

stonehenge 

Hellere langsomt rig end hurtigt fattig

Comeback til de defensive aktier?

Vi forventer et stærkt comeback til defensive aktier i 2018 og 2019

- Usædvanlig stor afkastforskel mellem cykliske og defensive aktier siden midten af 2016 Side 3
- ... som kun i begrænset omfang kan forklares ud fra forskelle i indtjeningsvæksten Side 4
- Stigningerne i de cykliske aktier har især været trukket af FANG-aktierne Side 5
- ... som isoleret set har fulgt en eksplosiv kursudvikling i stil med Nasdaq i 1999 og 2000 Side 5
- ... og som understøttes af samme euforiske stemning som dengang Side 7
- ... samt den massive bevægelse fra aktiv til passiv forvaltning Side 8
- Hvis FANG-aktierne kolliderer spontant på samme måde som Nasdaq gjorde i marts 2000... Side 9
- ... vil defensive valueaktier sandsynligvis give stor beskyttelse Side 9
- Defensive aktier er grundlæggende det trygge valg for en langsigtet investor... Side 10
- ... og vores portefølje med defensive valueaktier har aldrig været billigere Side 11

Defensive aktier har været umoderne de seneste 20 måneder

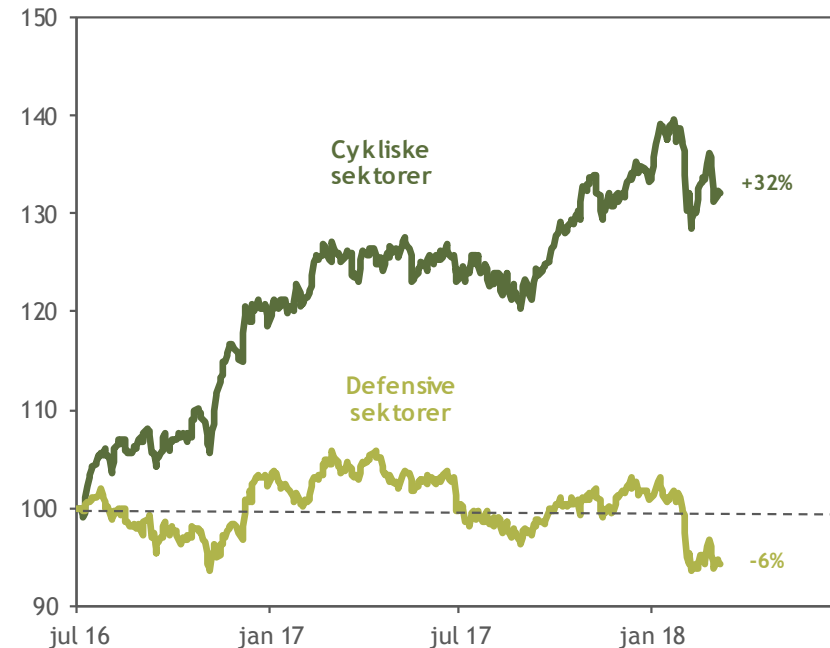
Investorerne har i usædvanlig grad foretrukket cykliske aktier og fravalgt defensive aktier

MSCI World i DKK



Kilde: Bloomberg, Stonehenge Fondsmæglerselskab

MSCI World i DKK



Kilde: Bloomberg, Stonehenge Fondsmæglerselskab

De cykliske sektorer er gennemsnittet af finans, industri, IT, cyklisk forbrug og materialer.
De defensive sektorer er gennemsnittet af stabilt forbrug, sundhed, telekom, forsyning og energi.

Opdateret pr. 07-03-2018

... men de defensive sektorer oplever også stigende indtjening og ”burde” derfor være steget næsten ligeså meget som de cykliske

Årlig ændring i indtjeningen (MSCI World sektorindeks)

	Finans	Cyklisk forbrug	IT	Industri	Materialer	Cykliske sektorer
2014	-1,1%	2,3%	11,9%	4,4%	3,5%	4,2%
2015	2,5%	5,0%	-0,9%	-7,0%	-21,1%	-4,3%
2016	4,0%	10,7%	-5,0%	-0,4%	9,4%	3,7%
2017	9,7%	14,0%	29,2%	22,6%	34,9%	22,1%
2018F	25,0%	19,4%	38,0%	20,9%	28,2%	26,3%

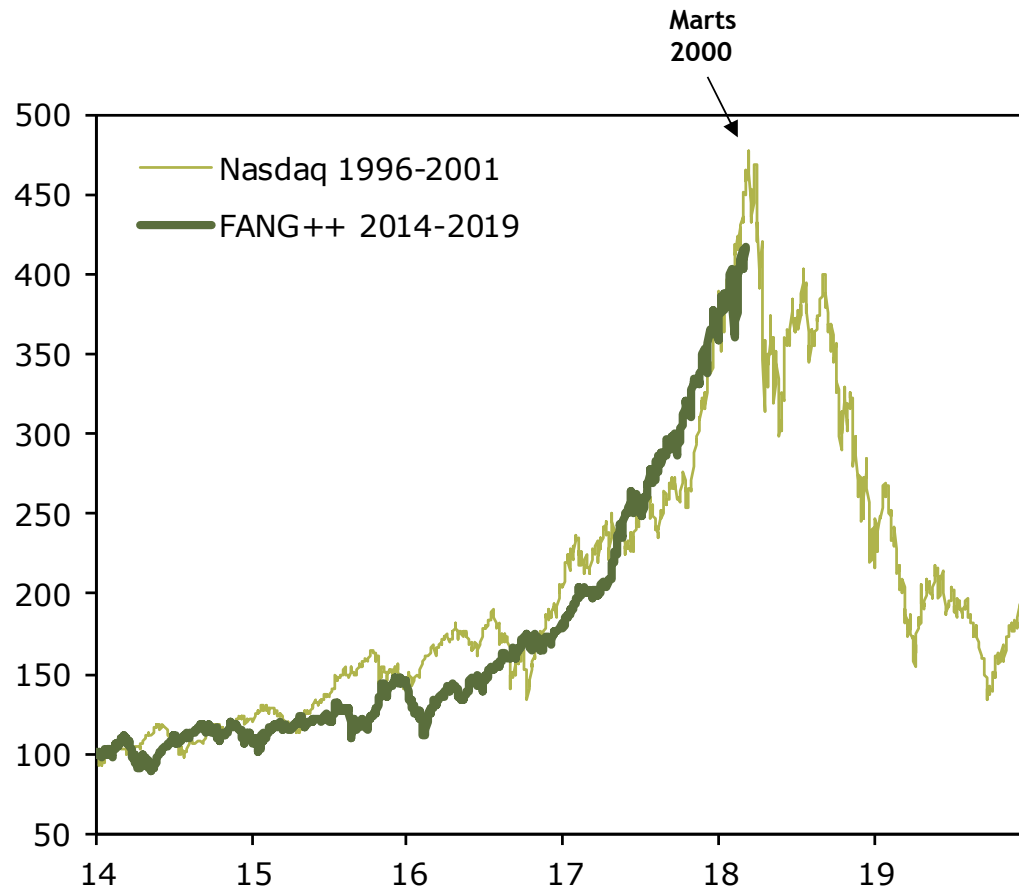
	Stabilt forbrug	Sundhed	Energi	Telekom	Forsyning	Defensive sektorer
2014	-1,0%	3,3%	-8,1%	14,1%	-2,4%	1,2%
2015	-4,1%	-5,1%	-56,4%	-1,4%	-5,4%	-14,5%
2016	1,7%	10,0%	-50,3%	0,2%	35,8%	-0,5%
2017	9,3%	9,0%	128,3%	11,7%	-5,3%	30,6%
2018F	17,7%	30,6%	61,6%	22,0%	-1,8%	26,0%

	MSCI World	Defensive sektorer Ex. Energi
2014	3,8%	3,5%
2015	-9,3%	-4,0%
2016	1,0%	11,9%
2017	18,0%	6,1%
2018F	27,4%	17,1%

Kilde: Bloomberg, Stonehenge Fondsmæglerselskab

Udviklingen i FANG-aktierne minder om IT-boblen

Stigningerne i de cykliske aktier er især trukket af en eksplosiv udvikling i FANG-aktierne



Kilde: Bloomberg, Stonehenge Fondsmæglerselskab

Kursændring i 2017:

Facebook	53,4%
Amazon	56,0%
Netflix	55,1%
Google	32,9%
FANG	50,2%
Apple	46,1%
Tesla	45,7%
Twitter	47,3%
NVIDIA	81,3%
Alibaba	96,4%
Baidu	42,5%
FANG+	58,8%
Bitcoin	1403,2%
FANG++	101,2%

Kursændring i 2018:

Facebook	4,1%
Amazon	32,1%
Netflix	67,3%
Google	5,9%
FANG	25,4%
Apple	3,4%
Tesla	6,7%
Twitter	48,9%
NVIDIA	25,0%
Alibaba	9,6%
Baidu	9,8%
FANG+	20,6%
Bitcoin	-30,5%
FANG++	15,8%

Pr. 07-03-2018

En boble tager som regel afsæt i en ægte revolution

Gode aktieudsigter, men lidt for euforisk stemning

Den globale økonomi er i klar fremgang og 2018 ventes at byde på den højeste globale BNP-vækst i 7 år. Opsvinget har bredt sig til det meste af verden, og alle 35 OECD-lande opnåede positiv vækst i 2017. Med udsigt til fortsat lave renter, moderate råvarepriser og finanspolitiske lempelser i mange lande er det svært at se, hvad der skulle bremse væksten lige foreløbig. Derfor vil de fleste selskaber sandsynligvis komme til at opleve stigende omsætning og indtjening, og vi forventer, at indtjeningsvæksten bliver 2-cifret igen i år. Så forudsætningerne for et rigtig godt aktieår er afgjort til stede.

Høje forventninger

Efter en længere periode med gode nyheder, stærke økonomiske nøgletal og et positivt aktiemarked er stemningen blandt investorerne imidlertid skiftet markant fra pessimisme til stor optimisme grænsende til eufori. De amerikanske aktieinvestorer er f.eks. blevet unormalt optimistiske (se figur 1) og de høje forventninger øger sårbarheden overfor negative overraskelser. Der skal således ikke så meget til at skuffe i den nuværende situation – og vi ser øget risiko for en kurskorrektur.

FANG-boblen tæt på bristepunktet

I den henseende er de cykliske vækstaktier mest sårbare og især de såkaldte FANG-aktier, som er løbet særligt langt foran selskabernes reelle resultater. Figur 2 viser udviklingen i de 10 aktier i FANG+ indekset (Facebook, Amazon, Netflix, Google, Apple, Tesla, Twitter, NVIDIA, Alibaba og Baidu) samt kryptovalutaen Bitcoin – og vi ser den eksplosive kursudvikling som et tegn på et overdrevent spekulativt miljø, som nu er tæt på bristepunktet.

Når en revolution løber løbsk

En spekulativ boble tager som regel afsæt i en ægte revolution, hvor en afprøvet forretningsmodel bliver udfordret af en ny og smartere forretningsmodel. Boblen opstår, når troen på det "nye paradigme" løber løbsk og vedvarende bruges som argument for højere og højere kurser. Som i 1990'erne, hvor internettet og

mobltelefonen vitterlig vendte fuldstændig op og ned på mange selskabers virkelighed. Men kursudviklingen løb løbsk og kulminerede i IT-boblen, som spontant bristede i marts 2000 uden nogen særlig udløsende faktor. I de efterfølgende år faldt Nasdaq indekset kraftigt, og det var bestemt ikke fordi internettet og mobiltelefonen blev en fiasko, men simpelthen fordi forventningerne og kurserne var blevet alt for høje. Det betød omvendt et stort comeback til mange "gammeldags" aktier, som i mellemtiden var blevet meget billige.

Online salg udfordrer detailbutikkerne

På samme måde er der ingen tvivl om, at online salg i dag er en alvorlig udfordring for mange etablerede detailbutikker. Og teknologien bag kryptovalutaer er sikkert kommet for at blive. Men aktier relateret til online salg og kryptovalutaer er nu blevet så dyre, at der skal meget lidt til for at udløse en kraftig korrektion. Aktierne i FANG+ indekset er blandt verdens største selskaber og kerneinvesteringer i stort set alle brede indekser (ETF'ere). Så en kraftig korrektion i disse aktier vil påvirke rigtig mange investorer negativt. Til gengæld vil kurserne på mange gammeldags detailbutikker som Matas og H&M formentlig klare sig noget bedre. Ikke fordi "online revolutionen" slog fejl – men fordi online vækstaktierne er blevet for dyre og fordi de stabilt indtjenende detailaktier omvendt er blevet for billige.

Vi fastholder maksimal aktievægt

Konklusionen fra vores modeller er, at der stadig er grund til at fastholde maksimal eksponering mod aktiemarkedet pga. den stærke økonomi – men man skal se sig for. Risikoen for en korrektion er stigende og udløsende faktorer kunne være øgede geopolitiske spændinger, valget i Italien den 4. marts, pludseligt stigende markedsrenter eller et spontant kollaps i FANG+ aktierne. Hvis vi ser tegn på dette, vil vi hurtigt sænke aktieandelen – og i mellemtiden sover vi godt, fordi vi ikke har nogen FANG+ aktier i porteføljerne, og fordi vi altid investerer i stabilt indtjenende valueselskaber med lav gæld.

FANG-selskaberne har oplevet en fantastisk vækst pga. gode forretningsmodeller som næsten alle er relateret til dygtig håndtering af online salg

Fremtiden ser lys ud for online salg i almindelighed og FANG-selskaberne i særdeleshed

Men derfor kan du alligevel tabe store penge som investor i selskaberne i de kommende år

Simpelthen fordi kurserne er kommet alt for højt op

Der er stigende tegn på eufori

Majority of Americans say they are satisfied with the economy at levels not seen since dotcom boom, NBC/WSJ poll finds

- Americans are feeling good about the economy, a new NBC News/Wall Street Journal poll finds.
- The unpopular tax bill may be growing on some Americans.
- While President Trump gets high marks on the economy, his approval rating remains remarkably low.

[Christine Wang | @christiiiiieeee](#)

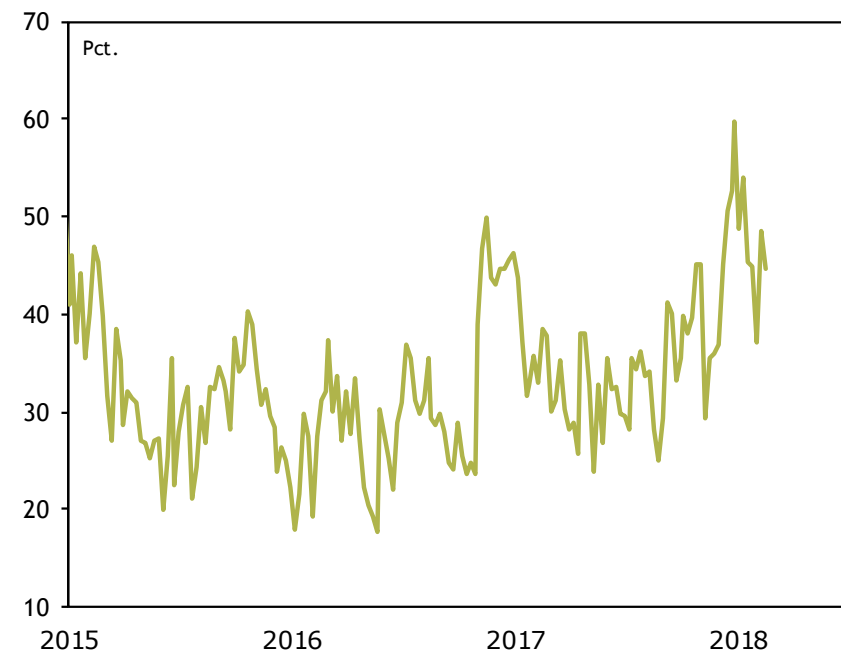
Published 5:00 PM ET Fri, 19 Jan 2018 | Updated 5:17 PM ET Fri, 19 Jan 2018



Americans are now as satisfied with the U.S. economy as they were during the dotcom boom, a new poll from NBC News and The Wall Street Journal found.

Sixty-nine percent of Americans said they were satisfied or somewhat satisfied with economic conditions in the country. That figure is up sharply from the mere 37 percent who said they were satisfied in June 2015.

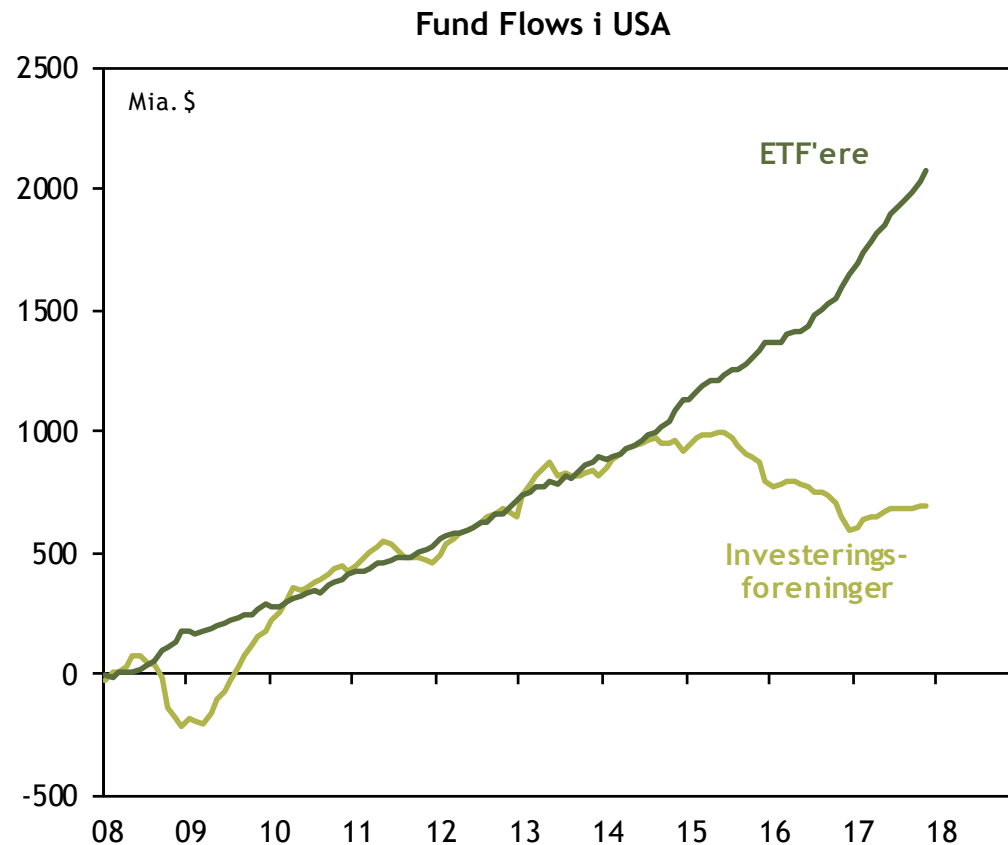
Andel investorer som forventer stigende aktiekurser (USA)



Kilde: AAll

... og FANG-aktierne understøttes yderligere af den massive bevægelse fra aktiv til passiv forvaltning

Grundet FANG-aktiernes størrelse får de automatisk del i en stigende andel af investorernes midler



Kilde: ICI

Top 10 investeringer i MSCI World

	Float Adj Mkt Cap (USD Billions)	Index Wt. (%)
APPLE	874.11	2.16
MICROSOFT CORP	625.91	1.55
AMAZON.COM	477.52	1.18
FACEBOOK A	418.27	1.03
JPMORGAN CHASE & CO	376.32	0.93
JOHNSON & JOHNSON	375.01	0.93
EXXON MOBIL CORP	354.39	0.88
ALPHABET C	327.48	0.81
ALPHABET A	313.96	0.78
BANK OF AMERICA CORP	295.86	0.73
Total	4,438.83	10.97

Kilde: MSCI fact sheet

Hvad kan vi lære af den bristede IT-boble i 2000?

Den 10. marts 2000 toppede Nasdaq med et ÅTD afkast på 24,1%

Afkast for kalenderåret 2000 (målt i USD):

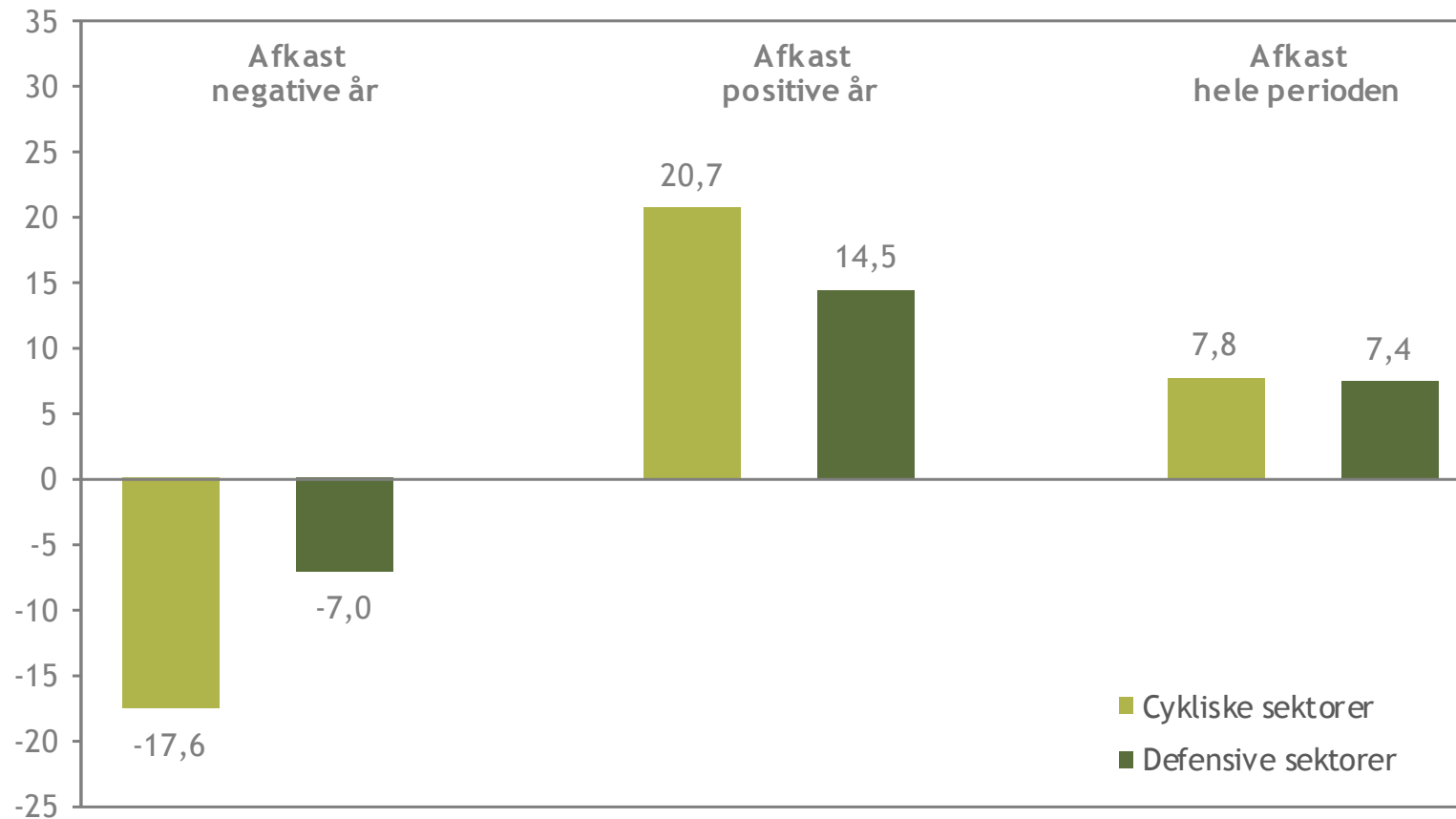
NASDAQ	-39,3%
S&P500	-10,1%
MSCI World	-13,2%
MSCI World Growth	-25,7%
MSCI World Value	+0,1%
MSCI World stabilt forbrug	+9,1%
MSCI World sundhed	+25,5%



Kilde: Bloomberg

Defensive aktier er (stadig) det smarte og trygge valg på lang sigt

Afkast på globale aktier 1995-2017



Kilde: Bloomberg, Stonehenge Fondsmæglerselskab

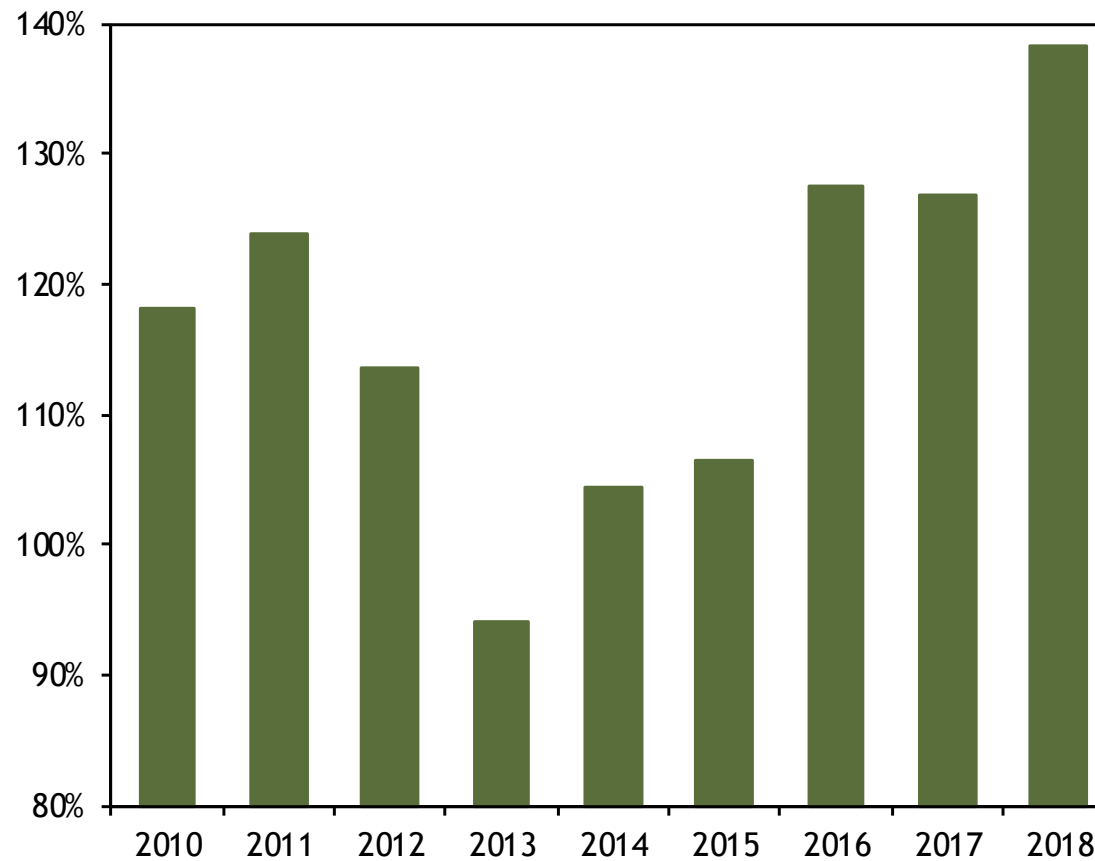
Figuren viser sektorafkast for perioden 1995-2017 baseret på MSCI's sektorindeks i danske kroner. De cykliske sektorer er gennemsnittet af finans, industri, IT, cyklisk forbrug og materialer. De defensive sektorer er gennemsnittet af stabilt forbrug, sundhed, telekom, forsyning og energi. De negative år er 2000, 2001, 2002, 2007, 2008 og 2011, mens de positive år er alle øvrige år. Afkastet for hele perioden er det gennemsnitlige annualiserede afkast.

Historiske afkast er ikke en pålidelig indikator for fremtidige afkast - afkastet kan blive negativt

MARKEDSFØRINGSMATERIALE

Vores portefølje har aldrig været billigere

Afstand til beregnet fair værdi



Portefølje med 36 solide valueaktier fra Europa og USA

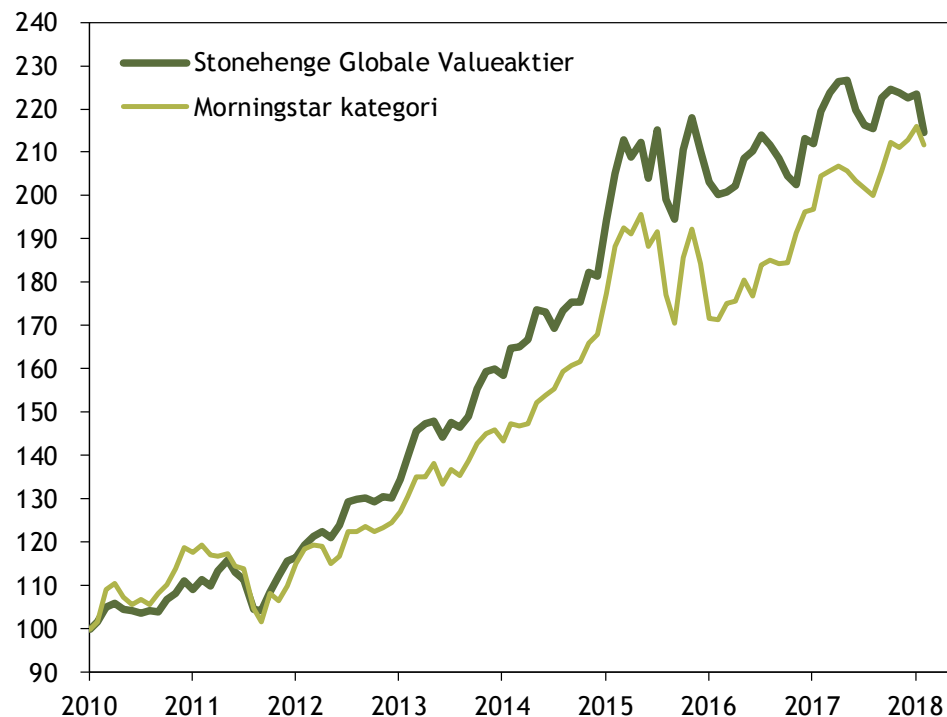
Kilde: Stonehenge Fondsmæglerselskab

Stonehenge Globale Valueaktier

Afkast efter omkostninger



Vores permanente overvægt af defensive aktier har gjort det svært at følge med markedet de seneste 2 år, men de defensive aktier beskyttede som tilsigtet i 2011 - og vil formentlig også beskytte, hvis FANG-boblen brister



Morningstar kategori: Aktier, Globale Large Cap Blend

Afkastene for 2010 er målt fra startdatoen den 28. januar 2010.

Afkastene for 2018 er opgjort pr. 28. februar 2018

Kilde: BI Management, morningstar.dk

	Stonehenge Globale Valueaktier	Morningstar kategori
2010	11,2%	18,7%
2011	4,0%	-7,3%
2012	12,8%	13,1%
2013	22,8%	17,3%
2014	13,3%	15,1%
2015	15,9%	9,6%
2016	1,4%	6,5%
2017	4,4%	8,5%
2018	-3,6%	-0,6%

Siden start	114,4%	111,6%
Årligt	9,9%	9,7%
Std.afv.	9,1%	9,9%

Historiske afkast er ikke en pålidelig indikator for fremtidige afkast - afkastet kan blive negativt

MARKEDSFØRINGSMATERIALE

Vores mission og investeringsstrategi

Vi vil være det stabile fundament i dine investeringer

Vores aktiefonde:

- Altid 50%-100% defensive aktier
- Altid 0% finansaktier
- Altid 100% valueaktier

Value Mix:

- Altid 25%-75% valueaktier
- Konsekvent modelbaseret risikostyring

Formål: At minimere risikoen for permanente tab og samtidig få et fornuftigt positivt afkast



Hvis du har spørgsmål
til denne præsentation

Hvis du ønsker at høre mere om Stonehenge,
vores investeringstilgang eller vores fonde



Frank Sørensen
Investeringsdirektør
Mobil: 61 37 18 88
Email: fs@stonehenge.dk



Ove Lauritzen Jensen
Kundechef (Midtjylland & Fyn)
Mobil: 61 61 33 24
Email: oj@stonehenge.dk



Flemming Vognsen
Kundechef (Nordjylland)
Mobil: 30 15 36 49
Email: fv@stonehenge.dk



Thomas Beltner
Kundechef (Sjælland)
Mobil: 31 13 00 66
Email: tb@stonehenge.dk

Disclaimer

Denne publikation er udgivet af Stonehenge som markedsføringsmateriale og kan ikke anses som investeringsanalyse eller som en anbefaling. Publikationen er baseret på offentligt tilgængeligt materiale, som Stonehenge anser for at være pålidelig samt egne beregninger. Stonehenge tager forbehold for fejl i kilder, trykfejl og beregningsfejl. Alle vurderinger er udført på den angivne dato og kan ændres uden videre.

Historiske afkast, vurdering af gevinstpotentiale og værdiansættelsesmæssige betragtninger kan ikke opfattes som garanti for fremtidigt afkast. Den fremtidige kursudvikling og/eller det fremtidige afkast kan blive negativt og gevinster eller tab kan blive forøget eller formindsket som følge af valutakursudsving.

Anbefalingerne skal ikke opfattes som tilbud om køb eller salg af de pågældende værdipapirer og Stonehenge påtager sig ikke rådgiveransvar for dispositioner foretaget på baggrund af materialet.

Såfremt materialet indeholder oplysninger om en særlig skattebehandling, skal investorer være opmærksomme på, at skattebehandlingen afhænger af den enkelte investors individuelle situation og kan ændre sig fremover.

Gengivelsen af publikationen eller dele heraf er ikke tilladt uden forudgående samtykke fra Stonehenge.

Stonehenge Fondsmæglerselskab - Hasseris Bymidte 3 - 9000 Aalborg - Tlf. 72 20 72 70

stonehenge 



STONEHENGE FONDSMÆGLERSELSKAB A/S
Hasseris Bymidte 3, 9000 Aalborg
Tlf.: +45 7220 7270
E-mail: info@stonehenge.dk
www.stonehenge.dk