

Investeringsforeningen

stonehenge



ÅRSRAPPORT 01.01. - 31.12.2020

CVR-NR. 32 29 04 42
SUNDKROGSGADE 7, 2100 KØBENHAVN Ø
DIRIGENT:
GENERALFORSAMLINGSDATO: 13. april 2021

Investeringsforeningen

stonehenge

ÅRSRAPPORT 2020



Indhold

Foreningsoplysninger	2	Globale Valueaktier PM KL	25
Ledelsesberetning	3	Kommentarer og forventninger	25
Årets udvikling	3	Resultatopgørelse	26
Bestyrelse og direktion	10	Balance	27
Påtegninger	11	Noter	28
Ledespåtegning	11	Value Mix Akkumulerende KL	31
Den uafhængige revisors	13	Kommentarer og forventninger	31
revisionspåtegning	13	Resultatopgørelse	32
Anvendt regnskabspraksis	15	Balance	33
Globale Valueaktier KL	19	Noter	34
Kommentarer og forventninger	19	Supplerende oplysninger	37
Resultatopgørelse	20	Finanskalender	37
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

Jesper Brøchner Thing, formand
Jens Balle, næstformand
Henrik Bærtelsen

Direktion

BI Management A/S
Martin Fjordlund Smidt
Henrik Granlund

Foreningens ordinære general-
forsamling afholdes den 13. april 2021
kl. 14:00 hos BankInvest i København

Investeringsrådgiver

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

Revision

PricewaterhouseCoopers
Statsautoriseret Revisionspartnerselskab

Depotbank

Ringkjøbing Landbobank

Ledelsesberetning

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

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

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

Årets udvikling

Foreningens samlede formue var på 1.386 mio. kr. ved årets start og faldt i løbet af året med 41 mio. til 1.345 mio. kr. – svarende til et fald på 3,0%. Foreningen oplevede fortsat robust vækst med nettoemissioner på 122 mio. kr. i løbet af året, men kursfald på 128 mio. kr. betød, at formuen samlet faldt. Foreningen udbetalte desuden 35 mio. kr. i udbytte i februar.

Markedsudvikling

Det globale aktiemarked startede året med pæne kursstigninger, men udbruddet af covid-19 ændrede alt og medførte den hurtigste og kraftigste aktiekorrektion i moderne tid. Fra toppen den 19. februar til bunden den 23. marts faldt MSCI World-indekset således hele 33,7%.

Smittespredningen blev modvirket af omfattende karantæner og nedlukning af store dele af økonomierne på globalt plan. Den eksponentielle stigning i antallet af smittede blev dermed erstattet af en væsentlig mindre smittespredning i løbet af april. Videnskabelige undersøgelser af virusens egenskaber tydede desuden på en noget lavere dødelighed, end de første data havde givet indtryk af.

De fleste landes regeringer og centralbanker reagerede lynhurtigt på krisen med historisk store finanspolitiske hjælpepakker, rentenedsættelser og omfattende opkøbsprogrammer (kvantitative lempelser). Disse initiativer afbødte i nogen grad de ellers markant negative økonomiske konsekvenser af karantænerne. Aktiemarkedet blev på denne baggrund overraskende hurtigt stabiliseret og steg nærmest uafbrudt fra slutningen af marts og frem til årets slutning. Præsidentvalget i USA i november resulterede i en sejr til Biden, og det blev umiddelbart modtaget positivt af aktiemarkedet. I november kom der også data fra flere forskellige potentielle coronavacciner, som viste en overraskende høj effektivitet. Det stod hurtigt klart, at flere vacciner ville kunne nå at blive godkendt allerede i 2020 – hvilket udløste yderligere stigninger på aktiemarkedet. Det globale aktiemarked endte således med at give et positivt afkast på 6,0% målt på MSCI World-indekset - trods den dybeste økonomiske krise siden Anden Verdenskrig.

Afkastene var dog meget forskellige fra land til land. Danske aktier var helt i top med et positivt afkast på 31,4%, mens amerikanske aktier steg 10,4%. Europæiske aktier haltede til gengæld noget bagefter og faldt 3,6%. De forskellige investeringsstile og aktiesektorer bød på endnu større forskelle i afkastene, især i 2. halvår. Vækstaktier steg således 22,4%, mens valueaktier faldt 9,6%. Det var den største afkastforskel nogensinde – eller i hvert fald siden 1975, da MSCI begyndte at sondre mellem vækst- og valueaktier. Forskellen mellem afkastet på cykliske og defensive aktier var også usædvanligt stor. Cykliske aktier steg i gennemsnit 11,6%, med IT som den bedste sektor og finans som den dårligste. Defensive aktier faldt derimod 9,8% i gennemsnit, med sundhed som den bedste sektor og energi som den dårligste. Den defensive sektor stabilt forbrug, hvor foreningen har særligt mange investeringer, faldt 1,4% på globalt plan og 3,5% i Europa.

Renterne på sikre statsobligationer faldt markant i starten af coronaudbruddet og forblev omkring de nye rekordlave niveauer resten af året. De 10-årige amerikanske statsrenter faldt således fra 1,92% i starten af året til 0,91% ved årets afslutning, mens 10-årige tyske statsrenter faldt fra -0,19% til -0,57%. Kurserne på virksomhedsobligationer faldt markant i marts, men foretog et kraftigt comeback i takt med annonceringerne af centralbankernes kvantitative opkøb, som også involverede virksomhedsobligationer, og i takt med at markedets risikovillighed steg i 2. halvår. Danske realkreditobligationer var tilsvarende under et

kortvarigt pres i marts. Barclays globale obligationsindeks gav samlet et positivt afkast på 9,2%, mens det europæiske indeks gav et afkast på 4,0%. Danske realkreditobligationer gav et positivt afkast på 2,9%, målt på Nykredits Totalindeks.

Valutamarkedet var ligesom de øvrige markeder meget uroligt i foråret, men relativt roligt resten af året. Dollaren blev dog svækket 8,6% i løbet af året, mens norske kroner og britiske pund faldt henholdsvis 6,5% og 5,7%.

Råvaremarkedet blev hårdt ramt af det pludselige stop i samlingsaktiviteten i foråret og faldt kraftigt i 1. halvår. De fleste råvarer vandt dog det hele tilbage og mere til i 2. halvår.

Det overordnede CRB-indeks steg således 10,5%, målt på helåret. Det vigtige industrimetall kobber steg 25,8%, mens guld steg 25,1%, blandt andet pga. sin status som en "sikker havn". Prisen på råolie kollapsede i marts og april, og den amerikanske WTI-olie blev endda kortvarigt handlet til negative priser. Olieprisen forblev forholdsvis lav resten af året, og Brent-råolie endte halvåret i 51,8 dollar pr. tønde, svarende til et fald på 21,5%.

Stonehenge Globale Valueaktier faldt på denne baggrund 9,1%, mens Stonehenge Globale Valueaktier PM faldt 8,8%, hvilket var lavere end andre fonde med globale aktier, men på niveau med afkastet for globale valueaktier. Afdelingerne havde ca. 75% af investeringerne placeret i defensive aktier i løbet af året, og det beskyttede som tilsigtet investorernes midler delvist under de kraftige kursfald i februar og marts. I takt med at aktiemarkedet vandt tabene tilbage, forsvandt merafkastet i afdelingerne dog igen og blev erstattet af underafkast.

Stonehenge Value Mix faldt 8,6%, hvilket også var lavere end de tilsvarende markedsafkast, primært pga. den svage udvikling i globale valueaktier og defensive aktier. Afdelingen havde desuden en meget begrænset eksponering mod obligationer med lang løbetid, mens eksponeringen mod korte obligationer trak ned, enten pga. negativ rente eller pga. valutakurserne. Afdelingen havde en aktieandel på ca. 55%, da virusudbruddet startede, men i løbet af marts sænkede vi andelen til ca. 40% for at beskytte midlerne. I takt med at risikoen for en langvarig recession faldt, øgede vi aktieandelen igen, og afdelingen havde ved slutningen af året en aktieandel tæt på 70%.

Med henvisning til helårsrapporten for 2019 ventede vi et helårsafkast i niveauet -10% til 0% i vores to aktieafdelinger og omkring -5% til 0% i afdeling Value Mix. Det realiserede afkast var således nogenlunde sammenfaldende med disse forventninger. Vi havde dog ikke forventet, at valueaktier og defensive aktier ville klare sig markant dårligere end vækstaktier og cykliske aktier. Foreningen betragter naturligvis afkastene som utilfredsstillende, især set i forhold til vores ambition om at skabe stabile og robuste afkast.

Cykliske vækstaktier er ofte de aktier, der stiger mest, når markedet er positivt, men omvendt er det også normalt dem, der falder mest, når markedet er negativt i en længere periode. Defensive valueaktier bevæger sig mindre i begge retninger. Vi foretrækker at investere i defensive valueselskaber med stabil indtjening, da vi kan beregne deres reelle værdi mere præcist, og fordi vi sjældent oplever et pludseligt fald i selskabernes indtjening. Det har den bivirkning, at vores investeringer i perioder kan halte efter det generelle aktiemarked. Den nuværende periode med svage afkast på defensive valueaktier har været usædvanligt langstrakt, men set over lange tidsperioder har defensive valueaktier historisk slået de cykliske vækstaktier, især målt på risikojusterede afkast. På lang sigt tjener man efter foreningens opfattelse flest penge ved at minimere de store nedture, som altid kommer hurtigt og uventet. Dette er baggrunden for foreningens forsigtige investeringsstrategi, som vi fastholder, selvom strategien har været i modvind i de seneste år.

Den økonomiske udvikling

Året startede med tydelige tegn på, at der var et nyt globalt op-sving undervejs, men den positive udvikling blev desværre brat stoppet af virusudbruddet. I takt med at flere og flere lande indførte karantæner og lukkede økonomierne ned, gik verdensøkonomien nærmest i stå i flere måneder. Regeringerne verden over vedtog hurtigt forskellige hjælpepakker og støtteordninger for at modvirke de negative konsekvenser af nedlukningerne, men det kunne ikke forhindre et kraftigt fald i væksten og voldsomt stigende arbejdsløshed. Så det negative chok for økonomien var langt større end selv finanskrisen.

Ud over hjælpepakkerne blev der også hurtigt vedtaget andre omfattende finanspolitiske stimuli på 5-10% af BNP i mange lande. Centralbankerne reagerede også prompte med rentenedsættelser og omfattende opkøbsprogrammer. Den amerikanske centralbank, Federal Reserve, sænkede renten til nul og igangsatte i marts et opkøbsprogram med ubegrænsede opkøb af obligationer, herunder indeksfonde. Den Europæiske Centralbank, ECB, startede også et opkøbsprogram på 750 mia. euro, som senere blev øget til 1.350 mia. euro. Desuden blev opkøbsperioden forlænget til tidligst 2022. Dermed var opkøbene fra de to centralbanker betydeligt større end under finanskrisen og gældskrisen – og så store, at de formentlig påvirkede prisdannelsen på finansmarkederne. Det gjorde en afgørende forskel i indsatsen for at stabilisere markederne og undgå, at det økonomiske chok fra karantænerne eskalerede til en mere omfattende finansiel og økonomisk krise. De langsigtede konsekvenser er dog ukendte.

EU-landene blev desuden enige om en stor finanspolitisk hjælpepakke på 750 mia. euro, hvor Tyskland for første gang nogensinde accepterede en fælles hæftelse. Pakken vil blive finansieret via EU-budgettet, og størstedelen af pengene skal gives som direkte hjælp, som ikke skal tilbagebetales. Dermed er der reelt tale om en pengeoverførsel fra de velstillede EU-lande i nord til

de svagere EU-lande i syd. EU-budgettet, hjælpepakken og den ambitiøse "green deal" blev vedtaget i slutningen af 2. halvår og er en milepæl i EU's historie og et stort plus for den politiske stabilitet i Europa. Det vil øge eurozonens mulighed for at overleve på langt sigt og vil måske kunne fjerne den rabat, der længe har været på finansielle aktiver i eurozonen – især aktier – sammenlignet med andre lande og regioner. I de allersidste dage af 2020 lykkedes det desuden EU og Storbritannien at blive enige om en handelsaftale oven på Storbritanniens exit.

I maj og juni begyndte de fleste lande at lempe restriktionerne og genåbne økonomierne, og det afspejlede sig i de økonomiske nøgletal, som generelt viste et stærkt comeback i 2. halvår. Kina havde særlig stor succes med at inddæmme smitten og fik overraskende hurtigt gang i økonomien igen. I de fleste andre lande steg smitten kraftigt mod slutningen af året, hvilket medførte nye økonomiske restriktioner, men dog ikke en total nedlukning som i foråret. Bedre behandlinger og udsigten til snarlig massedistribution af flere forskellige vacciner betød dog, at de fleste økonomiske tillidsindikatorer holdt sig på relativt høje niveauer. Desuden havde store dele af befolkningerne og erhvervslivet tilpasset sig de nye vilkår med øget brug af online vareleverancer og mødefaciliteter. Derfor var samfundsaktiviteten generelt i klar fremgang ved slutningen af året. Detailsalget og boligmarkedet var endda stærkere end ved årets start i mange lande, og de ledende indikatorer pegede generelt opad.

Forventninger til 2021

Ved indgangen til 2021 står det globale aktiemarked umiddelbart over for nogle usædvanligt gunstige vilkår med udsigt til historisk høj BNP-vækst, et kraftigt comeback til virksomhedernes indtjening, nye finanspolitiske stimuli, et nærmest garanteret lavrentemiljø og et mere stabilt, internationalt politisk miljø efter præsidentskiftet i USA og handelsaftalen mellem EU og Storbritannien.

Selvom coronapandemien i skrivende stund stadig præger hverdagen med betydelige økonomiske restriktioner, er der udsigt til et kraftigt globalt opsving i takt med, at vaccinationer og bedre vejr nedbringer antallet af smittede i løbet af foråret. Det er ikke sikkert, at alle befolkningsgrupper er villige til at tage en vaccine, men når muligheden eksisterer, må det forventes at ændre de politiske prioriteringer. Derfor forventer vi langt færre restriktioner og en økonomisk politik, som målrettet går efter at stabilisere de mest trængte brancher. Begge dele vil være positivt for væksten. Sundhedsmyndighederne i de fleste lande forventer desuden, at tilpas mange mennesker vil være vaccinerede omkring sommeren til at forhindre, at smitten for alvor blusser op igen til efteråret.

Den politiske villighed til at stimulere er rekordhøj, så vi tager det for givet, at finanspolitikken vil forblive meget ekspansiv, og at nye hjælpepakker hurtigt vil blive vedtaget, hvis det bliver

nødvendigt. Dette gælder ikke mindst i USA, hvor præsident Biden og Demokraterne nu har et beskedent flertal i begge Kongressens kamre, men også i eurozonen, hvor tiderne peger mod en større accept af finanspolitiske lempelser og en delvis kollektiv gældshæftelse.

Den globale pengepolitik er også yderst understøttende med nulrenter og massive obligationskøb, og både Federal Reserve og ECB har signaleret, at stramninger tidligst vil komme på tale i 2022. Så vi forventer, at renterne forbliver lave gennem 2021.

Med udsigt til en lempelse af restriktionerne i løbet af foråret og herefter en gradvis normalisering af hverdagen fremstår det sandsynligt, at den økonomiske genopretning efterhånden vil sprede sig til flere og flere brancher. Derfor forventer økonomerne generelt, at den globale vækst rammer mindst 5% i 2021, mens virksomhedernes indtjening forventes at stige 25-35% på globalt plan – og det er forventninger, vi er enige i.

På denne baggrund forventer vi som udgangspunkt et positivt aktiemarked i 2021. Markedet har dog i vid udstrækning allerede prist det positive scenarie ind i kurserne. Der er også mange tegn på en begyndende eufori på dele af aktiemarkedet, som plejer at blive fulgt af en korrektion i kurserne. 2020 var et historisk dårligt vækstår, men blev alligevel et rigtig godt år for mange aktier, netop fordi markederne tog forskud på opsvinget. Så mange aktier er blevet dyre målt i forhold til indtjeningen, og det er ikke sikkert, at aktiemarkedet vil boome lige så meget som økonomien.

Valueaktier og aktier fra de defensive sektorer har haltet markant efter cykliske vækstaktier siden 2015. Denne tvedeling af markederne accelererede voldsomt i 2020 og ser i stigende grad uholdbar ud, da cykliske vækstaktier nu i gennemsnit koster det dobbelte af defensive valueaktier målt i forhold til den realiserede indtjening. Det er svært at sige, om 2021 bliver vendepunktet, men vi ser primært to veje til et comeback til defensive valueaktier. Dels er det muligt, at vækstaktierne ikke kan leve op til de skyhøje forventninger, og at investorerne derfor begynder at se bedre potentiale i de langt billigere valueaktier. Vi så netop klare tegn på en rotation fra vækst til value i november 2020, og vurderet ud fra prisfastsættelsen har denne rotation potentiale til at fortsætte gennem hele 2021. En anden mulighed er, at investorerne begynder at flytte penge fra obligationer til defensive aktier, da obligationsinvestorerne ser ind i et meget uattraktivt scenarie. Markedsrenterne ventes som nævnt ikke at stige særlig meget i 2021, men renteniveauet er uattraktivt, og der er trods alt en vis risiko for stigende renter. Hvis økonomien for alvor boomer, og inflationen stiger, bliver det svært for centralbankerne at fortsætte med uændret politik, og hvis økonomien skuffer, kan der blive behov for nye hjælpepakker og yderligere gældsætning. Så obligationsmarkedet er sårbart over for både gode og dårlige nyheder – og som investor får man næsten ingen

kompensation for risikoen. Derfor er det muligt, at investorerne vil begynde at reducere i de kæmpestore obligationsbeholdninger. Hvor skal pengene så bevæge sig hen? Defensive aktier med stabil indtjening og relativt sikre udbytter på 3-4% bør være en oplagt destination. Så vi mener, at oddsene i stigende grad favoriserer et comeback til valueaktier og defensive aktier.

Sammenlagt forventer vi derfor, at vores to aktiefonde vil levere et afkast på mindst 10% i 2021, drevet af både stigende indtjening i selskaberne og lidt højere prisfastsættelse. Da obligationer ikke er attraktive, forventer vi at fastholde aktieandelen i vores blandede fond, Value Mix, tæt på de maksimale 75% gennem det meste af året, medmindre den økonomiske udvikling udvikler sig mindre favorabelt end forventet. På den baggrund forventer vi, at afdelingen vil give et afkast på mindst 6-8%.

Disse forventninger er dog som altid præget af usikkerhed.

Videnressourcer

BI Management A/S er foreningens investeringsforvaltningselskab. Selskaber 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 ressourcer, varetages opgaverne af eksterne parter. Videnressourcer udgør derfor ikke nogen risikorelation til afdelingernes fremtidige resultat og afkast.

Mål for underrepræsenteret køn

Den kønsmæssige fordeling blandt foreningens tre generalforsamlingsvalgte bestyrelsesmedlemmer udgør i 2020 følgende: 100 % mænd og 0 % kvinder. Det er bestyrelsens mål, at begge køn er repræsenteret med mindst 33,3 % i 2022.

Begivenheder efter regnskabsperiodens udløb

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

Usædvanlige forhold

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

Usikkerhed ved indregning eller måling

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

Revision

Foreningens revisionshonorar udgjorde i 2020: 94 t.kr. (2019: 94 t.kr.). Andre honorar til foreningens generalforsamlingsvalgte revisor udgjorde i 2020: 19 t.kr. (2019: 0 t.kr.)

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 og lovgivningens krav om risikospredning.

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. 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 investeringsforvaltningselskabet.

Risici knyttet til driften af foreningen

For at undgå fejl i driften af foreningen har investeringsforvaltningselskabet 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 tilstede i form af personale, kompetencer og udstyr.

EUs risikoskala

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

På EUs risikoskala er afdelingerne placeret som følgende:

- Globale Valueaaktier 5
- Value Mix Akkumulerende 4
- Globale Valueaktier PM 5

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

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

For yderligere oplysninger om de enkelte af foreningens afdelinger henvises til gældende prospekter og Central Investorinformation.

Disse kan downloades fra www.stonehenge.dk.

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.

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, har en meget begrænset valutarisiko.

Selskabsspecifikke forhold

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

Særlige risici ved obligationsinvesteringer Obligationsmarkedet

Obligationsmarkedet kan blive udsat for specielle politiske eller reguleringsmæssige tiltag, som kan påvirke værdien af afdelin-

gens 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 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.

Refinansiering

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

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

Særlige risici ved aktieinvesteringer

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

Risikovillig kapital

Afkastet kan svinge meget som følge af selskabernes muligheder for at skaffe risikovillig kapital til for eksempel udvikling af nye

produkter. En del af en forenings formue kan investeres i virksomheder, hvis teknologier er helt eller delvist nye og hvis udbredelse kommercielt og tidsmæssigt kan være vanskelig at vurdere.

Samfundsansvar

Kort beskrivelse af investeringspolitik

Investeringsforeningen Stonehenge investerer i aktier og obligationer fra de udviklede markeder. Investeringer i aktier er baseret på en langsigtet valustrategi, hvor investeringsrådgiveren beregner en fair værdi for hvert selskab ud fra grundlæggende oplysninger i det seneste regnskab. Investeringer i obligationer foretages på baggrund af vurderinger af relevante økonomiske, politiske, markedsmæssige og geopolitiske forhold, som kan påvirke renteniveauet og valutakurserne på de aktiver, der investeres i. Foreningen ønsker at være en moderne forening, der tager sit samfundsansvar alvorligt. Foreningen følger Investering Danmarks anbefalinger på området. Vi ønsker at skabe gode afkast til vores medlemmer, og vi mener, at vi kan gøre det på en samfundsmæssig ansvarlig måde. Et godt afkast og samfundsmæssigt ansvar kan sagtens forenes, da langsigtet værdiskabelse i virksomheder efter foreningens opfattelse forudsætter ordentlig optræden.

Politikker for samfundsansvar

Investeringsforeningen Stonehenge har udarbejdet en politik for bæredygtige investeringer med det formål at sikre, at vi indarbejder hensyn til miljø, social ansvarlighed og god selskabsledelse i hele investerings- og rådgivningsprocessen.

Politikken tager udgangspunkt i FN's fælles globale retningslinjer for investorers ansvarlige adfærd, også kendt som UN Global Compact Principles. Foreningen har valgt at følge de grænser for investeringer, som FN har sat. Det indebærer, at selskaber vi investerer i, ikke må bryde nogen af FN's ti principper vedrørende miljø, menneskerettigheder, arbejdstagerrettigheder og forretningsetik. Foreningen strækker sig dog lidt længere, idet vi heller ikke ønsker at investere i selskaber, der fremstiller tobak eller kontroversielle våben eller anvender kul i større omfang.

Aktivt ejerskab

Komitéen for god Selskabsledelse har fastsat anbefalinger for aktivt ejerskab. Investeringsforeningen Stonehenge ønsker i videst muligt omfang at følge disse anbefalinger – dog under hensyntagen til foreningens størrelse og investeringsstrategi. Foreningen har udarbejdet en politik for aktivt ejerskab med henblik på at fremme selskabernes langsigtede værdiskabelse og dermed bidrage til højst muligt, langsigtet afkast til investorerne. Politikken for aktivt ejerskab samt skemaet til redegørelse vedrørende anbefalingerne for aktivt ejerskab fremgår af foreningens hjemmeside.

Omsætning af politik til handling

Foreningen benytter sig af offentligt tilgængeligt materiale udar-

bejdet af specialister på området. Hovedinformationen får vi fra Sustainalytics, som er et globalt analysefirma med fokus på ansvarlige investeringer. Sustainalytics screener løbende mere end 22.000 selskaber og obligationsudstedere på globalt plan for at identificere selskaber eller udstedere, som ikke overholder internationale normer og standarder, herunder UN Global Compact. Selskaber, der bryder disse normer og standarder (identificeret som "non-compliant"), kan ikke indgå i vores porteføljer. Hvis et selskab i porteføljen ikke bryder normerne her og nu, men er kommet på observationsliste med negative udsigter, kan vi ikke øge i investeringen.

Foreningen har desuden indgået et udvidet samarbejde med Sustainalytics for at sikre, at vi ikke investerer i selskaber, som fremstiller tobak eller kontroversielle våben. Derudover har Foreningen en tolerancegrænse for kul, så selskaber maksimalt må have 25% af omsætningen inden for kuludvinding eller inden for elproduktion ved hjælp af kul. Tolerancegrænsen for tobak er, at selskabet maksimalt må have 5% af omsætningen inden for tobaksfremstilling. Tolerancegrænsen for våben er, at selskabet ikke må fremstille vitale dele til kontroversielle våben (f.eks. klyngebomber eller atomvåben).

Foreningen ønsker dog ikke nødvendigvis at begrænse sig til informationen fra Sustainalytics. Også anden information, der viser, at et børsnoteret selskab ikke tager sit samfundsansvar alvorligt, kan medføre udelukkelse fra investeringsuniverset.

Foreningens rådgiver, Stonehenge Fondsmæglerselskab A/S, foretager screening af porteføljen minimum to gange gang årligt for at afdække, om der er selskaber i porteføljen, der ikke længere overholder politikken, og hvilke foranstaltninger der skal træffes, hvis en virksomhed i porteføljen ikke længere overholder principperne. Derudover foretages der altid kontrol, inden et selskab kommer i porteføljen. Hvis selskabet ikke lever op til kravene, følger Stonehenge Fondsmæglerselskab op på, hvorvidt det er muligt at påvirke selskabet til ændret adfærd. Er det ikke muligt, kan selskabet ikke indgå i porteføljen, og eventuel beholdning af selskabets aktier sælges.

Det er en integreret del af foreningens aktive investeringsstrategi at overvåge de selskaber, som vi investerer i. Hvis vi støder på forhold, som ikke er i investorerens langsigtede interesse, kan vi

forsøge at påvirke selskabet gennem dialog, ligesom vi kan vælge at stemme på selskabets generalforsamling. I den forbindelse benytter foreningen sig af en såkaldt proxy advisor (ekstern samarbejdspartner), der leverer information om selskaber og deres generalforsamlinger. Hvis dialogen med selskabet ikke forløber konstruktivt, eller hvis de økonomiske omkostninger ved at følge et aktivt ejerskab ikke står mål med den forventede succes, kan foreningen i stedet vælge at afhænde investeringen.

Foreningens størrelse betyder, at vi som regel kun vil have en beskedent ejerandel af de selskaber, vi investerer i. Derfor vil den typiske reaktion fra foreningens side være at afhænde investeringen.

Væsentlig risici i relation til investeringspolitikken

Foreningen har p.t. ikke identificeret væsentlige risici i relation til investeringspolitikken, som indebærer en særlig risiko for negativ påvirkning.

Anvendelse af ikke-finansielle nøglepræstationsindikatorer

Foreningen har p.t. ikke opsat ikke-finansielle nøglepræstationsindikatorer, som er relevante for vores investeringspolitik.

Vurdering af resultater

Da foreningens størrelse betyder, at vi som regel kun vil have en beskedent ejerandel af de selskaber, vi investerer i, vil omkostningerne ved at eskalere det aktive ejerskab sjældent være i investorernes interesse. Hvis et selskab opfører sig utroværdigt eller samfundsmæssigt uansvarligt, vil foreningens reaktion derfor typisk være at afhænde investeringen.

I det forløbne regnskabsår har foreningen hverken stemt på generalforsamlinger eller afhændet investeringer alene pga. en uansvarlig samfundsadfærd.

aktier globale
obligationer

Investeringsforeningen Stonehenge

Bestyrelse og Direktion

Om bestyrelsesmedlemmer og direktion i Investeringsforeningen Stonehenge er følgende ledelseshverv oplyst:

Bestyrelse

Jesper Brøchner Thing, Formand. Tiltrådt 21. juni 2018

I bestyrelsen siden 3. juni 2009

Group Finance i Eurowind Energy A/S.

Bestyrelsesformand for:

K/S Lugau.

Bestyrelsesmedlem for Salling Plast A/S.

Jens Balle, Næstformand. Tiltrådt 21. juni 2018

I bestyrelsen siden 26. april 2017

Direktør for Average Joe Holding ApS.

Henrik Bærtelsen Tiltrådt 21. juni 2018

Direktør for Ejendomselskabet Nygade 10-12 Gråsten Aps, Nels Holding Aps, Nels Ejendomme A/S, Bærtelsen Holding Aps.

Bestyrelsesformand for: Access Technology A/S, 3manager A/S, Access Technology A/S, Kinnerup Au-tokommission A/S, IntelligentCARE ApS.

Bestyrelsesmedlem for: Ungbo Danmark, Odense A/S, Ungbo Danmark, Aalborg A/S, Nels Ejendomme A/S, K/S BURBACH I, Ungbo Danmark, Holding A/S, Ejendomsselskabet af 17. Juni 2014 A/S, Kom-plementaranpartsselskabet Sporparken, Sporparken, Randers P/S, Markedsgade Hjørring A/S, Plus-Ejendomme Invest ApS, PlusEjendomme A/S.

Direktion

BI Management A/S

Martin Fjordlund Smidt, direktør

Adm. direktør i:

Bianco Lunos Bogtrykkeri IVS

Henrik Granlund, vicedirektør

Ingen øvrige ledelseshverv

Bestyrelsens valgperiode er reguleret ifølge foreningens vedtægter på følgende måde:

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

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

Foreningens samlede bestyrelseshonorar udgjorde i 2020: 350 t.kr. (2019: 350 t.kr.)

Ledelsespåtegning

Foreningens bestyrelse og direktion har dags dato aflagt og godkendt årsrapporten for 2020 for Investeringsforeningen Stonehenge (3 afdelinger).

Årsrapporten er aflagt i overensstemmelse med lov om investeringsforeninger mv.

Årsregnskaberne for de enkelte afdelinger giver et retvisende billede af de enkelte afdelingers aktiver og passiver, finansielle stilling pr. 31. december 2020 samt af resultatet for regnskabsåret 1. januar - 31. december 2020.

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

Årsrapporten indstilles til generalforsamlingens godkendelse.

København, den 17. marts 2021

Bestyrelse

Jesper Brøchner Thing, Formand

Jens Balle, Næstformand

Henrik Bærtelsen

Direktion

BI Management A/S

Martin Fjordlund Smidt, Direktør

Henrik Granlund, Vicedirektør

aktier globale
obligationer

Investeringsforeningen Stonehenge

Den uafhængige revisors revisionspåtegning

Til medlemmerne i Investeringsforeningen Stonehenge

Konklusion

Det er vores opfattelse, at årsregnskabet for Foreningen og dens afdelinger giver et retvisende billede af aktiver, passiver og finansielle stilling pr. 31. december 2020 samt af resultatet af Foreningens og dens afdelingers aktiviteter for regnskabsåret 1. januar - 31. december 2020 i overensstemmelse med lov om investeringsforeninger mv.

Vores konklusion er konsistent med vores revisionsprotokollat til bestyrelsen.

Hvad har vi revideret

Årsregnskabet for Investeringsforeningen Stonehenge for regnskabsåret 1. januar - 31. december 2020 omfatter resultatopgørelse, balance og noter, herunder anvendt regnskabspraksis, for de enkelte afdelinger i foreningen ("regnskabet").

Grundlag for konklusion

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

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

Centralt forhold ved revisionen

Måling af finansielle instrumenter til dagsværdi

Finansielle instrumenter måles til dagsværdi. Finansielle instrumenter (aktier), som handles på et aktivt marked udgør 100,0 procent af de samlede finansielle instrumenter.

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

Vi fokuserede på måling af finansielle instrumenter, fordi det er væsentligt for regnskabet

Der henvises i øvrigt til note 6 om kapitalandele i regnskabet for de enkelte afdelinger.

Uafhængighed

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

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

Valg

Vi blev første gang valgt som revisor for Investeringsforeningen Stonehenge den 3. juli 2009 for regnskabsperioden 3. juli 2009 til 31. december 2010. Vi er genvalgt ved generalforsamlingsbeslutning i en samlet sammenhængende opgaveperiode på 11 år frem til og med regnskabsåret 2020. Vi blev genudpeget efter en udbudsprocedure på generalforsamlingen den 15. april 2020.

Centrale forhold ved revisionen

Centrale forhold ved revisionen er de forhold, der efter vores faglige vurdering var mest betydelige ved vores revision af regnskabet for 2020. Disse forhold blev behandlet som led i vores revision af regnskabet som helhed og udformningen af vores konklusion herom. Vi afgiver ikke nogen særskilt konklusion om disse forhold.

Hvordan vi har behandlet det centrale forhold ved revisionen

Foreningen anvender et i branchen gennemprøvet porteføljesystem og modtager løbende oplysninger fra anerkendt kursleverandør om aktuelle markedsdata (kurser m.v.) til brug for bogføring og måling af finansielle instrumenter.

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

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

Den uafhængige revisors revisionspåtegning

Udtalelse om ledelsesberetningerne

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

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

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

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

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

Ledelsens ansvar for regnskaberne

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

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

Revisors ansvar for revisionen af regnskaberne

Vores mål er at opnå høj grad af sikkerhed for, om regnskabet som helhed er uden væsentlig fejlinformation, uanset om denne

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

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

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

Den uafhængige revisors revisionspåtegning

datoen for vores revisionspåtegning. Fremtidige begivenheder eller forhold kan dog medføre, at foreningen eller de enkelte afdelinger ikke længere kan fortsætte driften.

- Tager vi stilling til den samlede præsentation, struktur og indhold af regnskabet, herunder noteoplysningerne, samt om regnskabet afspejler de underliggende transaktioner og begivenheder på en sådan måde, at der gives et retvisende billede heraf.
- Vi kommunikerer med den øverste ledelse om blandt andet det planlagte omfang og den tidsmæssige placering af revisionen samt betydelige revisionsmæssige observationer, herunder eventuelle betydelige mangler i intern kontrol, som vi identificerer under revisionen.

Vi afgiver også en udtalelse til den øverste ledelse om, at vi har opfyldt relevante etiske krav vedrørende uafhængighed, og oplyser den om alle relationer og andre forhold, der med rimelighed kan tænkes at påvirke vores uafhængighed og, hvor dette er relevant, tilhørende sikkerhedsforanstaltninger.

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

Hellerup, 17. marts 2021

PricewaterhouseCoopers

Statsautoriseret Revisionspartnerselskab

CVR-nr. 3377 1231

Per Rolf Larssen
Statsautoriseret revisor
mne24822

Michael E. Jacobsen
Statsautoriseret revisor
mne16655

Anvendt regnskabspraksis

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

Anvendt regnskabspraksis er uændret i forhold til årsrapporten for 2019

Rapporteringsvaluta

Rapporteringsvaluta er danske kroner.

Generelt om indregning og måling

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

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

Ved første indregning måles aktiver og forpligtelser til dagsværdi.

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

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

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

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

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

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

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

Resultatopgørelse

Renter og udbytter

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

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

Kursgevinster og -tab

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

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

Handelsomkostninger

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

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

> Fortsat

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

Administrationsomkostninger

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

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

Skat

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

Udbytte (udlodning)

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

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

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

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

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

mens reguleringen vedrørende årets indløsninger fratrækkes rådighedsbeløbet.

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

Balancen

Likvide midler

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

Kapitalandele og obligationer

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

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

Andre aktiver

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

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

Anden gæld

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

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

Nøgletal

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

Indre værdi

Investorenes formue delt med cirkulerende andele på balancedagen.

Udlodning i procent

Udlodning til investorerne i procent af cirkulerende andele på balancedagen.

Omkostningsprocent

Administrationsomkostningerne i procent af afdelingens gennemsnitlige opgjorte formuer.

Årets afkast i procent

beregnes som:

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

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

Værdipapiromsætning, brutto og netto

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

Omsætningshastighed

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

Sharpe Ratio

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

Standardafvigelse

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

Kreditværdighed

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

Varighed

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

ÅOP

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



Afdelingsberetning

Investeringsprofil

Stonehenge Globale Valueaktier investerer langsigtet i globale aktier på de udviklede markeder. Porteføljen bliver sammensat ud fra en valuestrategi. Det vil sige, at vi beregner en fair værdi for hvert selskab og kun køber aktier, som handles væsentligt under vores beregnede reelle værdi. For yderligere at begrænse risikoen for permanente tab fokuserer vi på virksomheder med stabil indtjening og lav gæld. Endelig investerer vi kun i virksomheder, hvor værdiskabelsen er til at forstå. Der investeres aldrig i EM-aktier eller finansaktier, og mindst halvdelen af afdelingens midler vil altid være investeret i aktier fra de defensive sektorer. Herudover indeholder strategien ikke begrænsninger med hensyn til vægten i enkelte lande eller sektorer. Afdelingen har ikke noget benchmark tilknyttet, og afdelingens midler placeres uafhængigt af diverse sammenligningsindeks. Afdelingens midler var ved årets slutning placeret i 33 undervurderede virksomheder fra Europa og USA. Afdelingen udlodder et årligt udbytte, hvis positive resultater fordrer dette.

Afkast

Stonehenge Globale Valueaktier realiserede et afkast på -9,2% i 2020, hvilket foreningen betragter som utilfredsstillende. Verdensmarkedet steg i samme periode 6,0%, målt på MSCI World, mens MSCI's globale valueindeks dog faldt 9,6%. Sammenholdt med helårsrapporten for 2019 forventede vi et afkast mellem -10% og 0%, og derfor var det realiserede afkast sammenfaldende med forventningerne. Vi forventede dog også, at defensive valueaktier ville klare sig bedre end markedet generelt, men valueaktier inden for stabilt forbrug og sundhed – som udgør langt hovedparten af afdelingens investeringer – klarede sig tværtimod dårligere end markedet. Afdelingens investeringer var ellers som helhed præget af en positiv driftsudvikling i de bagvedliggende selskaber, men mange af aktierne faldt alligevel på børserne og medførte det negative afkast. Investeringerne i Merck og Matas bidrog særlig positivt til afkastet, mens Tyson Foods og Bayer bidrog mest negativt. Set i forhold til aktiemarkedets normale udsving var der dog ingen investeringer, som bidrog usædvanligt positivt eller negativt.

Afdelingen har givet et gennemsnitligt årligt afkast på 7,7% siden starten i januar 2010 med en relativt lav standardafvigelse på 10,4%.

Formueudvikling

Afdelingens formue faldt i løbet af året med 40 mio. kr. til 587 mio. kr. drevet af kursfald. Afdelingen havde nettoemissioner på ca. 38 mio. kr.

Forventninger

Som det fremgår af ledelsesberetningen, forventer vi et usædvanlig gunstigt miljø for aktier i 2021. Vi ser samtidig gode muligheder for, at defensive valueaktier vil få et comeback oven på den svage udvikling de seneste 4-5 år, som har gjort aktierne usædvanligt billige i forhold til markedet generelt. Ca. 75% af afdelingens midler var ved slutningen af 2020 placeret i defensive aktier. Porteføljens potentiale målt som afstanden op til vores beregnede fair værdi er meget attraktiv. Vi forventer derfor, at afdelingen vil give et afkast på mindst 10% i 2021. På lang sigt er det fortsat vores forventning, at afdelingen vil stige ca. 10% om året i gennemsnit.

> Fortsat

Resultatopgørelse 01.01-31.12

	2020 (t.kr.)	2019 (t.kr.)
Renter og udbytter		
¹ Renteudgifter	-68	-60
² Udbytter	23.099	15.159
I alt renter og udbytter	23.031	15.099
Kursgevinster og -tab		
Kapitalandele	-71.380	96.610
Valutakonti	-6	10
Øvrige aktiver/passiver	-94	25
³ Handelsomkostninger	147	41
I alt kursgevinster og -tab	-71.627	96.604
I alt indtægter	-48.596	111.703
⁴ Administrationsomkostninger	8.784	10.395
Resultat før skat	-57.380	101.308
⁵ Skat	2.036	1.711
Årets nettoresultat	-59.416	99.597
Resultatdisponering og udlodningsopgørelse		
Formuebevægelser		
Udlodningsregulering	606	3.029
Overført fra sidste år	216	18
I alt formuebevægelser	822	3.047
Til disposition	-58.594	102.644
Forslag til anvendelse		
⁸ Til rådighed for udlodning	23.934	18.277
Foreslået udlodning	23.689	18.061
Overført til udlodning næste år	245	216
Overført til formue	-82.528	84.367
I alt disponeret	-58.594	102.644

Årsregnskab – Globale Valueaktier KL

Balance pr. 31. december		2020 (t.kr.)	2019 (t.kr.)
Aktiver			
Likvide midler			
Indestående i depotselskab		1.709	12.433
6	I alt likvide midler	1.709	12.433
Kapitalandele			
Noterede aktier fra danske selskaber		57.394	51.198
Noterede aktier fra udenlandske selskaber		524.704	557.743
6	I alt kapitalandele	582.098	608.941
Andre aktiver			
Tilgodehavende renter, udbytte m.m.		526	339
Andre tilgodehavender		3.225	3.669
Mellemværende vedr. handelsafvikling		0	3.634
I alt andre aktiver		3.751	7.642
Aktiver i alt		587.558	629.016
Passiver			
7	Investorerne formue	586.961	627.122
Anden gæld			
Skyldige omkostninger		597	1.894
I alt anden gæld		597	1.894
Passiver i alt		587.558	629.016

9 Femårsoversigt

Årsregnskab – Globale Valueaktier KL

> Fortsat

Noter

Noter

					2020 (t.kr.)	2019 (t.kr.)	
1	Renteudgifter						
	Indestående i pengeinstitutter				-68	-60	
	I alt renteudgifter				-68	-60	
2	Udbytter						
	Noterede aktier fra danske selskaber				930	1.186	
	Noterede aktier fra udenlandske selskaber				22.169	13.973	
	I alt udbytter				23.099	15.159	
3	Handelsomkostninger						
	Bruttohandelsomkostninger				411	363	
	Dækket af emissions- og indløsningsindtægter				-264	-322	
	I alt handelsomkostninger				147	41	
4	Administrationsomkostninger						
				2020 (t.kr.)		2019 (t.kr.)	
		direkte	fælles	i alt	direkte	fælles	i alt
	Administration	3.126	434	3.560	1.242	340	1.582
	Investeringsforvaltning	5.224	0	5.224	8.813	0	8.813
	I alt administrationsomkostninger	8.350	434	8.784	10.055	340	10.395
5	Skat				2020 (t.kr.)	2019 (t.kr.)	
	Ikke refunderbar skat				2.036	1.711	
	I alt skat				2.036	1.711	
6	Finansielle Instrumenter				2020	2019	
	Børsnoterede finansielle instrumenter				99,2%	97,1%	
	Andre aktiver og passiver				0,8%	2,9%	

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

> Fortsat

Noter

2020 2019

Formue fordelt på lande

USA	40%	40%
Andre	18%	19%
Frankrig	12%	14%
Storbritannien	11%	0%
Danmark	10%	8%
Tyskland	9%	10%
Schweiz	0%	9%

Formue fordelt på sektorer

Stabile forbrugsgoder	43%	25%
Sundhed	26%	48%
Andre	12%	7%
Kommunikation	7%	6%
IT	6%	4%
Cykliske forbrugsgoder	5%	10%

⁷ Investorenes formue

2020 2019
(t.kr.) (t.kr.)

	Cirk. beviser	Formue- værdi	Cirk. beviser	Formue- værdi
Formue primo	328.374	627.122	273.847	438.381
Udlodning fra sidste år vedrørende cirkulerende beviser		18.061		13.145
Ændring i udbetalt udlodning p.g.a. emission/indløsning		-882		-52
Emissioner i året	66.189	117.490	79.177	145.844
Indløsninger i året	46.200	79.292	24.650	43.509
Nettoemissionstillæg og netto indløsningsfradrag		0		6
Udlodningsregulering		-606		-3.029
Overført udlodning fra sidste år		-216		-18
Overført udlodning til næste år		245		216
Foreslået udlodning		23.689		18.061
Overført fra resultatopgørelsen		-82.528		84.367
Formue ultimo	348.363	586.961	328.374	627.122

Fortsættes >

> Fortsat

Noter

Noter

	2020	2019			
	(t.kr.)	(t.kr.)			
8 Til rådighed for udlodning					
Udlodning overført fra sidste år	216	18			
Renter og udbytter	23.033	15.099			
Ikke refunderbar skat	-1.752	-2.238			
Kursgevinster til udlodning	10.650	12.730			
Udlodningsregulering ved emission/indløsning	761	4.675			
I alt indkomst før administrationsomkostninger	32.908	30.284			
Administrationsomkostninger	-8.819	-10.361			
Udlodningsregulering administrationsomkostninger	-155	-1.646			
I alt rådighed for udlodning	23.934	18.277			
9 Femårsoversigt	2020	2019	2018	2017	2016
Årets nettoresultat (t.kr.)	-59.416	99.597	-46.679	29.969	12.649
Investorerne formue ultimo (t.kr.)	586.961	627.122	438.381	546.257	895.354
Cirkulerende andele (t.kr.)	348.363	328.374	273.847	276.996	468.410
Indre værdi	168,49	190,98	160,08	197,21	191,15
Udlodning (%)	6,80	5,50	4,80	20,30	2,30
Omkostningsprocent	1,49	2,05	1,21	1,61	1,22
Årets afkast (%)	-9,18	22,81	-9,15	4,36	1,36
Kursværdi af køb af værdipapirer (t.kr.)	139.883	138.924	125.645	147.062	134.944
Kursværdi af salg af værdipapirer (t.kr.)	99.563	56.578	181.621	510.016	0
Værdipapiromsætning, brutto (t.kr.)	239.446	195.502	307.266	657.078	134.944
Værdipapiromsætning, netto (t.kr.)	0	0	135.517	103.302	0
Omsætningshastighed	0,00	0,00	0,14	0,07	0,00
ÅOP (%)	1,57	2,12	1,42	1,73	1,47
Indirekte handelsomkostninger (%)	0,00	0,00	0,00		
Sharpe Ratio	0,15	0,61			
Standardafvigelse (%)	11,21	10,76			

Afdelingsberetning

Investeringsprofil

Stonehenge Globale Valueaktier PM investerer langsigtet i globale aktier på de udviklede markeder. Porteføljen bliver sammensat ud fra en valuestrategi. Det vil sige, at vi beregner en fair værdi for hvert selskab og kun køber aktier, som handles væsentligt under vores beregnede reelle værdi. For yderligere at begrænse risikoen for permanente tab, fokuserer vi på virksomheder med stabil indtjening og lav gæld. Endelig investerer vi kun i virksomheder, hvor værdiskabelsen er til at forstå. Der investeres aldrig i EM-aktier eller finansaktier, og mindst halvdelen af afdelingens midler vil altid være investeret i aktier fra de defensive sektorer. Herudover indeholder strategien ikke begrænsninger med hensyn til vægten i enkelte lande eller sektorer. Afdelingen har ikke noget benchmark tilknyttet, og afdelingens midler placeres uafhængigt af diverse sammenligningsindeks. Afdelingens midler var ved årets slutning placeret i 33 undervurderede virksomheder fra Europa og USA. Afdelingen udlodder et årligt udbytte, hvis positive resultater fordrer dette.

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

Afkast

Stonehenge Globale Valueaktier PM realiserede et afkast på -8,9% i 2020, hvilket foreningen betragter som utilfredsstillende. Verdensmarkedet steg i samme periode 6,0% målt på MSCI World, mens MSCI's globale valueindeks dog faldt 9,6%. Sammenholdt med helårsrapporten for 2019 forventede vi et afkast mellem -10% og 0%, og derfor var det realiserede afkast sammenfaldende med forventningerne. Vi forventede dog også, at defensive valueaktier ville klare sig bedre end markedet generelt, men valueaktier inden for stabilt forbrug og sundhed – som udgør langt hovedparten af afdelingens investeringer – klarede sig tværtimod dårligere end markedet. Afdelingens investeringer var ellers som helhed præget af en positiv driftsudvikling i de bagvedliggende selskaber, men mange af aktierne faldt alligevel på børsen og medførte det negative afkast. Investeringerne i Merck og Matas bidrog særlig positivt til afkastet, mens Tyson Foods og Bayer bidrog mest negativt. Set i forhold til aktiemarkedets normale udsving var der dog ingen investeringer, som bidrog usædvanligt positivt eller negativt.

Afdelingen har givet et gennemsnitligt årligt afkast på 1,2% siden starten i august 2017 med en relativt lav standardafvigelse på 12,4%.

Formueudvikling

Afdelingens formue steg i løbet af året med 65 mio. kr. til 635 mio. kr. Kursfaldene trak ned, men afdelingen havde nettoemissioner på 132 mio. kr., hvilket betød, at formuen alligevel voksede.

Forventninger

Som det fremgår af ledelsesberetningen, forventer vi et usædvanlig gunstigt miljø for aktier i 2021. Vi ser samtidig gode muligheder for, at defensive valueaktier vil få et comeback oven på den svage udvikling de seneste 4-5 år, som har gjort aktierne usædvanligt billige i forhold til markedet generelt. Ca. 75% af afdelingens midler var ved slutningen af 2020 placeret i defensive aktier. Porteføljens potentiale målt som afstanden op til vores beregnede fair værdi er meget attraktiv. Vi forventer derfor, at afdelingen vil give et afkast på mindst 10% i 2021. På lang sigt er det fortsat vores forventning, at afdelingen vil stige ca. 10% om året i gennemsnit.

> Fortsat

Resultatopgørelse 01.01-31.12

	2020 (t.kr.)	2019 (t.kr.)
Renter og udbytter		
¹ Renteudgifter	-94	-56
² Udbytter	22.144	14.777
I alt renter og udbytter	22.050	14.721
Kursgevinster og -tab		
Kapitalandele	-64.828	95.854
Valutakonti	59	-133
Øvrige aktiver/passiver	-83	-10
³ Handelsomkostninger	215	32
I alt kursgevinster og -tab	-65.067	95.679
I alt indtægter	-43.017	110.400
⁴ Administrationsomkostninger	7.388	6.417
Resultat før skat	-50.405	103.983
⁵ Skat	2.357	1.436
Årets nettoresultat	-52.762	102.547
Resultatdisponering og udlodningsopgørelse		
Formuebevægelser		
Udlodningsregulering	1.480	6.077
Overført fra sidste år	357	0
I alt formuebevægelser	1.837	6.077
Til disposition	-50.925	108.624
Forslag til anvendelse		
⁸ Til rådighed for udlodning	9.487	16.234
Foreslået udlodning	9.345	15.877
Overført til udlodning næste år	142	357
Overført til formue	-60.412	92.390
I alt disponeret	-50.925	108.624

Årsregnskab – Globale Valueaktier PM KL

> Fortsat

Balance pr. 31. december

	2020 (t.kr.)	2019 (t.kr.)
Aktiver		
Likvide midler		
Indestående i depotselskab	11.856	3.804
⁶ I alt likvide midler	11.856	3.804
Kapitalandele		
Noterede aktier fra danske selskaber	60.868	47.552
Noterede aktier fra udenlandske selskaber	557.924	516.111
⁶ I alt kapitalandele	618.792	563.663
Andre aktiver		
Tilgodehavende renter, udbytte m.m.	580	358
Andre tilgodehavender	2.899	3.165
Mellemværende vedr. handelsafvikling	511	197
I alt andre aktiver	3.990	3.720
Aktiver i alt	634.638	571.187
Passiver		
⁷ Investorerne formue	634.041	570.005
Anden gæld		
Skyldige omkostninger	597	605
Mellemværende vedr. handelsafvikling	0	577
I alt anden gæld	597	1.182
Passiver i alt	634.638	571.187

⁹ Femårsoversigt

Årsregnskab - Globale Valueaktier PM KL

> Fortsat

Noter

					2020 (t.kr.)	2019 (t.kr.)
1	Renteudgifter					
	Indestående i pengeinstitutter				-94	-56
	I alt renteudgifter				-94	-56
2	Udbytter					
	Noterede aktier fra danske selskaber				853	1.161
	Noterede aktier fra udenlandske selskaber				21.291	13.616
	I alt udbytter				22.144	14.777
3	Handelsomkostninger					
	Bruttohandelsomkostninger				484	328
	Dækket af emissions- og indløsningsindtægter				-269	-296
	I alt handelsomkostninger				215	32
4	Administrationsomkostninger			2020		2019
				(t.kr.)		(t.kr.)
		direkte	fælles	i alt	direkte	fælles
	Administration	1.482	417	1.899	1.315	320
	Investeringsforvaltning	5.489	0	5.489	4.782	0
	I alt administrationsomkostninger	6.971	417	7.388	6.097	320
					2020	2019
5	Skat				(t.kr.)	(t.kr.)
	Ikke refunderbar skat				2.357	1.436
	I alt skat				2.357	1.436
6	Finansielle Instrumenter				2020	2019
	Børsnoterede finansielle instrumenter				97,6%	98,9%
	Andre aktiver og passiver				2,4%	1,1%

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

> Fortsat

Noter

	2020	2019
Formue fordelt på lande		
USA	40%	41%
Andre	19%	16%
Frankrig	11%	14%
Storbritannien	11%	0%
Danmark	10%	10%
Tyskland	9%	10%
Schweiz	0%	10%

Formue fordelt på sektorer		
Stabile forbrugsgoder	43%	26%
Sundhed	25%	50%
Andre	13%	6%
IT	7%	6%
Kommunikation	7%	4%
Cykliske forbrugsgoder	5%	7%

7 Investorerne formue	2020 (t.kr.)		2019 (t.kr.)	
	Cirk. beviser	Formue- værdi	Cirk. beviser	Formue- værdi
Formue primo	496.182	570.005	431.683	400.224
Udlodning fra sidste år vedrørende cirkulerende beviser		15.877		0
Ændring i udbetalt udlodning p.g.a. emission/indløsning		-214		0
Emissioner i året	147.616	154.484	116.101	122.845
Indløsninger i året	20.770	21.595	51.602	55.611
Udlodningsregulering		-1.480		-6.077
Overført udlodning fra sidste år		-357		0
Overført udlodning til næste år		142		357
Foreslået udlodning		9.345		15.877
Overført fra resultatopgørelsen		-60.412		92.390
Formue ultimo	623.028	634.041	496.182	570.005

Fortsættes >

Årsregnskab – Globale Valueaktier PM KL

> Fortsat

Noter

			2020	2019	
			(t.kr.)	(t.kr.)	
8	Til rådighed for udlodning				
	Udlodning overført fra sidste år		357	0	
	Renter og udbytter		22.050	14.721	
	Ikke refunderbar skat		-2.455	-2.740	
	Kursgevinster til udlodning		-4.525	4.562	
	Udlodningsregulering ved emission/indløsning		2.288	6.452	
	I alt indkomst før administrationsomkostninger		17.715	22.995	
	Administrationsomkostninger		-7.420	-6.386	
	Udlodningsregulering administrationsomkostninger		-808	-375	
	I alt rådighed for udlodning		9.487	16.234	
9	Femårsoversigt	2020	2019	2018	2017*
	Årets nettoresultat (t.kr.)	-52.762	102.547	-42.019	8.329
	Investorenes formue ultimo (t.kr.)	634.041	570.005	400.224	442.836
	Cirkulerende andele (t.kr.)	623.028	496.182	431.683	432.353
	Indre værdi	101,77	114,88	92,71	102,42
	Udlodning (%)	1,50	3,20	0,00	0,00
	Omkostningsprocent	1,27	1,28	1,27	0,54
	Årets afkast (%)	-8,91	23,91	-9,48	1,98
	Kursværdi af køb af værdipapirer (t.kr.)	196.743	124.663	115.729	451.662
	Kursværdi af salg af værdipapirer (t.kr.)	80.536	54.589	106.992	22.177
	Værdipapiromsætning, brutto (t.kr.)	277.279	179.252	222.721	473.839
	Værdipapiromsætning, netto (t.kr.)	81.497	0	157.902	44.338
	Omsætningshastighed	0,07	0,00	0,18	0,05
	ÅOP (%)	1,34	1,35	1,40	1,53
	Indirekte handelsomkostninger (%)	0,00	0,00	0,03	
	Sharpe Ratio	0,08			
	Standardafvigelse (%)	18,35			

*) Regnskabsperioden omfatter 10.08.17 - 31.12.17

Afdelingsberetning

Investeringsprofil

Stonehenge Value Mix Akkumulerende bliver sammensat med udgangspunkt i de samme aktier som i afdeling Globale Valueaktier, suppleret med en andel kvalitetsobligationer. Andelen af aktier og obligationer justeres ca. en gang hver måned ud fra en investeringsproces, som er baseret på fire forskellige modeller. Risikoen i porteføljen bliver på denne måde løbende søgt tilpasset de aktuelle økonomiske og finansielle vilkår, så aktieandelen er højest, når forventningerne til aktieafkastet er højt (og omvendt). Porteføljen skal altid bestå af 25-75% aktier, mens resten af midlerne placeres i obligationer eller kontanter. Formålet med den aktive styring af aktieandelen er at give et solidt afkast med en væsentlig mere stabil kursudvikling end en ren aktieinvestering. Afdelingen har ikke noget benchmark tilknyttet, og afdelingens midler placeres uafhængigt af diverse sammenligningsindeks. Afdelingen er akkumulerende og udløder således ikke udbytte.

Afkast

Stonehenge Value Mix Akkumulerende realiserede et afkast på -8,7% i 2020, hvilket foreningen betragter som meget utilfredsstillende. Morningstars kategori for blandede afdelinger med moderat risiko steg i samme periode 1,9%. Sammenholdt med helårsrapporten for 2019 forventede vi et afkast mellem -5% og 0%, og derfor var det realiserede afkast lidt lavere end ventet. Vi forventede desuden, at defensive valueaktier ville klare sig bedre end markedet generelt, men valueaktier inden for stabilt forbrug og sundhed – som udgør langt hovedparten af afdelingens aktieinvesteringer – klarede sig tværtimod dårligere end markedet og gav negative afkast. Afdelingen investeringer i korte obligationer trak også ned, enten pga. negativ rente eller pga. valutakurserne, og vores risikostyring i marts og april kostede også omkring 1% i afkastet. Afdelingen havde således en aktieandel på ca. 55%, da virusudbruddet startede, men i løbet af marts sænkede vi andelen til ca. 40% for at beskytte midlerne. I takt med at risikoen for en langvarig recession faldt, øgede vi aktieandelen igen, og afdelingen havde en aktieandel tæt på 70% ved slutningen af året. Set i forhold til markedernes normale udsving var der ingen investeringer, som bidrog usædvanlig positivt eller negativt.

Afdelingen har givet et gennemsnitligt årligt afkast på 4,0% siden starten i juni 2011 med en standardafvigelse på 7,1%.

Formueudvikling

Afdelingens formue faldt i løbet af året med 66 mio. kr. til 138 mio. kr. Formuefaldet var delvis drevet af kursfald, men nettoindløsninger på 49 mio. kr. trak yderligere ned i formuen.

Forventninger

Som det fremgår af ledelsesberetningen, forventer vi et usædvanligt gunstigt miljø for aktier i 2021, og vi forventer desuden, at globale valueaktier vil give et afkast på mindst 10%. Afkastet på lange obligationer ventes derimod 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, såvel danske som udenlandske. Afdelingen havde ved slutningen af 2020 en aktieandel på 70%, og afdelingens aktieandel forventes at forblive tæt på de maksimale 75% gennem det meste af året, medmindre den økonomiske udvikling udvikler sig mindre favorabelt end forventet. På den baggrund forventer vi, at afdelingen vil give et afkast på mindst 6-8% i 2021. Set over en længere årrække forventer vi fortsat, at afdelingen vil give et afkast på ca. 7% om året med en væsentlig mere stabil kursudvikling end en ren aktieinvestering.

> Fortsat

Resultatopgørelse 01.01-31.12

	2020 (t.kr.)	2019 (t.kr.)
Renter og udbytter		
¹ Renteindtægter	951	1.329
² Udbytter	2.873	2.607
I alt renter og udbytter	3.824	3.936
Kursgevinster og -tab		
Obligationer	-1.711	-734
Kapitalandele	-16.329	16.667
Valutakonti	-17	444
Øvrige aktiver/passiver	-29	2
³ Handelsomkostninger	82	87
I alt kursgevinster og -tab	-18.168	16.292
I alt indtægter	-14.344	20.228
⁴ Administrationsomkostninger	2.396	2.588
Resultat før skat	-16.740	17.640
⁵ Skat	386	369
Årets nettoresultat	-17.126	17.271
Forslag til anvendelse		
Overført til formue	-17.126	17.271
I alt disponeret	-17.126	17.271

Årsregnskab – Value Mix Akkumulerende KL

Balance pr. 31. december

	2020 (t.kr.)	2019 (t.kr.)
Aktiver		
Likvide midler		
Indestående i depotselskab	3.145	4.306
6 I alt likvide midler	3.145	4.306
Obligationer		
Noterede obligationer fra danske udstedere	15.464	44.098
Noterede obligationer fra udenlandske udstedere	19.772	46.867
6 I alt obligationer	35.236	90.965
Kapitalandele		
Noterede aktier fra danske selskaber	8.236	7.427
Noterede aktier fra udenlandske selskaber	77.142	84.931
6 I alt kapitalandele	85.378	92.358
Andre aktiver		
Tilgodehavende renter, udbytte m.m.	473	661
Andre tilgodehavender	768	852
Mellemværende vedr. handelsafvikling	2.045	198
I alt andre aktiver	3.286	1.711
Aktiver i alt	127.045	189.340
Passiver		
7 Investorernes formue	123.307	189.133
Anden gæld		
Skyldige omkostninger	112	205
Mellemværende vedr. handelsafvikling	3.626	2
I alt anden gæld	3.738	207
Passiver i alt	127.045	189.340

⁸ Femårsoversigt

> Fortsat

Noter

					2020 (t.kr.)	2019 (t.kr.)	
1	Renteindtægter						
	Indestående i pengeinstitutter				-34	-20	
	Noterede obligationer fra danske udstedere				19	-24	
	Noterede obligationer fra udenlandske udstedere				966	1.373	
	I alt renteindtægter				951	1.329	
2	Udbytter						
	Noterede aktier fra danske selskaber				128	213	
	Noterede aktier fra udenlandske selskaber				2.745	2.394	
	I alt udbytter				2.873	2.607	
3	Handelsomkostninger						
	Bruttohandelsomkostninger				148	146	
	Dækket af emissions- og indløsningsindtægter				-66	-59	
	I alt handelsomkostninger				82	87	
4	Administrationsomkostninger			2020 (t.kr.)		2019 (t.kr.)	
		direkte	fælles	i alt	direkte	fælles	i alt
	Administration	866	116	982	709	129	838
	Investeringsforvaltning	1.414	0	1.414	1.750	0	1.750
	I alt administrationsomkostninger	2.280	116	2.396	2.459	129	2.588
5	Skat				2020 (t.kr.)	2019 (t.kr.)	
	Ikke refunderbar skat				386	369	
	I alt skat				386	369	

Fortsættes >

> Fortsat

Noter

6 Finansielle Instrumenter	2020	2019
Børsnoterede finansielle instrumenter	97,8%	96,9%
Andre aktiver og passiver	2,2%	3,1%

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

Formue fordelt på lande

USA	30%	24%
Andre	24%	18%
Danmark	19%	28%
Norge	9%	11%
Sverige	9%	11%
Frankrig	9%	8%

Formue fordelt på sektorer

Stabile forbrugsgoder	32%	25%
Ikke-klassificeret	31%	50%
Sundhed	20%	13%
Andre	8%	4%
Kommunikation	6%	3%
Cykliske forbrugsgoder	3%	5%

7 Investorernes formue	2020		2019	
	(t.kr.)		(t.kr.)	
	Cirk. beviser	Formue-værdi	Cirk. beviser	Formue-værdi
Formue primo	119.149	189.133	142.400	207.181
Emissioner i året	6.009	9.607	0	0
Indløsninger i året	40.075	58.307	23.251	35.319
Overført fra resultatopgørelsen		-17.126		17.271
Formue ultimo	85.083	123.307	119.149	189.133

Fortsættes >

Årsregnskab - Value Mix Akkumulerende KL

> Fortsat

Noter

⁸ Femårsoversigt	2020	2019	2018	2017	2016
Årets nettoresultat (t.kr.)	-17.126	17.271	-14.003	6.033	862
Investorerne formue ultimo (t.kr.)	123.307	189.133	207.181	251.049	249.717
Cirkulerende andele (t.kr.)	85.083	119.149	142.400	162.371	165.461
Indre værdi	144,93	158,74	145,49	154,61	150,92
Omkostningsprocent	1,50	1,33	1,32	1,21	1,12
Årets afkast (%)	-8,70	9,11	-5,82	2,47	0,29
Kursværdi af køb af værdipapirer (t.kr.)	35.307	72.062	83.688	64.134	51.248
Kursværdi af salg af værdipapirer (t.kr.)	80.001	80.782	132.714	72.688	55.695
Værdipapiromsætning, brutto (t.kr.)	115.308	152.844	216.402	136.822	106.943
Værdipapiromsætning, netto (t.kr.)	43.273	91.451	179.814	110.011	0
Omsætningshastighed	0,14	0,24	0,39	0,22	0,00
ÅOP (%)	1,61	1,45	1,46	1,44	1,38
Indirekte handelsomkostninger (%)	0,02	0,00	0,03		
Sharpe Ratio	-0,06	0,44			
Standardafvigelse (%)	6,91	7,33			

Supplerende oplysninger

Finanskalender

For regnskabsåret 2021

17.03.2021	Årsrapport 2020
13.04.2021	Generalforsamling
23.08.2021	Halvårsrapport 2021



Stonehenge Fondsmæglerselskab A/S

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