

Investeringsforeningen

stonehenge



ÅRSRAPPORT 2017

Investeringsforeningen

# stonehenge



ÅRSRAPPORT 2017

## Indhold

|   |    |                              |    |
|---|----|------------------------------|----|
| Foreningsoplysninger                          | 2  | Globale Valueaktier PM       | 24 |
| Ledelsesberetning                             | 3  | Kommentarer og forventninger | 24 |
| Årets udvikling                               | 3  | Resultatopgørelse            | 25 |
| Bestyrelse og direktion                       | 9  | Balance                      | 26 |
| Påtegninger                                   | 10 | Noter                        | 27 |
| Ledespåtegning                                | 10 | Obligationer                 | 30 |
| Den uafhængige revisors<br>revisionspåtegning | 11 | Kommentarer og forventninger | 30 |
| Anvendt regnskabspraksis                      | 14 | Resultatopgørelse            | 31 |
| Globale Valueaktier                           | 18 | Balance                      | 32 |
| Kommentarer og forventninger                  | 18 | Noter                        | 33 |
| Resultatopgørelse                             | 19 | Value Mix Akkumulerende      | 36 |
| Balance                                       | 20 | Kommentarer og forventninger | 36 |
| Noter   | 21 | Resultatopgørelse            | 37 |
|   |    | Balance                      | 38 |
|   |    | Noter                        | 39 |
|   |    | Supplerende oplysninger      | 42 |
|   |    | Finanskalender               | 42 |

### 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  
Jens Balle

### Direktion

BI Management A/S  
Malene Ehrenskjöld  
Henrik Granlund

Foreningens ordinære general-  
forsamling afholdes den 18. april 2018  
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

PricewaterhouseCoopers  
Statsautoriseret Revisionspartnerselskab

### Depotbank

Ringkjøbing Landbobank

# Ledelsesberetning

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

Regnskaberne viser afdelingernes økonomiske udvikling i året samt giver en status ultimo. I afdelingsberetningerne kommenteres afdelingernes resultater for året samt de specifikke forhold, som gælder for den enkelte afdeling. Alle de fælles opgaver inden for administration og investering håndteres af foreningens investeringsforvaltningsselskab. 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 årsrapporten. 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 var på 1.218 mio. kr. ved årets start og steg i løbet af året til 1.261 mio. kr. – svarende til en stigning på 3,5%. Formuestigningen dækker over nettoemissioner på 12 mio. kr., mens kursstigninger bidrog med en stigning på 42 mio. kr. Foreningen udbetalte endvidere 10,6 mio. kr. i udbytte i forbindelse med generalforsamlingen i april 2017.

### Aconto-udlodning

Foreningernes vedtægter giver mulighed for at foretage aconto-udlodning i perioden fra regnskabsårets begyndelse og frem til den ordinære generalforsamling.

Bestyrelsen besluttede ultimo januar 2018, at de i afdelingernes årsregnskaber opgjorte udlodninger i DKK pr. bevis skulle udbetales aconto. Udlodningerne blev udbetalt fra foreningen den 6. februar 2018. Udlodningerne vil blive endeligt godkendt på den ordinære generalforsamling.

Foreningen stiftede en ny aktieafdeling den 15. juni 2017 med første handelsdag den 14. august: Stonehenge Globale Valueaktier PM. Denne afdeling investerer på helt samme måde som foreningens oprindelige aktieafdeling, Stonehenge Globale Valueaktier, men har en anden omkostningsstruktur og benytter

herunder ikke performance fee. Afdelingen er målrettet pengeinstitutter og er ikke børsnoteret. Afdelingen blev tegnet med en formue på 416 mio., som primært kom fra den eksisterende aktieafdeling.

Stonehenge Obligationer har de seneste år været presset af de lave markedsrenter, og afdelingen har oplevet en svigtende interesse. Det har desværre ikke været muligt at skabe et ordentligt afkast uden samtidig at løbe en uønsket stor risiko. Vi har beskudt forventninger til det fremtidige afkast på obligationsmarkedet for ikke-spekulative investorer og forventer derfor ikke fornyet interesse for afdelingen. Af denne grund oprettede bestyrelsen den 15. december 2017 en fusionsplan med henblik på fusion af Stonehenge Obligationer med Stonehenge Value Mix. Fusionen forventes gennemført i april 2018,

### Markedsudvikling

De finansielle markeder var præget af en grundlæggende positiv stemning det meste af året med generelt stigende aktiekurser, svagt stigende renter og en kraftig styrkelse af euroen over for de fleste valutaer.

Målt på verdensindekset, MSCI World, steg det globale aktiemarked 7,7%. De fleste regionale aktieindeks steg pænt, men europæiske aktier blev en af årets topscorere med en stigning på 10,2% målt på MSCI Europe. Amerikanske aktier steg derimod kun 6,4% målt på MSCI USA, idet dollaren faldt over 12%. Danske aktier havde et rigtig godt år og steg 18,3% målt på MSCI Denmark, og de nye markeder havde også et godt år og steg hele 20,6% (MSCI Emerging Markets).

Stigningerne på aktiemarkedet dækkede dog over usædvanligt store afkastforskelle mellem de forskellige investeringsstile og aktiesektorer. Ifølge MSCI steg globale vækstaktier således 12,4%, mens globale valueaktier kun steg 2,8%. Baseret på MSCI's sektorindeks steg de cykliske sektorer endvidere 12,2% i gennemsnit, mens de defensive sektorer faldt 1,4%.

Det globale obligationsmarked var stabilt gennem året. Trods tre renteforhøjelser fra Den Amerikanske Centralbank i marts, juni og december var de 10-årige amerikanske statsrenter stort set uændrede med et marginalt fald fra 2,45% til 2,41%. De 10-årige tyske statsrenter steg derimod en smule fra 0,20% til 0,43%, og de 10-årige danske statsrenter steg fra 0,28% til 0,48%. På grund af det kraftige dollarfald gav JP Morgans globale obligationsindeks et negativt afkast på 6,0% målt i danske kroner, mens Barclays

europæiske obligationsindeks gav et positivt afkast på 0,7%. Danske realkreditobligationer klarede sig noget bedre og endte året med et positivt afkast på 4,9% målt på Nykredits Totalindeks.

Valutamarkedet var præget af en generel styrkelse af euroen og dermed også af danske kroner, hvilket påvirkede mange landeafkast negativt. Målt i forhold til danske kroner faldt dollaren således hele 12,2%, mens norske kroner, schweizerfranc og japanske yen faldt 7-8%. Britiske pund og svenske kroner faldt henholdsvis 3,9% og 2,2%.

Råvaremarkedet var præget af generelt stigende priser og steg 2,2% målt på CRB-indekset (i USD). Prisen på råolie steg over 15% og endte året med en pris på knap 67 USD/tønde.

Stonehenge Globale Valueaktier steg på denne baggrund 4,4%, mens Stonehenge Globale Valueaktier PM steg 2,0% målt fra den første handelsdag den 14. august. Stonehenge Value Mix steg 2,5%. Afkastene var for alle tre afdelingers vedkommende lavere end tilsvarende markedsafkast. Foreningens forsigtige investeringsstrategi betyder, at vi altid har en stor overvægt af defensive valueselskaber. Det påvirkede afkastet negativt i 2017, idet valueaktier som nævnt gav et markant lavere afkast end vækstaktier, og defensive aktier gav et markant lavere afkast end cykliske aktier. Stonehenge Globale Valueaktier og Stonehenge Value Mix har dog opnået meget konkurrencedygtige afkast målt siden starten i henholdsvis 2010 og 2011 og har aldrig haft et kalenderår med negative afkast.

De cykliske vækstaktier er ofte dem, der stiger mest, når markedet er positivt, men omvendt er det også normalt dem, der falder mest, når markedet er negativt. De defensive valueaktier bevæger sig mindre i begge retninger. Vi foretrækker at investere i defensive valueselskaber med stabil indtjening, da vi kan beregne deres reelle værdi mere præcist, og fordi vi sjældent bliver skuffede over et pludseligt fald i selskabernes indtjening. Det har den bivirkning, at vores investeringer i perioder kan halte efter det generelle aktiemarked. Set over længere tidsperioder har de defensive valueaktier dog historisk slået de cykliske vækstaktier. På lang sigt tjener man efter foreningens opfattelse flest penge ved at minimere de store nedture, som altid kommer hurtigt og uventet. Dette er baggrunden for foreningens forsigtige investeringsstrategi, som vi naturligvis fastholder, selvom strategien isoleret har været i modvind i både 2016 og 2017.

Stonehenge Obligationer realiserede et negativt afkast på 5,1% i 2017, hvilket foreningen naturligvis betragter som utilfredsstillende. Det negative afkast skyldes de store kursfald på USD, NOK, GBP og SEK, som ramte afdelingens investeringer i korte obligationer. Afdelingen forventes som nævnt fusioneret ind i Stonehenge Value Mix i april 2018.

Markedsudviklingen fulgte et langt stykke hen ad vejen vores forventninger, men vi havde ikke forventet den generelle styrkelse af euroen (og dermed danske kroner), og vi havde slet ikke forventet

den store forskel mellem de cykliske og defensive aktiesektorer. Jfr. årsrapporten for 2016 ventede vi positive aktieafkast i niveauet 15% målt på helåret og positive obligationsafkast i niveauet 0-2% målt på helåret. De realiserede afkast blev således noget mindre end ventet pga. den svage udvikling i defensive valueaktier og pga. de store valutakursfald.

### Den økonomiske udvikling

Året var karakteriseret ved en yderst stærk økonomisk udvikling, hvor mange af de toneangivende økonomiske indikatorer steg til de højeste niveauer i 15-20 år. Opsvinget bredte sig til det meste af verden, og alle 35 OECD-lande opnåede eksempelvis positiv vækst i 2017, hvilket var første gang i 10 år. Virksomhedernes indtjening steg kraftigt oven på den råvarerelaterede svaghed i 2015 og 2016, og inflationen steg også i de fleste lande.

Den europæiske økonomi var et særligt lyspunkt med stigende forbrug, stigende industritillid, øget lånelyst og en klart faldende arbejdsløshed. Fremgangen var tydelig i de fleste lande og sektorer og indikerede dermed, at det europæiske opsving er gået ind i en væsentlig stærkere fase. Frygten for et sammenbrud af EU og euroområdet aftog endvidere løbende hen over året. Især pga. Macrons store valgsejr i Frankrig og Merkels genvalg i Tyskland, men også fordi Theresa May fik et dårligt resultat ved parlamentsvalget i Storbritannien. Det tvang hende til en mere kompromissøgende ånd under skilsmisseforhandlingerne med EU og var medvirkende til, at de første reelle forhandlingsresultater blev opnået i slutningen af året.

Den amerikanske økonomi voksede også ufortrødent, men blev præget af politisk usikkerhed gennem hele året. USA's nyvalgte præsident Trump skabte således betydelig usikkerhed om både den indenrigspolitiske og udenrigspolitiske dagsorden på et tidspunkt, hvor den geopolitiske situation i forvejen var præget af mange brændpunkter – herunder eskalerende spændinger mellem USA og Nordkorea. I slutningen af december fik Trump dog sin første større sejr med vedtagelsen af en omfattende skattereform, som bl.a. sænkede selskabsskatten fra 35% til 21%.

Centralbankerne i Japan og Europa fastholdt de negative renter og de massive opkøb af obligationer. I slutningen af året signalerede Den Europæiske Centralbank (ECB) dog, at obligationskøbene ville blive sænket fra 60 mia. euro om måneden til 30 mia. euro om måneden fra starten af 2018. Den Amerikanske Centralbank fortsatte derimod den gradvise stramning af pengepolitikken med tre renteforhøjelser. Fra oktober begyndte centralbanken endvidere at sælge ud af den massive obligationsbeholdning. Samlet set var pengepolitikken dog stadig yderst lempelig.

Som året skred frem, kunne man observere en støt voksende optimisme i samfundet generelt og på finansmarkederne i særdeleshed. Mod slutningen af året viste målinger fra AAI eksempelvis, at de amerikanske aktieinvestorer havde de mest optimistiske forventninger i mange år. Kombinationen af den

stærke økonomiske udvikling, udsigten til skattelettelser i USA og den fortsat yderst lempelige globale pengepolitik gav således grobund for et stadig mere spekulativt miljø. De såkaldte FANG-aktier steg meget kraftigt, samtidig med at de såkaldte kryptovalutaer steg flere tusinde procent og fik større og større opmærksomhed. Stemningsmæssigt var der mod slutningen af året mange tegn på en prisboble inden for udvalgte markedssegmenter.

#### Forventninger til 2018

Foreningen forventer overordnet, at den stærke økonomiske udvikling fortsætter i 2018 med den højeste globale BNP-vækst i syv år. Det forventes at medføre en ny robust stigning i virksomhedernes indtjening på mindst 10-15%. Derfor forventer vi som udgangspunkt et positivt aktieår med aktieafkast mindst på niveau med det historiske gennemsnit.

Der er dog også mange risici. Det ustabile geopolitiske miljø er en latent trussel, og det kommende italienske valg den 4. marts kan skabe stor uro, hvis resultatet mod forventning øger sandsynligheden for en italiensk euroafstemning. Det er samtidig usikkert, hvordan aktiemarkedet reagerer, når/hvis renterne begynder at stige mere mærkbart. Sidst, men ikke mindst, så er dele af aktiemarkedet som nævnt klart overophedet og sårbart over for negative overraskelser. Derfor vil aktiemarkedet sikkert være noget mere svingende, end det var tilfældet i 2017, og vi ser øget risiko for en større kurskorrektio

Især cykliske vækstaktier knyttet til onlinesalg er steget voldsomt i de seneste år og er nu meget dyre. Aktierne i FANG+-indekset er blandt verdens allerstørste selskaber med kerneinvesteringer i stort set alle brede indeksfonde (ETF'ere). Så en kraftig korrektion i disse aktier vil påvirke rigtig mange investorer negativt. Foreningen har ingen investeringer i FANG-aktierne, men kan blive påvirket negativt, hvis en kraftig korrektion i disse aktier skaber panik og breder sig til det generelle aktiemarked.

Obligationsmarkedet forventes at komme under pres i løbet af året drevet af stigende inflation, udsigt til yderligere 2-3 renteforhøjelser i USA, obligationssalg fra Den Amerikanske Centralbank og neddrogningen af Den Europæiske Centralbanks månedlige obligationskøb. Den langvarige periode med unormalt lave centralbankrenter har sammen med de kvantitative obligationskøb fastholdt markedsrenterne på et kunstigt lavt niveau. Der er derfor en latent risiko for pludselige, kraftige stigninger i markedsrenterne, mens potentialet for yderligere rentefald er yderst begrænset – især i Europa. Tingen af de ventede stigninger i markedsrenterne er umulig at forudsige, men det er fortsat vores grundvurdering, at afkastet ved investering i lange obligationer slet ikke står mål med risikoen.

Hvis markedsrenterne stiger væsentligt kraftigere og hurtigere end ventet, vil det endvidere kunne udløse finansiel uro og kunne påvirke økonomien og aktierne negativt i en periode. Det mest sandsynlige er en gradvis stigning i renterne, hvilket

fint bør kunne absorberes af aktiemarkedet og måske endda vil blive opfattet positivt rent psykologisk – men der er absolut en reel risiko for en mindre gunstig udvikling.

Stabilt indtjenende valueselskaber inden for fødevarerproduktion, medicin og traditionel detailhandel har som nævnt haltet markant efter det generelle aktiemarked siden midten af 2016, idet investorerne har foretrukket de mere sprælske vækstaktier. Efter de kraftige stigninger i vækstaktierne i det seneste 1½ år tilbyder valueaktier nu både et mere attraktivt afkastpotentiale og en væsentligt større sikkerhed end vækstaktierne – især set i lyset af ovenstående risikofaktorer. Derfor forventer vi, at 2018 bliver et år, der i højere grad kommer til at stå i valueaktiernes tegn, hvilket i givet fald vil påvirke foreningens investeringer positivt.

Stonehenge har en forsigtig og konservativ tilgang til de finansielle markeder. Det er foreningens opgave at beskytte og dernæst øge investorerens kapital, hvilket betyder, at vi altid udviser stor forsigtighed over for markederne. Foreningen anbefaler ved udgangen af året en maksimal aktieallokering med 75% aktier og 25% (korte) obligationer, jfr. månedsbrevet Barometer, som offentliggøres på foreningens hjemmeside. Såfremt vores forventninger ændrer sig, vil vores anbefaling blive ændret i overensstemmelse med vores målsætning om at beskytte og øge investorerens kapital. Aktie- og obligationsandelene i foreningens afdeling Value Mix følger altid anbefalingen fra Barometer og giver således foreningens medlemmer adgang til en løbende risikostyring og tilpasning af investeringerne. Afdelingens aktieandel forventes at forblive tæt på de maksimale 75% gennem det meste af 2018, hvis den globale økonomi udvikler sig så stærkt, som vi forventer i skrivende stund.

#### 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. Foreningens investeringsrådgiver modtager et mindre fast årligt honorar samt et variabelt resultatafhængigt honorar i de tre af børsnoterede afdelinger. Det resultatafhængige honorar udløses først, når den enkelte afdelings afkast overstiger et vist niveau.

#### Foreningens ledelse

Foreningens bestyrelse har i 2017 haft fokus på opfølgning på de tiltag, som rådgiver tidligere har iværksat for at styrke organisationen og udbrede kendskabet til foreningen.

Der er gjort et stort stykke arbejde ude hos investorerne med at fortælle om netop den forsigtige måde, som foreningen håndterer sine investorers penge på. 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 fokus på foreningens omkostningsniveau herunder muligheder for omkostningsreduktioner. 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 bestyrelse har vedtaget at leve op til InvesteringsFondsBranchens fund governance-anbefalinger. Anbefalingerne vedrører den overordnede styring af rettigheder og ansvar blandt aktørerne i og omkring foreningen og investeringsforvaltningsselskabet. I politikken – og i øvrige regler, forretningsgange og politikker – fastlægges samspillet mellem investorer, bestyrelsen, direktionen og øvrige interessenter.

### Mål underrepræsenterede køn

Det er bestyrelsens mål, at begge køn fortsat er repræsenteret med mindst 33,3 %.

### 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.

### Usædvanlige 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 fire 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 kon-

junkturer og politiske forhold både lokalt og globalt, valutarisici, 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 valueprincipper. 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 der er 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 fornævnte 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.

#### EUs risikoskala

Der er forskellige risici knyttet til de enkelte afdelinger. Den samlede risiko er udtrykt ved et tal mellem 1 og 7, hvor "1" udtrykker laveste risiko og "7" højeste risiko. Kategorien "1" udtrykker ikke en risikofri investering.

På EUs risikoskala er afdelingerne placeret som følgende:

- Globale Valueaktier 5
- Obligationer 3
- Value Mix Akkumulerende 4
- Globale Valueaktier PM 5

Afdelingens placering på risikoindikatoren er bestemt af udsvingene i afdelingens regnskabsmæssige indre værdi de seneste fem år og/eller repræsentative data. Store historiske udsving er lig med høj risiko og en placering til højre på indikatoren (5-7). Små udsving er lig med en lavere risiko og en placering til venstre på risikoskalaen (1-2).

Afdelingens placering på skalaen er ikke konstant. Placeringen kan ændre sig med tiden. Risikoindikatoren tager ikke højde for pludseligt indtrufne begivenheder, som eksempelvis devalueringer, politiske indgreb og pludselige udsving i valutaer. De historiske data giver ikke nogen garanti for den fremtidige kursudvikling, men de giver en indikation af, at nogle afdelinger har større kursudsving, og dermed en større risiko end andre. Der er typisk større risiko forbundet med at investere i aktier end i obligationer, og investering i afdelinger med obligationer svarer ikke til et statsgaranteret indskud.

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

#### Eksponering 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.

#### Valutarisiko

Investeringer i udenlandske værdipapirer giver eksponering 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, 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 obligationsinvesteringer

##### 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 marketobligationer, 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 aktieinvesteringer

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

Foreningen følger InvesteringsFondsBranchens anbefalinger på området. 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. Et godt afkast og samfundsmæssigt ansvar kan sagtens være foreneligt, da langsigtet værdiskabelse i virksomheder efter Investeringsforeningen Stonehenge's opfattelse forudsætter ordentlig optræden.

Foreningen har derfor udarbejdet en politik for bæredygtige investeringer 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 investorers ansvarlige adfærd.

Investeringsforeningen Stonehenge har valgt som udgangspunkt at følge de grænser for investeringer som FN har sat. Det indebærer, at selskaber vi investerer i f.eks. ikke må producere klyngebomber og anti-personelminer, som FN har formuleret konventioner imod.

Investeringsforeningen Stonehenge strækker sig dog lidt længere, idet vi slet ikke ønsker at investere i selskaber der fremstiller våben eller anvender børnearbejdere.

Foreningens rådgiver Stonehenge Fondsmæglerselskab A/S foretager screening af porteføljen minimum én gang årligt. Derudover kontrolleres der hver gang inden et selskab kommer i porteføljen. Hvis selskabet ikke lever op til kravene, følger Stonehenge Fondsmæglerselskab op på, hvorvidt det er muligt at påvirke selskabet til ændret adfærd. Er det ikke muligt, kan selskabet ikke indgå i porteføljen og eventuel beholdning af selskabets aktier sælges.

Politikken kan i sin helhed ses på foreningens hjemmeside [www.stonehenge.dk](http://www.stonehenge.dk)

### Redegørelse for aktivt ejerskab

Foreningen har udarbejdet en politik for aktivt ejerskab med henblik på at fremme selskabernes langsigtede værdiskabelse og dermed bidrage til højst muligt langsigtet afkast til investorerne. Politikken for aktivt ejerskab samt skema til redegørelse vedrørende Anbefalingerne for aktivt Ejerskab fremgår af foreningens hjemmeside. Foreningen har ikke stemt på nogen generalforsamlinger i det forløbne regnskabsår.

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

Bestyrelsesformand for:

Profilmetal A/S

Profilmontage Aps

Vesti Olsen & Hansen A/S

DK Holding Gruppen A/S

Decona ApS

Boardpartner f.m.b.a.

**Jesper Brøchner Thing, næstformand. Tiltrådt 3. juni 2009**

Økonomidirektør i Eurowind Energy A/S

Bestyrelsesformand i K/S Lugau

**Jens Balle. Tiltrådt 26.april 2017**

Direktør i Average Joe Holding ApS

## Direktion

BI Management A/S

**Malene Ehrenskjöld, direktør**

**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.

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

Foreningens samlede bestyrelseshonorar udgjorde i 2017: 435 t.kr. (2016: 250 t.kr.)

# Ledespåtegning

Foreningens bestyrelse og direktion har dags dato aflagt og godkendt årsrapporten for 2017 for Investeringsforeningen Stonehenge (4 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 2017 samt af resultatet for regnskabsåret 1. januar - 31. december 2017.

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 7. marts 2018

## Bestyrelse

---

Lone Sejersen, Formand

---

Jesper Brøchner Thing, Næstformand

---

Jens Balle

## Direktion

BI Management A/S

---

Malene Ehrenskjöld, Direktør

---

Henrik Granlund, Vicedirektør

aktier globale  
obligationer

Investeringsforeningen Stonehenge

# Den uafhængige revisors revisionspåtegning

Til investorerne i Investeringsforeningen Stonehenge

## 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 2017 samt af resultatet af de enkelte afdelingers aktiviteter for regnskabsåret 1. januar - 31. december 2017 i overensstemmelse med lov om investeringsforeninger mv.

Vores konklusion er konsistent med vores revisionsprotokollat til bestyrelsen.

## Hvad har vi revideret

Investeringsforeningen Stonehenge's årsregnskab for regnskabsåret 1. januar - 31. december 2017 omfatter resultatopgørelse, balance og noter, herunder anvendt regnskabspraksis, for de enkelte afdelinger i foreningen ("regnskabet").

## Grundlag for konklusion

Vi udførte vores revision i overensstemmelse med internationale standarder om revision (ISA) og de yderligere krav, der er gældende i Danmark. Vores ansvar ifølge disse standarder og krav er nærmere beskrevet i revisionspåtegningens afsnit Revisors ansvar for revisionen af regnskabet.

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

## Centralt forhold ved revisionen

Værdiansættelse af finansielle instrumenter til dagsværdi:

Finansielle instrumenter værdiansættes til dagsværdi. Finansielle instrumenter (aktier og obligationer), som handles på et aktivt marked (niveau 1) udgør over 95,0 procent.

Værdiansættelsen af finansielle instrumenter måles til noterede børskurser og omregnes til danske kroner ved brug af valutakursen kl. 16 GMT.

Der henvises i øvrigt til note 6 om finansielle instrumenter.

## Uafhængighed

Vi er uafhængige af Foreningen i overensstemmelse med internationale etiske regler for revisorer (IESBA's Etiske regler) og de yderligere krav, der er gældende i Danmark, ligesom vi har opfyldt vores øvrige etiske forpligtelser i overensstemmelse med IESBA's Etiske regler.

Efter vores bedste overbevisning er der ikke udført forbudte ikke-revisionsydelser som omhandlet i artikel 5, stk. 1, i forordning (EU) nr. 537/2014.

## Valg

Vi blev første gang valgt som revisor for Investeringsforeningen Stonehenge den 3. juli 2009 for regnskabsperioden 3. juli 2009 til 31. december 2010. Vi er valgt ved generalforsamlingsbeslutning i en samlet sammenhængende opgaveperiode på 8 år frem til og med regnskabsåret 2017.

## Centrale forhold ved revisionen

Centrale forhold ved revisionen er de forhold, der efter vores faglige vurdering var mest betydelige ved vores revision af regnskabet for 2017. Disse forhold blev behandlet som led i vores revision af regnskabet som helhed og udformningen af vores konklusion herom. Vi afgiver ikke nogen særskilt konklusion om disse forhold.

## Hvordan vi har behandlet det centrale forhold ved revisionen

Investeringsforeningen Stonehenge udarbejder sine egne beregninger af dagsværdi til brug for bogføring og værdiansættelsen af finansielle instrumenter.

Vi vurderede design og testede den operationelle effektivitet af relevante interne kontroller, herunder interne kontroller for indhentning af markedsdata.

Samlet set fandt vi, at de anvendte dagsværdier udgjorde et rimeligt skøn i forhold til de mulige udfald.

# Den uafhængige revisors revisionspåtegning

## Udtalelse om ledelsesberetningerne

Ledelsen er ansvarlig for Foreningens ledelsesberetning og ledelsesberetningerne for de enkelte afdelinger.

Vores konklusion om regnskabet omfatter ikke ledelsesberetningerne, og vi udtrykker ingen form for konklusion med sikkerhed om ledelsesberetningerne.

I tilknytning til vores revision af regnskabet er det vores ansvar at læse ledelsesberetningerne og i den forbindelse overveje, om ledelsesberetningerne er væsentligt inkonsistent med regnskabet eller vores viden opnået ved revisionen eller på anden måde synes at indeholde væsentlig fejlinformation.

Vores ansvar er derudover at overveje, om ledelsesberetningerne indeholder krævede oplysninger i henhold til lov om investeringsforeninger mv.

Baseret på det udførte arbejde er det vores opfattelse, at ledelsesberetningerne er i overensstemmelse med årsregnskaberne for de enkelte afdelinger og er udarbejdet i overensstemmelse med kravene i lov om investeringsforeninger mv. Vi har ikke fundet væsentlig fejlinformation i ledelsesberetningerne.

## Ledelsens ansvar for regnskaberne

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 for nødvendig for at udarbejde regnskaber for de enkelte afdelinger uden væsentlig fejlinformation, uanset om denne skyldes besvigelser eller fejl.

Ved udarbejdelsen af regnskabet er ledelsen ansvarlig for at vurdere foreningens og de enkelte afdelingers evne til at fortsætte driften; at oplyse om forhold vedrørende fortsat drift, hvor dette er relevant; samt at udarbejde regnskaberne på grundlag af regnskabsprincippet om fortsat drift, medmindre ledelsen enten har til hensigt at likvidere foreningen eller afdelinger i foreningen, indstille driften eller ikke har andet realistisk alternativ end at gøre dette.

## Revisors ansvar for revisionen af regnskaberne

Vores mål er at opnå høj grad af sikkerhed for, om regnskabet

som helhed er uden væsentlig fejlinformation, uanset om denne skyldes besvigelser eller fejl, og at afgive en revisionspåtegning med en konklusion. Høj grad af sikkerhed er et højt niveau af sikkerhed, men er ikke en garanti for, at en revision, der udføres i overensstemmelse med ISA og de yderligere krav, der er gældende i Danmark, altid vil afdække væsentlig fejlinformation, når sådan findes. Fejlinformationer kan opstå som følge af besvigelser eller fejl og kan betragtes som væsentlige, hvis det med rimelighed kan forventes, at de enkeltvis eller samlet har indflydelse på de økonomiske beslutninger, som brugerne træffer på grundlag af regnskabet.

Som led i en revision, der udføres i overensstemmelse med ISA og de yderligere krav, der er gældende i Danmark, foretager vi faglige vurderinger og opretholder professionel skepsis under revisionen. Herudover:

- Identificerer og vurderer vi risikoen for væsentlig fejlinformation i regnskaberne, uanset om denne skyldes besvigelser eller fejl, udformer og udfører revisionshandlingerne som reaktion på disse risici samt opnår revisionsbevis, der er tilstrækkeligt og egnet til at danne grundlag for vores konklusion. Risikoen for ikke at opdage væsentlig fejlinformation forårsaget af besvigelser er højere end ved væsentlig fejlinformation forårsaget af fejl, idet besvigelser kan omfatte sammensværgelser, dokumentfalsk, bevidste udeladelser, vildledning eller tilsidesættelse af intern kontrol.
- Opnår vi forståelse af den interne kontrol med relevans for revisionen for at kunne udforme revisionshandlingerne, der er passende efter omstændighederne, men ikke for at kunne udtrykke en konklusion om effektiviteten af foreningens interne kontrol.
- Tager vi stilling til, om den regnskabspraksis, som er anvendt af ledelsen, er passende, samt om de regnskabsmæssige skøn og tilknyttede oplysninger, som ledelsen har udarbejdet, er rimelige.
- Konkluderer vi, om ledelsens udarbejdelse af regnskaberne på grundlag af regnskabsprincippet om fortsat drift er passende, samt om der på grundlag af det opnåede revisionsbevis er væsentlig usikkerhed forbundet med begivenheder eller forhold, der kan skabe betydelig tvivl om foreningens og de enkelte afdelingers evne til at fortsætte driften. Hvis vi konkluderer, at der er en væsentlig usikkerhed, skal vi i vores revisionspåtegning gøre opmærksom på oplysninger

# Den uafhængige revisors revisionspåtegning

herom i regnskabet eller, hvis sådanne oplysninger ikke er tilstrækkelige, modificere vores konklusion. Vores konklusioner er baseret på det revisionsbevis, der er opnået frem til datoen for vores revisionspåtegning. Fremtidige begivenheder eller forhold kan dog medføre, at foreningen eller de enkelte afdelinger ikke længere kan fortsætte driften.

- Tager vi stilling til den samlede præsentation, struktur og indhold af regnskabet, herunder noteoplysningerne, samt om regnskabet afspejler de underliggende transaktioner og begivenheder på en sådan måde, at der gives et retvisende billede heraf.

Vi kommunikerer med den øverste ledelse om blandt andet det planlagte omfang og den tidsmæssige placering af revisionen samt betydelige revisionsmæssige observationer, herunder eventuelle betydelige mangler i intern kontrol, som vi identificerer under revisionen.

Vi afgiver også en udtalelse til den øverste ledelse om, at vi har opfyldt relevante etiske krav vedrørende uafhængighed, og oplyser den om alle relationer og andre forhold, der med rimelig-

hed kan tænkes at påvirke vores uafhængighed og, hvor dette er relevant, tilhørende sikkerhedsforanstaltninger.

Med udgangspunkt i de forhold, der er kommunikeret til den øverste ledelse, fastslår vi, hvilke forhold der var mest betydelige ved revisionen af regnskabet for den aktuelle periode og dermed er centrale forhold ved revisionen. Vi beskriver disse forhold i vores revisionspåtegning, medmindre lov eller øvrig regulering udelukker, at forholdet offentliggøres, eller i de yderst sjældne tilfælde, hvor vi fastslår, at forholdet ikke skal kommunikeres i vores revisionspåtegning, fordi de negative konsekvenser heraf med rimelighed ville kunne forventes at veje tungere end de fordele, den offentlige interesse har af sådan kommunikation.

Hellerup, den 7. marts 2018  
PricewaterhouseCoopers  
Statsautoriseret Revisionspartnerselskab  
CVR-nr. 3377 1231

---

Per Rolf Larssen  
statsautoriseret revisor  
MNE-nr. 24822

---

Michael E. Jacobsen  
statsautoriseret revisor  
MNE-nr. 16655

# Anvendt regnskabspraksis

**A**rsrapporten er udarbejdet i overensstemmelse med lov om investeringsforeninger m.v., herunder bekendtgørelse om finansielle rapporter for danske UCITS.

Anvendt regnskabspraksis er uændret i forhold til årsrapporten for 2016.

## 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 samt renteudgifter af indestående.

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

## > Fortsat

investorenes formue. Beløbet opgøres, som den andel af 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 valutakonti
- 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 investorenes 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

Investorenes formue delt med cirkulerende andele på balancedagen.

### Udlodning i procent

Udlodning til investorerne 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.

### 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.

### 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.





## Afdelingsberetning

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 langsigtet i globale aktier på de udviklede markeder. Der investeres efter valueprincipet. 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 ved årets slutning placeret i 36 undervurderede virksomheder fra Europa og USA. Afdelingen udlodder et årligt udbytte, såfremt positive resultater befordrer dette.

### Afkast

Stonehenge Globale Valueaktier realiserede et positivt afkast på 4,4% i 2017, hvilket foreningen betragter som mindre tilfredsstillende. Verdensmarkedet steg i samme periode 7,7% målt på MSCI World, mens Morningstars kategori for globale aktier (Large Cap Blend) gav et afkast på 8,5%. Afdelingens forsigtige investeringsstrategi med en permanent overvægt af defensive valueselskaber inden for stabilt forbrug og sundhed betyder, at afdelingen kan have svært ved at følge med markedet i meget positive år, men til gengæld ofte klarer sig en del bedre end markedet i de svage år. Denne tendens var ekstra tydelig i 2017, idet valueaktier generelt gav et markant lavere afkast end vækstaktier, og defensive aktier gav et markant lavere afkast end cykliske aktier. Afdelingen har nu afsluttet otte kalenderår og har stadig ikke haft et kalenderår med negative afkast. Afdelingen har givet et gennemsnitligt årligt afkast på 10,6% siden starten.

### Formueudvikling

Afdelingens formue faldt kraftigt i løbet af året, fra 895 mio. kr. til 546 mio. kr., idet ca. 416 mio. kr. blev flyttet over i foreningens nystiftede aktieafdeling (Globale Valueaktier PM). Justeret for dette forhold steg afdelingens formue ca. 68 mio. kr. i løbet af året, dels ved at levere et positivt afkast og dels ved at tiltrække nye kunder. Årets resultat udgjorde 30 mio.kr. Det er således

stadig foreningens oplevelse, at mange investorer efterspørger et godt defensivt aktieprodukt og derfor finder vej til foreningens afdeling med globale valueaktier. Det foreslåes at der udbetales udbytte med 20,30 kr. pr. bevis for 2017.

### Forventninger

Som det fremgår af ledelsesberetningen, forventer vi, at globale aktier vil give et højt afkast i 2018 – drevet af den højeste globale BNP-vækst i syv år og en stigning i selskabernes indtjening på mindst 10-15%. Vi ser samtidig gode muligheder for, at defensive valueaktier vil få et stort comeback oven på den usædvanlig svage udvikling i 2017. Ca. 63% af afdelingens midler var ved slutningen af 2017 placeret i defensive aktier, og denne betydelige overvægt ventes således at påvirke afkastet positivt. Vi forventer derfor samlet set, at afdelingen stiger mindst 10% i 2018. 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 2018 kan blive et år med et afkast mindst på niveau med gennemsnittet.

> Fortsat

## Resultatopgørelse

|   | 2017<br>(t.kr.) | 2016<br>(t.kr.) |
|---|-----------------|-----------------|
| <b>Renter og udbytter</b>                         |                 |                 |
| <sup>1</sup> Renteindtægter                       | -50             | -243            |
| <sup>2</sup> Udbytter                             | 30.587          | 22.851          |
| <b>I alt renter og udbytter</b>                   | <b>30.537</b>   | <b>22.608</b>   |
| <b>Kursgevinster og -tab</b>                      |                 |                 |
| Kapitalandele                                     | 13.718          | 2.555           |
| Valutakonti                                       | -194            | -637            |
| Øvrige aktiver/passiver                           | -209            | 2               |
| <sup>3</sup> Handelsomkostninger                  | 65              | 0               |
| <b>I alt kursgevinster og -tab</b>                | <b>13.250</b>   | <b>1.920</b>    |
| <b>I alt indtægter</b>                            | <b>43.787</b>   | <b>24.528</b>   |
| <sup>4</sup> Administrationsomkostninger          | 12.434          | 9.940           |
| Resultat før skat                                 | <b>31.353</b>   | <b>14.588</b>   |
| <sup>5</sup> Skat                                 | 1.384           | 1.939           |
| <b>Årets nettoresultat:</b>                       | <b>29.969</b>   | <b>12.649</b>   |
| <b>Resultatdisponering og udlodningsopgørelse</b> |                 |                 |
| <b>Formuebevægelser</b>                           |                 |                 |
| Udlodningsregulering                              | -41.848         | 1.247           |
| Overført fra sidste år                            | 308             | 244             |
| <b>I alt formuebevægelser</b>                     | <b>-41.540</b>  | <b>1.491</b>    |
| <b>Til disposition</b>                            | <b>-11.571</b>  | <b>14.140</b>   |
| <b>Forslag til anvendelse</b>                     |                 |                 |
| <sup>8</sup> Til rådighed for udlodning           | 56.226          | 11.081          |
| Foreslået udlodning                               | 56.226          | 10.773          |
| Overført til udlodning næste år                   | 0               | 308             |
| Overført til formue                               | -67.797         | 3.059           |
| <b>I alt disponeret</b>                           | <b>-11.571</b>  | <b>14.140</b>   |

**Balance pr. 31. december**

|   | 2017           | 2016           |
|---|----------------|----------------|
| Aktiver                                   | (t.kr.)        | (t.kr.)        |
| <b>Likvide midler</b>                     |                |                |
| Indestående i depotselskab                | 2.857          | 11.191         |
| <sup>6</sup> <b>I alt likvide midler</b>  | <b>2.857</b>   | <b>11.191</b>  |
| <b>Kapitalandele</b>                      |                |                |
| Noterede aktier fra danske selskaber      | 59.136         | 87.864         |
| Noterede aktier fra udenlandske selskaber | 482.047        | 797.529        |
| <sup>6</sup> <b>I alt kapitalandele</b>   | <b>541.183</b> | <b>885.393</b> |
| <b>Andre aktiver</b>                      |                |                |
| Tilgodehavende renter, udbytte m.m.       | 487            | 927            |
| Andre tilgodehavender                     | 2.291          | 1.622          |
| Mellemværende vedr. handelsafvikling      | 0              | 152            |
| <b>I alt andre aktiver</b>                | <b>2.778</b>   | <b>2.701</b>   |
| <b>Aktiver i alt</b>                      | <b>546.818</b> | <b>899.285</b> |
| <b>Passiver</b>                           |                |                |
| <sup>7</sup> Investorerne formue          | 546.257        | 895.354        |
| <b>Anden gæld</b>                         |                |                |
| Skyldige omkostninger                     | 561            | 1.064          |
| Mellemværende vedr. handelsafvikling      | 0              | 2.867          |
| <b>I alt anden gæld</b>                   | <b>561</b>     | <b>3.931</b>   |
| <b>Passiver i alt</b>                     | <b>546.818</b> | <b>899.285</b> |
| <sup>9</sup> Femårsoversigt               |                |                |

> Fortsat

Noter

|              |  |               | 2017          |               | 2016          |            |              |
|--------------|--|---------------|---------------|---------------|---------------|------------|--------------|
| <sup>1</sup> | <b>Renteindtægter</b>                        |               | (t.kr.)       |               | (t.kr.)       |            |              |
|              | Indestående i pengeinstitutter               |               | -63           |               | -243          |            |              |
|              | Andre aktiver                                |               | 13            |               | 0             |            |              |
|              | <b>I alt renteindtægter</b>                  |               | <b>-50</b>    |               | <b>-243</b>   |            |              |
| <sup>2</sup> | <b>Udbytter</b>                              |               |               |               |               |            |              |
|              | Noterede aktier fra danske selskaber         |               | 2.767         |               | 2.181         |            |              |
|              | Noterede aktier fra udenlandske selskaber    |               | 27.820        |               | 20.670        |            |              |
|              | <b>I alt udbytter</b>                        |               | <b>30.587</b> |               | <b>22.851</b> |            |              |
| <sup>3</sup> | <b>Handelsomkostninger</b>                   |               |               |               |               |            |              |
|              | Bruttohandelsomkostninger                    |               | 335           |               | 225           |            |              |
|              | Dækket af emissions- og indløsningsindtægter |               | -270          |               | -225          |            |              |
|              | <b>I alt handelsomkostninger</b>             |               | <b>65</b>     |               | <b>0</b>      |            |              |
| <sup>4</sup> | <b>Administrationsomkostninger</b>           |               | (t.kr.)       |               | (t.kr.)       |            |              |
|              |  | Direkte       | Fælles        | I alt         | Direkte       | Fælles     | I alt        |
|              | Honorar til bestyrelse m.v.                  | 0             | 282           | 282           | 0             | 174        | 174          |
|              | Revisionshonorar                             | 0             | 55            | 55            | 0             | 68         | 68           |
|              | Markedsføringsomkostninger                   | 0             | 0             | 0             | 0             | 4          | 4            |
|              | Gebyrer til depotselskab                     | 1.042         | 0             | 1.042         | 995           | 0          | 995          |
|              | Andre omk. i forb. med formueplejen          | 9.955         | 0             | 9.955         | 7.439         | 0          | 7.439        |
|              | Øvrige omkostninger                          | 116           | 211           | 327           | 241           | 225        | 466          |
|              | Fast administrationshonorar                  | 773           | 0             | 773           | 794           | 0          | 794          |
|              | <b>I alt administrationsomkostninger</b>     | <b>11.886</b> | <b>548</b>    | <b>12.434</b> | <b>9.469</b>  | <b>471</b> | <b>9.940</b> |
| <sup>5</sup> | <b>Skat</b>                                  |               |               |               |               |            |              |
|              | Ikke refunderbar skat                        |               |               |               | 1.384         |            | 1.939        |
|              | <b>I alt skat</b>                            |               |               |               | <b>1.384</b>  |            | <b>1.939</b> |
| <sup>6</sup> | <b>Finansielle Instrumenter</b>              |               |               |               |               |            |              |
|              | Børsnoterede finansielle instrumenter        |               |               |               | 99,1%         |            | 98,9%        |
|              | Andre aktiver og passiver                    |               |               |               | 0,9%          |            | 1,1%         |

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

## Årsregnskab - Globale Valueaktier

### Noter

|                          | 2017 | 2016 |
|--------------------------|------|------|
| <b>Landefordeling</b>    |      |      |
| Storbritannien           | 0%   | 13%  |
| USA                      | 27%  | 29%  |
| Tyskland                 | 17%  | 17%  |
| Frankrig                 | 13%  | 11%  |
| Danmark                  | 11%  | 10%  |
| Sverige                  | 10%  | 0%   |
| Andre inklusiv kontanter | 23%  | 20%  |

|                          |     |     |
|--------------------------|-----|-----|
| <b>Sektorfordeling</b>   |     |     |
| Stabile forbrugsgoder    | 36% | 41% |
| Health Care              | 20% | 20% |
| Cykliske forbrugsgoder   | 18% | 15% |
| Industri                 | 9%  | 12% |
| Råvarer                  | 4%  | 4%  |
| Andre inklusiv kontanter | 12% | 8%  |

|   | 2017           |                | 2016           |                |
|---|----------------|----------------|----------------|----------------|
|   | Cirk. Beviser  | Formue (t.kr.) | Cirk. Beviser  | Formue (t.kr.) |
| <sup>7</sup> <b>Investorerne formue</b>                 |                |                |                |                |
| Formue primo  | 468.410        | 895.354        | 400.393        | 787.907        |
| Udlodning fra sidste år vedrørende cirkulerende beviser |                | 10.773         |                | 32.031         |
| Ændring i udbetalt udlodning p.g.a. emission/indløsning |                | 105            |                | -848           |
| Emissioner i året                                       | 38.561         | 76.477         | 88.217         | 164.819        |
| Indløsninger i året                                     | 229.975        | 444.875        | 20.200         | 37.446         |
| Nettoemissionstillæg og netto indløsningsfradrag        |                | 0              |                | 304            |
| Udlodningsregulering                                    |                | 41.848         |                | -1.247         |
| Overført udlodning fra sidste år                        |                | -308           |                | -244           |
| Overført udlodning til næste år                         |                | 0              |                | 308            |
| Foreslået udlodning                                     |                | 56.226         |                | 10.773         |
| Overført fra resultatopgørelsen                         |                | -67.797        |                | 3.059          |
| <b>Formue ultimo</b>                                    | <b>276.996</b> | <b>546.257</b> | <b>468.410</b> | <b>895.354</b> |

Fortsættes >

> Fortsat

## Noter

|   | 2017          | 2016          |
|---|---------------|---------------|
|   | (t.kr.)       | (t.kr.)       |
| <b><sup>8</sup> Til rådighed for udlodning</b>        |               |               |
| Udlodning overført fra sidste år                      | 308           | 244           |
| Renter og udbytter                                    | 30.479        | 22.111        |
| Ikke refunderbar skat                                 | -1.992        | -1.939        |
| Kursgevinster til udlodning                           | 81.713        | -642          |
| Udlodningsregulering ved emission/indløsning          | -45.848       | 1.940         |
| <b>I alt indkomst før administrationsomkostninger</b> | <b>64.660</b> | <b>21.714</b> |
| Administrationsomkostninger                           | -12.434       | -9.940        |
| Udlodningsregulering administrationsomkostninger      | 4.000         | -693          |
| <b>I alt rådighed for udlodning</b>                   | <b>56.226</b> | <b>11.081</b> |

| <b><sup>9</sup> Femårsoversigt</b>        | 2017    | 2016    | 2015    | 2014    | 2013    |
|---|---------|---------|---------|---------|---------|
| Årets nettoresultat (t.kr.)               | 29.969  | 12.649  | 83.017  | 40.022  | 48.884  |
| Investorerens formue ultimo (t.kr.)       | 546.257 | 895.354 | 787.907 | 360.199 | 296.475 |
| Cirkulerende andele (t.kr.)               | 276.996 | 468.410 | 400.393 | 209.301 | 191.665 |
| Indre værdi                               | 197,21  | 191,15  | 196,78  | 172,10  | 154,68  |
| Udlodning (%)                             | 20,30   | 2,30    | 8,00    | 2,80    | 2,80    |
| Omkostningsprocent                        | 1,61    | 1,22    | 2,69    | 2,47    | 3,05    |
| Årets afkast (%)                          | 4,36    | 1,36    | 15,93   | 13,29   | 22,79   |
| Kursværdi af køb af værdipapirer (t.kr.)  | 147.062 | 134.944 | 369.866 | 18.609  | 86.151  |
| Kursværdi af salg af værdipapirer (t.kr.) | 510.016 | 0       | 46.695  | 12.012  | 18.996  |
| Værdipapiromsætning, brutto (t.kr.)       | 657.078 | 134.944 | 416.561 | 30.621  | 105.146 |
| Værdipapiromsætning, netto (t.kr.)        | 103.302 | 0       | 0       | 0       | 2.413   |
| Omsætningshastighed                       | 0,07    | 0,00    | 0,00    | 0,00    | 0,00    |
| ÅOP                                       | 1,73    | 1,47    | 2,95    | 2,71    | 3,30    |
| ÅOP (eksklusiv performance fee)           | 1,49    | 1,47    | 1,50    | 1,46    | 1,52    |
| Sharpe Ratio                              | 1,08    |         |         |         |         |
| Standardafvigelse (%)                     | 9,98    |         |         |         |         |

## Afdelingsberetning

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 PM investerer langsigtet i globale aktier på de udviklede markeder. Der investeres efter value-princippet. 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 ved årets slutning placeret i 36 undervurderede virksomheder fra Europa og USA. Afdelingen udlodder et årligt udbytte, såfremt positive resultater befordrer dette.

Afdelingen investerer på helt samme måde som foreningens oprindelige aktieafdeling, Stonehenge Globale Valueaktier, men har en anden omkostningsstruktur og benytter herunder ikke performance fee. Afdelingen er målrettet pengeinstitutter og ikke børsnoteret.

### Afkast

Stonehenge Globale Valueaktier PM havde første handelsdag den 14. august og realiserede et positivt afkast på 2,0% i 2017, hvilket foreningen betragter som mindre tilfredsstillende. Verdensmarkedet steg i samme periode 6,5% målt på MSCI World, mens Morningstars kategori for globale aktier (Large Cap Blend) gav et afkast på 6,7%. Afdelingens forsigtige investeringsstrategi med en permanent overvægt af defensive valueselskaber inden for stabilt forbrug og sundhed betyder, at afdelingen kan have svært ved at følge med markedet i meget positive år, men til gengæld ofte klarer sig en del bedre end markedet i de svage år. Denne tendens var ekstra tydelig i 2017, idet valueaktier generelt gav et markant lavere afkast end vækstaktier, og defensive aktier gav et markant lavere afkast end cykliske aktier.

### Formueudvikling

Afdelingen blev tegnet med en formue på 416 mio. kr. og steg i løbet af året til 443 mio. kr., dels ved at levere et positivt afkast

og dels ved at tiltrække nye kunder. Årets resultat udgjorde 8 mio.kr. Det er således stadig foreningens oplevelse, at mange investorer – og herunder pengeinstitutter – efterspørger et godt defensivt aktieprodukt og derfor finder vej til foreningens afdeling med globale valueaktier. Det foreslåes at der ikke udbetales udbytte for 2017.

### Forventninger

Som det fremgår af ledelsesberetningen, forventer vi, at globale aktier vil give et højt afkast i 2018 – drevet af den højeste globale BNP-vækst i syv år og en stigning i selskabernes indtjening på mindst 10-15%. Vi ser samtidig gode muligheder for, at defensive valueaktier vil få et stort comeback oven på den usædvanlig svage udvikling i 2017. Ca. 63% af afdelingens midler var ved slutningen af 2017 placeret i defensive aktier, og denne betydelige overvægt ventes således at påvirke afkastet positivt. Vi forventer derfor samlet set, at afdelingen stiger mindst 10% i 2018. 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 2018 kan blive et år med et afkast mindst på niveau med gennemsnittet.



> Fortsat

## Resultatopgørelse

|   | 2017<br>(t.kr.) |
|---|-----------------|
| <b>Renter og udbytter</b>                         |                 |
| <sup>1</sup> Renteindtægter                       | -12             |
| <sup>2</sup> Udbytter                             | 2.566           |
| <b>I alt renter og udbytter</b>                   | <b>2.554</b>    |
| <br>  |                 |
| <b>Kursgevinster og -tab</b>                      |                 |
| Kapitalandele                                     | 8.598           |
| Valutakonti                                       | 4               |
| Øvrige aktiver/passiver                           | -21             |
| <sup>3</sup> Handelsomkostninger                  | 9               |
| <b>I alt kursgevinster og -tab</b>                | <b>8.572</b>    |
| <br>  |                 |
| <b>I alt indtægter</b>                            | <b>11.126</b>   |
| <br>  |                 |
| <sup>4</sup> Administrationsomkostninger          | 2.371           |
| <br>  |                 |
| Resultat før skat                                 | 8.755           |
| <br>  |                 |
| <sup>5</sup> Skat                                 | 426             |
| <br>  |                 |
| <b>Årets nettoresultat:</b>                       | <b>8.329</b>    |
| <br>  |                 |
| <b>Resultatdisponering og udlodningsopgørelse</b> |                 |
| Formuebevægelser                                  |                 |
| Udlodningsregulering                              | -6              |
| <b>I alt formuebevægelser</b>                     | <b>8.323</b>    |
| <br>  |                 |
| <b>Til disposition</b>                            | <b>8.323</b>    |
| <br>  |                 |
| <b>Forslag til anvendelse</b>                     |                 |
| <sup>8</sup> Til rådighed for udlodning           | 26              |
| Overført til udlodning næste år                   | 26              |
| Overført til formue                               | 8.297           |
| <b>I alt disponeret</b>                           | <b>8.323</b>    |

Balance pr. 31. december

|   | 2017<br>(t.kr.) |
|---|-----------------|
| Aktiver                                   |                 |
| <b>Likvide midler</b>                     |                 |
| Indestående i depotselskab                | 4.329           |
| <sup>6</sup> <b>I alt likvide midler</b>  | <b>4.329</b>    |
| <b>Kapitalandele</b>                      |                 |
| Noterede aktier fra danske selskaber      | 47.256          |
| Noterede aktier fra udenlandske selskaber | 390.729         |
| <sup>6</sup> <b>I alt kapitalandele</b>   | <b>437.985</b>  |
| <b>Andre aktiver</b>                      |                 |
| Tilgodehavende renter, udbytte m.m.       | 395             |
| Andre tilgodehavender                     | 8               |
| Mellemværende vedr. handelsafvikling      | 518             |
| <b>I alt andre aktiver</b>                | <b>921</b>      |
| <b>Aktiver i alt</b>                      | <b>443.235</b>  |
| Passiver                                  |                 |
| <sup>7</sup> Investorerne formue          | 442.836         |
| <b>Anden gæld</b>                         |                 |
| Skyldige omkostninger                     | 399             |
| <b>I alt anden gæld</b>                   | <b>399</b>      |
| <b>Passiver i alt</b>                     | <b>443.235</b>  |
| <sup>9</sup> Femårsoversigt               |                 |

> Fortsat

Noter

|  |              |            |              | 2017           |
|--|--------------|------------|--------------|----------------|
| <b>1 Renteindtægter</b>                      |              |            |              | <b>(t.kr.)</b> |
| Indestående i pengeinstitutter               |              |            |              | -12            |
| <b>I alt renteindtægter</b>                  |              |            |              | <b>-12</b>     |
| <b>2 Udbytter</b>                            |              |            |              |                |
| Noterede aktier fra danske selskaber         |              |            |              | 171            |
| Noterede aktier fra udenlandske selskaber    |              |            |              | 2.395          |
| <b>I alt udbytter</b>                        |              |            |              | <b>2.566</b>   |
| <b>3 Handelsomkostninger</b>                 |              |            |              |                |
| Bruttohandelsomkostninger                    |              |            |              | 97             |
| Dækket af emissions- og indløsningsindtægter |              |            |              | -88            |
| <b>I alt handelsomkostninger</b>             |              |            |              | <b>9</b>       |
| <b>4 Administrationsomkostninger</b>         |              |            |              | <b>2017</b>    |
|  |              |            |              | <b>(t.kr.)</b> |
|  | Direkte      | Fælles     | I alt        |                |
| Honorar til bestyrelse m.v.                  | 0            | 46         | 46           |                |
| Revisionshonorar                             | 0            | 44         | 44           |                |
| Gebyrer til depotselskab                     | 527          | 0          | 527          |                |
| Andre omk. i forb. med formueplejen          | 1.513        | 0          | 1.513        |                |
| Øvrige omkostninger                          | 57           | 17         | 74           |                |
| Fast administrationshonorar                  | 167          | 0          | 167          |                |
| <b>I alt administrationsomkostninger</b>     | <b>2.264</b> | <b>107</b> | <b>2.371</b> |                |
| <b>5 Skat</b>                                |              |            |              |                |
| Ikke refunderbar skat                        |              |            |              | 426            |
| <b>I alt skat</b>                            |              |            |              | <b>426</b>     |
| <b>6 Finansielle Instrumenter</b>            |              |            |              |                |
| Børsnoterede finansielle instrumenter        |              |            |              | 98,9%          |
| Andre aktiver og passiver                    |              |            |              | 1,1%           |

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

## Årsregnskab - Globale Valueaktier PM

### Noter

2017

#### Landfordeling

|                          |     |
|--------------------------|-----|
| USA                      | 27% |
| Tyskland                 | 17% |
| Frankrig                 | 12% |
| Danmark                  | 12% |
| Sverige                  | 10% |
| Andre inklusiv kontanter | 22% |

#### Sektorfordeling

|                          |     |
|--------------------------|-----|
| Stabile forbrugsgoder    | 36% |
| Health Care              | 20% |
| Cykliske forbrugsgoder   | 18% |
| Industri                 | 9%  |
| Råvarer                  | 4%  |
| Andre inklusiv kontanter | 12% |

#### <sup>7</sup> Investorenes formue

2017

(t.kr.)

|  | Cirk. Beviser  | Formue         |
|--|----------------|----------------|
| Emissioner i året                                | 432.353        | 432.392        |
| Nettoemissionstillæg og netto indløsningsfradrag |                | 2.115          |
| Udlodningsregulering                             |                | 6              |
| Overført udlodning til næste år                  |                | 26             |
| Overført fra resultatopgørelsen                  |                | 8.297          |
| <b>Formue ultimo</b>                             | <b>432.353</b> | <b>442.836</b> |

Fortsættes >

> Fortsat

## Noter

|   | 2017           |
|---|----------------|
| <b><sup>8</sup> Til rådighed for udlodning</b>        | <b>(t.kr.)</b> |
| Renter og udbytter                                    | 2.557          |
| Ikke refunderbar skat                                 | -426           |
| Kursgevinster til udlodning                           | 272            |
| Udlodningsregulering ved emission/indløsning          | 18             |
| <b>I alt indkomst før administrationsomkostninger</b> | <b>2.421</b>   |
| Administrationsomkostninger                           | -2.371         |
| Udlodningsregulering administrationsomkostninger      | -24            |
| <b>I alt rådighed for udlodning</b>                   | <b>26</b>      |

|   | 2017    |
|---|---------|
| <b><sup>9</sup> Femårsoversigt</b>        |         |
| Årets nettoresultat (t.kr.)               | 8.329   |
| Investorerne formue ultimo (t.kr.)        | 442.836 |
| Cirkulerende andele (t.kr.)               | 432.353 |
| Indre værdi                               | 102,42  |
| Udlodning (%)                             | 0,00    |
| Omkostningsprocent                        | 0,54    |
| Årets afkast (%)                          | 1,98    |
| Kursværdi af køb af værdipapirer (t.kr.)  | 451.662 |
| Kursværdi af salg af værdipapirer (t.kr.) | 22.177  |
| Værdipapiromsætning, brutto (t.kr.)       | 473.839 |
| Værdipapiromsætning, netto (t.kr.)        | 44.338  |
| Omsætningshastighed                       | 0,05    |
| ÅOP                                       | 1,53    |

## Afdelingsberetning

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 rated. 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, såfremt positive resultater befordrer dette.

Stonehenge Obligationer har de seneste år været presset af de lave markedsrenter, og afdelingen har oplevet en svigtende interesse. Det har desværre ikke været muligt at skabe et ordentligt afkast uden samtidig at løbe en uønsket stor risiko. Vi har beskedne forventninger til det fremtidige afkast på obligationsmarkedet for ikke-spekulative investorer og forventer derfor ikke fornyet interesse for afdelingen. Af denne grund oprettede bestyrelsen den 15. december 2017 en fusionsplan med henblik på fusion af Stonehenge Obligationer med Stonehenge Value Mix i april 2018, under forudsætning af vedtagelse på en ekstraordinær generalforsamling.

### Afkast

Stonehenge Obligationer realiserede et negativt afkast på 5,1% i 2017, hvilket foreningen naturligvis betragter som utilfredsstillende. Morningstars kategori for globale obligationer med europæisk fokus faldt i samme periode 0,2%, mens JP Morgans Globale obligationsindeks gav et negativt afkast på 6,0%. Afdelingen har gennem hele året haft en meget lav varighed (rentefølsomhed), da vi så – og stadig ser – en stor risiko for stigninger i de lange markedsrenter. Vi prioriterede således beskyttelse højere end afkast. Den lave varighed på under 1 blev opnået ved, at afdelingen primært investerede i korte obligationer. Da renten på korte danske obligationer er negativ, placerede vi ca. halvdelen af midlerne i korte obligationer noteret i NOK, USD, GBP og SEK, da vi forventede, at disse valutaer vil blive styrket på lang sigt. Alle disse valutaer faldt dog i 2017 og er grunden til afdelingens negative afkast.

### Formueudvikling

Afdelingens formue faldt fra 73 mio. kr. til 21 mio. kr., dels pga. det negative afkast på 3 mio.kr., men især pga. indløsninger på 49 mio.kr. Det forslås at der ikke udbetales udbytte for 2017.

### Forventninger

Som det fremgår af ledelsesberetningen, ser vi en klart større risiko for, at de lange renter stiger, end at de falder. Da obligationsmarkedet er ude af ligevægt med unaturligt lave renter, er der endvidere en latent risiko for usædvanligt kraftige rentestigninger. Timing af de ventede rentestigninger er umulig at forudsige, men det er fortsat vores grundvurdering, at afkastet ved investering i lange obligationer slet ikke står mål med risikoen. Afdelingen ventes derfor at fastholde den forsigtige strategi med en meget lav varighed, hvilket vil beskytte porteføljen delvist, hvis renterne pludselig stiger. Porteføljens eksponering mod obligationer i NOK, GBP og SEK ventes også fastholdt, idet disse positioner forventes at kunne bidrage med et positivt afkast, selvom renterne stiger. Samlet forventer vi at kunne skabe et svagt positivt afkast i niveauet 0-2% frem til den forventede fusion med afdeling Value Mix i april 2018.

> Fortsat

## Resultatopgørelse

|   | 2017<br>(t.kr.) | 2016<br>(t.kr.) |
|---|-----------------|-----------------|
| <b>Renter og udbytter</b>                         |                 |                 |
| <sup>1</sup> Renteindtægter                       | 954             | 932             |
| <b>I alt renter og udbytter</b>                   | <b>954</b>      | <b>932</b>      |
| <b>Kursgevinster og -tab</b>                      |                 |                 |
| Obligationer                                      | -2.879          | -333            |
| Valutakonti                                       | -21             | 47              |
| <sup>2</sup> Handelsomkostninger                  | 2               | 1               |
| <b>I alt kursgevinster og -tab</b>                | <b>-2.902</b>   | <b>-287</b>     |
| <b>I alt indtægter</b>                            | <b>-1.948</b>   | <b>645</b>      |
| <sup>3</sup> Administrationsomkostninger          | 675             | 611             |
| <b>Årets nettoresultat:</b>                       | <b>-2.623</b>   | <b>34</b>       |
| <b>Resultatdisponering og udlodningsopgørelse</b> |                 |                 |
| <b>Formuebevægelser</b>                           |                 |                 |
| Udlodningsregulering                              | 476             | 51              |
| Overført fra sidste år                            | 0               | 23              |
| <b>I alt formuebevægelser</b>                     | <b>476</b>      | <b>74</b>       |
| <b>Til disposition</b>                            | <b>-2.147</b>   | <b>108</b>      |
| <b>Forslag til anvendelse</b>                     |                 |                 |
| <sup>6</sup> Foreslået udlodning                  | -595            | 0               |
| Overført til udlodning næste år                   | -595            | 0               |
| Overført til formue                               | -1.552          | 108             |
| <b>I alt disponeret</b>                           | <b>-2.147</b>   | <b>108</b>      |

## Årsregnskab - Obligationer

### Balance pr. 31. december

| Aktiver   | 2017          | 2016          |
|---|---------------|---------------|
| Likvide midler                                  | (t.kr.)       | (t.kr.)       |
| Indestående i depotselskab                      | 498           | 7.743         |
| <sup>4</sup> <b>I alt likvide midler</b>        | <b>498</b>    | <b>7.743</b>  |
| <b>Obligationer</b>                             |               |               |
| Noterede obligationer fra danske udstedere      | 7.297         | 31.455        |
| Noterede obligationer fra udenlandske udstedere | 12.939        | 33.261        |
| <sup>4</sup> <b>I alt obligationer</b>          | <b>20.236</b> | <b>64.716</b> |
| <b>Andre aktiver</b>                            |               |               |
| Tilgodehavende renter, udbytte m.m.             | 276           | 532           |
| Mellemværende vedr. handelsafvikling            | 70            | 220           |
| <b>I alt andre aktiver</b>                      | <b>346</b>    | <b>752</b>    |
| <b>Aktiver i alt</b>                            | <b>21.080</b> | <b>73.211</b> |
| <b>Passiver</b>                                 |               |               |
| <sup>5</sup> Investorerne formue                | 21.004        | 73.197        |
| <b>Anden gæld</b>                               |               |               |
| Skyldige omkostninger                           | 76            | 14            |
| <b>I alt anden gæld</b>                         | <b>76</b>     | <b>14</b>     |
| <b>Passiver i alt</b>                           | <b>21.080</b> | <b>73.211</b> |

<sup>7</sup> Femårsoversigt

Fortsættes >



## Årsregnskab - Obligationer

> Fortsat

### Noter

|   | 2017<br>(t.kr.) | 2016<br>(t.kr.) |
|---|-----------------|-----------------|
| <sup>1</sup> <b>Renteindtægter</b>              |                 |                 |
| Indestående i pengeinstitutter                  | -11             | -21             |
| Noterede obligationer fra danske udstedere      | 105             | 116             |
| Noterede obligationer fra udenlandske udstedere | 853             | 837             |
| Unoterede obligationer                          | 7               | 0               |
| <b>I alt renteindtægter</b>                     | <b>954</b>      | <b>932</b>      |

|  |          |          |
|--|----------|----------|
| <sup>2</sup> <b>Handelsomkostninger</b>      |          |          |
| Bruttohandelsomkostninger                    | 10       | 2        |
| Dækket af emissions- og indløsningsindtægter | -8       | -1       |
| <b>I alt handelsomkostninger</b>             | <b>2</b> | <b>1</b> |

|   | 2017<br>(t.kr.) |           |            | 2016<br>(t.kr.) |           |            |
|---|-----------------|-----------|------------|-----------------|-----------|------------|
|   | Direkte         | Fælles    | I alt      | Direkte         | Fælles    | I alt      |
| <sup>3</sup> <b>Administrationsomkostninger</b> |                 |           |            |                 |           |            |
| Honorar til bestyrelse m.v.                     | 0               | 19        | 19         | 0               | 17        | 17         |
| Revisionshonorar                                | 0               | 2         | 2          | 0               | 6         | 6          |
| Gebyrer til depotselskab                        | 76              | 0         | 76         | 85              | 0         | 85         |
| Andre omk. i forb. med formueplejen             | 61              | 0         | 61         | 0               | 0         | 0          |
| Øvrige omkostninger                             | 84              | 33        | 117        | 39              | 64        | 103        |
| Fast administrationshonorar                     | 400             | 0         | 400        | 400             | 0         | 400        |
| <b>I alt administrationsomkostninger</b>        | <b>621</b>      | <b>54</b> | <b>675</b> | <b>524</b>      | <b>87</b> | <b>611</b> |

|  |       |       |
|--|-------|-------|
| <sup>4</sup> <b>Finansielle Instrumenter</b> |       |       |
| Børsnoterede finansielle instrumenter        | 96,3% | 88,4% |
| Andre aktiver og passiver                    | 3,7%  | 11,6% |

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

## Årsregnskab - Obligationer

> Fortsat

### Noter

2017 2016

#### Formue fordelt varighed

|                 |     |     |
|-----------------|-----|-----|
| Varighed < 2 år | 99% | 93% |
| Varighed 2-5 år | 1%  | 7%  |

#### Kreditværdighed

|                             |     |     |
|-----------------------------|-----|-----|
| Investment grade AAA-AA     | 74% | 77% |
| Investment grade A-BBB      | 14% | 10% |
| Non Investment grade BB-CCC | 9%  | 2%  |
| Andre inklusiv kontanter    | 2%  | 11% |

| 5 Investorenes formue                                   | 2017          |                   | 2016          |                   |
|---|---------------|-------------------|---------------|-------------------|
|   | Cirk. Beviser | Formue<br>(t.kr.) | Cirk. Beviser | Formue<br>(t.kr.) |
| <b>Formue primo</b>                                     | 72.562        | 73.197            | 84.762        | 86.669            |
| Udlodning fra sidste år vedrørende cirkulerende beviser |               | 0                 |               | 1.356             |
| Emissioner i året                                       | 1.700         | 1.686             | 0             | 0                 |
| Indløsninger i året                                     | 52.330        | 51.338            | 12.200        | 12.174            |
| Nettoemissionstillæg og netto indløsningsfradrag        |               | 82                |               | 24                |
| Udlodningsregulering                                    |               | -476              |               | -51               |
| Overført udlodning fra sidste år                        |               | 0                 |               | -23               |
| Overført udlodning til næste år                         |               | -595              |               | 0                 |
| Overført fra resultatopgørelsen                         |               | -1.552            |               | 108               |
| <b>Formue ultimo</b>                                    | <b>21.932</b> | <b>21.004</b>     | <b>72.562</b> | <b>73.197</b>     |

Fortsættes >

> Fortsat

## Noter

|   | 2017        | 2016       |
|---|-------------|------------|
|   | (t.kr.)     | (t.kr.)    |
| <b>6 Til rådighed for udlodning</b>                     |             |            |
| Udlodning overført fra sidste år                        | 0           | 23         |
| Renter og udbytter                                      | 961         | 953        |
| Kursgevinster til udlodning                             | -2.032      | -416       |
| Udlodningsregulering ved emission/indløsning            | 476         | -12        |
| <b>I alt indkomst før administrationsomkostninger</b>   | <b>-595</b> | <b>548</b> |
| Administrationsomkostninger                             | 0           | -611       |
| <b>Udlodningsregulering administrationsomkostninger</b> | <b>0</b>    | <b>63</b>  |
| <b>I alt rådighed for udlodning</b>                     | <b>-595</b> | <b>0</b>   |

| <b>7 Femårsoversigt</b>                   | 2017   | 2016   | 2015   | 2014   | 2013   |
|---|--------|--------|--------|--------|--------|
| Årets nettoresultat (t.kr.)               | -2.623 | 34     | 46     | 614    | -1.287 |
| Investorerne formue ultimo (t.kr.)        | 21.004 | 73.197 | 86.669 | 47.819 | 46.551 |
| Cirkulerende andele (t.kr.)               | 21.932 | 72.562 | 84.762 | 47.113 | 46.164 |
| Indre værdi                               | 95,77  | 100,88 | 102,25 | 101,50 | 100,84 |
| Udlodning (%)                             | 0,00   | 0,00   | 1,60   | 0,00   | 0,50   |
| Omkostningsprocent                        | 1,12   | 0,76   | 1,65   | 1,46   | 1,35   |
| Årets afkast (%)                          | -5,08  | 0,24   | 0,72   | 1,14   | -1,76  |
| Kursværdi af køb af værdipapirer (t.kr.)  | 16.163 | 12.853 | 67.282 | 27.188 | 24.392 |
| Kursværdi af salg af værdipapirer (t.kr.) | 57.753 | 28.759 | 27.880 | 29.325 | 39.945 |
| Værdipapiromsætning, brutto (t.kr.)       | 73.916 | 41.612 | 95.162 | 56.513 | 64.336 |
| Værdipapiromsætning, netto (t.kr.)        | 12.984 | 30.555 | 18.451 | 25.745 | 0,00   |
| Omsætningshastighed                       | 0,11   | 0,19   | 0,19   | 0,24   | 0,00   |
| ÅOP                                       | 2,40   | 0,99   | 1,89   | 1,47   | 1,59   |
| ÅOP (eksklusiv performance fee)           | 2,40   | 0,99   | 1,65   | 1,47   | 1,59   |
| Sharpe Ratio                              | -0,38  |        |        |        |        |
| Standardafvigelse (%)                     | 2,33   |        |        |        |        |

## Afdelingsberetning

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 er 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 baseret på fire forskellige modeller. Risikoen i porteføljen bliver på denne måde løbende søgt tilpasset de aktuelle økonomiske og finansielle vilkår, således at aktieandelen er højest, når forventningerne til aktieafkastet er højt (og omvendt). Porteføljen skal altid bestå af 25-75% aktier, mens resten af midlerne placeres i 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 2,5% i 2017, hvilket foreningen betragter som mindre tilfredsstillende. Morningstars kategori for blandede afdelinger med moderat risiko steg i samme periode 4,7%. Afdelingen har gennem hele året haft en aktieandel mellem 70% og 75%, hvilket påvirkede afkastet positivt. Vores forsigtige strategi med en permanent overvægt af defensive valueselskaber inden for sundhed og stabilitet forbrug var dog en stor ulempe, idet valueaktier generelt gav et markant lavere afkast end vækstaktier, og defensive aktier gav et markant lavere afkast end cykliske aktier. Trods en høj aktieandel kunne afdelingen således ikke følge med tilsvarende porteføljer i 2017. Afdelingens obligationsbeholdning var primært placeret i helt korte obligationer, da vi så – og stadig ser – en stor risiko for stigninger i de lange markedsrenter. Obligationerne var bl.a. noteret i NOK, GBP, USD og SEK, hvilket påvirkede afkastet negativt. Afdelingen har nu afsluttet syv kalenderår og har stadig ikke haft et kalenderår med negative afkast. Afdelingen har givet et gennemsnitligt årligt afkast på 6,9% siden starten.

### Formueudvikling

Afdelingens formue steg en anelse fra 250 mio. kr. i starten af året til 251 mio. kr. i slutningen af året. Årets resultat udgjorde 6 mio.kr. Foreningen oplever, at mange kunder aktuelt ønsker

fuld eksponering mod aktiemarkedet og derfor foretrækker foreningens rene aktieafdelinger. Det er dog fortsat foreningens forventning, at afdelingen vil kunne tiltrække mange nye investorer i de kommende år.

### Forventninger

Som det fremgår af ledelsesberetningen, forventer vi, at aktier vil give et højt afkast i 2018, 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 knap 75%, og aktieandelen ventes at forblive tæt på de maksimale 75% gennem det meste af 2018, hvis den globale økonomi udvikler sig så stærkt, som vi forventer i skrivende stund. På denne baggrund forventer vi et positivt afkast på mindst 7% for helåret – dvs. mindst på niveau med afdelingens historiske gennemsnit. Set over en længere årrække forventer vi, at afdelingen vil give et afkast på ca. 7% om året med en væsentlig mere stabil kursudvikling end en ren aktieinvestering (standardafvigelse under 7%).

Fortsættes >

> Fortsat

### Resultatopgørelse

|  | 2017         | 2016          |
|--|--------------|---------------|
|  | (t.kr.)      | (t.kr.)       |
| <b>Renter og udbytter</b>                |              |               |
| <sup>1</sup> Renteindtægter              | 982          | 1.469         |
| <sup>2</sup> Udbytter                    | 6.512        | 5.056         |
| <b>I alt renter og udbytter</b>          | <b>7.494</b> | <b>6.525</b>  |
| <br>                                     |              |               |
| <b>Kursgevinster og -tab</b>             |              |               |
| Obligationer                             | -2.710       | -1.761        |
| Kapitalandele                            | 4.538        | -88           |
| Valutakonti                              | 2            | -287          |
| Øvrige aktiver/passiver                  | -54          | 1             |
| <sup>3</sup> Handelsomkostninger         | 92           | 0             |
| <b>I alt kursgevinster og -tab</b>       | <b>1.684</b> | <b>-2.135</b> |
| <br>                                     |              |               |
| <b>I alt indtægter</b>                   | <b>9.178</b> | <b>4.390</b>  |
| <br>                                     |              |               |
| <sup>4</sup> Administrationsomkostninger | 3.064        | 3.106         |
| <br>                                     |              |               |
| Resultat før skat                        | <b>6.114</b> | <b>1.284</b>  |
| <br>                                     |              |               |
| <sup>5</sup> Skat                        | 81           | 422           |
| <br>                                     |              |               |
| <b>Årets nettoresultat</b>               | <b>6.033</b> | <b>862</b>    |
| <br>                                     |              |               |
| <b>Forslag til anvendelse</b>            |              |               |
| Overført til formue                      | 6.033        | 862           |
| <b>I alt disponeret</b>                  | <b>6.033</b> | <b>862</b>    |

## Årsregnskab - Value Mix Akkumulerende

### Balance pr. 31. december

|   |                |                |
|---|----------------|----------------|
| Aktiver   | 2017           | 2016           |
| <b>Likvide midler</b>                           | <b>(t.kr.)</b> | <b>(t.kr.)</b> |
| Indestående i depotselskab                      | 4.461          | 511            |
| <sup>6</sup> <b>I alt likvide midler</b>        | <b>4.461</b>   | <b>511</b>     |
| <b>Obligationer</b>                             |                |                |
| Noterede obligationer fra danske udstedere      | 21.433         | 26.390         |
| Noterede obligationer fra udenlandske udstedere | 31.304         | 31.508         |
| <sup>6</sup> <b>I alt obligationer</b>          | <b>52.737</b>  | <b>57.898</b>  |
| <b>Kapitalandele</b>                            |                |                |
| Noterede aktier fra danske selskaber            | 20.347         | 16.936         |
| Noterede aktier fra udenlandske selskaber       | 167.236        | 167.855        |
| Unoterede kapitalandele fra danske selskaber    | 0              | 5.549          |
| Inv.beviser i danske investeringsforeninger     | 1.924          | 0              |
| <sup>6</sup> <b>I alt kapitalandele</b>         | <b>189.507</b> | <b>190.340</b> |
| <b>Andre aktiver</b>                            |                |                |
| Tilgodehavende renter, udbytte m.m.             | 726            | 760            |
| Andre tilgodehavender                           | 680            | 610            |
| Mellemværende vedr. handelsafvikling            | 3.245          | 704            |
| <b>I alt andre aktiver</b>                      | <b>4.651</b>   | <b>2.074</b>   |
| <b>Aktiver i alt</b>                            | <b>251.356</b> | <b>250.823</b> |
| <br>  |                |                |
| Passiver  |                |                |
| <sup>7</sup> Investorenes formue                | 251.049        | 249.717        |
| <b>Anden gæld</b>                               |                |                |
| Skyldige omkostninger                           | 307            | 202            |
| Mellemværende vedr. handelsafvikling            | 0              | 904            |
| <b>I alt anden gæld</b>                         | <b>307</b>     | <b>1.106</b>   |
| <b>Passiver i alt</b>                           | <b>251.356</b> | <b>250.823</b> |
| <br>  |                |                |
| <sup>8</sup> Femårsoversigt                     |                |                |

> Fortsat

**Noter**

|              |  |                |               | 2017         |                | 2016         |
|--------------|--|----------------|---------------|--------------|----------------|--------------|
|              |  |                |               | (t.kr.)      |                | (t.kr.)      |
| <sup>1</sup> | <b>Renteindtægter</b>                                      |                |               |              |                |              |
|              | Indestående i pengeinstitutter                             |                |               | -21          |                | -59          |
|              | Noterede obligationer fra danske udstedere                 |                |               | 37           |                | 19           |
|              | Noterede obligationer fra udenlandske udstedere            |                |               | 952          |                | 1.509        |
|              | Andre aktiver  |                |               | 14           |                | 0            |
|              | <b>I alt renteindtægter</b>                                |                |               | <b>982</b>   |                | <b>1.469</b> |
| <sup>2</sup> | <b>Udbytter</b>  |                |               |              |                |              |
|              | Noterede aktier fra danske selskaber                       |                |               | 567          |                | 450          |
|              | Noterede aktier fra udenlandske selskaber                  |                |               | 5.945        |                | 4.510        |
|              | Unoterede aktier   |                |               | 0            |                | 96           |
|              | <b>I alt udbytter</b>                                      |                |               | <b>6.512</b> |                | <b>5.056</b> |
| <sup>3</sup> | <b>Handelsomkostninger</b>                                 |                |               |              |                |              |
|              | Bruttohandelsomkostninger                                  |                |               | 114          |                | 61           |
|              | Dækket af emissions- og indløsningsindtægter               |                |               | -22          |                | -61          |
|              | <b>I alt handelsomkostninger</b>                           |                |               | <b>92</b>    |                | <b>0</b>     |
| <sup>4</sup> | <b>Administrationsomkostninger</b>                         |                |               |              |                |              |
|              |  | <b>Direkte</b> | <b>Fælles</b> | <b>2017</b>  |                | <b>2016</b>  |
|              |  |                |               | <b>I alt</b> | <b>Direkte</b> | <b>I alt</b> |
|              | Honorar til bestyrelse m.v.                                | 0              | 87            | 87           | 0              | 58           |
|              | Revisionshonorar   | 0              | 25            | 25           | 0              | 20           |
|              | Gebyrer til depotselskab                                   | 283            | 0             | 283          | 302            | 0            |
|              | Andre omk. i forb. med formueplejen                        | 2.089          | 0             | 2.089        | 2.069          | 0            |
|              | Øvrige omkostninger  | 100            | 80            | 180          | 162            | 95           |
|              | Fast administrationshonorar                                | 400            | 0             | 400          | 400            | 0            |
|              | <b>I alt administrationsomkostninger</b>                   | <b>2.872</b>   | <b>192</b>    | <b>3.064</b> | <b>2.933</b>   | <b>173</b>   |
| <sup>5</sup> | <b>Skat</b>  |                |               |              |                |              |
|              | Ikke refunderbar skat                                      |                |               |              | 81             | 422          |
|              | <b>I alt skat</b>  |                |               |              | <b>81</b>      | <b>422</b>   |
| <sup>6</sup> | <b>Finansielle Instrumenter</b>                            |                |               |              |                |              |
|              | Børsnoterede finansielle instrumenter                      |                |               |              | 96,5%          | 97,2%        |
|              | Finansielle instrumenter noteret på andet reguleret marked |                |               |              | 0,0%           | 2,2%         |
|              | Andre aktiver og passiver                                  |                |               |              | 3,5%           | 0,6%         |

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

Fortsættes >

## Årsregnskab - Value Mix Akkumulerende

### Noter

|   | 2017 | 2016 |
|---|------|------|
| <b>Kreditværdighed</b>                  |      |      |
| Investment grade AAA-AA                 | 16%  | 18%  |
| Investment grade A-BBB                  | 2%   | 5%   |
| Non Investment grade BB-CCC             | 1%   | 1%   |
| Ingen rating                            | 2%   | 0%   |
| Andre inklusiv kontanter & aktier       | 79%  | 20%  |
| <b>Landefordeling</b>                   |      |      |
| USA                                     | 22%  | 26%  |
| Danmark                                 | 19%  | 20%  |
| Tyskland                                | 14%  | 13%  |
| Sverige                                 | 10%  | 9%   |
| Frankrig                                | 9%   | 0%   |
| Andre inklusiv kontanter                | 26%  | 20%  |
| Storbritannien                          | 0%   | 12%  |
| <b>Sektorfordeling</b>                  |      |      |
| Stabile forbrugsgoder                   | 27%  | 32%  |
| Ikke-klassificeret                      | 23%  | 0%   |
| Health Care                             | 15%  | 15%  |
| Cykliske forbrugsgoder                  | 14%  | 11%  |
| Industri                                | 7%   | 11%  |
| Andre inklusiv kontanter & obligationer | 14%  | 31%  |

|  | 2017<br>(t.kr.)  |                  | 2016<br>(t.kr.)  |                  |
|--|------------------|------------------|------------------|------------------|
|  | Cirk.<br>beviser | Formue-<br>værdi | Cirk.<br>beviser | Formue-<br>værdi |
| <sup>7</sup> <b>Investorerne formue</b>          |                  |                  |                  |                  |
| Formue primo                                     | 165.461          | 249.717          | 190.215          | 286.169          |
| Emissioner i året                                | 8.060            | 12.539           | 16.946           | 24.357           |
| Indløsninger i året                              | 11.150           | 17.250           | 41.700           | 61.791           |
| Nettoemissionstillæg og netto indløsningsfradrag |                  | 10               |                  | 120              |
| Overført fra resultatopgørelsen                  |                  | 6.033            |                  | 862              |
| <b>Formue ultimo</b>                             | <b>162.371</b>   | <b>251.049</b>   | <b>165.461</b>   | <b>249.717</b>   |



> Fortsat

## Noter

| <sup>8</sup> Femårsoversigt               | 2017    | 2016    | 2015    | 2014    | 2013    |
|---|---------|---------|---------|---------|---------|
| Årets nettoresultat (t.kr.)               | 6.033   | 862     | 25.957  | 21.505  | 26.476  |
| Investorenes formue ultimo (t.kr.)        | 251.049 | 249.717 | 286.169 | 252.725 | 227.007 |
| Cirkulerende andele (t.kr.)               | 162.371 | 165.461 | 190.215 | 184.328 | 179.949 |
| Indre værdi                               | 154,61  | 150,92  | 150,45  | 137,11  | 126,15  |
| Omkostningsprocent                        | 1,21    | 1,12    | 2,64    | 2,01    | 2,42    |
| Årets afkast (%)                          | 2,47    | 0,29    | 9,72    | 8,69    | 15,35   |
| Kursværdi af køb af værdipapirer (t.kr.)  | 64.134  | 51.248  | 159.695 | 35.017  | 102.440 |
| Kursværdi af salg af værdipapirer (t.kr.) | 72.688  | 55.695  | 169.181 | 54.035  | 60.167  |
| Værdipapiromsætning, brutto (t.kr.)       | 136.822 | 106.943 | 328.876 | 89.052  | 162.608 |
| Værdipapiromsætning, netto (t.kr.)        | 110.011 | 0       | 233.140 | 8.119   | 102.655 |
| Omsætningshastighed                       | 0,22    | 0,00    | 0,44    | 0,19    | 0,27    |
| ÅOP                                       | 1,44    | 1,38    | 2,94    | 2,34    | 2,73    |
| ÅOP (eksklusiv performance fee)           | 1,44    | 1,38    | 1,44    | 1,34    | 1,50    |
| Sharpe Ratio                              | 0,96    |         |         |         |         |
| Standardafvigelse (%)                     | 7,30    |         |         |         |         |

# Supplerende oplysninger

## Finanskalender

Nedenstående er finanskalender for 2018

### For regnskabsåret 2018

|            |                     |
|------------|---------------------|
| 07.03.2018 | Årsrapport 2017     |
| 18.04.2018 | Generalforsamling   |
| 30.08.2018 | Halvårsrapport 2018 |

stonehenge 

**Stonehenge Fondsmæglerselskab A/S**

Hasseris Bymidte 3 · DK-9000 Aalborg · Tel. +45 72 20 72 70 · [www.stonehenge.dk](http://www.stonehenge.dk)