

Investeringsforeningen

stonehenge



HALVÅRSRAPPORT 2015

Investeringsforeningen

stonehenge



HALVÅRSRAPPORT 2015

Indhold

Foreningsoplysninger	2	Stonehenge Obligationer	16
Ledelsesberetning	3	Kommentarer og forventninger	16
Årets udvikling	3	Resultatopgørelse	17
Påtegninger	10	Balance	17
Ledelsespåtegning	10	Noter	18
Anvendt regnskabspraksis	11	Stonehenge Value Mix Akkumulerende	20
Stonehenge Globale Valueaktier	12	Kommentarer og forventninger	20
Kommentarer og forventninger	12	Resultatopgørelse	21
Resultatopgørelse	13	Balance	21
Balance	13	Noter	22
Noter	14		

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

PwC
Statsautoriseret Revisionspartnerselskab

Depotbank

Ringkjøbing Landbobank

Ledelsesberetning

Investeringsforeningen Stonehenge består af tre afdelinger. Hver afdeling aflægges 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 administrationselskab. Det er med til at sikre en omkostningseffektiv drift.

Afdelingerne påvirkes af mange af de samme forhold, selvom de investerer i forskellige typer af værdipapirer og følger forskellige strategier. Eksempelvis kan udsving i den globale vækst påvirke afkast og risiko i alle afdelinger. Derfor er det valgt at beskrive den overordnede markedsudvikling, de generelle risici og foreningens risikostyring i et fælles afsnit for alle afdelinger i 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 660,7 mio. kr. og er i løbet af regnskabsåret steget til 733,4 mio. kr. – svarende til en stigning på 11%. Ud af denne formuestigning er der nettoemissioner for 8,7 mio. kr. og foreningen har i den forbindelse kunne byde velkommen til flere nye investorer. Samtidig har foreningens investeringer resulteret i en formuestigning på 70,2 mio. kr. Der blev udbetalt 6,3 mio. kr. i udbytte i forbindelse med generalforsamlingen i april 2015.

Markedsudvikling

Det globale opsving fortsatte i første halvår af 2015 med den europæiske økonomi som det helt store lyspunkt. Efter den skuffende udvikling sidste år tog europæiske aktier således revanche, og de toneangivende indeks leverede flotte afkast på 10-15% i første halvår. De globale aktiemarkeder leverede også generelt pæne afkast, og målt på MSCI World steg globale aktier 11,7%.

Halvåret var dog præget af usædvanligt store ændringer i valutakurserne, hvilket påvirkede mange landeafkast. Amerikanske aktier gav eksempelvis et nul-afkast i lokalvaluta, men blev positivt påvirket af en stigning i dollaren på omkring 9%. Kursen på schweizerfranc steg næsten 16%, idet den schweiziske

nationalbank meget overraskende opgav at forsvare kursloftet over for euroen i midten af januar. Danmark blev i den forbindelse kortvarigt ramt af en "omvendt" kronekrise med stort pres op på kronen, men Nationalbanken forsvarede fastkurspolitikken effektivt, og presset aftog efter et par måneder. Kursen på britiske pund steg endvidere knap 10%, og kursen på japanske yen steg over 6%.

Obligationer gav generelt gode afkast i årets første måneder, idet renterne faldt yderligere og satte nye bundrekorder i Europa. Renterne steg dog brat i maj og juni, og mange obligations typer endte med at tabe hele afkastet igen. Målt på Nykredits Totalindeks endte danske realkreditobligationer f.eks. halvåret med et negativt afkast på 3,1%.

Foreningens tre afdelinger opnåede flotte halvårsafkast. Aktieafdelingen gav et afkast på 12,5%, mens obligationsafdelingen gav et afkast på 2,5% efter alle omkostninger. Den blandede afdeling, Value Mix, gav et afkast på 9,2%. Disse afkast var meget konkurrencedygtige, idet alle tre afdelinger gav et afkast, der var højere end gennemsnittet af tilsvarende afdelinger i Europa (ifølge det uafhængige analysebureau Morningstar).

Afdeling Value Mix klarede sig særligt godt og slog 93% af konkurrenterne, bl.a. fordi afdelingen havde en stor overvægt af aktier gennem hele halvåret. Foreningens aktieafdeling blev positivt påvirket af en kraftig stigning i amerikanske Kraft Foods i forbindelse med fusionsplaner med H.J. Heinz. Det var fjerde gang på to år, at et selskab i porteføljen blev forsøgt opkøbt eller fusioneret, hvilket viser styrken i vores fair value-beregninger. Foreningens obligationsafdeling klarede sig også godt i forhold til tilsvarende afdelinger, idet afdelingens meget defensive eksponering med primært korte obligationer delvist beskyttede formuen, da renterne steg kraftigt i maj og juni. Grundet de usædvanlige forhold på obligationsmarkederne har vi længe prioriteret beskyttelse højere end afkast i afdelingen. Det medførte et beskedent afkast i 2013 og 2014, mens første halvår 2015 har illustreret nogle af fordelene ved strategien.

Markedsudviklingen er i store træk forløbet, som vi forventede ved årets start. Afkastene var for alle tre afdelinger således på niveau med de forventninger, vi gav udtryk for i årsrapporten for 2014, hvor vi målt på helåret 2015 ventede positive aktieafkast i niveauet 15-20% og positive obligationsafkast i niveauet 1-3%.

Den økonomiske udvikling

Efter en længere periode med skuffende vækst og meget lav inflation lancerede Den Europæiske Centralbank i starten af året et historisk banebrydende program med omfattende kvantitative lempelser. Centralbanken vil således købe obligationer for 60 mia. euro om måneden frem til mindst september 2016. Annonceringen af disse planer medførte et markant rentefald, hvor mange renter endda nåede langt ned i negativt terræn. Selv tyske statsobligationer med en løbetid på op til syv år gav i en periode en negativ rente. Dette rentefald pressede kursen på euro endnu længere ned, og den potente cocktail med ekstremt lave renter, en særdeles konkurrencedygtig valuta og væsentligt lavere energipriser fik tilsammen endelig sparket gang i det europæiske opsving.

Minsk-aftalen om våbenhvile i Ukraine var også en positiv faktor, idet spændingerne mellem Rusland og Europa efterfølgende aftog. Halvåret bød således på en lang række opløftende nøgletal fra eurozonen, og der er nu almindelig enighed om, at det europæiske opsving omsider er gået ind i en bæredygtig og selvforstærkende fase.

Grækenland skabte dog atter en vis uro, idet den nyvalgte Syriza-regering ønskede et opgør med de seneste års sparekurs. Det bragte Grækenland og de øvrige eurozone-lande på kollisionskurs og skabte stor usikkerhed om Grækenlands fremtid i eurozonen. Ved halvårets slutning stod parterne stadig stejlt over for hinanden, men uroen på finansmarkederne var behersket, og der var ingen tegn på smitte til de øvrige sydeuropæiske lande.

Den amerikanske økonomi fortsatte også fremad, men bød ligesom forrige år på overraskende svag vækst i årets første kvartal. Det skyldtes dog midlertidige forhold i form af endnu en streng vinter samt omfattende strejker blandt havnearbejderne på vestkysten, og i løbet af foråret kom der atter tegn på stærk vækst. Den amerikanske centralbank signalerede efterfølgende, at den første renteforhøjelse i mange år vil være sandsynlig i løbet af andet halvår. Det var med til at forstærke presset på de lange renter i maj og juni.

Japan voksede pænt i første halvår og viser nu mange tegn på at have absorberet momsforhøjelsen i april 2014. Kina fortsatte det gradvise fald i vækstraten, og tidligere vækstdynamoer som Brasilien og Rusland er gået markant ned i gear. Den internationale valutafond vurderer, at den samlede vækst i verdensøkonomien aktuelt er omkring 3,5%, hvilket er på niveau med udviklingen i 2014. Sammensætningen af væksten har dog ændret sig, idet de avancerede økonomier bidrager mere til væksten end tidligere, mens de nye markeder bidrager mindre.

Forventninger til 2015

Foreningen forventer overordnet, at de positive takter fra første halvår fortsætter i andet halvår og ind i 2016. Året har indtil

videre været et særligt positivt vendepunkt for Europa, og vi forventer, at den positive udvikling fortsætter. Efter syv års krise med tilbageholdt forbrug og investeringer tyder meget således på et væsentligt stærkere europæisk opsving, og der er efter vores vurdering udsigt til den højeste vækst i eurozonen i 4-5 år. Det vil i givet fald medføre kraftige stigninger i de europæiske virksomheders indtjening, hvormed Europa vil indhente noget af efterslæbet i forhold til USA. Europæiske aktier er samtidig billige, både absolut og relativt til andre aktiemarkeder. Foreningen venter derfor fortsat, at europæiske aktier kan stige helt op til 20-25% i år. Denne forventning forudsætter dog, at uroen om Grækenlands fremtid i eurozonen bliver afklaret, uden at den smitter af på de øvrige lande og dermed risikerer at afbøje væksten. Der skal være valg i Spanien i løbet af andet halvår, og protestpartiet Podemos står aktuelt stærkt i meningsmålingerne. Dermed er der risiko for en ny runde uro i stil med Grækenland. Overordnet er vi dog ret sikre på, at den positive fundamentale udvikling vil veje væsentligt tungere end en eventuel politisk uro.

Amerikanske aktier ventes også stadig at klare sig godt. Den amerikanske økonomi ventes at vokse med mindst 2,5%, og dollaren vil formentlig blive yderligere styrket i andet halvår. Derfor er amerikanske aktier stadig attraktive. Udsigten til en stramning af pengepolitikken mod slutningen af året dæmper dog potentialet i amerikanske aktier på kort sigt, da aktierne plejer at handle sidelæns omkring starten på pengepolitiske stramninger. Udsigterne for 2016 og længere frem er dog stadig positive efter vores vurdering.

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

Vækstøkonomierne på de nye markeder ventes at vokse lidt kraftigere end i 2014, men den mangeårige periode med meget høj vækst er sandsynligvis slut. Kina ventes eksempelvis at vokse omkring 6-7% mod den tidligere norm på 10%, og lande som Brasilien og Rusland ventes at vokse meget svagt eller negativt i 2015. Perioder med stigende dollar og stramninger af den amerikanske pengepolitik plejer endvidere at være udfordrende for aktierne og økonomierne på de nye markeder. Der er også stadig en risiko for en hård økonomisk landing i Kina, selvom sandsynligheden vurderes at være aftaget lidt relativt til sidste år. Aktier fra de udviklede lande ventes derfor at slå aktierne fra de nye markeder i andet halvår.

Samlet set er det foreningens vurdering, at det globale opsving vil vinde yderligere styrke i andet halvår trukket af de udviklede

økonomier. Det vil grundlæggende være positivt for aktiemarkedet. Grundet de ekstremt lave renter er der stadig ikke reelle alternativer til aktier ud fra en afkastbetragtning. Dermed kan øget kapitalindstrømning i aktiemarkedet trække kurserne yderligere op. Foreningen forventer således, at globale aktier vil stige 15-20% målt på helåret, hvilket svarer til et afkast pænt over det historiske gennemsnit. Obligationer ventes derimod at give meget lave eller negative afkast.

Obligationsmarkedet er efter vores vurdering ude af ligevægt, idet det lave renteniveau ikke kan forklares ud fra de fundamentale forhold. Stemningen og dynamikken på obligationsmarkedet minder os stadig om en boble, og på et overophedet marked kommer vendingen ofte uden varsel og med dramatiske og uventede konsekvenser. Trods bevægelsen mod nye rekordlave niveauer endte de lange markedsrenter med at stige brat i løbet af første halvår, og denne udvikling kan netop være første fase i en længerevarende rentekorrektion. Vi vurderer således, at der er udsigt til lave eller negative obligationsafkast i de kommende mange år. Markederne vil sandsynligvis godt kunne absorbere en gradvis korrektion med moderat stigende renter, men hvis renterne stiger meget kraftigt eller hurtigt, er der dog en risiko for, at det også vil påvirke aktierne negativt i en periode. Dette er efter foreningens opfattelse den primære risiko i andet halvår. Der er som altid også mange andre risikofaktorer, herunder risikoen for at en græsk exit fra EU og euroen mod forventningen smitter negativt af på øvrige lande i eurozonen.

Foreningens forsigtige og konservative tilgang til de finansielle markeder betyder, at vi altid udviser stor forsigtighed overfor markederne. Det er foreningens strategi at beskytte og dernæst øge investorenes kapital, hvilket betyder, at vi altid udviser stor forsigtighed over for markederne. Foreningen anbefaler aktuelt 65% aktier og 35% (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 investorenes kapital. Aktie- og obligationsandelene i foreningens afdeling, Value Mix Akkumulerende, følger altid anbefalingen fra Barometer og giver således foreningens medlemmer adgang til en 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. Foreningens rådgiver modtager et mindre fast årligt honorar, samt et variabelt resultatafhængigt honorar. Det resultatafhængige honorar udløses først når den enkelte afdelings afkast overstiger et vist niveau. Vi har som tidligere nævnt valgt denne

honorarmodel for at sikre at investor og investeringsrådgiver har en fælles interesse i at opnå et højt stabilt afkast med en forholdsvis beskeden risiko.

Foreningens ledelse

Foreningen har i 2015 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 fund governancepolitik følger

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

Videnressourcer

BI Management A/S er foreningens investeringsforvaltnings-selskab. 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.

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

- Investeringsmarkederne
- Investeringsbeslutningerne
- Driften af foreningen

Risici knyttet til investeringsmarkederne

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

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

Risici knyttet til investeringsbeslutningerne

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

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

Risici knyttet til driften af foreningen

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

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

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

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

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

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

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

Generelle risikofaktorer

Enkeltlande

Ved investering i værdipapirer i et enkelt land, for eksempel Danmark, er der risiko for, at det finansielle marked i det

pågældende land kan blive udsat for specielle politiske eller reguleringsmæssige tiltag. Desuden vil markedsmæssige eller generelle økonomiske forhold i landet, herunder også udviklingen i landets valuta og rente, påvirke investeringernes værdi.

Eksposering mod udlandet

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

Valutarisiko

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

Selskabsspecifikke forhold

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

Særlige risici ved obligationsmarkedet

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

Renterisiko

Renteniveauet varierer fra region til region, og skal ses i sammenhæng med blandt andet inflationsniveauet. Renteniveauet spiller en stor rolle for, hvor attraktivt det er at investere i blandt andet obligationer, samtidig med at ændringer i renteniveauet kan give kursfald/stigninger. Når renteniveauet

stiger, kan det betyde kursfald. Begrebet varighed udtrykker blandt andet kursrisikoen på de obligationer, vi investerer i. Jo lavere varighed, desto mere kursstabile er obligationerne, hvis renten ændrer sig.

Kreditrisiko

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

Refinansiering

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

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

Særlige risici ved aktiemarkedet

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

Risikovillig kapital

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

Samfundsansvar

Investeringsforeningen Stonehenge ønsker at fremstå som en moderne forening, der tager sit samfundsansvar alvorligt. Vi

ønsker at skabe gode afkast til vores medlemmer, og vi mener, at vi kan gøre det på en samfundsmæssig ansvarlig måde.

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

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

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

Investeringsforeningen Stonehenge har valgt at integrere principperne således:

- Inden der investeres i et selskab tjekkes nyeste eksemplar af udelukkelseslisten. Hvis det selskab der påtænkes at investere i, fremgår heraf, vil der ikke blive foretaget køb til porteføljen, medmindre det kan dokumenteres, at forholdene hos selskabet efterfølgende er blevet bragt i orden.
- To gange årligt kontrolleres porteføljerne for at afdække, om der er selskaber i porteføljen, der ikke længere overholder politikken, og hvilke foranstaltninger der skal træffes, hvis virksomheden i porteføljen ikke længere overholder principperne.
- Investeringsforeningens rådgiver, Stonehenge Fondsmæglerselskab, er pålagt at overholde denne politik og rapportere dette til bestyrelsen to gange årligt. Medlemmer af foreningen kan til enhver tid få foreningens politikker omkring samfundsansvar udleveret. Denne politik er udformet af Investeringsforeningen Stonehenge og tiltrådt af bestyrelsen og investeringsrådgiver.

aktier globale
obligationer

Investeringsforeningen Stonehenge



Ledelsespåtegning

Foreningens bestyrelse og direktion har dags dato aflagt og godkendt halvårsrapporten for 2015 for Investeringsforeningen Stonehenge (3 afdelinger).

Halvårsrapporten er aflagt i overensstemmelse med lov om investeringsforeninger mv.

Halvårsregnskaberne for de enkelte afdelinger giver et retvisende billede af de enkelte afdelingers aktiver og passiver, finansielle stilling pr. 30. juni 2015 samt af resultatet for regnskabsperioden 1. januar - 30. juni 2015.

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.

København, den 13. august 2015

Bestyrelse

Lone Sejersen, Formand

Jesper Brøchner Thing, Næstformand

Claus Thinggaard

Direktion

BI Management A/S

Christina Larsen, Direktør

Henrik Granlund, Vicedirektør

aktier globale
obligationer

Investeringsforeningen Stonehenge

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 2014.

Afdelingsberetninger

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 på børsen handles til priser, 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 halvårets slutning placeret i 34 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 12,5% i første halvår, hvilket foreningen betragter som meget tilfredsstillende. Verdensmarkedet steg i samme periode 11,7% målt på MSCI World. Afdelingens forsigtige investeringsstrategi med en overvægt af defensive sektorer som stabilt forbrug og sundhed betyder, at afdelingen sjældent kan følge med markedet i meget positive år, men til gengæld klarer sig noget bedre end markedet i de svage år. Set i dette lys er vi ekstra tilfredse med afkastet. Halvårets afkast blev bl.a. positivt påvirket af en kraftig stigning i amerikanske Kraft Foods i forbindelse med fusionsplaner med H.J. Heinz. Det var fjerde gang på to år, at et selskab i porteføljen blev forsøgt opkøbt eller fusioneret, hvilket viser styrken i vores fair value-beregninger.

Formueudvikling

Formuen var primo januar 2015 på 360,2 mio. kr. og er frem til den 30. juni 2015 steget til 445,4 mio. kr. Afdelingen udbetalte i april et udbytte på 2,80 kr. per investeringsbevis, svarende til 6,3 mio. kr. Eksklusive udbyttebetalingen er afdelingens formue dermed steget til 85,2 mio. kr. Heraf har afdelingen tjent ca. 44,2 mio. kr. via afkastet, mens resten af formuestigningen på 47,3 mio. kr. 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 globale aktier vil stige yderligere i andet halvår - især drevet af kraftigt stigende indtjening i de europæiske virksomheder. Vi ser således gode chancer for, at europæiske aktier vil klare sig ekstra godt i år med stigninger på helt op til 20-25% målt på helåret. Mere end 60% af afdelingens midler er ved halvårets slutning placeret i europæiske aktier, og denne betydelige overvægt vil derfor kunne trække afkastet pænt op. Cykliske aktier vil muligvis klare sig bedre end defensive aktier i 2015, men vi fastholder vores forsigtige strategi med en stor overvægt af defensive aktier. Vi forventer samlet set, at afdelingen stiger 15-20% i 2015. På lang sigt er det fortsat vores forventning, at afdelingen vil stige ca. 10% om året i gennemsnit. Der er dermed lagt op til, at 2015 kan blive et år med et afkast pænt over gennemsnittet.

Halvårsregnskab - Stonehenge Globale Valueaktier

> Fortsat

Resultatopgørelse	01.01.- 30.06.15	01.01.- 30.06.14
	(t.kr.)	(t.kr.)
Renter og udbytter	7.591	6.076
Kursgevinster og -tab	47.482	23.610
Administrationsomkostninger	10.109	4.416
Resultat før skat	44.964	25.270
Skat	779	862
Halvårets nettoresultat	44.185	24.408

Balance	30.06.15	31.12.14
	(t.kr.)	(t.kr.)
Aktiver		
¹ Likvide midler	38.914	21.233
¹ Kapitalandele	407.208	339.160
Andre aktiver	1.660	1.613
Aktiver i alt	447.732	362.006
Passiver		
² Medlemmernes formue	445.385	360.199
Anden gæld	2.397	1.807
Passiver i alt	447.732	362.006

³ Femårsoversigt

Fortsættes >

> Fortsat

Noter	30.06.15	31.12.14
	(t.kr.)	(t.kr.)
¹ Finansielle Instrumenter		
Børsnoterede finansielle instrumenter	91,4%	94,2%
Andre aktiver og passiver	8,6%	5,8%
<p>Specifikation af børsnoterede værdipapirer kan rekvireres ved at rette henvendelse til BI Management A/S.</p>		
Landfordeling		
USA	30%	33%
Tyskland	19%	19%
Storbritanien	15%	15%
Frankrig	9%	10%
Danmark	9%	7%
Andre inklusiv kontanter	18%	16%
Sektorfordeling		
Stabile forbrugsgoder	38%	38%
Health Care	23%	23%
Industri	8%	9%
Cykliske forbrugsgoder	9%	8%
Andre inklusiv kontanter	22%	22%

Halvårsregnskab - Stonehenge Globale Valueaktier

> Fortsat

Noter

		30.06.15		31.12.14	
		(t.kr.)		(t.kr.)	
² Medlemmernes formue	Cirk. Beviser	Formue	Cirk. Beviser	Formue	
Formue primo	209.301	360.199	191.665	296.475	
Udlodning fra sidste år vedrørende cirkulerende beviser		5.860		5.367	
Ændring i udbetalt udlodning p.g.a. emission/indløsning		-390		-249	
Emissioner i året	51.453	100.500	41.736	67.849	
Indløsninger i året	27.600	53.521	24.100	38.730	
Nettoemissionstillæg og netto indløsningsfradrag		272		199	
Overført fra resultatopgørelsen		44.185		40.022	
Formue ultimo	233.154	445.385	209.301	360.199	
	30.06.15	30.06.14	30.06.13	30.06.12	30.06.11
³ Femårsoversigt					
Halvårets nettoresultat (t.kr.)	44.185	24.408	20.611	7.971	1.168
Medlemmernes formue (t.kr.)	445.385	323.095	247.977	151.343	74.001
Cirkulerende andele (t.kr.)	233.154	196.745	177.865	122.439	65.446
Indre værdi	191,03	164,22	139,42	123,77	113,07
Omkostninger (%)	2,39	1,41	2,32	1,19	1,19
Halvårets afkast (%)	12,53	8,10	10,67	7,15	1,72
Sharpe ratio	1,56	-	-	-	-

Fortsættes >

Afdelingsberetninger

Investeringsprofil

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

Afkast

Stonehenge Obligationer realiserede et positivt afkast på 2,5% i første halvår, hvilket foreningen betragter som meget tilfredsstillende. JP Morgans globale obligationsindeks steg 5,1% i samme periode, men det skyldes primært valutaafkastet drevet af den stigende dollar. Barclays europæiske obligationsindeks faldt derimod 1,2%, og danske realkreditobligationer faldt over 3% målt på Nykredits Totalindeks. Afdelingen har gennem halvåret haft en meget lav varighed (rentefølsomhed), som beskyttede afdelingens midler delvist, da renterne steg kraftigt i maj og juni. Den lave varighed på lidt over 1 blev opnået ved, at afdelingen primært investerede i korte obligationer, som giver en meget lav rente. Vi prioriterede således beskyttelse højere end afkast, da vi så – og stadig ser – en stor risiko for stigninger i de lange markedsrenter. Porteføljen har gennem halvåret endvidere haft eksponering mod USD, GBP, NOK og SEK, da vi har positive forventninger til disse valutaer på lang sigt. Eksponeringen mod disse valutaer har bidraget positivt til afkastet i første halvår, idet de fire valutaer er styrket mellem 2% og 10% over for danske kroner.

Formueudvikling

Afdelingen startede året med en formue på 47,8 mio. kr. Formuen er pr. den 30. juni 2015 på 37,3 mio. kr. Afdelingens formue er dermed faldet med 10,5 mio. kr. Afdelingen har tjent ca. 1,3 mio. kr. via afkastet, mens der er foretaget nettoindløsninger for 11,8 mio. kr.

Forventninger

Som det fremgår af ledelsesberetningen, ser vi en stor risiko for, at de lange renter fortsætter med at stige, da obligationsmarkedet er ude af ligevægt med unaturligt lave renter. 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 USD, GBP, NOK og SEK ventes også fastholdt, idet disse positioner forventes at kunne bidrage med et positivt afkast, selvom renterne stiger. Samlet set forventer vi derfor at kunne skabe et svagt positivt afkast i 2015 i niveauet 2-4%. 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 0,76%.

Halvårsregnskab - Stonehenge Obligationer

> Fortsat

Resultatopgørelse	01.01.- 30.06.15	01.01.- 30.06.14
	(t.kr.)	(t.kr.)
Renter og udbytter	523	632
Kursgevinster og -tab	1.190	-93
Administrationsomkostninger	458	448
Resultat før skat	1.255	91
Halvårets nettoresultat	1.255	91

Balance	30.06.15	31.12.14
	(t.kr.)	(t.kr.)
Aktiver		
¹ Likvide midler	4.738	5.522
¹ Obligationer	32.314	41.690
Andre aktiver	301	688
Aktiver i alt	37.353	47.900
Passiver		
² Medlemmernes formue	37.317	47.819
Anden gæld	36	81
Passiver i alt	37.353	47.900

³ Femårsoversigt

Fortsættes >

> Fortsat

Noter	30.06.15	31.12.14
	(t.kr.)	(t.kr.)
¹ Finansielle Instrumenter		
Børsnoterede finansielle instrumenter	82,1%	87,2%
Finansielle instrumenter noteret på andet reguleret marked	4,5%	0,0%
Andre aktiver og passiver	13,4%	12,8%
<p>Specifikation af børsnoterede værdipapirer kan rekvireres ved at rette henvendelse til BI Management A/S.</p>		
Formue fordelt varighed		
Varighed < 2 år	89%	74%
Varighed 2-5 år	11%	26%
Kreditværdighed		
Investment grade AAA-AA	46%	44%
Investment grade A-BBB	36%	26%
Non Investment grade BB-CCC	0%	3%
Ingen rating	0%	14%
Andre inklusiv kontanter	18%	13%

Halvårsregnskab - Stonehenge Obligationer

> Fortsat

Noter

		30.06.15		31.12.14	
		(t.kr.)		(t.kr.)	
² Medlemmernes formue	Cirk. Beviser	Formue	Cirk. Beviser	Formue	
Formue primo	47.113	47.819	46.164	46.551	
Udlodning fra sidste år vedrørende cirkulerende beviser		0		231	
Ændring i udbetalt udlodning p.g.a. emission/indløsning		0		-38	
Emissioner i året	6.649	6.898	16.911	17.084	
Indløsninger i året	17.900	18.694	15.962	16.224	
Nettoemissionstillæg og netto indløsningsfradrag		39		63	
Overført fra resultatopgørelsen		1.255		614	
Formue ultimo	35.862	37.317	47.113	47.819	
	30.06.15	30.06.14	30.06.13	30.06.12	30.06.11
³ Femårsoversigt					
Halvårets nettoresultat (t.kr.)	1.255	91	-1.300	733	-799
Medlemmernes formue (t.kr.)	37.317	54.587	65.683	63.352	50.864
Cirkulerende andele (t.kr.)	35.862	54.275	65.138	61.307	50.407
Indre værdi	104,06	100,57	100,84	103,34	100,91
Omkostninger (%)	1,10	0,86	0,74	0,99	0,86
Halvårets afkast (%)	2,48	0,20	-1,79	1,19	-1,22
Sharpe ratio	0,46	-	-	-	-

Fortsættes >

Afdelingsberetninger

Investeringsprofil

Stonehenge Value Mix Akkumulerende bliver sammensat med udgangspunkt i de samme aktier og obligationer som i afdelingerne Globale Valueaktier og Obligationer, men med variable andele af aktier og obligationer. Andelen af aktier og obligationer justeres hver måned ud fra en investeringsproces med fire forskellige modeller. Risikoen i porteføljen bliver på denne måde løbende søgt tilpasset de aktuelle økonomiske og finansielle vilkår, således at aktieandelen er lavest, når usikkerheden er størst. Porteføljen skal altid bestå af 25-75% aktier og 25-75% obligationer eller kontanter. Porteføljen indeholder som udgangspunkt de samme aktier som afdeling Globale Valueaktier og de samme obligationer som afdeling Obligationer. 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 9,2% i første halvår, hvilket foreningen betragter som meget tilfredsstillende. En portefølje med 50% MSCI World og 50% JP Morgan GBI ville til sammenligning have givet et afkast på 8,4%, og en portefølje med 50% Stonehenge Globale Valueaktier og 50% Stonehenge Obligationer ville have givet et afkast på 7,5%. Afdelingen har gennem halvåret haft en aktieandel mellem 55% og 70%, og denne overvægt af aktier har bidraget positivt til afkastet. Afkastet er også blevet positivt påvirket af en kraftig stigning i amerikanske Kraft Foods i forbindelse med fusionsplaner med H.J. Heinz. Det var fjerde gang på to år, at et selskab i aktieporteføljen blev forsøgt opkøbt eller fusioneret, hvilket viser styrken i vores fair value-beregninger. Obligationsbeholdningen har primært været placeret i helt korte obligationer, hvilket beskyttede midlerne delvist, da renterne steg i maj og juni. Porteføljen har samtidig haft en pæn eksponering mod obligationer i USD, GBP, NOK og SEK, hvilket har påvirket afkastet positivt.

Formueudvikling

Formuen var primo januar 2015 på 252,7 mio. kr. og er pr. den 30. juni 2015 på 250,6 mio. kr. Afdelingens formue er dermed faldet med 2,1 mio. kr. Afdelingen har tjent ca. 24,7 mio. kr. via afkastet, mens der er foretaget nettoindløsninger for 26,8 mio. kr.

Forventninger

Som det fremgår af ledelsesberetningen, forventer vi, at aktierne vil stige over gennemsnittet i 2015, 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 halvåret en aktieandel på 65%, og aktieandelen ventes at ligge mellem 50% og 75% gennem resten af 2015, hvis det globale opsving fortsætter med at vinde styrke, sådan som vi forventer i skrivende stund. På denne baggrund venter vi et positivt afkast på ca. 11-13% for helåret.

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

Halvårsregnskab - Stonehenge Value Mix Akkumulerende

> Fortsat

Resultatopgørelse	01.01.- 30.06.15	01.01.- 30.06.14
	(t.kr.)	(t.kr.)
Renter og udbytter	4.064	3.998
Kursgevinster og -tab	26.452	13.002
Administrationsomkostninger	5.442	3.090
Resultat før skat	25.074	13.910
Skat	336	445
Halvårets nettoresultat	24.738	13.465

Balance	30.06.15	31.12.14
	(t.kr.)	(t.kr.)
Aktiver		
¹ Likvide midler	17.776	13.894
¹ Obligationer	64.130	80.657
¹ Kapitalandele	168.414	157.421
Andre aktiver	1.389	1.590
Aktiver i alt	251.709	253.562
Passiver		
² Medlemmernes formue	250.654	252.725
Anden gæld	1.055	837
Passiver i alt	251.709	253.562

³ Femårsoversigt

Fortsættes >

Halvårsregnskab - Stonehenge Value Mix Akkumulerende

> Fortsat

Noter	30.06.15	31.12.14
	(t.kr.)	(t.kr.)
¹ Finansielle Instrumenter		
Børsnoterede finansielle instrumenter	87,9%	94,2%
Finansielle instrumenter noteret på andet reguleret marked	4,9%	0,0%
Andre aktiver og passiver	7,2%	5,8%
Specifikation af børsnoterede værdipapirer kan rekvireres ved at rette henvendelse til BI Management A/S.		
Kreditværdighed		
Investment grade AAA-AA	16%	13%
Investment grade A-BBB	10%	9%
Non investment grade BB-CCC	0%	10%
Andre inklusiv kontanter/aktier	74%	68%
Landefordeling		
Danmark	22%	15%
Frankrig	7%	6%
Tyskland	16%	16%
Storbritanien	11%	14%
USA	23%	30%
Andre inklusiv kontanter	21%	19%
Sektorfordeling		
Stabile forbrugsgoder	27%	26%
Health Care	16%	16%
Industri	9%	9%
Cykliske forbrugsgoder	7%	7%
Andre inklusiv kontanter & obligationer	41%	42%

Halvårsregnskab - Stonehenge Value Mix Akkumulerende

> Fortsat

Noter

		30.06.15		31.12.14	
		(t.kr.)		(t.kr.)	
² Medlemmernes formue	Cirk. Beviser	Formue	Cirk. Beviser	Formue	
Formue primo	184.328	252.725	179.949	227.007	
Emissioner i året	17.500	26.313	34.229	43.980	
Indløsninger i året	34.460	53.122	29.850	39.969	
Nettoemissionstillæg og netto indløsningsfradrag		0		202	
Overført fra resultatopgørelsen		24.738		21.505	
Formue ultimo	167.368	250.654	184.328	252.725	
	30.06.15	30.06.14	30.06.13	30.06.12	30.06.11*
³ Femårsoversigt					
Halvårets nettoresultat (t.kr.)	24.738	13.465	11.886	2.336	-109
Medlemmernes formue (t.kr.)	250.654	273.988	188.779	123.103	25.238
Cirkulerende andele (t.kr.)	167.368	206.334	160.749	116.529	25.220
Indre værdi	149,76	132,79	117,44	105,64	100,07
Omkostninger (%)	2,05	1,21	1,74	1,14	0,24
Halvårets afkast (%)	9,22	5,26	7,38	3,48	0,09
Sharpe ratio	1,65	-	-	-	-

*) Regnskabsåret omfatter perioden 20.06 - 30.06.2011



Stonehenge Fondsmæglerselskab A/S

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