgørelse

	2014 (t.kr.)	2013 (t.kr.)
Renter og udbytter		
¹ Renteindtægter	3	6
² Udbytter	9.700	7.410
I alt renter og udbytter	9.703	7.416
Kursgevinster og -tab		
Kapitalandele	38.493	50.219
Valutakonti	830	-88
Øvrige aktiver/passiver	-2	-9
³ Handelsomkostninger	0	4
I alt kursgevinster og -tab	39.321	50.118
I alt indtægter	49.024	57.534
⁴ Administrationsomkostninger	7.958	7.671
Resultat før skat	41.066	49.867
⁵ Skat	1.044	983
Årets nettoresultat:	40.022	48.880
Resultatdisponering og udlodningsopgørelse		
Formuebevægelser		
Udlodningsregulering	410	1.613
Overført fra sidste år	158	86
I alt formuebevægelser	568	1.699
Til disposition	40.590	50.579
Forslag til anvendelse		
⁸ Til rådighed for udlodning	5.873	5.525
Foreslået udlodning	5.860	5.367
Overført til udlodning næste år	13	158
Overført til formue	34.717	45.054
I alt disponeret	40.590	50.579

Årsregnskab - Globale Valueaktier

> Fortsat

Balance pr. 31. december

	2014 (t.kr.)	2013 (t.kr.)
Aktiver		
Likvide midler		
Indestående i depotselskab	21.233	2.073
⁶ I alt likvide midler	21.233	2.073
Kapitalandele		
Noterede aktier fra danske selskaber	28.859	26.630
Noterede aktier fra udenlandske selskaber	310.301	267.490
⁶ I alt kapitalandele	339.160	294.120
Andre aktiver		
Tilgodehavende renter, udbytte m.m.	592	307
Andre tilgodehavender	846	452
Mellemværende vedr. handelsafvikling	175	959
I alt andre aktiver	1.613	1.718
Aktiver i alt	362.006	297.911
Passiver		
⁷ Medlemmernes formue	360.199	296.475
Anden gæld		
Skyldige omkostninger	1.805	1.426
Mellemværende vedr. handelsafvikling	2	10
I alt anden gæld	1.807	1.436
Passiver i alt	362.006	297.911

⁹ Femårsoversigt

Noter

			2014		2013		
¹	Renteindtægter		(t.kr.)		(t.kr.)		
	Indestående i pengeinstitutter		3		6		
	I alt renteindtægter		3		6		
²	Udbytter						
	Noterede aktier fra danske selskaber		490		437		
	Noterede aktier fra udenlandske selskaber		9.210		6.973		
	I alt udbytter		9.700		7.410		
³	Handelsomkostninger						
	Bruttohandelsomkostninger		50		168		
	Dækket af emissions- og indløsningsindtægter		-50		-164		
	I alt handelsomkostninger		0		4		
⁴	Administrationsomkostninger		2014		2013		
			(t.kr.)		(t.kr.)		
		direkte	fælles	I alt	direkte	fælles	I alt
	Honorar til bestyrelse m.v.	0	83	83	0	83	83
	Revisionshonorar	31	0	31	31	0	31
	Markedsføringsomkostninger	4.036	0	4.036	4.459	0	4.459
	Gebyrer til depotselskab	365	0	365	355	0	355
	Andre omk. i forb. med formueplejen	2.964	0	2.964	2.296	0	2.296
	Øvrige omkostninger	0	179	179	0	147	147
	Fast administrationshonorar	300	0	300	300	0	300
	I alt administrationsomkostninger	7.696	262	7.958	7.441	230	7.671
⁵	Skat						
	Ikke refunderbar skat				1.044		983
	I alt skat				1.044		983
⁶	Finansielle Instrumenter						
	Børsnoterede finansielle instrumenter				94,2%		99,2%
	Andre aktiver og passiver				5,8%		0,8%

Specifikation af afdelingens børsnoterede værdipapirer kan rekvireres ved at rette henvendelse til BI Management A/S.

Fortsættes >

> Fortsat

Noter

Landefordeling	2014	2013
USA	33%	32%
Tyskland	19%	22%
Storbritannien	15%	13%
Frankrig	10%	9%
Danmark	7%	9%
Andre inklusiv kontanter	16%	15%

Sektorfordeling		
Stabile forbrugsgoder	38%	42%
Health Care	23%	24%
Industri	9%	10%
Cykliske forbrugsgoder	8%	7%
Råvarer	6%	5%
Andre inklusiv kontanter	16%	12%

		2014		2013
		(t.kr.)		(t.kr.)
⁷ Medlemmernes formue	Cirk. Beviser	Formue	Cirk. Beviser	Formue
Formue primo	191.665	296.475	141.078	183.956
Udlodning fra sidste år vedrørende cirkulerende beviser		5.367		7.054
Ændring i udbetalt udlodning p.g.a. emission/indløsning		-249		-1.645
Emissioner i året	41.736	67.849	63.587	90.457
Indløsninger i året	24.100	38.730	13.000	18.277
Nettoemissionstillæg og netto indløsningsfradrag		199		158
Udlodningsregulering		-410		-1.613
Overført udlodning fra sidste år		-158		-86
Overført udlodning til næste år		13		158
Foreslået udlodning		5.860		5.367
Overført fra resultatopgørelsen		34.717		45.054
Formue ultimo	209.301	360.199	191.665	296.475

Noter

	2014	2013
	(t.kr.)	(t.kr.)
8 Til rådighed for udlodning		
Udlodning overført fra sidste år	158	86
Renter og udbytter	9.300	7.416
Ikke refunderbar skat	-1.044	-1.208
Kursgevinster til udlodning	5.007	5.289
Udlodningsregulering ved emission/indløsning	52	2.205
I alt indkomst før administrationsomkostninger	13.473	13.788
Administrationsomkostninger	-7.958	-7.671
Udlodningsregulering administrationsomkostninger	358	-592
I alt rådighed for udlodning	5.873	5.525

9 Femårsoversigt	2014	2013	2012	2011	2010 *)
Årets nettoresultat (t.kr.)	40.022	48.884	16.004	3.653	4.306
Medlemmernes formue ultimo (t.kr.)	360.199	296.475	183.956	97.540	59.135
Cirkulerende andele (stk.)	2.093.010	1.916.650	1.410.780	843.458	531.960
Indre værdi	172,10	154,68	130,39	115,64	111,16
Udlodning (%)	2,80	2,80	5,00	0,00	0,00
Omkostningsprocent	2,47	3,05	2,74	2,46	3,85
Årets afkast (%)	13,29	22,79	12,78	4,01	11,16
Kursværdi af køb af værdipapirer (t.kr.)	18.609	86.151	73.293	35.545	51.401
Kursværdi af salg af værdipapirer (t.kr.)	12.012	18.996	809	0	906
Værdipapiromsætning, brutto (t.kr.)	30.621	105.146	74.101	35.545	52.307
Værdipapiromsætning, netto (t.kr.)	0	2.413	0	0	1.692
Omsætningshastighed	0,00	0,00	0,00	0,00	0,02
ÅOP	2,71	3,30	2,99	2,76	4,19
ÅOP (eksklusiv performance fee)	1,46	1,52	1,77	2,28	2,99
Sharpe Ratio	1,51	-	-	-	-
Standardafvigelse (%)	7,82	-	-	-	-

*) Regnskabsåret omfatter perioden 27.01. - 31.12.2010

Afdelingsberetninger

Denne afdelingsberetning bør læses i sammenhæng med ledelsesberetningen herunder afsnittet risici og risikostyring m.v. for at give et fyldestgørende billede af udviklingen.

Investeringsprofil

Stonehenge Obligationer investerer i danske og udenlandske statsobligationer, realkreditobligationer og erhvervsobligationer. Der investeres kun i papirer med høj rating, eller hvor udsteder er højt ratet. Rentefølsomheden styres aktivt med henblik på at minimere risikoen for negative afkast. Afdelingen har ikke noget benchmark tilknyttet, og afdelingens midler placeres uafhængigt af diverse sammenligningsindeks. Afdelingen udlodder et årligt udbytte i overensstemmelse med skattereglerne.

Afkast

Stonehenge Obligationer realiserede et positivt afkast på 1,1 % i 2014. Til sammenligning steg JP Morgans globale obligationsindeks 14,4 % i samme periode, mens Barclays europæiske obligationsindeks steg 11,1 %. Danske realkreditobligationer steg 5,2 % i 2014 målt på Nykredits Realkreditindeks. Set i dette lys er afdelingens afkast ikke tilfredsstillende. Det beskedne afkast skyldes, at afdelingen gennem hele året havde en meget lav varighed (rentefølsomhed), da vi i hele perioden så større sandsynlighed for rentestigninger end yderligere rentefald. Den lave varighed på lidt over 1 blev opnået ved, at afdelingen primært investerede i korte obligationer, som giver en meget lav rente. Vi prioriterede således beskyttelse højere end afkast, da vi så – og stadig ser – en stor risiko for en kommende kraftig korrektion på obligationsmarkedet. Porteføljen har gennem året endvidere haft eksponering mod USD, GBP og NOK, da vi har positive forventninger til disse valutaer. Eksponeringen mod USD og GBP bidrog positivt til afkastet i 2014, mens eksponeringen mod NOK bidrog negativt.

Formueudvikling

Afdelingen startede året med en formue på 46,6 mio. kr. Afdelingen fik et positivt afkast på 0,6 mio. kr. og udbetalte i april udbytte på 0,5 kr. pr. investeringsbevis. Udbyttebetalingen har isoleret set medført et fald i formuen på 0,3 mio. kr. Mange investorer har valgt at sælge afdelingen pga. det meget lave renteniveau og har i stedet købt foreningens afdeling, Value Mix Akkumulerende. Der har dog også været enkelte større indskud i afdelingen. Samlet endte afdelingen året med en formue på 47,8 mio. kr. Det foreslås, at der ikke udbetales udbytte for regnskabsåret.

Forventninger

Som det fremgår af ledelsesberetningen, ser vi en stor risiko for, at de lange renter stiger pludseligt og uventet, da obligationsmarkedet er helt ude af balance med unaturligt lave renter. Timingen er dog umulig at forudsige, men det er fortsat vores vurdering, at afkastet ved investering i lange obligationer slet ikke står mål med risikoen. Afdelingen har derfor stadig en meget lav varighed, hvilket vil beskytte porteføljen delvist, hvis renterne pludselig stiger. Porteføljen har samtidig en eksponering mod USD-, GBP- og NOK-obligationer, og hen mod slutningen af 2014 øgede vi også eksponeringen mod SEK. Disse positioner forventes at kunne bidrage med et positivt afkast, selvom renterne stiger. Samlet forventer vi derfor at kunne skabe et svagt positivt afkast i 2015 i niveauet 1-3 %. Der er dog en vis risiko for, at helårsafkastet bliver negativt. Set over en længere årrække forventer vi stadig, at afdelingen vil give et afkast, der ligger mindst 50 % over renten på en 10-årig tysk statsobligation. Denne rente var ved udgangen af 2014 på 0,54 %.

Resultatopgørelse

	2014	2013
	(t.kr.)	(t.kr.)
Renter og udbytter		
¹ Renteindtægter	1.226	1.604
I alt renter og udbytter	1.226	1.604
Kursgevinster og -tab		
Obligationer	157	-1.820
Valutakonti	11	-262
² Handelsomkostninger	5	0
I alt kursgevinster og -tab	163	-2.082
I alt indtægter	1.389	-478
³ Administrationsomkostninger	775	809
Årets nettoresultat:	614	-1.287
Resultatdisponering og udlovningsopgørelse		
Formuebevægelser		
Udlovningsregulering	-45	-70
Overført fra sidste år	15	64
I alt formuebevægelser	-30	-6
Til disposition	584	-1.293
Forslag til anvendelse		
⁶ Til rådighed for udlodning	-25	246
Foreslået udlodning	0	231
Overført til udlodning næste år	-25	15
Overført til formue	609	-1.539
I alt disponeret	584	-1.293

Fortsættes >

Årsregnskab - Obligationer

> Fortsat

Balance pr. 31. december

Aktiver	2014	2013
Likvide midler	(t.kr.)	(t.kr.)
Indestående i depotselskab	5.522	2.111
⁴ I alt likvide midler	5.522	2.111
Obligationer		
Noterede obligationer fra danske udstedere	17.524	17.707
Noterede obligationer fra udenlandske udstedere	24.166	22.411
Unoterede obligationer	0	3.562
⁴ I alt obligationer	41.690	43.680
Andre aktiver		
Tilgodehavende renter, udbytte m.m.	688	824
I alt andre aktiver	688	824
Aktiver i alt	47.900	46.615
Passiver		
⁵ Medlemmernes formue	47.819	46.551
Anden gæld		
Skyldige omkostninger	81	64
I alt anden gæld	81	64
Passiver i alt	47.900	46.615

⁷ Femårsoversigt

Noter

	2014 (t.kr.)	2013 (t.kr.)
¹ Renteindtægter		
Indestående i pengeinstitutter	5	17
Noterede obligationer fra danske udstedere	304	330
Noterede obligationer fra udenlandske udstedere	917	1.228
Unoterede obligationer	0	22
Andre aktiver	0	7
I alt renteindtægter	1.226	1.604

² Handelsomkostninger		
Bruttohandelsomkostninger	12	6
Dækket af emissions- og indløsningsindtægter	-7	-6
I alt handelsomkostninger	5	0

	2014 (t.kr.)			2013 (t.kr.)		
	direkte	fælles	I alt	direkte	fælles	I alt
³ Administrationsomkostninger						
Honorar til bestyrelse m.v.	0	83	83	0	83	83
Revisionshonorar	31	0	31	31	0	31
Gebyrer til depotselskab	66	0	66	118	0	118
Andre omk. i forb. med formueplejen	157	0	157	146	0	146
Øvrige omkostninger	0	138	138	0	131	131
Fast administrationshonorar	300	0	300	300	0	300
I alt administrationsomkostninger	554	221	775	595	214	809

⁴ Finansielle Instrumenter		
Børsnoterede finansielle instrumenter	87,2%	86,2%
Finansielle instrumenter noteret på andet reguleret marked	0,0%	7,7%
Andre aktiver og passiver	12,8%	6,2%

Specifikation af afdelingens børsnoterede værdipapirer kan rekvireres ved at rette henvendelse til BI Management A/S.

Fortsættes >

> Fortsat

Noter

Formue fordelt varighed	2014	2013
Varighed < 2 år	74%	70%
Varighed 2-5 år	26%	30%
Kreditværdighed		
Investment grade AAA-AA	44%	38%
Investment grade A-BBB	26%	42%
Non Investment grade BB-CCC	3%	3%
Ingen rating	14%	12%
Andre inklusiv kontanter	13%	5%

		2014		2013
		(t.kr.)		(t.kr.)
⁵ Medlemmernes formue	Cirk. Beviser	Formue	Cirk. Beviser	Formue
Formue primo	46.164	46.551	61.807	65.159
Udlodning fra sidste år vedrørende cirkulerende beviser		231		1.700
Ændring i udbetalt udlodning p.g.a. emission/indløsning		-38		72
Emissioner i året	16.911	17.084	23.240	24.006
Indløsninger i året	15.962	16.224	38.883	39.830
Nettoemissionstillæg og netto indløsningsfradrag		63		131
Udlodningsregulering		45		70
Overført udlodning fra sidste år		-15		-64
Overført udlodning til næste år		-25		15
Foreslået udlodning		0		231
Overført fra resultatopgørelsen		609		-1.539
Formue ultimo	47.113	47.819	46.164	46.551

Noter

	2014	2013
	(t.kr.)	(t.kr.)
6 Til rådighed for udlodning		
Udlodning overført fra sidste år	15	64
Renter og udbytter	1.226	1.604
Kursgevinster til udlodning	-1.221	-543
Udlodningsregulering ved emission/indløsning	-45	-233
I alt indkomst før administrationsomkostninger	-25	892
Administrationsomkostninger	0	-809
Udlodningsregulering administrationsomkostninger	0	163
I alt rådighed for udlodning	-25	246

7 Femårsoversigt	2014	2013	2012	2011	2010 *)
Årets nettoresultat (t.kr.)	614	-1.287	2.005	684	1.574
Medlemmernes formue ultimo (t.kr.)	47.819	46.551	65.159	70.952	72.144
Cirkulerende andele (stk.)	471.130	461.640	618.070	683.071	694.070
Indre værdi	101,50	100,84	105,42	103,87	103,94
Udlodning (%)	0,00	0,50	2,75	1,75	1,75
Omkostningsprocent	1,46	1,35	1,92	1,93	2,09
Årets afkast (%)	1,14	-1,76	3,24	1,59	4,03
Kursværdi af køb af værdipapirer (t.kr.)	27.188	24.392	30.359	46.888	80.197
Kursværdi af salg af værdipapirer (t.kr.)	29.325	39.945	33.349	48.375	15.482
Værdipapiromsætning, brutto (t.kr.)	56.513	64.336	63.708	95.264	95.679
Værdipapiromsætning, netto (t.kr.)	25.745	0,00	38.108	36.264	31.033
Omsætningshastighed	0,24	0,00	0,30	0,30	0,28
ÅOP	1,47	1,59	1,90	2,15	2,31
ÅOP (eksklusiv performance fee)	1,47	1,59	1,72	2,01	2,11
Sharpe Ratio	0,31	-	-	-	-
Standardafvigelse (%)	1,83	-	-	-	-

*) Regnskabsåret omfatter perioden 27.01. - 31.12.2010

Fortsættes >

Afdelingsberetninger

Denne afdelingsberetning bør læses i sammenhæng med ledelsesberetningen herunder afsnittet risici og risikostyring m.v. for at give et fyldestgørende billede af udviklingen.

Investeringsprofil

Stonehenge Value Mix Akkumulerende bliver sammensat med udgangspunkt i de samme aktier og obligationer som i afdelingerne, Globale Valueaktier og Obligationer, men med variable andele af aktier og obligationer. Andelen af aktier og obligationer justeres hver måned ud fra en investeringsproces med fire forskellige modeller. Risikoen i porteføljen bliver på denne måde løbende søgt tilpasset de aktuelle økonomiske og finansielle vilkår, således at aktieandelen er lavest, når usikkerheden er størst. Porteføljen skal altid bestå af 25-75 % aktier og 25-75 % obligationer eller kontanter. Afdelingen har ikke noget benchmark tilknyttet, og afdelingens midler placeres uafhængigt af diverse sammenligningsindeks. Afdelingen er akkumulerende og udlodder således ikke udbytte.

Afkast

Stonehenge Value Mix Akkumulerende realiserede et afkast på 8,7 % i 2014, hvilket foreningen betragter som tilfredsstillende. En portefølje med 50 % MSCI World og 50 % JP Morgan GBI ville til sammenligning have givet et afkast på 16,8 %, og en portefølje med 50 % Stonehenge Globale Valueaktier og 50 % Stonehenge Obligationer ville have givet et afkast på 7,2 %. Afdelingen har gennem hele året haft en aktieandel på mellem 50 % og 70 %, og denne overvægt af aktier har bidraget positivt til afkastet. Afkastet er også blevet positivt påvirket af, at der i løbet af første halvår kom købstilbud på amerikanske Hillshire Brands, hvilket udløste en stigning på knap 60 %. Det var tredje gang på to år, at en af afdelingens virksomheder blev opkøbt, hvilket vi ser som en stor bekræftelse af vores fair value-beregninger. Til gengæld har afdelingens store overvægt af europæiske aktier kostet på det relative afkast, da europæiske aktier haltede betydeligt efter f.eks. amerikanske i 2014. Obligationsbeholdningen har primært været placeret i helt korte obligationer, hvilket også har kostet på det relative afkast, da lange obligationer ville have givet et væsentligt højere afkast. Vi har imidlertid prioriteret beskyttelse højere end afkast, da vi var – og stadig er – bange for en kommende kraftig rentekorrektion på obligationsmarkedet.

Formueudvikling

Afdelingen oplever stadig en meget stor interesse, og der blev således købt nye beviser for netto 4,2 mio. kr. i 2014. Afdelingen opnåede samtidig et afkast på 21,5 mio. kr. Afdelingen startede året med en formue på 227,0 mio. kr. og sluttede dermed året med en formue på 252,7 mio. kr.

Forventninger

Som det fremgår af ledelsesberetningen, forventer vi, at aktierne vil stige 15-20% målt på danske kroner, mens lange obligationer ventes at give et lavt eller negativt afkast. Det er fortsat vores vurdering, at afkastet ved investering i lange obligationer slet ikke står mål med risikoen, og afdelingens obligationsbeholdning ventes derfor fortsat at blive placeret i korte obligationer. Afdelingen havde ved slutningen af året en aktieandel på 60 %, og aktieandelen ventes at ligge på mellem 50 % og 75 % i 2015, hvis det globale opsving fortsætter med at vinde styrke, sådan som vi forventer i skrivende stund. På denne baggrund venter vi et positivt afkast på ca. 10-12 % for helåret.

Set over en længere årrække forventer vi stadig, at afdelingen vil give et afkast, der er højere og mere stabilt end afkastet på en portefølje bestående af 50 % Stonehenge Globale Valueaktier og 50 % Stonehenge Obligationer.

Resultatopgørelse

	2014	2013
	(t.kr.)	(t.kr.)
Renter og udbytter		
¹ Renteindtægter	1.943	1.163
² Udbytter	4.957	4.060
I alt renter og udbytter	6.900	5.223
Kursgevinster og -tab		
Obligationer	1.366	-1.775
Kapitalandele	18.334	28.762
Valutakonti	908	-447
Øvrige aktiver/passiver	-2	-4
³ Handelsomkostninger	230	114
I alt kursgevinster og -tab	20.376	26.422
I alt indtægter	27.276	31.645
⁴ Administrationsomkostninger	5.250	4.633
Resultat før skat	22.026	27.012
⁵ Skat	521	536
Årets nettoresultat	21.505	26.476
Forslag til anvendelse		
Overført til formue	21.505	26.476
I alt disponeret	21.505	26.476

Årsregnskab - Value Mix Akkumulerende

> Fortsat

Balance pr. 31. december

Aktiver	2014	2013
Likvide midler	(t.kr.)	(t.kr.)
Indestående i depotselskab	13.894	7.536
⁶ I alt likvide midler	13.894	7.536
Obligationer		
Noterede obligationer fra danske udstedere	23.244	38.114
Noterede obligationer fra udenlandske udstedere	57.413	12.639
Unoterede obligationer	0	7.691
⁶ I alt obligationer	80.657	58.444
Kapitalandele		
Noterede aktier fra danske selskaber	15.829	15.458
Noterede aktier fra udenlandske selskaber	141.592	142.823
⁶ I alt kapitalandele	157.421	158.281
Andre aktiver		
Tilgodehavende renter, udbytte m.m.	1.181	631
Andre tilgodehavender	409	207
Mellemværende vedr. handelsafvikling	0	2.655
I alt andre aktiver	1.590	3.493
Aktiver i alt	253.562	227.754
Passiver		
⁷ Medlemmernes formue	252.725	227.007
Anden gæld		
Skyldige omkostninger	837	715
Mellemværende vedr. handelsafvikling	0	32
I alt anden gæld	837	747
Passiver i alt	253.562	227.754

⁸ Femårsoversigt

Noter

			2014		2013		
			(t.kr.)		(t.kr.)		
¹	Renteindtægter						
	Indestående i pengeinstitutter		5		17		
	Noterede obligationer fra danske udstedere		308		243		
	Noterede obligationer fra udenlandske udstedere		1.630		857		
	Unoterede obligationer		0		44		
	Andre aktiver		0		2		
	I alt renteindtægter		1.943		1.163		
²	Udbytter						
	Noterede aktier fra danske selskaber		275		239		
	Noterede aktier fra udenlandske selskaber		4.682		3.821		
	I alt udbytter		4.957		4.060		
³	Handelsomkostninger						
	Bruttohandelsomkostninger		211		181		
	Dækket af emissions- og indløsningsindtægter		19		-67		
	I alt handelsomkostninger		230		114		
⁴	Administrationsomkostninger		2014		2013		
		direkte	fælles	I alt	direkte	fælles	I alt
	Honorar til bestyrelse m.v.	0	83	83	0	83	83
	Revisionshonorar	31	0	31	31	0	31
	Markedsføringsomkostninger	2.389	0	2.389	2.358	0	2.358
	Gebyrer til depotselskab	291	0	291	258	0	258
	Andre omk. i forb. med formueplejen	1.996	0	1.996	1.456	0	1.456
	Øvrige omkostninger	0	160	160	0	147	147
	Fast administrationshonorar	300	0	300	300	0	300
	I alt administrationsomkostninger	5.007	243	5.250	4.403	230	4.633
⁵	Skat						
	Ikke refunderbar skat				521		536
	I alt skat				521		536
⁶	Finansielle Instrumenter						
	Børsnoterede finansielle instrumenter				94,2%		92,1%
	Finansielle instrumenter noteret på andet reguleret marked				0,0%		3,4%
	Andre aktiver og passiver				5,8%		4,5%

Specifikation af afdelingens børsnoterede værdipapirer kan rekvireres ved at rette henvendelse til BI Management A/S.

Fortsættes >

Årsregnskab - Value Mix Akkumulerende

> Fortsat

Noter

	2014	2013
Kreditværdighed		
Investment grade AAA-AA	13%	16%
Investment grade A-BBB	9%	5%
Non Investment grade BB-CCC	10%	4%
Andre inklusiv kontanter & aktier	68%	75%
Landefordeling		
USA	30%	25%
Tyskland	16%	20%
Danmark	15%	25%
Storbritannien	14%	9%
Sverige	7%	0%
Frankrig	6%	6%
Norge	0%	3%
Andre inklusiv kontanter	12%	12%
Sektorfordeling		
Faste forbrugsgoder	26%	30%
Health Care	16%	17%
Industri	9%	7%
Finans	0%	6%
Stat	7%	0%
Andre inklusiv kontanter & obligationer	42%	40%

	2014		2013	
	(t.kr.)		(t.kr.)	
	Cirk. beviser	Formue-værdi	Cirk. beviser	Formue-værdi
⁷ Medlemmernes formue				
Formue primo	179.949	227.007	143.079	156.466
Emissioner i året	34.229	43.980	44.170	52.582
Indløsninger i året	29.850	39.969	7.300	8.602
Nettoemissionstillæg og netto indløsningsfradrag		202		85
Overført fra resultatopgørelsen		21.505		26.476
Formue ultimo	184.328	252.725	179.949	227.007

Noter

⁸ Femårsoversigt	2014	2013	2012	2011*
Årets nettoresultat (t.kr.)	21.505	26.476	6.812	991
Medlemmernes formue ultimo (t.kr.)	252.725	227.007	156.466	40.859
Cirkulerende andele (stk.)	1.843.280	1.799.490	1.430.790	399.954
Indre værdi	137,11	126,15	109,36	102,16
Omkostningsprocent	2,01	2,42	2,16	1,78
Årets afkast (%)	8,69	15,35	7,08	2,14
Kursværdi af køb af værdipapirer (t.kr.)	35.017	102.440	153.478	42.666
Kursværdi af salg af værdipapirer (t.kr.)	54.035	60.167	46.089	6.762
Værdipapiromsætning, brutto (t.kr.)	89.052	162.608	199.567	49.428
Værdipapiromsætning, netto (t.kr.)	8.119	102.655	69.641	13.303
Omsætningshastighed	0,19	0,27	0,27	0,20
ÅOP	2,34	2,73	2,46	2,05
ÅOP (eksklusiv performance fee)	1,34	1,50	1,79	2,04
Sharpe Ratio	2,09	-	-	-
Standardafvigelse (%)	4,60	-	-	-

*) Regnskabsåret omfatter perioden 20.06. - 31.12.2011

Supplerende oplysninger

Finanskalender

Nedenstående er finanskalender for 2015

For regnskabsåret 2015

18.03.2015	Årsrapport 2014
28.04.2015	Generalforsamling
13.08.2015	Halvårsrapport 2015

stonehenge 

Stonehenge Fondsmæglerselskab A/S

Hasseris Bymidte 3 · DK-9000 Aalborg · Tel. +45 72 20 72 70 · www.stonehenge.dk