Investeringsforeningen

stonehenge

HALVÅRSRAPPORT 2014

Investeringsforeningen

stonehenge

HALVÅRSRAPPORT 2014

Indhold

Foreningsoplysninger 2

Ledelsesberetning 3
- Årets udvikling 3

Påtegninger 10
- Ledelsespåtegning 10

Anvendt regnskabspraksis 11

Stonehenge Globale Valueaktier 12
- Kommentarer og forventninger 12
- Resultatopgørelse 13
- Balance 13
- Noter 14

Stonehenge Obligationer 16
- Kommentarer og forventninger 16
- Resultatopgørelse 17
- Balance 17
- Noter 18

Stonehenge Value Mix Akkumulerende 20
- Kommentarer og forventninger 20
- Resultatopgørelse 21
- Balance 21
- Noter 22

Investeringsforeningen Stonehenge
CVR-nr. 32 29 04 42

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

Bestyrelse
Lone Sejersen, formand
Jesper Brøchner Thing, næstformand
Claus Thinggaard

Direktion
BI Management A/S
Christina Larsen
Henrik Granlund

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

Halvårsregnskab

Ledelsesberetning

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

Regnskaberne viser afdelingernes økonomiske udvikling i halvåret samt giver en status ultimo perioden. I afdelingsberetningerne kommenteres afdelingernes resultater i året samt de specifikke forhold, som gælder for den enkelte afdeling. Alle de fælles opgaver inden for administration og investering håndteres af foreningens administrationsselskab. 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 halvårsrapporten. Det anbefales, at disse afsnit læses i sammenhæng med de specifikke afdelingsberetninger for at få et fyldestgørende billede af udviklingen og de særlige forhold samt risici, der påvirker de enkelte afdelinger.

Årets udvikling

Foreningens samlede formue ved årets start var på 570,1 mio. kr. og er i løbet af regnskabsåret steget til 651,7 mio. kr. – svarende til en stigning på 11,5%. Ud af denne formuestigning er der nettoemissioner for 33,4 mio. kr. og foreningen har i den forbindelse kunne byde velkommen til mange nye investorer. Samtidig har foreningens investeringer resulteret i en formuestigning på 38 mio. kr. Der blev udbetalt 5,8 mio. kr. i udbytte i forbindelse med generalforsamlingen i april 2014.

Markedsudvikling

Det globale opsving fortsatte overordnet med at vinde styrke i første halvår af 2014, men der var mange bump undervejs. Virksomhedernes stigende indtjening og investorernes optimistiske forventninger endte dog med at trække globale aktier yderligere op, men i et lidt mere moderat tempo end i 2013. Ved halvårets slutning var globale aktier således steget 6,8% målt på MSCI World. Renterne faldt samtidig en del over det meste af verden, og globale obligationer gav således et afkast på hele 5,9% målt på JP Morgans globale obligationsindeks.

Udviklingen i økonomien og på aktiemarkedet er i store træk forløbet, som vi forventede ved årets start, mens de faldende obligationsrenter til gengæld er kommet som en meget stor overraskelse for os.

Foreningens aktieafdeling og den blandede afdeling opnåede flotte halvårsafkast på henholdsvis 8,1% og 5,3% efter alle omkostninger. Det var for begge afdelingers vedkommende meget konkurrencedygtige afkast. Afdeling Value Mix kunne således ved halvårets slutning fejre 3 års fødselsdag og blev i den forbindelse ratet af det uafhængige analysebureau Morningstar for første gang. Afdelingen fik topkarakteren 5 stjerner ud af 5 mulige, hvilket betyder, at den er blandt de 10% bedste i Europa. Aktieafdelingen har også 5 stjerner og ligger helt i top med en placering blandt de 2% bedste ud af over 2200 europæiske afdelinger, der investerer i globale aktier. Foreningens obligationsafdeling endte til gengæld halvåret med et afkast på 0,2%, hvilket er væsentligt mindre, end hvad tilsvarende afdelinger har givet. Det skyldes afdelingens meget defensive eksponering med primært korte obligationer. Afkastene var for alle tre afdelingers vedkommende på niveau med de forventninger, vi gav udtryk for i helårsrapporten for 2013, hvor vi målt på helåret 2014 ventede positive aktieafkast i niveauet 10-12% og positive obligationsafkast i niveauet 0-2%.

Makroøkonomisk set startede året noget svagere end ventet, idet en ekstremt hård vinter i USA medførte et par måneder med usædvanlig lav økonomisk aktivitet, som smittede af på resten af verden. Verdensøkonomien foretog dog et kraftigt comeback i løbet af foråret, og ved halvårets slutning var der tegn på en bredt funderet acceleration med stigende vækst i både USA, Europa og Japan samt på de nye markeder, inklusive Kina.

Årets første måneder var samtidig præget af stor uro i en række EM-lande (bl.a. Tyrkiet, Sydafrika, Brasilien, Indien og Indonesien) med kraftig kapitaludstrømning, faldende valutakurser og faldende aktiemarkeder. Denne uro forplantede sig også globalt i en periode, men forsvandt dog hurtigt igen. Ruslands annektering af Krim-halvøen og de efterfølgende konfrontationer mellem Rusland og Vesten medførte samtidig en stigning i den geopolitiske usikkerhed, og mod slutningen af halvåret blev usikkerheden yderligere eskaleret pga. de interne stridigheder i Irak.

Samlet set absorberede markederne dog hurtigt de forskellige mini-kriser, og volatiliteten på tværs af markederne faldt faktisk til det laveste niveau nogensinde i løbet af halvåret. De rolige

markeder hænger bl.a. sammen med de toneangivende centralbankers fortsat meget stimulerende pengepolitik, som stadig holder en hånd under finansmarkederne.

I USA fortsatte centralbanken således en meget gradvis nedtrapning af obligationskøbsprogrammet, og i skrivende stund købes der stadig obligationer for 35 mia. USD pr. måned, hvilket er et anseligt beløb.

Den Europæiske Centralbank sænkede endvidere renten fra 0,25% til 0,15% i starten af juni og annoncerede samtidig en række tiltag, der skal øge bankernes udlån og den økonomiske aktivitet. I Japan har centralbanken også fortsat den historisk stimulerende politik.

Kombinationen af den gradvise bedring af økonomierne og den lempelige pengepolitik gav stor medvind på finansmarkederne, hvor især aktierne i de tidligere kriselande i Sydeuropa gav store afkast på 10-15%. Danske aktier gav også usædvanligt høje afkast på ca. 20%. Europæiske aktier og amerikanske aktier steg omkring 7%, mens japanske aktier gav et lille negativt afkast i kølvandet på de kraftige stigninger i 2013. Aktier fra de nye markeder steg endvidere 6,8% målt på MSCI Emerging Markets-indekset. Trods den negative udvikling i starten af året endte aktier fra de nye markeder således med at stige præcis lige så meget som globale aktier.

Globale obligationer nød også godt af den stimulerende pengepolitik og havde et rigtig godt halvår med pæne afkast på stort set alle obligationstyper og på tværs af stort set alle markeder og regioner. Europæiske og amerikanske obligationer gav således et afkast på henholdsvis 6,0% og 4,2% målt på Barclays Aggregate-indekset, mens danske realkreditobligationer gav et afkast på 3,8% målt på Nykredits Realkreditindeks.

Valutamarkedet var roligt, når man ser bort fra turbulensen på de nye markeder i starten af året. Målt i forhold til danske kroner steg japanske yen 4,2%, og britiske pund 3,7%, mens svenske kroner faldt 3,3%. Kursen på amerikanske dollars, norske kroner og schweizerfranc ændrede sig med mindre end 1%.

Forventninger til andet halvår af 2014

Foreningen forventer overordnet, at de positive takter fra første halvår fortsætter i andet halvår og ind i 2015. Vi forventer således, at det globale opsving vinder yderligere styrke med en højere vækst i verdensøkonomien end i de forgangne år. Især Europa ventes at byde på en markant forbedring i andet halvår, hvilket sammen med en fortsat positiv tendens i USA og Japan vil trække de avancerede økonomier op med den højeste vækstrate siden 2010. Det ventes at medføre kraftige stigninger i virksomhedernes omsætning og indtjening, hvilket som udgangspunkt vil være meget positivt for aktiemarkederne.

Ovenpå den positive udvikling i de seneste år er forventningerne dog høje, så der skal mere til at overraske markederne. Derfor venter foreningen fortsat, at helåret 2014 vil blive kendetegnet ved lavere aktieafkast end i superåret 2013.

Det vil sige afkast på ca. 12% for globale aktiers vedkommende, hvilket er på niveau med det historiske gennemsnit. Vi venter stadig, at Europa vil byde på de højeste aktieafkast, fordi den europæiske økonomi ventes at overraske markedet mest positivt, samtidig med at europæiske aktier stadig er meget billige. Vi forventer dog samtidig, at den robuste udvikling i USA har potentiale til at styrke dollaren pænt i andet halvår, hvilket i givet fald vil understøtte dollar-aktiver.

Efter en længere periode med en meget afdæmpet tendens er inflationen i USA begyndt at stige lidt kraftigere, hvilket kan blive et stort markedstema i andet halvår. Vi ser således en stor sandsynlighed for, at kombinationen af både højere vækst og højere inflation vil få den amerikanske centralbank til at signalere en hurtigere stramning af pengepolitikken, end hvad markedet aktuelt forventer. Det vil i givet fald medføre kraftige stigninger i de lange renter, som ventes at stige fra de nuværende 2,5% til ca. 3,5%. I Europa er der aktuelt stort fokus på risikoen for deflation, men vi forventer, at højere inflation, væsentligt lavere arbejdsløshed og generelt bedre økonomiske nøgletal vil få denne frygt til at forsvinde i løbet af andet halvår. Vi forventer således ikke flere lempelser fra den europæiske centralbanks side. Derfor ventes lange tyske renter at stige fra de nuværende 1,3% til mindst 2,5% ultimo året. Vi forventer således et markant stemningsskifte på obligationsmarkedet med så store kursfald, at årets nuværende positive afkast stort set vil forsvinde igen. Foreningen forventer dog ikke, at de toneangivende centralbanker begynder at hæve renterne før i 2015, og de korte renter ventes derfor at forblive lave i andet halvår.

Obligationsmarkedet er efter vores vurdering ikke i ligevægt, idet det lave renteniveau ikke længere kan forklares ud fra de

fundamentale forhold. Stemningen og dynamikken på obligationsmarkedet minder os om en boble, og på et overophedet marked kommer vendingen ofte uden varsel og med dramatiske og uventede konsekvenser. Der er således risiko for en markant rentekorrektion i løbet af andet halvår og udsigt til lave eller negative obligationsafkast i de næste mange år. Hvis renterne stiger for meget og for hurtigt, er der en stor risiko for, at det også vil påvirke aktierne negativt i en periode. Dette er efter foreningens opfattelse den primære risiko i andet halvår, men der er som altid også mange andre risikofaktorer. Den nuværende historisk lave volatilitet gør desuden markederne ekstra sårbare over for uventede hændelser.

Stonehenge har en forsigtig og konservativ tilgang til de finansielle markeder. Det er foreningens opgave at beskytte og dernæst øge investorernes kapital, hvilket betyder, at vi altid udviser stor forsigtighed over for markederne.

Foreningen anbefaler aktuelt 55% aktier og 45% (korte) obligationer, jævnfør månedsbrevet Barometer, som offentliggøres på foreningens hjemmeside. Såfremt vores forventninger ændrer sig i negativ eller positiv retning, vil vores anbefaling blive ændret i overensstemmelse med vores målsætning om at beskytte og øge investorernes kapital. Aktie- og obligationsandelene i foreningens afdeling Value Mix Akkumulerende følger altid Barometers anbefaling og giver således foreningens medlemmer adgang til løbende risikostyring og tilpasning af investeringerne.

Foreningens rådgiver

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

Foreningens ledelse

Foreningens bestyrelse har i 2014 fokus på opfølgning på de tiltag, som rådgiver har iværksat for at udbrede kendskabet til foreningen og skabe vækst. Dette har bl.a. resulteret i en styrkelse af organisation, implementering af ny markedsføringsplan og øget opmærksomhed omkring foreningens distributører.

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

Bestyrelse har fortsat arbejdet med initiativer til at skabe omkostningsreduktioner. I sidste regnskabsår førte det til en reduktion af såvel administrationshonorar, rådgivningshonorar og revision.

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

Vidensressourcer

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 halvårsregnskabet.

Udsædvanlige forhold

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

Usikkerhed ved indregning eller måling

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

Risici og risikostyring

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

- Investeringsmarkederne
- Investeringsbeslutningerne
- Driften af foreningen

Risici knyttet til investeringsmarkederne

Afkastet i investeringsforeningen bliver naturligvis påvirket af alle de risici, som knytter sig til investeringsmarkederne.

Disse risikoelementer er for eksempel udviklingen i de økonomiske konjunkturer og politiske forhold både lokalt og globalt, 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 valueprincippet. Det vil sige, at man kun køber aktier i virksomheder, som handles til priser på børsen, der vurderes til at ligge væsentligt under deres reelle værdi. Det samme gælder for virksomhedsobligationerne i obligationsafdelingen. Investeringsstrategien medfører en porteføljesammensætning, som ofte afviger betydeligt fra det generelle marked. I afdeling Value Mix Akkumulerende, som er en blanding af aktie- og obligationer, justeres andelen af aktier og obligationer hver måned ud fra en særlig model og investeringsproces med fire forskellige trin. Porteføljen bliver på denne måde løbende søgt tilpasset de aktuelle økonomiske og finansielle vilkår, således at aktieandelen er lavest, når usikkerheden er størst. Investeringsstrategien kan dog også risikere at medføre en porteføljesammensætning, som giver det modsatte resultat. Foreningens bestyrelse har fastsat risikorammer for hver afdeling. Rammerne er fastlagt med reference til den maksimale og minimale observerede standardafvigelse over de seneste 5 år. I det område har bestyrelsen fastlagt en minimal og en maksimal standardafvigelse, som overvåges af investeringsforvaltningsselskabet.

Risici knyttet til driften af foreningen

For at undgå fejl i driften af foreningen har investeringsforvaltningsselskabet etableret en række kontrolprocedurer og forretningsgange, som reducerer disse risici. Der arbejdes hele tiden på udvikling af systemer og højnelse af kontrolniveauet, således at risikoen for menneskelige fejl bliver reduceret mest muligt. Der er desuden opbygget et ledelsesinformationssystem, som sikrer, at der løbende følges op på omkostninger og afkast. Afkast vurderes dagligt, og er der områder, som ikke udvikler sig tilfredsstillende, tages dette op med rådgiver med fokus på at få vendt udviklingen. Der anvendes desuden betydelige ressourcer på at sikre en korrekt prisfastsættelse. I de tilfælde, hvor den aktuelle børskurs ikke vurderes at afspejle dagsværdien på det pågældende instrument, anvendes en værdiansættelsesmodel i stedet.

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

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

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

På EU-risikoskala er afdelingerne placeret som følgende:

Globale Valueaktier	5
Obligationer	3
Value Mix Akkumulerende	4

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

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

Generelle risikofaktorer

Enkeltlande

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

Eksponering mod udlandet

Investering i 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.

Valuta

Investeringer i udenlandske værdipapirer giver eksponering mod valutaer, som kan have større eller mindre udsving i forhold til danske kroner. Derfor vil afdelingernes kurs blive påvirket af udsving i valutakurserne mellem disse valutaer og danske kroner.

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.

Nye markeder/emerging markets

Begrebet "Nye markeder" omfatter stort set alle lande i Latinamerika, Asien (ex. Japan, Hongkong og Singapore), Østeuropa og Afrika. Landene kan være kendetegnet ved politisk ustabilitet, relativt usikre finansmarkeder, relativ usikker økonomisk udvikling samt aktie- og obligationsmarkeder, som er under udvikling.

Investeringer på de nye markeder er forbundet med særlige risici, der ikke forekommer på de udviklede markeder. Et ustabilt politisk system indebærer en øget risiko for pludselige og grundlæggende omvæltninger inden for økonomi og politik. For investorer kan dette eksempelvis bevirke, at aktiver nationaliseres, at rådigheden over aktiver begrænses, eller at der indføres statslige overvågnings- og kontrolmekanismer. Valutaerne er ofte udsat for store og uforudsete udsving. Nogle lande har enten allerede indført restriktioner med hensyn til udførsel af valuta eller kan gøre det med kort varsel. Markedslikviditeten på de nye markeder kan være faldende som følge af økonomiske og politiske ændringer samt naturkatastrofer. Effekten kan også være mere vedvarende.

Særlige risici ved obligationsafdelingen

Obligationsmarkedet

Obligationsmarkedet kan blive udsat for specielle politiske eller reguleringsmæssige tiltag, som kan påvirke værdien af afdelingens investeringer. Desuden vil markedsmæssige eller generelle økonomiske forhold, herunder renteudviklingen 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 markets-obligationer, 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.

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

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

S
E
W
N

Ledelsespåtegning

Foreningens bestyrelse og direktionen har dags dato aflagt og godkendt halvårsrapporten for 2014 for Investeringsforeningen Stonehenge.

Halvårsrapporten er aflagt i overensstemmelse med lov om investeringsforeninger mv.

Halvårsregnskabet giver et retvisende billede af foreningens aktiver og passiver, finansielle stilling pr. 30. juni 2014 samt af resultatet for regnskabsperioden 1. januar - 30. juni 2014

Foreningens ledelsesberetning indeholder en retvisende redegørelse for udviklingen i foreningens aktiviteter og økonomiske forhold samt en beskrivelse af de væsentligste risici og usikkerhedsfaktorer, som foreningen kan påvirkes af.

København, den 18. august 2014

Bestyrelse

Lone Sejersen, Formand

Jesper Brøchner Thing, Næstformand

Claus Thinggaard

Direktion

BI Management A/S

Christina Larsen, Direktør

Henrik Granlund, Vicedirektør

aktie globale obligationer

Investeringsforeningen Stonehenge

Anvendt regnskabspraksis

Halvårsrapporten for Investeringsforeningen Stonehenge er udarbejdet i overensstemmelse med lov om investeringsforeninger mv., herunder bekendtgørelse om finansielle årsrapporter for investeringsforeninger og specialforeninger mv.

Anvendt regnskabspraksis er uændret i forhold til årsrapporten 2013.

Afdelingsberetninger

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

Investeringsprofil

Stonehenge Globale Valueaktier investerer i globale aktier på de udviklede markeder. Der investeres efter valueprincippet. Det vil sige, at der kun købes aktier i virksomheder, som handles til priser på børsen, der ligger væsentligt under deres beregnede reelle værdi. For yderligere at begrænse risikoen for permanente tab fokuseres der på virksomheder med stabil indtjening og lav gæld. Endelig investeres der kun i virksomheder, hvor værdiskabelsen er til at forstå. Der er ingen begrænsninger med hensyn til vægtning af enkelte lande. Afdelingen udlodder et årligt udbytte i overensstemmelse med skattereglerne

Afkast

Stonehenge Globale Valueaktier realiserede et positivt afkast på 8,1% i første halvår, hvilket foreningen betragter som meget tilfredsstillende. Verdensmarkedet steg i samme periode 6,8% målt på MSCI World. De defensive sektorer (f.eks. sundhed og stabilt forbrug) klarede sig generelt bedre end de cykliske sektorer (f.eks. finans og industri), hvilket har påvirket afkastet positivt, da størstedelen af afdelingens investeringer er placeret i disse sektorer. Det er vores indtryk, at den ekstra gode udvikling i de defensive sektorer bl.a. skyldes, at det lave renteniveau stadig får mange traditionelle obligationsinvestorer til at søge over mod stabile aktier med høje udbytteprocenter. Afkastet er også positivt påvirket af, at der i løbet af første halvår kom købstilbud på endnu et af selskaberne i porteføljen; nemlig amerikanske Hillshire Brands. Tre konkurrerende købstilbud udløste således en stigning på knap 60% på 14 dage, og vi valgte efterfølgende at sælge aktien, da kursen var kommet meget tæt på vores beregnede dagsværdi.

Formueudvikling

Afdelingens formue er steget pænt i løbet af første halvår, dels ved at tiltrække nye kunder og dels ved at levere et positivt afkast. Formuen var primo januar 2014 på 296,5 mio. kr. og er frem til den 30. juni 2014 steget til 323,1 mio.kr. Afdelingen udbetalte i april et udbytte på 2,80 kr. pr. investeringsbevis, svarende til 5,6 mio. kr. Eksklusive udbyttebetalingen er afdelingens formue dermed steget 26,6 mio. kr. Heraf har afdelingen tjent ca. 24,4 mio. kr. via afkastet, mens resten af formuestigningen stammer fra nye kunder og indskud.

Det er således stadig foreningens oplevelse, at mange investorer efterspørger et godt, defensivt aktieprodukt og derfor finder vej til foreningens afdeling med globale valueaktier.

Forventninger

Som det fremgår af ledelsesberetningen forventer vi, at andet halvår vil byde på en fortsat klar fremgang i den globale vækst og virksomhedernes indtjening. Derfor forventer vi yderligere stigninger på aktiemarkedet, men vi venter dog ikke lige så høje afkast som i første halvår. Cykliske aktier vil muligvis begynde at klare sig bedre end defensive aktier i andet halvår, men vi fastholder vores forsigtige strategi med en stor overvægt af defensive aktier. Vi venter samtidig, at europæiske aktier vil klare sig bedre end de fleste andre regioner, og afdelingen har derfor en stor overvægt af europæiske aktier. På denne baggrund forventer vi samlet set, at afdelingen ender helåret med et afkast på ca. 12% . 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 2014 bliver et år med aktieafkast omkring gennemsnittet.

> Fortsat

Resultatopgørelse

	01.01.- 30.06.14 (t.kr.)	01.01.- 30.06.13 (t.kr.)
Renter og udbytter	6.076	5.361
Kursgevinster og -tab	23.610	20.929
Administrationsomkostninger	4.416	4.985
Resultat før skat	25.270	21.305
Skat	862	694
Halvårets nettoresultat	**24.408**	20.611

Balance

		30.06.14 (t.kr.)	31.12.13 (t.kr.)
	Aktiver		
1	Likvide midler	16.603	2.073
1	Kapitalandele	307.167	294.120
	Andre aktiver	1.162	1.718
	Aktiver i alt	**324.932**	297.911
	Passiver		
2	Medlemmernes formue	323.095	296.475
	Anden gæld	1.837	1.436
	Passiver i alt	**324.932**	297.911

3 Femårsoversigt

Fortsættes >

> Fortsat

Noter

	30.06.14 (t.kr.)	31.12.13 (t.kr.)
[1] **Finansielle Instrumenter**		
Børsnoterede finansielle instrumenter	95%	96%
Andre aktiver og passiver	5%	4%

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

Formue fordelt på lande		
USA	28%	32%
Tyskland	21%	22%
Storbritanien	8%	13%
Frankrig	9%	9%
Danmark	12%	9%
Andre inklusiv kontanter	22%	15%

Sektorfordeling		
Stabile forbrugsgoder	37%	42%
Health Care	23%	24%
Industri	10%	10%
Cykliske forbrugsgoder	7%	7%
Råvarer	5%	5%
Andre inklusiv kontanter	18%	12%

> Fortsat

Noter

			30.06.14		31.12.13
2 **Medlemmernes formue**			**(t.kr.)**		(t.kr.)
		Cirk. Beviser	**Formue**	**Cirk. Beviser**	**Formue**
Formue primo		191.665	296.475	141.078	183.956
Udlodning fra sidste år vedrørende cirkulerende beviser			5.367		7.054
Ændring i udbetalt udlodning p.g.a. emission/indløsning			-249		-1.645
Emissioner i året		18.080	28.732	63.587	90.457
Indløsninger i året		13.000	21.012	13.000	18.277
Nettoemissionstillæg og netto indløsningsfradrag			108		158
Overført fra resultatopgørelsen			24.408		40.880
Formue ultimo		**196.745**	**323.095**	**191.665**	**296.475**

	30.06.14	30.06.13	30.06.12	30.06.11	30.06.10 *)
3 **Femårsoversigt**					
Halvårets nettoresultat (t.kr.)	24.408	20.611	7.971	1.168	1.057
Medlemmernes formue (t.kr.)	323.095	247.977	151.343	74.001	44.254
Cirkulerende andele (t.kr.)	196.745	177.865	122.439	65.446	42.466
Indre værdi	164,22	139,42	123,77	113,07	104,21
Omkostninger (%)	1,41	2,32	1,19	1,19	1,75
Omkostninger eksklusiv performance fee (%)	0,63	0,69	0,72	1,02	1,50
Halvårets afkast (%)	8,10	10,67	7,15	1,72	4,21
Sharpe ratio	1,62	-	-	-	-

*) Regnskabsperioden omfatter 27.01. - 30.06.2010

Fortsættes >

Afdelingsberetninger

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

Investeringsprofil

Stonehenge Obligationer investerer i danske og udenlandske statsobligationer, realkreditobligationer og erhvervsobligationer. Der investeres kun i papirer med høj rating, eller hvor udsteder er højt ratet. Rentefølsomheden styres aktivt med henblik på at minimere risikoen for negative afkast. Afdelingen udlodder et årligt udbytte i overensstemmelse med skattereglerne.

Afkast

Stonehenge Obligationer realiserede et positivt afkast på 0,2% i første halvår. Til sammenligning er JP Morgans globale obligationsindeks steget 5,9% i samme periode, mens Barclays europæiske obligationsindeks er steget ca. 6,0% . Danske realkreditobligationer steg 3,8% i første halvår målt på Nykredits Realkreditindeks. Set i dette lys er afdelingens afkast ikke tilfredsstillende. Det beskedne afkast skyldes, at afdelingen har haft en meget lav varighed (rentefølsomhed), da vi gennem hele perioden har forventet rentestigninger. Den lave varighed er opnået ved, at afdelingen primært har investeret i korte obligationer, som giver en meget lav rente. Vi har prioriteret beskyttelse højere end afkast, da vi frygter en kraftig rentekorrektion på obligationsmarkedet.

Formueudvikling

Afdelingen startede året med en formue på 46,6 mio. kr. Afdelingen fik et positivt afkast på 0,1 mio. kr. og udbetalte i april udbytte på 0,5 kr. pr. investeringsbevis. Udbyttebetalingen har isoleret set medført et fald i formuen på 0,2 mio. kr. Mange investorer har valgt at sælge afdelingen pga. det meget lave renteniveau og har i stedet købt foreningens afdeling Value Mix Akkumulerende. Der har dog også været enkelte større indskud i afdelingen. Samlet endte afdelingen året med en formue på 54,6 mio. kr.

Forventninger

Som det fremgår af ledelsesberetningen forventer vi, at de lange renter stiger kraftigt i andet halvår. Det er fortsat vores vurdering, at afkastet ved investering i lange obligationer slet ikke står mål med risikoen. Afdelingen har derfor stadig en meget lav varighed, hvilket vil beskytte porteføljen delvist mod den ventede rentestigning, og vi ser samtidig gode muligheder for, at eksponeringen mod NOK-, GBP- og USD-obligationer vil bidrage positivt til afkastet. Samlet forventer vi at kunne skabe et svagt positivt afkast, men der er bestemt en risiko for, at helårs afkastet bliver negativt.

Vi forventer således et positivt afkast i niveauet 0-2% . Set over en længere årrække forventer vi stadig, at afdelingen vil give et afkast, der ligger mindst 50% over renten på en 10-årig tysk statsobligation. Denne rente var ved udgangen af halvåret på 1,24% .

> Fortsat

Resultatopgørelse

	01.01.- 30.06.14 (t.kr.)	01.01.- 30.06.13 (t.kr.)
Renter	632	840
Kursgevinster og -tab	-93	-1.673
Administrationsomkostninger	448	467
Resultat før skat	91	-1.300
Halvårets nettoresultat	**91**	-1.300

Balance

		30.06.14 (t.kr.)	30.06.13 (t.kr.)
	Aktiver		
1	Likvide midler	7.536	2.111
1	Obligationer	46.745	43.680
	Andre aktiver	356	824
	Aktiver i alt	**54.637**	46.615
	Passiver		
2	Medlemmernes formue	54.587	46.551
	Anden gæld	50	64
	Passiver i alt	**54.637**	46.615

3 Femårsoversigt

Fortsættes >

> Fortsat

Noter

	30.06.14 (t.kr.)	31.12.13 (t.kr.)
1 **Finansielle Instrumenter**		
Børsnoterede finansielle instrumenter	78%	86%
Finansielle instrumenter noteret på andet reguleret marked	8%	8%
Andre aktiver og passiver	14%	6%

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

Formue fordelt varighed		
Varighed < 2 år	79%	70%
Varighed 2-5 år	21%	30%
Formue fordelt på Kreditværdighed		
Investment grade AAA-AA	47%	38%
Investment grade A-BBB	20%	42%
Non Investment grade BB-CCC	3%	3%
Ingen rating	16%	12%
Andre inklusiv kontanter	14%	5%

> Fortsat

Noter

		30.06.14		31.12.13
2 **Medlemmernes formue**		**(t.kr.)**		(t.kr.)
	Cirk. Beviser	**Formue**	**Cirk. Beviser**	**Formue**
Formue primo	46.164	46.551	61.807	65.159
Udlodning fra sidste år vedrørende cirkulerende beviser		231		1.700
Ændring i udbetalt udlodning p.g.a. emission/indløsning		-38		72
Emissioner i året	14.111	14.250	23.240	24.006
Indløsninger i året	6.000	6.069	38.883	39.830
Nettoemissionstillæg og netto indløsningsfradrag		33		131
Overført fra resultatopgørelsen		91		-1.287
Formue ultimo	**54.275**	**54.587**	**46.164**	**46.551**

	30.06.14	30.06.13	30.06.12	30.06.11	30.06.10 *)
3 **Femårsoversigt**					
Halvårets nettoresultat (t.kr.)	91	-1.300	733	-799	1.270
Medlemmernes formue (t.kr.)	54.587	65.683	63.352	50.864	57.267
Cirkulerende andele (t.kr.)	54.275	65.138	61.307	50.407	55.397
Indre værdi	100,57	100,84	103,34	100,91	103,38
Omkostninger (%)	0,86	0,74	0,99	0,86	1,15
Omkostninger eksklusiv performance fee (%)	0,86	0,74	0,89	0,86	1,01
Halvårets afkast (%)	0,20	-1,79	1,19	-1,22	3,44
Sharpe ratio	0,20	-	-	-	-

*) Regnskabsperioden omfatter 27.01. - 30.06.2010

Fortsættes >

Afdelingsberetninger

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

Investeringsprofil

Stonehenge Value Mix Akkumulerende bliver sammensat med udgangspunkt i samme aktier og obligationer som i afdelingerne Globale Valueaktier og Obligationer, dog med variable andele af aktier og obligationer. Andelen af aktier og obligationer justeres hver måned ud fra en investeringsproces med fire forskellige modeller. Risikoen i porteføljen bliver på denne måde løbende søgt tilpasset de aktuelle økonomiske og finansielle vilkår, således at aktieandelen er lavest, når usikkerheden er størst. Porteføljen skal altid bestå af 25-75 % aktier og 25-75 % obligationer eller kontanter.

Afdelingen er akkumulerende og udlodder således ikke udbytte.

Afkast

Stonehenge Value Mix Akkumulerende realiserede et afkast på 5,3% i første halvår, hvilket foreningen betragter som tilfredsstillende. En portefølje med 50% MSCI World og 50% JP Morgan GBI ville til sammenligning have givet et afkast på 6,3%, og en portefølje med 50% Stonehenge Globale Valueaktier og 50% Stonehenge Obligationer ville have givet et afkast på 4,1% . Afdelingen har gennem halvåret haft en aktieandel på mellem 55% og 70% , og denne overvægt af aktier har bidraget positivt til afkastet, da aktierne steg pænt. Afkastet er også positivt påvirket af, at der i løbet af første halvår kom købstilbud på endnu et af selskaberne i porteføljen; nemlig amerikanske Hillshire Brands. Tre konkurrerende købstilbud udløste en stigning på knap 60% på 14 dage, og vi valgte efterfølgende at sælge aktien, da kursen var kommet meget tæt på vores beregnede dagsværdi. Obligationsbeholdningen har primært været placeret i helt korte obligationer, hvilket isoleret set har været en forkert beslutning, da lange obligationer ville have givet et væsentligt højere afkast. Vi har imidlertid prioriteret beskyttelse højere end afkast, da vi frygter en kraftig rentekorrektion på obligationsmarkedet.

Formueudvikling

Afdelingen oplever stadig en meget stor interesse, og der blev således købt nye beviser for 33,5 mio. kr. i første halvår. Afdelingen opnåede samtidig et afkast på 13,5 mio. kr. Afdelingen startede året med en formue på 227,0 mio. kr. og sluttede dermed året med en formue på 274,0 mio. kr.

Forventninger

Som det fremgår af ledelsesberetningen forventer vi, at aktierne vil stige yderligere i andet halvår, mens lange obligationer ventes at give et 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 halvåret en aktieandel på 55% , og aktieandelen ventes at ligge på mellem 50% og 75% gennem andet halvår, hvis det globale opsving fortsætter med at vinde styrke, sådan som vi forventer i skrivende stund. På denne baggrund venter vi et positivt afkast på ca. 8-9% for heláret.

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

> Fortsat

Resultatopgørelse

	01.01.- 30.06.14 (t.kr.)	01.01.- 30.06.13 (t.kr.)
Renter og udbytter	3.998	3.689
Kursgevinster og -tab	13.002	11.663
Administrationsomkostninger	3.090	3.078
Resultat før skat	13.910	12.274
Skat	445	388
Halvårets nettoresultat	**13.465**	11.886

Balance

		30.06.14 (t.kr.)	30.06.13 (t.kr.)
	Aktiver		
1	Likvide midler	30.416	7.536
1	Obligationer	93.040	58.444
1	Kapitalandele	150.677	158.281
	Andre aktiver	1.276	3.493
	Aktiver i alt	**275.409**	227.754
	Passiver		
2	Medlemmernes formue	273.988	227.007
	Anden gæld	1.421	747
	Passiver i alt	**275.409**	227.754

3 Femårsoversigt

Fortsættes >

> Fortsat

Noter

	30.06.14 (t.kr.)	31.12.13 (t.kr.)
1 **Finansielle Instrumenter**		
Børsnoterede finansielle instrumenter	84%	92%
Finansielle instrumenter noteret på andet reguleret marked	5%	3%
Andre aktiver og passiver	11%	5%

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

Formue fordelt på lande		
Danmark	22%	25%
Tyskland	16%	20%
Storbritanien	11%	9%
USA	23%	25%
Andre inklusiv kontanter	28%	21%

Formue fordelt på Kreditværdig, obligationer		
Investment grade AAA-AA	20%	16%
Investment grade A-BBB	6%	6%
Ingen rating	8%	4%
Andre inklusiv kontanter/aktier	66%	74%

Sekltorfordeling		
Stabile forbrugsgoder	22%	30%
Health Care	14%	17%
Industri	6%	7%
Andre inklusiv kontanter & obligationer	58%	46%

> Fortsat

Noter

		30.06.14		31.12.13
2 **Medlemmernes formue**		**(t.kr.)**		(t.kr.)
	Cirk. Beviser	**Formue**	**Cirk. Beviser**	**Formue**
Formue primo	179.949	227.007	143.079	156.466
Emissioner i året	26.385	33.480	44.170	52.582
Indløsninger i året	0	0	7.300	8.602
Nettoemissionstillæg og netto indløsningsfradrag		36		85
Overført fra resultatopgørelsen		13.465		26.476
Formue ultimo	**206.334**	**273.988**	**179.949**	**227.007**

	30.06.14	30.06.13	30.06.12	30.06.11*
3 **Femårsoversigt**				
Halvårets nettoresultat (t.kr.)	13.465	11.886	2.336	-109
Medlemmernes formue (t.kr.)	273.988	188.779	123.103	25.238
Cirkulerende andele (t.kr.)	206.334	160.749	116.529	25.220
Indre værdi	132,79	117,44	105,64	100,07
Omkostninger (%)	1,21	1,74	1,14	0,24
Omkostninger eksklusiv performance fee (%)	0,52	0,64	0,87	0,24
Halvårets afkast (%)	5,26	7,38	3,48	0,09
Sharpe ratio	1,92	-	-	-

*) Regnskabsåret omfatter perioden 20.06 - 30.06.2011

stonehenge

Stonehenge Fondsmæglerselskab A/S
Hasseris Bymidte 3 · DK-9000 Aalborg · Tel. +45 72 20 72 70 · www.stonehenge.dk