

GUDME RAASCHOU

Vision

---

---

# Årsrapport

---

2006

---

---

Årsrapport 2006 Gudme Raaschou Vision A/S



---

# INDHOLD

---

Ledelsens beretning	2
Finansielle hoved- og nøgletal	2
Beretning	3
Risikofaktorer	11
Øvrige forhold	13
Ledelsespåtegning	15
Den uafhængige revisors påtegning	16
Anvendt regnskabspraksis	17
Resultatopgørelse	22
Balance	23
Pengestrømsopgørelse	24
Noter til årsregnskabet	25
Corporate Governance	29
Ledelsens hvern	30
Selskabsoplysninger	31

---

# LEDELSENS BERETNING

## FINANSIELLE HOVED- OG NØGLETAL

### Hovedtal fra resultatopgørelse og balance

Resultatopgørelse (angivet i 1.000 kr.)	2006	2005	2004	2003 (*)
Netto renteindtægter	4.484	12.221	7.814	4.651
Netto kursreguleringer	-2.105	-769	-5.067	7.263
Udlodninger i alt	413	11.740	7.057	0
Resultat før omkostninger	2.791	23.192	9.805	11.914
Resultat før skat	-581	14.192	3.956	7.741
Skat af årets resultat	-92	2.082	761	-2.344
Resultat efter skat	-673	16.274	4.717	5.397
<b>Balance (angivet i 1.000 kr.)</b>				
Obligationer, inklusive vedhængende rente	372.819	380.933	394.362	283.365
Aktier	146.854	116.573	81.671	55.547
Erhvervsobligationer	60.115	70.675	73.117	59.339
Emerging market-obligationer	0	12.031	12.056	-
Aktiekapital	122.508	122.363	130.863	97.904
Egenkapital	148.127	148.633	140.944	103.301
Balance	596.854	583.564	634.258	463.007
<b>Nøgletal</b>				
Resultat før skat i pct. af egenkapital (i kr.)	-0,39	10,07	3,84	7,63
Resultat efter skat pr. gns. antal aktier (i kr.)	-0,55	13,25	4,10	5,51
<b>Porteføljen</b>				
Egenkapitalens gearing	2,9	2,9	3,1	2,9
Obligationer i pct. af total portefølje opgjort til markedsværdi	64,3	64,5	71,2	71,2
Aktier i pct. af total portefølje opgjort til markedsværdi	25,3	21,8	14,1	13,9
Erhvervsobligationer i pct. af total portefølje opgjort til markedsværdi	10,4	12,0	12,6	14,9
Emerging market-obligationer	-	2,0	2,1	-
<b>Antal aktier (angivet i stk.)</b>				
Udestående antal aktier, ultimo	1.308.625	1.308.625	1.308.625	979.043
Udestående antal aktier ekskl. egne aktier, ultimo	1.225.076	1.223.625	1.308.625	979.043
Gns. antal udestående aktier ekskl. egne aktier	1.223.806	1.228.583	1.149.326	979.043
<b>Pr. aktie á nom. 100 kr (angivet i kr.)</b>				
Indre værdi (som indberettet til Kbh. Fondsbørs på årets sidste handelsdag)	125,94	123,09	106,55	105,07
Indre værdi (Finansanalytikerforeningens definition)	120,91	121,47	107,70	105,51
Børskurs ultimo	126,50	123,50	100,50	105,00
Børskurs / indre værdi (efter Finansanalytikerforeningens definition)	1,0462	1,0167	0,9331	0,9951

(\*) 2003 dækker perioden 20. september 2002 - 31. december 2003.

Selskabets aktiviteter blev dog først påbegyndt medio 2003, således at regnskabsåret 2003 kun omfatter godt seks måneders aktivitet.

# BERETNING

I 2006 udviklede den indberettede indre værdi på selskabets aktie sig fra 123,09 (ultimo 2005) til 125,39 (ultimo 2006), hvilket svarer til en stigning på 1,9%.

Udviklingen i den indberettede indre værdi siden start er angivet i figuren nedenfor.

Selskabets aktiekurs steg i 2006 fra 123,5 til 126,5, svarende til en stigning på 2,4%.

## Resultat

Årets resultat før skat på -0,6 mio. kr., svarende til -0,4% af egenkapitalen primo, levede således ikke op til forventningerne ved årets start. På daværende tidspunkt var forventningerne et afkast før skat på ca. 15 mio. kr.

Ledelsen finder derfor resultatet i regnskabsperioden utilfredsstillende.

Resultatet for regnskabsperioden blev påvirket af en netto renteindtægt på 4,5 mio. kr. Rentemargina-

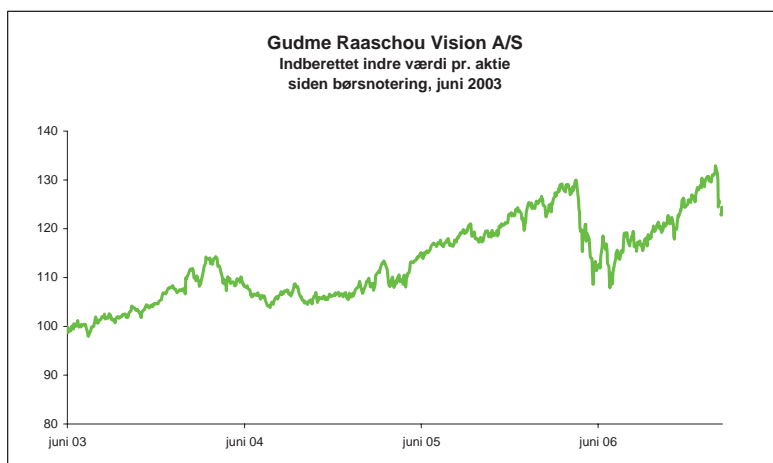
len var trods en udfladning af rentekurven i selskabets favør, hvilket vil sige, at selskabet kunne optage lån til en lavere rente, end det afkast som investeringerne kunne tilbyde.

Det udbetalte udbytte fra investering i aktier var 0 kr. Det udbetalte udbytte fra investering i emerging market-obligationer (via investeringsbeviser) var 0,4 mio. kr.

Netto kursreguleringer udgjorde -2,1 mio. kr. Heraf kan -2,0 mio. kr. henføres til investeringerne i obligationer, -0,2 mio. kr. til aktier, erhvervsobligationer samt emerging market-obligationer, mens ændringer i valutakurserne stort set ingen effekt har haft på årets resultat.

Udgifterne til personale udgjorde 0,4 mio. kr., mens øvrige administrationsomkostninger udgjorde 2,8 mio. kr. Sidstnævnte omfatter bl.a. bankgebyrer, depotomkostninger, honorar til distributører samt honorarer til advokat, revisor og bogholderi.

Årets resultat før skat udgjorde således et underskud på 0,6 mio. kr. Skatten er opgjort til knap 0,1 mio. kr., hvorefter selskabets resultat efter skat blev -0,7 mio. kr.



### Investeringer

Muligheden for at optage lån blev udnyttet i 2006 inden for selskabets investeringsrammer. Dette var hensigtsmæssigt, idet det rene investeringsafkast oversteg de samlede låneomkostninger. Gennem 2006 havde selskabet lån svarende til ca. tre gange egenkapitalen.

Afkastet på selskabets udenlandske aktieinvesteringer skuffede målt i danske kroner, ikke mindst som følge af tab på valutaerne US dollars og japanske yen.

Nedenfor er de foretagne finansielle dispositioner beskrevet i hovedtræk.

### Obligationer

Mellem 50% og 100% af porteføljen skal i henhold til selskabets investeringsrammer være investeret i obligationer for at skabe et stabiliserende element i porteføljen.

Selskabets obligationsandel var med mellem ca. 57% og 65% i 2006 i den lave ende af investeringsrammen. Dette skyldes, at forventningerne til aktier i 2006 var positive, og aktieandelen derfor var relativt høj på bekostning af stats- og realkreditobligationer (der henvises til afsnittet "Aktier" nedenfor).

Forskellen mellem de korte og de lange renter var forholdsvis lille i 2006, hvilket gjorde det vanskeligt at opnå et højere afkast på investeringer i obligationer sammenlignet med finansieringsomkostningerne. Tendensen til beskedne afkast på obligationsmarkederne i 2005 fortsatte således i 2006.

Den Europæiske Centralbank, ECB, strammede pengepolitikken i 2006 ved at forhøje renten med i alt 1,25%-point. Årsagen skal findes i de stærke økonomiske nøgletal fra de europæiske lande samt ECB's fokus på at fastholde inflationen på maksimalt 2%.

I 2006 bevægede inflationen sig flere gange over denne grænse, samtidig med at olieprisen i foråret nåede op på 70 USD pr. tønde.

De finansielle markeder syntes dog ikke i tvivl: ECB havde inflationen under kontrol i 2006 til trods for et

opadgående pres på inflationen fra olieprisen og private husholdningers voksende gældsætning. Denne udvikling gav en meget kraftig vækst i pengemængden, og ECB frygtede en brat stigende inflation.

For at modvirke inflationspresset hævdede ECB som nævnt ovenfor renten i flere omgange i 2006. Det er normal praksis, at centralbanker strammer pengepolitikken ved at hæve renten under en højkonjunktur for at dæmpe inflationsudviklingen.

I starten af 2006 steg både de korte og lange renter kraftigt, hvilket bl.a. skyldtes en stærk økonomisk udvikling i USA, samt at Japans økonomi viste de første tegn på at komme ud af mange års dødvande.

Dette resulterede i stigende renter i Europa og påvirkede afkastet på selskabets obligationsinvesteringer negativt i første halvår 2006. Porteføljens høje andel af højtforrentede realkreditobligationer opvejede dog dette, så det samlede afkast på obligationer i første halvår var positivt.

I andet halvår fortsatte de korte renter med at stige, mens de lange renter faldt med pæne obligationsafkast til følge. Sidst på året vendte udviklingen, renterne steg kraftigt – især i december hvor der blev offentliggjort stærke økonomiske nøgletal i både USA og Europa – hvorpå obligationsafkastene faldt tilbage.

Selskabets investeringer i obligationer gav et samlet afkast på godt 3,5% i 2006.

Ved årets udgang udgjorde selskabets investeringer i obligationer 372,8 mio. kr. inkl. vedhængende rente, svarende til 64,3% af porteføljen eksklusiv egne aktier.

### Aktier

Gudme Raaschou Vision A/S valgte at fastholde porteføljens aktieandel i den øvre ende af de investeringsmæssige rammer. Aktieinvesteringernes andel af porteføljen svingede i 2006 mellem ca. 25% og 27%.

Gudme Raaschou Vision A/S har af administrative og skattemæssige årsager valgt at foretage aktieinvesteringer i en global aktieportefølje

via Investeringsforeningen Gudme Raaschou, afdeling Selection.

Valget af en forholdsvis høj aktieandel skyldtes, at aktier blev vurderet som attraktivt værdiansat i forhold til andre aktivtyper, og at forventningerne til indtjeningsudviklingen var positive for 2006.

2006 blev på mange måder et paradoksal år for internationale aktieinvestorer. Såvel den amerikanske dollar som den japanske yen faldt overfor euroen (og dermed danske kroner). Dermed oplevede mange, at deres internationale aktieinvesteringer målt i hjemlig valuta gav skuffende afkast. Faldet i disse valutakurser ramte også Gudme Raaschou Visions aktieinvesteringer.

Udviklingen på aktiemarkedene lagde ellers stærkt ud i 2006 med pæne kursstigninger efter generelt tilfredsstillende regnskaber for 2005 fra selskaberne.

Den positive stemning blev imidlertid brudt den 10. maj 2006 af den nye chef for Den Amerikanske Centralbank, Ben Bernanke. Han skønnede, at væksten i den amerikanske økonomi ville aftage senere i 2006. Herudover bemærkede han, at der ville være behov for renteforhøjelser for at imødegå inflationspres. Disse udmeldinger bidrog til en negativ stemning på aktiemarkedene, som varede hen over sommeren og medvirkede til kraftige kursfald. Frygten for en recession i USA begyndte at brede sig.

Virksomhedernes regnskaber for første halvår og senere også 3. kvartal var generelt tilfredsstillende, hvilket bragte optimismen tilbage blandt aktieinvestorerne i årets sidste fire måneder. De fleste aktiemarkeder steg således pænt i andet halvår.

Det amerikanske aktiemarked blev udover lavere oliepris også positivt påvirket af faldende obligationsrenter. Især de store amerikanske aktier steg i kurs.

Dette kom overraskende, idet selskabets aktieportefølje for det første ikke var tungt investeret i USA og for det andet overvejende var investeret i de mindre og mellemstore selskaber.

Desuden skuffede det japanske aktiemarked, hvor porteføljen var forholdsvis tungt investeret pga. forventningerne til fremgang i den japanske økonomi. Fremgangen i økonomien fortsatte, men det afspejlede sig ikke i høje afkast på aktiemarkedene i 2006.

I første del af 2006 fulgte selskabets aktieinvesteringer stort set udviklingen på de globale aktiemarkeder. Desværre resulterede sammenfaldet af de ovenfor nævnte forhold i et utilfredsstillende afkast på selskabets aktieinvesteringer for året som helhed. Selskabets investeringer i aktier gav et samlet afkast på 0,5% i 2006.

Ved årets udgang udgjorde selskabets investeringer i aktier 146,9 mio. kr., svarende til 25,3% af porteføljen eksklusiv egne aktier. Herudover ejede selskabet egne aktier til en markedsværdi af 10,6 mio. kr.

#### Øvrige aktiver

Investeringen i **erhvervsobligationer** var af hensyn til risikospredning og af administrative årsager foretaget gennem Investeringsforeningen Gudme Raaschou, afdeling High Yield.

2006 var et godt år for investeringerne i erhvervsobligationer. På trods af rentestigninger gav indsnævringen af kreditspændene pæne afkast på erhvervsobligationer.

Virksomhederne, som udsteder erhvervsobligationerne har igennem de seneste års økonomiske fremgang øget indtjeningen og deres finansielle styrke. Derfor er der nu længere mellem konkurserne, og det er positivt for kursudviklingen.

Især sidste del af 2006 gav grobund for optimisme for investorerne i erhvervsobligationer, idet Den Amerikanske Centralbank signalerede, at der ikke er udsigt til flere renteforhøjelser.

I løbet af 2006 blev investeringsuniverset i afdeling High Yield afgrænset til europæiske erhvervsobligationer, idet markedet for europæiske erhvervsobligationer var tilstrækkelig stort til at give en tilfredsstillende spredning.

Selskabets investeringer i erhvervsobligationer gav et samlet afkast på godt 8% i 2006.

Selskabet havde desuden i størstedelen af 2006 investeret i emerging market-obligationer fra højrentelande. Disse lande omfatter en lang række lande i Afrika, Sydamerika, Østeuropa og Fjernøsten.

Investeringen i **emerging market-obligationer** har af hensyn til risikospredning og af administrative årsager været foretaget gennem Investeringsforeningen SEB Institutionel, afdeling Emerging Market Bonds (Ashmore).

År 2006 startede stærkt for emerging market-obligationer med en positiv stemning og gode afkast. Desværre smittede den negative stemning fra de udviklede lande af efter Den Amerikanske Centralbanks udmelding den 10. maj 2006.

Den underliggende udvikling i emerging market-landenes økonomier var dog samlet set positiv i 2006. Desværre dominerede investorernes faldende risikovillighed udviklingen på markederne for emerging market-obligationer fra maj og året ud.

Investeringen i emerging market-obligationer blev reduceret umiddelbart efter den 10. maj for at reducere den samlede risiko i selskabet. Den resterende investering i emerging market-obligationer blev solgt i december.

Selskabets investeringer i emerging market-obligationer gav et samlet afkast på knap 8% i 2006.

I december 2006 blev investeringerne i europæiske erhvervsobligationer og emerging market-obligationer solgt til fordel for en investering i **amerikanske erhvervsobligationer** gennem Investeringsforeningen Gudme Raaschou, afdeling US High Yield.

Afdeling US High Yield anvender en amerikansk investeringsrådgiver, Post Advisory Group, der igennem de seneste 15 år har præsteret betydelige merafkast på amerikanske erhvervsobligationer sammenlignet med markedsudviklingen på denne aktivtype. Der henvises til afsnittet "Forventninger" for en uddybning

af forventningerne til amerikanske erhvervsobligationer.

Ved årets udgang udgjorde amerikanske erhvervsobligationer selskabets investeringer i øvrige aktiver. Den samlede værdi af denne investering var 60,1 mio. kr., svarende til 10,4% af porteføljen.

#### **Fremmedkapital**

Gudme Raaschou Vision A/S har gennem hele 2006 optaget lån, svarende til ca. tre gange egenkapitalen, hvilket er i overensstemmelse med den fremlagte investeringsstrategi. Baggrunden for at optage lån var en forventning om at afkastet ved at investere den lånte kapital ville overstige de samlede låneomkostninger.

Det rene afkast på investeringerne oversteg de direkte låneomkostninger. Selskabets rentefordel ved at låne "kort" og placere en stor del heraf i obligationer var dog meget beskeden i 2006, idet rentekurven blev endnu fladere. Afkastet på aktieinvesteringerne skuffede ved ikke at kunne opveje dette.

Ved årets udgang var selskabets nominelle lån på knap 433 mio. kr. – det hele optaget i danske kroner. Via aktieinvesteringerne var selskabet eksponeret til amerikanske dollars og japanske yen, som ved årets udgang ikke var afdækket.

Låneomkostningerne inklusiv påvirkningen fra valutadispositioner var i 2006 i alt 15,2 mio. kr.

#### **Pengestrømme**

Likviditeten fra selskabets drift udgjorde 29,5 mio. kr. i regnskabsperioden. Investeringerne i aktier, obligationer og erhvervsobligationer bidrog med -29,5 mio. kr. i regnskabsperioden.

Herefter udgjorde den samlede ændring i likviditet 0,1 mio. kr.



**PORTEFØLJENS****SAMMENSÆTNING**

Nedenstående tabel viser porteføl-  
jens sammensætning pr. 31. decem-  
ber 2006 (den 29. december 2006  
var årets sidste handelsdag).

**PORTEFØLJENS SAMMENSÆTNING PR. 31. DECEMBER 2006**

PAPIRNAVN	BEHOLDNING Stk.	ANSKF. KURS	MARKEDS KURS	KURSVÆRDI INKL. VEDH. RENTE (1.000 kr.)	ANDEL I %
<b>OBLIGATIONER</b>					
<b>KONVERTERBARE OBLIGATIONER</b>					
5,00% Unikred UNIK ann.19' 20	26.231.237	103,55	101,70	26.958	4,7%
6,00% Totalkr 111 C..s.... 19	5.141.160	105,80	105,00	5.474	0,9%
6,00% Totalkr 111 C..s.22' 22	3.271.978	105,93	105,10	3.487	0,6%
7,00% Totalkr 111 C.s 332' 31	2.147.071	105,24	106,50	2.324	0,4%
5,00% Totalkr 111 C.s.22'.. 22	18.923.978	103,00	101,85	19.508	3,4%
5,00% Totalkr 111 C..s.... 25	1.206.252	102,87	101,20	1.236	0,2%
10,00% JK 3.s..... 09	307.350	107,60	106,75	343	0,1%
10,00% KD 23a.s..... 22	10.512.295	115,47	116,00	12.454	2,1%
9,00% KD 23B.s. 24'.. 24	12.544.115	114,23	114,95	14.699	2,5%
8,00% KD 22C.s..... 16	4.806.896	111,98	109,00	5.335	0,9%
8,00% KD 23C.s..... 26	251.582	112,90	112,25	287	0,0%
9,00% KD 23C.s. 26'.. 26	6.241.143	114,04	116,00	7.379	1,3%
7,00% KD 22D s..... 19	7.575.113	106,72	107,00	8.236	1,4%
8,00% KD 23D s..... 29	1.695.153	111,74	111,50	1.924	0,3%
6,00% KD 26D s. 14'.. 14	4.258.999	104,14	104,25	4.503	0,8%
5,00% KD 22D s..... 19	23.215.273	103,24	102,25	24.025	4,1%
6,00% KD 22D s..... 22	6.214.985	104,28	104,80	6.606	1,1%
7,00% KD 22D s. 21'.. 21	7.253.546	106,95	107,00	7.887	1,4%
5,00% KD 22D s. 25'.. 25	27.260.066	100,92	101,30	27.951	4,8%
5,00% KD 23D s..... 35	8.666.016	101,86	99,40	8.721	1,5%
8,00% BRFKred 111C..... 26	23.751.450	111,67	110,73	26.769	4,6%
7,00% BRFKred 111C..... 26	8.378.216	107,78	107,61	9.161	1,6%
7,00% BRFKred 111.s..... 29	831.702	106,16	108,10	913	0,2%
7,00% BRFKred 111 2032 32' 32	3.774.772	105,50	108,00	4.142	0,7%
6,00% BRFKred 111 B. 35'.. 33	2.087.085	102,72	103,70	2.195	0,4%
8,00% Nykred 2C s..... 16	4.513.573	110,63	109,00	5.009	0,9%
8,00% Nykred 3 A..... 24	7.347.685	111,29	114,00	8.522	1,5%
7,00% Nykred 2C s..... 19	32.670	106,72	107,00	36	0,0%
7,00% Nykred 3C s..... 29	59.063	106,43	108,40	65	0,0%
6,00% Nykred 02A..... 22	969.558	104,43	104,85	1.031	0,2%
5,00% Nykred 03D. 35'.... 35	20.437.295	102,16	99,69	20.627	3,6%
5,00% Nykred 02D. 25'.... 25	9.075.284	102,97	101,20	9.296	1,6%
5,00% Nykred 73 D OA..... 38	10.000.000	97,97	97,75	9.776	1,7%
<b>VARIABELT FORRENTEDE OBLIGATIONER</b>					
4,39% Totalkr TK122C.s OA. 15	50.061.661	100,71	101,10	51.071	8,8%
3,40% Scandi III S 15	3.300.000	99,96	99,80	24.687	4,3%
Depfa VAR 20-12-2011	10.000.000	100,00	100,00	10.015	1,7%
<b>OBLIGATIONER I ALT</b>				<b>372.653</b>	<b>64,3%</b>
Heraf vedhængende rente				4.616	
<b>UDRUKNE OBLIGATIONER I ALT</b>				<b>13.490</b>	<b>2,3%</b>
<b>ERHVERVS OBLIGATIONER</b>					
Gudme Raaschou US High Yield	605	100.750	99.363	60.115	10,4%
<b>ERHVERVS OBLIGATIONER I ALT</b>				<b>60.115</b>	<b>10,4%</b>
<b>AKTIER</b>					
Gudme Raaschou Selection	2.545.133	48,40	57,70	146.854	25,3%
<b>AKTIER I ALT</b>				<b>146.854</b>	<b>25,3%</b>
<b>KONTANT OG LÅN</b>					
<b>KONTANT, LÅN, UDRUKNE OBL. I ALT</b>				<b>-421</b>	
<b>SAMLET PORTEFØLJEVÆRDI</b>				<b>579.622</b>	<b>100,0%</b>

(\*) Beholdningen af egne aktier indgår ikke i opgørelsen af porteføljen ovenfor.

## FORVENTNINGER

### Forventninger til de finansielle markeder

#### Makroøkonomiske forventninger

Meldingerne fra Den Europæiske Centralbank (ECB) tyder på, at banken fortsat vil være mest tilbøjelig til at foretage pengepolitiske stramninger frem for at gå over i en mere neutral udgangsposition.

Dette undrer en lang række økonomer, idet det inflationære pres ikke er voldsomt. Den tyske momsforhøjelse vil naturligvis øge inflationen en anelse, men der er tale om en engangseffekt, der ikke bør give anledning til bekymring hos ECB. Den Europæiske Centralbank forholder sig imidlertid ikke blot til den nuværende inflation, men estimerer i høj grad også inflationsudvikling fremover.

Ifølge ECB er en vigtig indikator for den fremtidige inflationsudvikling udviklingen i pengemængdevæksten. Denne vækst er bl.a. øget af de betydelige boligprisstigninger i de fleste europæiske lande igennem de seneste år. De seneste tal for pengemængdevæksten i Eurozonen var den højeste årlige vækstrate i 16 år. Derfor er der god grund til at udvise årvågenhed fra ECB's side.

Der kan herudover også være en helt jordnær dagsorden bag ECB's adfærd. Såfremt væksten aftager markant i USA i 2007, så vil det smitte af på Eurozonen – og så handler det lidt populært sagt om at hæve renten, mens man kan.

Den nuværende økonomiske udvikling i Eurozonen med Tyskland i spidsen skønnes at kunne bære flere renteforhøjelser. De økonomiske nøgletal fra Tyskland har været overraskende stærke, ikke mindst optimismen i de tyske virksomheder har nået rekordniveauer. Desuden er arbejdsløsheden omsider for alvor begyndt at falde, og for første gang i knap fem år nåede den under 10%.

Vi vurderer derfor, at 2007 vil blive et fornuftigt år for Tyskland og Europa som helhed, men at starten af året kan blive lidt træg. Euroen står meget stærk overfor US dol-

lars, hvilket svækker de europæiske virksomheders konkurrencekraft. Derudover vil den tyske momsforhøjelse sandsynligvis sætte sine spor i tysk detailsalg først på året, idet forbrugerne har købt ind på forskud inden nytår.

Sidst, men ikke mindst vil en lavere vækst i den amerikanske økonomi dæmpe vækstbidraget til det meget eksportorienterede tyske erhvervsliv.

Et af de helt store markedstemaer i 2006 var det amerikanske boligmarked – og det bliver det også i 2007. Efter nogle måneder med kraftig opbremsning i salget, prisfald og rekord mange nye boliger til salg ser markedet nu ud til at stabilisere sig: Salget er igen svagt stigende og udbuddet af nye boliger faldende.

Man kunne umiddelbart frygte, at udviklingen på boligmarkedet gik ud over den amerikanske forbrugers gode humør. Denne frygt har indtil videre vist sig helt ubegrundet: Forbrugertilliden tangerer det højeste niveau i fem år takket være lav arbejdsløshed, faldende benzinerpriser, god aktieperformance og lave varmeregninger efter en udsædvanlig mild vinter. Med ovennævnte in mente forventes en såkaldt "blød landing" i USA – dvs. en moderat afmatning i den økonomiske vækst.

#### Renteforventninger

De generelt stærke nøgletal for Eurozonen forventes at drive renterne lidt op i 2007. Dog er der mulighed for stabile til let faldende renter de første måneder af året.

Den Europæiske Centralbank og Danmarks Nationalbank ventes at hæve renten i marts, mens vi forventer en rentenedsættelse i USA i løbet af sommeren.

Den lange rente i Europa skønnes at bevæge sig op imod 4,25% p.a. hen imod slutningen af 2007. I USA vurderes de lange renter at nærme sig 5% sidst på året.

De konverterbare realkreditobligationer gav pæne afkast i det forgangne år, og forventningerne til segmentet er fortsat positive. Dette kan henføres til en forventning om moderate rentebevægelser, en lav aktivitet på

det danske boligmarked generelt og en lav konverteringsaktivitet.

Denne udvikling forventes på ny at tilgodese høj kupon-segmentet, de 20- og 30-årige 5%’s obligationer samt de variabelt forrentede realkreditobligationer med en max-rente. Disse obligationsserier vurderes derfor mere attraktive end de inkonverterbare realkreditobligationer og statsobligationer.

Investeringerne i obligationer forventes at give et afkast i niveauet 4,5% i 2007.

### Aktier

Der er en enorm likviditet på aktiemarkedene som følge af rekordstore fusioner og overtagelser, der forventes at fortsætte i indeværende år. Dette vil påvirke den generelle aktiekursudvikling positivt. Desuden er de internationale aktiemarkeder relativt billigt prisfastsat i forhold til andre aktivklasser efter de fleste aktiestrategers vurdering.

Pessimisterne frygter imidlertid, at forudsætningerne brister og vil give følgende kædereaktion: En korrektion på det amerikanske boligmarked, recession i USA, global vækstafmatning, faldende indtjening i virksomhederne og faldende aktiekurser.

Optimisterne fremfører omvendt, at USA i 2007 vil opleve en blød landing i vækstforløbet, mens Asien og Europa bibeholder det stærke momentum i væksten. Argumentet er at dette vil understøtte en fortsættelse af det globale vækstboom og indtjeningsvækst. Den optimistiske konklusion er derfor, at aktier fremstår attraktive både absolut og relativt til øvrige aktivklasser.

Det afgørende spørgsmål synes således at være, hvorvidt væksten i USA aftager moderat eller kraftigt.

Ledelsen finder det er mest sandsynligt, at USA ender med en blød landing. Dette skyldes, at presset på de amerikanske forbrugere er aftaget væsentligt med faldende energipriser og faldende boligrenter, som i høj grad modvirker effekten fra faldende boligpriser.

Desuden synes det globale vækstmomentum fortsat styrkt. Landene uden for USA og Eurozonen fylder mere og mere i det globale vækstperspektiv i kraft af globalisering, øget samhandel og generelt stigende velstand. Intet tyder således på, at Kina, Indien og Østeuropa vil opleve nogen væsentlig nedgang i væksten i 2007.

Selskabets ledelse er overvejende positive med hensyn til udsigterne for de globale aktiemarkeder i 2007, hvilket primært baseres på forventningen om en blød landing i USA samt en pæn indtjeningsvækst i virksomhederne.

Man kan imidlertid ikke se bort fra den betydelige usikkerhed, der er omkring vækstforløbet i USA, hvorfor det skønnes hensigtsmæssigt at udvise forsigtighed. Dette afspejles i en ikke-aggressiv sammensætning af aktieporteføljen. Her fokuseres på de defensive sektorer. Selskaber med stærke balancer, stabile cash-flows og høje dividender synes oplagte.

De europæiske og nordiske aktiemarkeder fremtræder særlig interessante på grund af en kombination af attraktiv værdiansættelse og tiltagende vækstmomentum.

Amerikanske aktier fremstår heller ikke dyre, men usikkerheden om vækstforløbet kan hæmme investeringslysten og afkastpotentialet. Et positivt bidrag til kursudviklingen kan komme, såfremt inflationsbekymringerne aftager så meget, at centralbanken sænker renten for at understøtte den økonomiske vækst.

Japan er i høj grad underlagt de globale konjunkturer, herunder den amerikanske. Markedet virker fortsat meget attraktivt for den langsigtede investor - stigende i takt med at inflationen indfinder sig, og det finansielle system "normaliserer" sig.

Aktieandelen i selskabets portefølje ventes fastholdt forholdsvis høj på bekostning af stats- og realkreditobligationer som følge af de positive forventninger til aktiekursudviklingen i 2007.

**Erhvervsobligationer**

De amerikanske virksomheder, der udsteder erhvervsobligationer, står finansielt stærkt primo 2007. Som en konsekvens heraf forventes færre konkurser og tvangsauktioner end i de forgangne år, hvilket vil være positivt for kursudviklingen på erhvervsobligationer.

Skulle Den Amerikanske Centralbanks inflationsfrygt aftage så

meget, at banken sænker renten, vil det komme investorerne i de amerikanske erhvervsobligationer til gode. Amerikanske erhvervsobligationer forventes samlet set at give et pænt afkast i 2007, forudsat at vi får en blød landing i USA.

På baggrund af ovenstående forventninger er porteføljen ved nærværende årsrapports offentliggørelse sammensat som følger

Aktuelle portefølje	Faktiske andel pr. 8. marts 2007	Selskabets Investeringsramme
Obligationer (inkl. kontantbeholdning)	64,3%	50-100%
Aktier, inkl. egne aktier	25,1%	0-35%
Øvrige aktiver: Erhvervsobligationer	10,6%	0-15%
Belåning af egenkapital (antal gange)	3,0%	0-4%
Fremmedvalutaers andel af lån (CHF)	9,9%	0-40%

**Forventninger til resultatet**

Bestyrelsen overvejer justeringer i investeringsstrategien og aktivsammensætningen, idet det med udgangspunkt i de opnåede afkast ikke anses for realistisk at nå et gennemsnitligt årligt afkast på 10% i de første fem år fra selskabets børsnotering.

På baggrund af forventningerne til de finansielle markeder i 2007, forventes et afkast før skat i niveauet 12 mio. kr., svarende til ca. 8% af egenkapitalen primo 2007.

På [www.grvision.dk](http://www.grvision.dk) er der et direkte link til OMX Københavns Fondsbørs' hjemmeside med opdateret børsinformation om Gudme Raaschou Vision A/S.

# RISIKOFAKTORER

Investering i et selskab som Gudme Raaschou Vision A/S er altid forbundet med en vis risiko. Nedenfor har ledelsen beskrevet en række risikofaktorer. For en mere detaljeret gennemgang af de enkelte samt øvrige risikofaktorer henvises til børsprospekt fra kapitalforhøjelsen i 2004, som kan hentes på [www.grvision.dk](http://www.grvision.dk).

## Markedsrisiko

Afkastet på Gudme Raaschou Visions investeringer er afhængig af den generelle udvikling på de globale finansielle markeder, herunder aktie-, valuta- og obligationsmarkederne. Der kan forekomme perioder med store kursudsving, uanset at udsvingene kan blive udjævnet over tid.

Ud over generelle markedsrisici er der en række sektor-, lande- og udstederspecifikke forhold, der kan påvirke selskabets investeringer. Disse forhold vil kunne føre til, at afkastet på investeringsporteføljen kan afvige fra den generelle udvikling på de finansielle markeder.

## Aktiemarkedene

Der er en generel markedsrisiko ved at investere i aktier. Kursudviklingen på en aktieportefølje følger i et vist omfang kursudviklingen på de globale aktiemarkeder.

Selv om aktieporteføljen i Gudme Raaschou Vision i perioder kan følge et andet kursmønster end aktiemarkedene generelt, forventes der på længere sigt at være en sammenhæng mellem afkastet på aktieporteføljen i Gudme Raaschou Vision og afkastet på aktier generelt.

Dette indebærer, at afkastet på en investering i Gudme Raaschou Vision vil være afhængig af den generelle udvikling på de globale aktiemarkeder.

## Valutarisiko

Målt i danske kroner stiger og falder værdien af lån og investeringer optaget/placeret i en udenlandsk valuta i takt med kursudsving i den pågældende valuta.

Større valutakursudsving kan således have en væsentlig effekt på selskabets aktiver og passiver og derigennem på det regnskabsmæssige resultat målt i danske kroner.

I det omfang selskabet indgår valutaterminskontrakter ud over tilfælde, hvor der foretages afdækning af investeringer i udenlandsk valuta, vil det være i forbindelse med optagelse af lån. Derfor vil valutarisikoen periodevis kunne være afdækket eller uafdækket.

## Renterisiko

Renteudsving påvirker selskabets aktiver og passiver og derigennem det regnskabsmæssige resultat. Der kan forekomme perioder, hvor rentestrukturen ikke vil være normal, dvs. med højere renter på korte fordringer sammenlignet med renterne på lange fordringer.

Såfremt en sådan situation opstår, kan det indebære, at finansieringsomkostningerne på fremmedkapitalen stiger, hvilket vil have en negativ effekt på selskabets investeringsafkast, i det omfang selskabet anvender fremmedkapitalfinansiering.

Selvom det er hensigten at undgå at benytte fremmedkapitalfinansiering i perioder med invers rentestruktur, kan det ikke udelukkes, at der kan opstå situationer, hvor selskabet ikke vil kunne undgå dette.

Renterisiko er af betydning for selskabets investeringer i obligationer og rummer ændringer i rentekurven. Renterisikoen på en obligation med lang løbetid er større end på en obligation med kort løbetid. Obligationssporteføljens samlede renterisiko har stor betydning for afkastet ved generelle rentestigninger og -fald.

#### **Investering med fremmedkapital**

Anvendelse af fremmedkapital til finansiering af selskabets aktiver øger den samlede risiko. Gudme Raaschou Vision A/S kan som led i sin strategi finansiere sine investeringer ved anvendelse af fremmedkapital i et omfang svarende til tre gange egenkapitalen.

Det er ligeledes en del af selskabets strategi for finansiering med fremmedkapital at optage lån i udenlandsk valuta. Det medfører, at selskabet i givet fald skal betale renter og afdrag i udenlandsk valuta.

Ændringer i renteniveau og valutakurser kan på grund af optagelse af fremmedkapital i udenlandsk valuta således medføre, at værdien af investeringsporteføljen ikke nødvendigvis modsvarer værdien af selskabets fremmed- og egenkapital. Der vil ligeledes kunne opstå situationer, hvor rentebetalingen på fremmedkapitalen kan overstige afkastet på aktiverne, hvilket vil påvirke resultatet negativt.

#### **Kreditrisiko**

Kreditrisiko er risikoen for, at modparter helt eller delvist misligholder deres låneforpligtelser. Kreditrisiko omfatter også lande- og afviklingsrisiko, hvor sidstnævnte er af størst relevans for Gudme Raaschou Vision A/S.

Investeringerne i obligationer kan foretages i såvel fastforrentede som variabelt forrentede obligationer. Beholdningen af obligationer pr. 31. december 2006 er overvejende fastforrentede, hvilket fremgår af afsnittet "Porteføljens sammensætning".

Den maksimale kreditrisiko ved investering i aktivklassen "obligationer" afspejles ved, at investeringerne i obligationer som minimum skal have samme kreditværdighed som danske realkreditobligationer.

#### **Risikostyring**

Det er af stor betydning at kende sin finansielle risiko, når man investerer i værdipapirer og samtidig optager lån. Gudme Raaschou Vision A/S modtager derfor dagligt en rapportering fra investeringsrådgiveren over selskabets finansielle risici.

Den samlede risiko i selskabet overvåges løbende af såvel ledelsen som investeringsrådgiveren.

## ØVRIGE FORHOLD

### Principper for god selskabsledelse, Corporate Governance

Selskabets ledelse har i forbindelse med opstarten forholdt sig til Nørby-udvalgets anbefalinger, som de er beskrevet i rapport fra december 2001 og senest revideret i 2005.

Bestyrelsen følger udviklingen inden for corporate governance. Bestyrelsen er ansvarlig for udviklingen af selskabets politik på området og vil stræbe efter løbende at forbedre selskabets standarder til gavn for selskabet og dets aktionærer.

Der er, som beskrevet i børsprospektet fra kapitalforhøjelsen i 2004, indgået aftale om investeringsrådgivning mellem selskabet og Gudme Raaschou Fondsmæglerselskab A/S. Bestyrelsen har ønsket størst mulig åbenhed omkring dette forhold, hvorfor hele aftalen blev gengivet i børsprospektet.

Gudme Raaschou Fondsmægler-selskab A/S er primo 2007 i gang med at blive fusioneret ind i Gudme Raaschou Bank A/S for at gøre koncernstrukturen i Gudme Raaschou-Bank-koncernen enklere. Det vurderes ikke at få nogen betydning for samarbejdet med Gudme Raaschou Vision A/S, idet Gudme Raaschou Bank A/S indgår med succession i Gudme Raaschou Fondsmægler-selskab A/S' investeringsrådgivnings-aftale med Gudme Raaschou Vision A/S.

For at mindske risikoen for interessekonflikter har selskabet indgået skriftlige aftaler og fastlagt forretningsgange for alle områder for samarbejde med selskaber i Gudme Raaschou Bank-koncernen.

Det er ledelsens ønske at udvise stor åbenhed over for aktionærerne og offentligheden. Dette søges efterlevet i selskabets informationspolitik med daglige beregninger af indre værdi samt i delårs- og årsrapporterne.

Selskabet har kun én aktieklasse, hvilket er i overensstemmelse med Nørby-udvalgets anbefaling om at undlade brugen af stemmeretsbegrænsninger.

### Storaktionærer

Følgende aktionærer ejede hver ved udgangen af 2006 mere end 5% af den udstedte aktiekapital:

- Arbejdernes Landsbank, Vesterbrogade 5, 1502 København V (7,6%)
- HSH Nordbank, Kalvebod Brygge 39-41, 1560 København V (15,7%)
- Gudme Raaschou Bank A/S, Kalvebod Brygge 43, 1560 København V (30,5%)
- Gudme Raaschou Vision A/S, Kalvebod Brygge 43, 1560 København V (Selskabets beholdning af egne aktier svarede til 6,4% af den udstedte aktiekapital).

### Egne aktier

Gudme Raaschou Vision A/S ejede pr. 31. december 2006 i alt 83.549 stk. egne aktier, svarende til ca. 6,4% af selskabets på daværende tidspunkt udstedte aktiekapital. Selskabet har således solgt 1.451 stk. egne aktier i markedet i 2006. Det kan oplyses, at salgskursen var 116 i gennemsnit.

Bestyrelsen ønsker fortsat en stående bemyndigelse til at erhverve egne aktier. Udnyttelse af en sådan bemyndigelse er af særlig interesse i perioder, hvor selskabets aktiekurs er under indre værdi. På denne måde kan bestyrelsen tilføre aktionærerne værdi.

Bestyrelsen vil på den førstkomende ordinære generalforsamling stille konkret forslag om en fortsættelse af den eksisterende bemyndigelse.

#### **Investeringsaftale**

Investeringsrådgiveren modtager ikke fast honorar fra Gudme Raaschou Vision A/S for investeringsrådgivning.

Investeringsrådgiveren kan derimod modtage succeshonorar. Succeshonoraret udgør 20% af det afkast, der overstiger den gennemsnitlige mindsterente plus ét procentpoint i regnskabsåret.

Investeringsaftalen, som er indgået mellem selskabet og investeringsrådgiveren, har indarbejdet princippet om såkaldt high watermarking. Det vil sige, at år med negative investeringsresultater skal indhentes i efterfølgende års resultater, før investeringsrådgiveren kvalificerer sig til succeshonorar.

#### **Bestyrelsesbeslutninger**

Der er ikke truffet beslutninger i bestyrelsen af en art, som vurderes at påkræve offentliggørelse i nærværende årsrapport.

#### **Generalforsamling**

Der afholdes generalforsamling den 26. april 2007, kl. 15.00 på selskabets adresse.

Bestyrelsen indstiller til generalforsamlingen, at der ikke udbetales udbytte for 2006, og at selskabets resultat efter skat på -0,7 mio. kr. overføres til indeværende år.

#### **Datoer for offentliggørelse af finansiel information**

Selskabets trykte årsrapport for 2006 forventes at foreligge i uge 12. Den trykte årsrapport vil blive sendt til samtlige navnenoterede aktionærer.

Delårsrapport for 1. kvartal:  
14. maj 2007

Delårsrapport for 1. halvår:  
21. august 2007.

Delårsrapport for 3. kvartal:  
8. november 2007.

#### **Begivenheder indtruffet efter regnskabsperiodens afslutning**

Gudme Raaschou Bank A/S meddelte den 15. februar 2007 til OMX Københavns Fondsbørs, at banken havde erhvervet aktier i Gudme Raaschou Vision A/S, således at Gudme Raaschou Banks andel af aktiekapitalen og stemmerne var 55,6%.

Således skal Gudme Raaschou Bank afgive et pligtmæssigt købstilbud til aktionærerne i Gudme Raaschou Vision A/S i henhold til §§ 31-32 i Lov om Værdipapirhandel mv. og Bekendtgørelse nr. 416 af 8. maj 2006.

Bestyrelsen vil i meddelelse til OMX Københavns Fondsbørs afgive sin vurdering af det nævnte købstilbud, når det foreligger.

Der er herudover ikke indtruffet begivenheder efter regnskabsperiodens afslutning, som vurderes at rykke væsentligt ved det billede, som nærværende årsrapport giver.



---

---

# LEDELSESPÅTEGNING

---

Bestyrelsen og direktionen har dags dato behandlet og godkendt årsrapporten for regnskabsåret 1. januar – 31. december 2006 for Gudme Raaschou Vision A/S.

Årsrapporten er aflagt i overensstemmelse med International Financial Reporting Standards som godkendt af EU. Årsrapporten er herudover udarbejdet i overensstemmelse med de yderligere danske oplysningskrav til årsrapporter for børsnoterede selskaber. Vi anser den valgte regnskabspraksis for hensigtsmæssig og de udøvede regnskabsmæssige skøn for forsvarlige. Vi finder endvidere den samlede præsentation af årsrapporten retvisende. Årsrapporten giver derfor efter vor opfattelse et retvisende billede af selskabets aktiver og passiver, den finansielle stilling samt resultatet af selskabets aktiviteter og pengestrømme.

Årsrapporten indstilles til generalforsamlingens godkendelse.

København, den 8. marts 2007

I bestyrelsen:

*Thomas Hartwig*  
Formand

*Hans-Henrik Eriksen*

*Kjeld Skov*

I direktionen:

*David Huang*  
Direktør

# DEN UAFHÆNGIGE REVISORS PÅTEGNING

## Til aktionærerne i Gudme Raaschou Vision A/S

Vi har revideret årsrapporten for Gudme Raaschou Vision A/S for regnskabsåret 1. januar - 31. december 2006, omfattende ledelsespåtegning, ledelsesberetning, anvendt regnskabspraksis, resultatopgørelse, balance, egenkapitalopgørelse, pengestrømsopgørelse og noter. Årsrapporten aflægges efter International Financial Reporting Standards som godkendt af EU og yderligere danske oplysningskrav til årsrapporter for børsnoterede selskaber.

## Ledelsens ansvar for årsrapporten

Ledelsen har ansvaret for at udarbejde og aflægge en årsrapport, der giver et retvisende billede i overensstemmelse med International Financial Reporting Standards som godkendt af EU og yderligere danske oplysningskrav til årsrapporter for børsnoterede selskaber. Dette ansvar omfatter udformning, implementering og opretholdelse af interne kontroller, der er relevante for at udarbejde og aflægge en årsrapport, der giver et retvisende billede uden væsentlig fejlinformation, uanset om fejlinformationen skyldes besvigelser eller fejl, samt valg og anvendelse af en hensigtsmæssig regnskabspraksis og udøvelse af regnskabsmæssige skøn, som er rimelige efter omstændighederne.

## Revisors ansvar og den udførte revision

Vores ansvar er at udtrykke en konklusion om årsrapporten på grundlag af vores revision. Vi har udført vores revision i overensstemmelse med danske revisionsstandarder. Disse standarder kræver, at vi lever op til etiske krav samt planlægger

og udfører revisionen med henblik på at opnå høj grad af sikkerhed for, at årsrapporten ikke indeholder væsentlig fejlinformation.

En revision omfatter handlinger for at opnå revisionsbevis for de beløb og oplysninger, der er anført i årsrapporten. De valgte handlinger afhænger af revisors vurdering, herunder vurderingen af risikoen for væsentlig fejlinformation i årsrapporten, uanset om fejlinformationen skyldes besvigelser eller fejl. Ved denne risikovurdering overvejer revisor interne kontroller, der er relevante for virksomhedens udarbejdelse og aflæggelse af en årsrapport, der giver et retvisende billede, med henblik på at udforme revisionshandlingerne, der er passende efter omstændighederne, men ikke med det formål at udtrykke en konklusion om effektiviteten af virksomhedens interne kontrol. En revision omfatter endvidere stillingtagen til, om den af ledelsen anvendte regnskabspraksis er passende, om de af ledelsen udøvede regnskabsmæssige skøn er rimelige samt en vurdering af den samlede præsentation af årsrapporten.

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

Revisionen har ikke givet anledning til forbehold.

## Konklusion

Det er vores opfattelse, at årsrapporten giver et retvisende billede af selskabets aktiver, passiver og finansielle stilling pr. 31. december 2006 samt af resultatet af selska-

bets aktiviteter og pengestrømme for regnskabsåret 1. januar - 31. december 2006 i overensstemmelse med International Financial Reporting Standards som godkendt af EU og yderligere danske oplysningskrav til årsrapporter for børsnoterede selskaber.

København, den 8. marts 2007

## PricewaterhouseCoopers

Statsautoriseret Revisionsaktieselskab

Mikael Sørensen Michael E. Jacobsen  
Statsaut. revisor Statsaut. revisor

## Ankjær-Jensen ApS

Alex R. Ankjær-Jensen  
Statsautoriseret revisor, Cand.jur.

# ANVENDT REGNSKABSPRAKSIS

Årsrapporten for Gudme Raaschou Vision A/S er aflagt i overensstemmelse med International Financial Reporting Standards (IFRS) som godkendt af EU samt de yderligere danske oplysningskrav til regnskabsaflæggelse børsnoterede selskaber.

Den anvendte regnskabspraksis er uændret i forhold til sidste år.

For at tilgodese regnskabslæserens behov for samlet regnskabsinformation er en del af de oplysninger, der kræves i henhold til IFRS, indeholdt i ledelsesberetningen.

## Generelt om indregning og måling

Indtægter indregnes i resultatopgørelsen i takt med, at de indtjenes, herunder indregnes værdiregulering af finansielle aktiver og forpligtelser, der måles til dagsværdi eller amortiseret kostpris. Endvidere indregnes i resultatopgørelsen alle omkostninger, der er afholdt for at opnå årets indtjening, herunder afskrivninger, nedskrivninger og hensatte forpligtelser samt tilbageførsler som følge af ændrede regnskabsmæssige skøn af beløb, der tidligere har været indregnet i resultatopgørelsen.

Aktiver indregnes i balancen, når det er sandsynligt, at fremtidige økonomiske fordele vil tilflyde selskabet, og aktivets værdi kan måles pålideligt.

Forpligtelser indregnes i balancen, når det er sandsynligt, at fremtidige økonomiske fordele vil fragå selskabet, og forpligtelsens værdi kan måles pålideligt.

Ved første indregning måles aktiver og forpligtelser efter det historiske kostprisprincip. Efterfølgende måles aktiver og forpligtelser som beskrevet for hver enkelt regnskabspost nedenfor.

Visse finansielle aktiver og forpligtelser måles til amortiseret kostpris, hvorved der indregnes en konstant effektiv rente over løbetiden.

Amortiseret kostpris opgøres som oprindelig kostpris med fradrag af afdrag og tillæg/fradrag af den akkumulerede afskrivning af forskellen mellem kostprisen og det nominelle beløb. Herved fordeles kurstab og -gevinst over løbetiden.

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

## Funktionel valuta og præsentationsvaluta

Årsrapporten præsenteres i danske kroner (DKK), som er selskabets funktionelle valuta.

## Omregning af fremmed valuta

Transaktioner i fremmed valuta er i årets løb omregnet til transaktionsdagens kurs. Gevinster og tab, der opstår mellem transaktionsdagens kurs og kursen på betalingsdagen, indregnes i resultatopgørelsen som en finansiell post.

Aktier, obligationer og øvrige investeringsaktiver, tilgodehavender, gæld og andre monetære poster i fremmed valuta, som ikke er afregnet på balancedagen, omregnes til balance-

dagens kurs. Forskelle mellem balancedagens kurs og transaktionsdagens kurs indregnes i resultatopgørelsen som en finansiel post.

#### **Afledte finansielle instrumenter**

Afledte finansielle instrumenter indregnes første gang i balancen til kostpris og måles efterfølgende til dagsværdi. Positive og negative dagsværdier af afledte finansielle instrumenter indgår i posten andre tilgodehavender henholdsvis anden gæld.

Ændring i dagsværdien af afledte finansielle instrumenter, der er klassificeret som og opfylder kriterierne for sikring af dagsværdien af et indregnet aktiv eller en indregnet forpligtelse, indregnes i resultatopgørelsen sammen med eventuelle ændringer i dagsværdien af det sikrede aktiv eller den sikrede forpligtelse.

#### **Selskabsskat og udskudt skat**

Skat af årets resultat, som består af årets aktuelle skat og årets udskudte skat, indregnes i resultatopgørelsen med den del, der kan henføres til årets resultat og direkte på egenkapitalen med den del, der kan henføres til posteringer direkte på egenkapitalen. En eventuel andel af den resultatførte skat, der knytter sig til årets ekstraordinære resultat, henføres hertil, mens den resterende del henføres til årets ordinære resultat.

Aktuelle skatteforpligtelser og tilgodehavende aktuel skat indregnes i balancen som tilgodehavende, hvis der er betalt for meget i acontoskat, og som gældsforpligtelse, hvis der er betalt for lidt i acontoskat.

Udskudt skat måles efter den balanceorienterede gælds metode af alle midlertidige forskelle mellem regnskabs- og skattemæssig værdi af aktiver og forpligtelser. Der indregnes dog ikke udskudt skat af midlertidige forskelle vedrørende poster, hvor midlertidige forskelle er opstået på anskaffelsestidspunktet uden at have effekt på resultat eller skattepligtig indkomst. I de tilfælde, hvor opgørelse af skatteværdien kan foretages efter alternative beskatningsregler, måles udskudt skat på grundlag af den planlagte

anvendelse af aktivet henholdsvis afvikling af forpligtelsen. For aktier, der forventes ejet i mere end tre år, afsættes ikke udskudt skat.

Udskudte skatteaktiver, herunder skatteværdien af fremførselsberetigede skattemæssige underskud, måles til den værdi, hvortil aktivet forventes at kunne realiseres enten ved udligning i skat af fremtidig indtjening eller ved modregning i udskudte skatteforpligtelser.

Udskudt skat måles på grundlag af de skatteregler og skattesatser, der med balancedagens lovgivning vil være gældende, når den udskudte skat forventes udløst som aktuel skat. Ændring i udskudt skat som følge af ændringer i skattesatser indregnes i resultatopgørelsen.

#### **Segmentoplysninger**

Selskabet har i overensstemmelse med selskabets investeringsstrategi og risikostyring alene et aktivitetssegment i form af investering i værdipapirer. Selskabets aktiviteter foregår alene i Danmark, hvorfor selskabets aktivitet ikke er opdelt på geografi. Som følge heraf er segmentoplysninger ikke relevante for selskabet.

#### **Resultatopgørelse**

*Renterindtægter og -udgifter*  
Omfatter renteindtægter på obligationer og likvide midler. Renteudgifter omfatter renter af gæld på lånefinansieringen.

#### *Kursregulering*

Omfatter realiserede og urealiserede kursregulering på investeringsaktiver samt valutakursreguleringer.

#### *Udlodninger*

Udlodninger omfatter modtagne udlodninger på obligationsbaserede investeringsforeningsandele. Udlodningen indtægtsføres på det tidspunkt udlodningen er vedtaget på den udlodningsbetalende forenings generalforsamling.

Aktieudbytter omfatter modtagne udbytter på aktiebaserede investeringsforeningsandele og indtægtsføres på det tidspunkt, udbyttet er vedtaget på den udbyttebetalende forenings generalforsamling hhv. er udbetalt som acontoudbytte.

*Personaleomkostninger*

Personaleomkostninger indeholder gager og lønninger samt lønafhængige omkostninger.

*Andre ordinære udgifter*

Andre eksterne omkostninger indeholder omkostninger til investeringsrådgivning, administration mv.

**Balance***Aktier, obligationer og øvrige investeringsaktiver*

Aktier, obligationer og øvrige investeringsaktiver, som er noteret på en fondsbørs eller anden officielt markedsplads, måles til fondsbørsens eller den officielle markedsplads' salgsværdi på balancedagen.

Unoterede aktier, obligationer og øvrige investeringsaktiver måles til dagsværdi på balancedagen, såfremt denne kan måles pålideligt. Ved opgørelse af dagsværdi anvendes anerkendte værdiansættelsesmodeller. Såfremt det ikke er muligt at måle dagsværdien pålideligt, måles unoterede aktier, obligationer og øvrige investeringsaktiver til kostpris, alternativt genindvindingsværdi, såfremt denne er lavere.

Investeringer der forventes holdt i mere end et år er klassificeret som anlægsinvesteringer. Øvrige værdipapirer er klassificeret som omsætningsaktiver.

*Tilgodehavender*

Tilgodehavender består i al væsentlighed af tilgodehavende renter fra investeringsaktiverne samt uafviklede handler.

Tilgodehavender indregnes i balancen til amortiseret kostpris eller en lavere nettorealiseringsværdi, hvilket her svarer til pålydende værdi med fradrag af nedskrivning til imødegåelse af tab. Nedskrivninger til tab opgøres på grundlag af en individuel vurdering af de enkelte tilgodehavender samt for tilgodehavender fra salg tillige med en generel nedskrivning baseret på selskabets erfaringer.

*Likvide beholdninger*

Likvide beholdninger måles i balancen til nominal værdi.

*Egenkapital**- Udbytte*

Udbytte indregnes som en forpligtelse på tidspunktet for vedtagelse på generalforsamlingen. Udbytte, som forventes udbetalt for året, vises som en særskilt post under egenkapitalen.

*- Egne kapitalandele*

Egne aktier, erhvervet af selskabet, indregnes til kostprisen direkte på egenkapitalen under overført resultat. Sælges egne aktier efterfølgende, føres et eventuelt vederlag tilsvarende direkte på egenkapitalen. Kapitalnedsættelse ved annullering af egne aktier reducerer selskabskapitalen med et beløb svarende til aktiernes nominelle værdi og forøger overført resultat. Udbytte for egne aktier indregnes direkte på egenkapitalen under overført resultat.

*Gæld til kreditinstitutter*

Lån optaget til brug for anskaffelse af aktier, obligationer og øvrige investeringsaktiver, indregnes ved låneoptagelsen til det modtagne provenu med fradrag af afholdte transaktionsomkostninger. I efterfølgende perioder måles lånene til dagsværdi, i lighed med de anskaffede investeringsaktiver.

Øvrige fastforrentede lån, der forventes holdt til udløb, indregnes ved låneoptagelsen til det modtagne provenu med fradrag af afholdte transaktionsomkostninger. I efterfølgende perioder måles lånene til amortiseret kostpris svarende til den kapitaliserede værdi ved anvendelse af den effektive rente, således at forskellen mellem provenuet og den nominelle værdi (kurstab) indregnes i resultatopgørelsen over låneperioden.

*Anden gæld*

Anden gæld består i al væsentlighed af uafviklede handler.

Andre gældsforpligtelser måles til amortiseret kostpris, der i alt væsentlighed svarer til nominal værdi.

**Pengestrømsopgørelse**

Pengestrømsopgørelsen viser selskabets pengestrømme for året opdelt på drifts-, investerings- og finansieringsaktivitet, årets forskydning i likvider samt selskabets

likvider ved årets begyndelse og slutning.

#### *Pengestrøm fra driftsaktivitet*

Pengestrømme fra driftsaktiviteten opgøres som årets resultat reguleret for ikke kontante resultatposter, hensættelser samt ændring i driftskapitalen, renteindbetalinger og -udbetalinger og betalt selskabsskat.

#### *Pengestrøm fra investeringsaktivitet*

Pengestrømme fra investeringsaktiviteten omfatter pengestrømme fra køb og salg af materielle anlægsaktiver.

#### *Pengestrøm fra finansieringsaktivitet*

Pengestrømme fra finansieringsaktiviteten omfatter pengestrømme fra optagelse og tilbagebetaling af langfristede gældsforpligtelser samt udbyttebetaling til selskabsdeltagere.

#### *Likvider*

Likvide midler består af posterne "Likvide beholdninger". Pengestrømsopgørelsen kan ikke udledes alene af det offentliggjorte regnskabsmateriale.

#### **Nye regnskabsstandarder og fortolkningsbidrag**

EU har godkendt følgende nye regnskabsstandarder og fortolkningsbidrag, der træder i kraft i Gudme Raaschou Visions førstkommande regnskabsår, og som er relevant for selskabet:

- IFRS 7 "Oplysninger om finansielle instrumenter" samt ændringer til IAS 1 om oplysninger om kapitalforhold, der forventes at medføre enkelte yderligere oplysninger om selskabets finansielle risici og kapitalforhold. Standarderne træder i kraft for regnskabsår, der begynder 1. januar 2007 eller senere.

IASB har vedtaget følgende nye regnskabsstandarder og fortolkningsbidrag, som vurderes at være relevant for Gudme Raaschou Vision:

- IFRS 8 "Forretningssegmenter", der træder i kraft for regnskabsår, der begynder 1. januar 2009 eller senere. Standarden forventes anvendt i førstkommande

regnskabsår, og der gennemføres en nærmere undersøgelse af, hvilke ændringer i segmentoplysningerne, den vil medføre.

- IFRIC 7 "Anvendelse af "Restatement Approach" i henhold til IAS 29, der træder i kraft for regnskabsår, der begynder 1. marts 2006 eller senere.
- IFRIC 8 "Scope of IFRS 2", der træder i kraft for regnskabsår, der begynder 1. maj 2006 eller senere.
- IFRIC 9 "Revurdering af indbyggede afledte finansielle instrumenter", der træder i kraft for regnskabsår, der begynder 1. juni 2006 eller senere.
- IFRIC 10 "Delårsrapportering og nedskrivning", der træder i kraft for regnskabsår, der begynder 1. november 2006 eller senere.
- IFRIC 11 "Koncerninterne transaktioner og egne aktier". Fortolkningen, der træder i kraft for regnskabsår, der begynder 1. marts 2007 eller senere, forventes ikke at have effekt på selskabets fremtidige resultat og egenkapital samt medføre væsentlige ændringer i oplysningerne i årsrapporten.
- IFRIC 12 "Koncessionsaftaler", der træder i kraft for regnskabsår, der begynder 1. januar 2008 eller senere.

#### **Væsentlige regnskabsmæssige skøn og estimater**

Ved udarbejdelse af årsrapporten i overensstemmelse med almindeligt gældende regnskabsprincipper er det nødvendigt, at ledelsen foretager skøn og opstiller forudsætninger, der påvirker de regnskabsmæssige rapporterede forhold. Ledelsen baserer sit skøn på erfaring samt en række andre forudsætninger, som ledelsen vurderer, er rimelige og relevante under de givne omstændigheder. Ledelsen i Gudme Raaschou Vision A/S anser følgende skøn og dertil hørende vurderinger for væsentlige for udarbejdelse af årsrapporten.

#### *Dagsværdi af finansielle instrumenter*

Dagsværdi af finansielle instrumenter, herunder afledte finansielle instrumenter, for hvilke noterede markedsværdier ikke eksisterer, er baseret på de efter omstændighederne bedste informationer, der er tilgængelige. Opgørelsesmetoderne til dette omfatter tilbagediskontering af de fremtidige pengestrømme og vurdering af de underliggende markedsmæssige forhold. Ved brug af disse metoder indgår der forudsætninger om rente, risikotillæg, volatilitet, misligholdelse, forudbetalinger og andre informationer.

**Nøgletal**

Nøgletal er udarbejdet i overensstemmelse med Den Danske Finansanalytikerforenings "Anbefalinger og Nøgletal 2005".

De i hoved- og nøgletalsoversigten anførte nøgletal er beregnet således:

Egenkapitalandel =  
$$\frac{((\text{Egenkapital ekskl. minoritetsinteresser, ultimo}) \times 100)}{(\text{Passiver i alt, ultimo})}$$

Egenkapitalforrentning =  
$$\frac{(\text{Resultat til analyseformål} \times 100)}{(\text{Gennemsnitlig egenkapital ekskl. minoritetsinteresser})}$$

Earnings Per Share (EPS) =  
$$\frac{(\text{Resultat til analyseformål})}{(\text{Gennemsnitligt antal aktier})}$$

Indre værdi, ultimo = (Egenkapital ekskl. minoritetsinteresser, ultimo) / (Antal aktier, ultimo)

Udbytte pr. aktie =  
$$\frac{\text{Udbytteprocent} \times (\text{aktiens pålydende})}{100}$$

Kurs-/indre værdi (KI) =  
Børskurs / Indre værdi

Egenkapitalens gearing =  
$$\frac{(\text{Rentebærende passiver, ultimo})}{(\text{Egenkapital til analyseformål})}$$

Resultat før skat i pct. af gns. egenkapital = (Resultat før skat) / (Gennemsnitlig egenkapital)

Resultat efter skat pr. gns. antal aktier =  
$$\frac{(\text{Resultat efter skat})}{(\text{Gennemsnitligt antal aktier})}$$

## RESULTATOPGØRELSE FOR PERIODEN 1. JANUAR - 31. DECEMBER

(1.000 kr.)	Note	2006	2005	2004	2003(*)
<b>Renteindtægter</b>					
Renteindtægter	1	19.714	24.169	18.248	8.864
Renteudgifter	2	-15.231	-11.948	-10.434	-4.213
<b>Netto renteindtægter</b>		<b>4.484</b>	<b>12.221</b>	<b>7.814</b>	<b>4.651</b>
<b>Kursreguleringer</b>					
Kursgevinster		-144	17.183	5.041	9.698
Kurstab		-1.962	-17.952	-10.108	-2.435
<b>Netto kursreguleringer</b>	3	<b>-2.105</b>	<b>-769</b>	<b>-5.067</b>	<b>7.263</b>
<b>Udlodninger</b>					
Udlodninger		413	11.740	7.057	0
<b>Udlodninger i alt</b>		<b>413</b>	<b>11.740</b>	<b>7.057</b>	<b>0</b>
Afgivne gebyrer og provisionsudgifter		-150	-78	-157	-1.425
Udgifter til personale og administration	4	-437	-463	-527	-309
Andre ordinære udgifter	5	-2.785	-8.459	-5.165	-2.439
<b>Resultat før skat</b>		<b>-581</b>	<b>14.192</b>	<b>3.956</b>	<b>7.741</b>
Skat af årets resultat	6	-92	2.082	761	-2.344
<b>Resultat efter skat</b>		<b>-673</b>	<b>16.274</b>	<b>4.717</b>	<b>5.397</b>
<b>Overskudsfordeling</b>					
Årets resultat efter skat		-673	16.274	4.717	5.397
<b>I alt til disposition</b>		<b>-673</b>	<b>16.274</b>	<b>4.717</b>	<b>5.397</b>
Henlagt til egenkapital		-673	16.274	4.717	5.397
<b>I alt anvendt</b>		<b>-673</b>	<b>16.274</b>	<b>4.717</b>	<b>5.397</b>

(\*) 2003 dækker perioden 20. september 2002 - 31. december 2003.

Selskabets aktiviteter blev dog først påbegyndt medio 2003, således at regnskabsåret 2003 kun omfatter godt seks måneders aktivitet.



## BALANCE PR. 31. DECEMBER

AKTIVER (1.000 kr.)	Note	2006	2005	2004	2003(*)
<b>Langfristede aktiver</b>					
Aktier og aktiebaserede investeringsforeninger	7	146.854	116.573	80.585	-
Udskudt skat	6	1.984	2.082	0	-
<b>Langfristede aktiver</b>		<b>148.838</b>	<b>118.655</b>	<b>80.585</b>	<b>-</b>
<b>Omsætningsaktiver</b>					
Obligationer og obligationsbaserede investeringsforeninger	8	428.918	423.962	489.086	339.633
Andre tilgodehavender	9	18.229	40.198	63.379	63.741
Selskabsskat		373	377	0	0
Likvider		495	372	1.208	4.086
<b>Omsætningsaktiver i alt</b>		<b>448.015</b>	<b>464.909</b>	<b>553.673</b>	<b>463.007</b>
<b>Aktiver i alt</b>		<b>596.854</b>	<b>583.564</b>	<b>634.258</b>	<b>463.007</b>
<b>PASSIVER</b>					
<b>Egenkapital</b>					
Aktiekapital		122.508	122.363	130.863	97.904
Overkurs ved emission		324	301	301	0
Overført overskud		25.296	25.969	9.780	5.064
<b>Egenkapital i alt</b>	10	<b>148.127</b>	<b>148.633</b>	<b>140.944</b>	<b>102.968</b>
Gæld til kreditinstitutter	11, 15	432.816	430.000	430.000	290.000
Udskudt skat		0	0	0	0
Selskabsskat		0	0	768	815
Anden gæld	12	15.911	4.931	62.546	67.362
Kortfristede forpligtelser		448.727	434.931	493.314	
<b>Forpligtelser i alt</b>		<b>448.727</b>	<b>434.931</b>	<b>493.314</b>	<b>358.177</b>
<b>Passiver i alt</b>		<b>596.854</b>	<b>583.564</b>	<b>634.258</b>	<b>463.007</b>

## PENGESTRØMSOPGØRELSE

### 1. JANUAR - 31. DECEMBER

(1.000 kr.)	Note	2006	2005	2004
Årets resultat efter skat		-673	16.274	4.717
Reguleringer	13	-5.602	-17.513	-550
Ændring i driftskapital	14	35.764	-34.433	-4.454
<b>Pengestrømme fra driftsaktivitet</b>		<b>29.489</b>	<b>-35.673</b>	<b>-288</b>
Køb af værdipapirer		-316.783	-471.279	-968.441
Salg af værdipapirer		287.249	506.116	792.892
<b>Pengestrømme fra investeringsaktivitet</b>		<b>-29.535</b>	<b>34.837</b>	<b>-175.549</b>
Optagelse af gæld til kreditinstitutter		0	0	140.000
Emission af kapitalandele		168	0	32.959
<b>Pengestrømme fra finansieringsaktivitet</b>		<b>168</b>	<b>0</b>	<b>172.959</b>
<b>Ændring i likvider</b>		<b>123</b>	<b>-836</b>	<b>-2.878</b>
Likvider primo		372	1.208	4.086
<b>Likvider 31. december</b>		<b>495</b>	<b>372</b>	<b>1.208</b>
Likvider specificeres således:				
Likvide beholdninger		495	372	1.208
<b>Likvider 31. december</b>		<b>495</b>	<b>372</b>	<b>1.208</b>

*Pengestrømsopgørelsen kan ikke direkte udledes af det offentliggjorte regnskab.*

## NOTER TIL ÅRSREGNSKABET

	2006	2005	2004
	(1.000 kr.)	(1.000 kr.)	(1.000 kr.)
<b>1 Renteindtægter</b>			
Renteindtægter, obligationer	19.628	24.101	18.148
Renteindtægter, øvrige	86	68	100
	<b>19.714</b>	<b>24.169</b>	<b>18.248</b>

	2006	2005	2004
	(1.000 kr.)	(1.000 kr.)	(1.000 kr.)
<b>2 Renteudgifter</b>			
Renteudgifter, kreditinstitutter	15.231	11.948	10.434
	<b>15.231</b>	<b>11.948</b>	<b>10.434</b>

	2006	2005	2004
	(1.000 kr.)	(1.000 kr.)	(1.000 kr.)
<b>3 Netto kursreguleringer</b>			
Netto fordeler kursreguleringerne sig således:			
Obligationer	-1.962	-14.782	-8.581
Aktier / Investeringsbeviser	-169	14.147	2.140
Valuta	25	-135	1.374
	<b>-2.105</b>	<b>-769</b>	<b>-5.067</b>

	2006	2005	2004
	(1.000 kr.)	(1.000 kr.)	(1.000 kr.)
<b>4 Medarbejderforhold</b>			
Lønninger	400	397	470
Pensioner	29	28	28
Andre omkostninger til social sikring	8	38	29
	<b>437</b>	<b>463</b>	<b>527</b>

Heraf udgør vederlag til direktion og bestyrelse:			
Direktion	180	177	176
Bestyrelse	220	220	294
	<b>400</b>	<b>397</b>	<b>470</b>

Gennemsnitligt antal beskæftigede medarbejdere	0,25	0,25	0,25
--	------	------	------

	2006	2005	2004
	(1.000 kr.)	(1.000 kr.)	(1.000 kr.)

### 5 Andre omkostninger

Andre omkostninger indeholder omkostninger til investeringsrådgivning, administration og øvrige relaterede omkostninger.

Heraf udgør honorar til generalforsamlingsvalgte revisorer:

Revisionshonorar til PricewaterhouseCoopers	163	257	126
Andre ydelser	177	178	224
Revisionshonorar til Ankjær-Jensen ApS	25	25	25
Andre ydelser	0	0	0
	<b>365</b>	<b>460</b>	<b>375</b>

Andre ydelser end revision vedrører honorar til regnskabs- og skattemæssig assistance.

## NOTER TIL ÅRSREGNSKABET

	2006	2005	2004
	(1.000 kr.)	(1.000 kr.)	(1.000 kr.)
<b>6 Skat af årets resultat</b>			
Udskudt skat primo	-2.082	0	1.529
Beregnet skat af resultat før skat	6	0	768
Beregnet skat af skatteaktiv	1.984	2.082	0
<b>Årets skat i alt</b>	<b>-92</b>	<b>2.082</b>	<b>761</b>

Skat af ordinært resultat kan forklares således:

Resultat før skat	-581	14.192	3.956
-------------------	------	--------	-------

Beregnet skat	-163	3.974	1.187
Ej skattepligtig indkomst	260	-6.056	-325
Ikke fradragsberettigede omkostninger	1	0	-134
Udnyttelse af fremførbart underskud	-98	0	0
Rentetillæg	7	0	41
Årets beregnede skat	6	-2.082	768

Den gennemsnitlige skatteprocent udgør -15,8% (2005: -14,7%).

Stigningen skyldes ændringen i forventede ikke skattepligtige indtægter.

Udskudt skat primo	-2.082	0	1.529
Ændring i udskudt skat	98	0	1.529
<b>Udskudt skat pr. 31. december</b>	<b>-1.984</b>	<b>-2.082</b>	<b>0</b>

	2006	2005	2004
	(1.000 kr.)	(1.000 kr.)	(1.000 kr.)
<b>7 Aktier og aktiebaserede investeringsforeningsbeviser</b>			
Kostpris 1. januar	90.651	78.287	-
Årets tilgang - fra omsætningsaktiver	0	0	54.000
Årets afgang - frasalg	0	17.632	0
Årets tilgang - tilkøb	30.125	29.995	24.287
<b>Kostpris 31. december</b>	<b>120.776</b>	<b>90.651</b>	<b>78.287</b>
Dagsværdiregulering 1. januar	25.922	2.298	-
Akkumuleret dagsværdiregulering fra omsætningsaktiver	0	0	1.214
Årets dagsværdiregulering	157	23.624	1.084
Dagsværdiregulering 31. december	26.079	25.922	2.298
<b>Regnskabsmæssig værdi 31. december</b>	<b>146.854</b>	<b>116.573</b>	<b>80.585</b>

Beholdningen af aktier og aktiebaserede investeringsforeningsbeviser er specificeret i afsnittet "Porteføljens sammensætning".

Gudme Raaschou Vision A/S ejer på balancetidspunktet over halvdelen af investeringsforeningsandelene i Investeringsforeningen Gudme Raaschou, afdeling Selection, men har ikke kontrol over Investeringsforeningen, som følge af stemmeretsbegrænsning på investeringsforeningsandelene.

### 8 Obligationer og obligationsbaserede investeringsforeningsbeviser

Beholdningen af obligationer og obligationsbaserede investeringsforeningsbeviser er specificeret i afsnittet "Porteføljens sammensætning"

## NOTER TIL ÅRSREGNSKABET

	2006	2005	2004
	(1.000 kr.)	(1.000 kr.)	(1.000 kr.)
<b>9 Andre tilgodehavender</b>			
Tilgodehavende renter	4.818	5.402	6.450
Uafviklede handler	13.286	34.363	56.282
Øvrige aktiver	125	433	647
	<b>18.229</b>	<b>40.198</b>	<b>63.379</b>

### 10 Egenkapital

(1.000 kr.)	Aktie-kapital	"Overført resultat"	"Foreslået " udbytte for regnskabs-året"	Overkurs ved emission"	Egenkapital i alt	2005
Egenkapital primo	122.363	25.969		301	148.633	140.944
Årets overkurs ved emission				0	0	0
Anvendt overkurs ved emission				0	0	0
Årets resultat		-673			-673	16.274
Salg af egne aktier	145	0		23	168	-8.585
Foreslået udbytte for regnskabsåret				0	0	
<b>Egenkapital pr.</b>						
<b>31. december 2006</b>	<b>122.508</b>	<b>25.296</b>	<b>0</b>	<b>324</b>	<b>148.127</b>	<b>148.633</b>

Virksomhedskapitalen primo 2006 var 1.223.625 aktier á nominelt DKK 100.

Pr. 6. juli 2006 solgte selskabet 251 stk. egne aktier, og pr. 14. august og 15. august 2006 solgte selskabet hhv. 1.000 og 200 stk. egne aktier. Udestående antal aktier ultimo 2006 var 1.308.625

Ingen aktier er tillagt særlige rettigheder.

### 11 Gæld til kreditinstitutter

Selskabet har indgået aftale med kreditinstitutter om en kreditfacilitet med en ramme på i alt 600 mio. kr.

Selskabet har pr. 31. december 2006 trukket 432,8 mio. kr. via denne kreditfacilitet, som forfalder inden for et år.

Selskabet har stillet værdipapirer til en kursværdi af 579,6 mio. kr. til sikkerhed for gæld til kreditinstitutter.

	2006	2005	2004
	(1.000 kr.)	(1.000 kr.)	(1.000 kr.)
<b>12 Anden gæld</b>			
Uafviklede handler	13.430	0	62.081
Andre skyldige omkostninger	2.480	4.931	465
	<b>15.911</b>	<b>4.931</b>	<b>62.546</b>

	2006	2005	2004
	(1.000 kr.)	(1.000 kr.)	(1.000 kr.)
<b>13 Pengestrømsopgørelse - reguleringer</b>			
Urealiserede kursreguleringer (netto)	-5.705	-14.286	-604
Betalt skat	11	-1.145	815
Skat af årets resultat	92	-2.082	-761
	<b>-5.602</b>	<b>-17.513</b>	<b>-550</b>

	2006	2005	2004
	(1.000 kr.)	(1.000 kr.)	(1.000 kr.)
<b>14 Pengestrømsopgørelse - ændring i driftskapital</b>			
Ændring i tilgodehavender	21.968	23.182	362
Ændring i gældsforpligtelser mv.	13.796	-57.615	-4.816
	<b>35.764</b>	<b>-34.433</b>	<b>-4.454</b>

---

---

## NOTER TIL ÅRSREGNSKABET

---

### 15 Nærtstående parter

Selskabet har ingen nærtstående parter med bestemmende indflydelse.

Selskabet har indgået investeringsaftale med Gudme Raaschou Fondsmæglerselskab A/S.

Denne aftale er offentliggjort i sin fulde ordlyd på selskabets hjemmeside, hvortil der henvises.

Selskabet har optaget lån hos Nordea Bank på markedsmæssige vilkår, jf. note 11.

Selskabet har indgået varemærkelicensaftale med Gudme Raaschou Asset Management Holding A/S om brug af navnet "Gudme Raaschou" i selskabets navn.

Såfremt samarbejdet mellem selskabet og Gudme Raaschou Fondsmæglerselskab A/S ophører, forpligter selskabet sig under den indgåede varemærkelicensaftale, til at fjerne Gudme Raaschou fra selskabets navn.

### 16 Finansielle instrumenter

Som led i afdækning af indregnede transaktioner anvender selskabet valutaterminsforretninger.

Pr. 31. december 2006 er der ingen åbne valutaterminsforretninger.

Pr. 31. december 2006 udgør urealiseret nettogevinst på valutaterminsforretninger til valutasikring TDKK 0, der er indregnet i resultatopgørelsen.

# CORPORATE GOVERNANCE

Bestyrelsen følger udviklingen i selskabets corporate governance med udgangspunkt i Nørby-udvalgets anbefalinger om god selskabsledelse med følgende kommentarer.

## Generalforsamling

Med henblik på at give aktionærer og offentligheden bedst grundlag for at vurdere anliggender på generalforsamlingen, indkaldes der til generalforsamling i Berlingske Tidende med mindst to og højst fire ugers varsel. Af indkaldelsen fremgår dagsorden. Samtlige navnenoterede aktionærer får tilsendt skriftlig indkaldelse til generalforsamling.

## Bestyrelsen

Nørby-udvalget anbefaler, at mindst halvdelen af bestyrelse er uafhængig. Alle bestyrelsesmedlemmer er uafhængige, idet et bestyrelsesmedlem anses for uafhængigt, såfremt vedkommende ikke:

- er ansat eller har været ansat i selskabet inde for de seneste fem år
- er eller har været medlem af direktionen i selskabet
- er professionel rådgiver for selskabet eller ansat i eller har en økonomisk interesse i en virksomhed, som er professionel rådgiver for selskabet
- har en væsentlig strategisk interesse i selskabet som andet end aktionær.

Der afholdes minimum fire bestyrelsesmøder årligt. På bestyrelsesmøderne deltager tillige selskabets direktør og relevante repræsentanter fra investeringsrådgiveren. Investeringsrådgiver udarbejder et uddybende beslutningsgrundlag for bestyrelsen.

Bestyrelsen modtager et udkast til en fondsinstruks fra investeringsrådgiveren med en specifikation af de investeringsmæssige rammer, som gælder frem til det næstkomende bestyrelsesmøde.

## Minimering af interessekonflikter

Selskabets bestyrelse lægger vægt på forebyggelse og minimering af interessekonflikter i samarbejdet med investeringsrådgiveren. Derfor er der indgået en investeringsaftale mellem selskabet og investeringsrådgiveren, som angiver rammerne for samarbejdet.

Investeringsaftalen indeholder et betydeligt sammenfald af interesser mellem selskabet og investeringsrådgiveren, idet investeringsrådgiveren udelukkende modtager et succeshonorar og ikke noget fast honorar fra selskabet. Desuden skal eventuelle negative resultater modregnes, før succeshonorering oppebæres

## Honorering og vederlag

Bestyrelsesmedlemmerne og direktionen modtager udelukkende et fast årligt honorar fra selskabet.

Selskabets har ikke ydet selskabets ledelse fordele af nogen art, og der er ikke indgået aftaler, som ikke er nævnt i nærværende årsrapport.

## Investor relations

Det er ledelsens holdning, at selskabets aktionærer og offentligheden skal have nem adgang til information om selskabet. Således udsendes års- og delårsrapporter samt indkaldelse til generalforsamling til samtlige navnenoterede aktionærer.

Herudover kan aktionærer og offentligheden holde sig orienteret om selskabet via selskabets hjemmeside, månedsrapporter via e-mail samt offentliggørelse af den daglige indre værdi, der offentliggøres som fondsbørsmeddelelser via OMX Københavns Fondsbørs.

---

# LEDELSENS HVERV

---

## Bestyrelse

### Thomas Hartwig

– tiltrådt 23.05.2003

Direktør

Hook Holding A/S

### Tillidshverv

Formand for bestyrelsen for:

Færch Holding A/S, Maconomy A/S  
og Vidality A/S

Medlem af bestyrelsen for:

Diana Jagtrejser A/S, Fritz Hansen  
A/S, Færch Ejendomme A/S, Aktie-  
selskabet R. Færchs Fabrikker, T.P.S.  
Ltd., Skandinavisk Holding A/S,  
Skandinavisk Tobakskompagni A/S.

### Hans-Henrik Eriksen

– tiltrådt 26.04.2006

Adm. direktør

Bagger-Sørensen & Co. og

Vecata A/S

### Tillidshverv

Medlem af bestyrelsen for Vecata

A/S porteføljeselskaber:

Cardlab ApS, Microsound A/S,  
InfoChain A/S, Chempaq A/S, Phase  
One Trials A/S, Proxeon A/S, CEM  
Innovation A/S, Noise Limit ApS,  
Zoomio A/S, ReceptIcon ApS,  
Vivolution A/S

Medlem af bestyrelsen for:

Færch Holding A/S, R. Færch's  
Fabrikker A/S og Færch Ejd. A/S,  
Syddansk Venture A/S.

### Kjeld Skov

– tiltrådt 23.05.2003

Advokat, partner

DAHL, Advokatfirmaet Dahl.

## Tillidshverv

Medlem af bestyrelsen for:

Alpi Danmark A/S, Alpi Air and  
Sea A/S, CAN INVEST A/S, CA Niel-  
sen A/S, Svinkløv Holding A/S samt  
DAHL, Advokatfirmaet Dahl.

## Direktion

### David Huang

– tiltrådt 27.05.2003

Direktør

Gudme Raaschou Vision A/S

### Øvrig ansættelse

Gudme Raaschou Invest A/S

Gudme Raaschou Bank A/S



# SELSKABSOPLYSNINGER

## Formål

Gudme Raaschou Vision A/S er et investeringsselskab, som investerer med henblik på at skabe det højest mulige afkast til den lavest mulige risiko.

Selskabet fokuserer på at skabe positive afkast i højere grad end at følge et bestemt aktie- eller obligationsindeks.

Selskabet har mulighed for at anvende en fleksibel investeringsstrategi med mulighed for at anvende både egen- og fremmedkapital.

Af hensyn til risikostyringen er der en række konkrete investeringsrammer, som selskabet har valgt at overholde.

## Adresse

Kalvebod Brygge 43  
1560 København V  
Telefon 33 44 90 00  
Telefax 33 44 91 84  
E-mail: info@rvision.dk

## Hjemmeside

[www.rvision.dk](http://www.rvision.dk)

## Hjemstedskommune

København

## Registreringsnumre

Fondskode: DK0010298868  
CVR-nr.: 26 79 14 13

## Bestyrelse

Thomas Hartwig (formand for bestyrelsen)  
Direktør, Hook Holding A/S

Hans-Henrik Eriksen  
Adm. direktør, Bagger-Sørensen & Co. og Vecata A/S.

Kjeld Skov  
Advokat, partner, DAHL, Advokatfirmaet Dahl.

## Direktion

David Huang (direktør)

## Depotselskab

Nordea Bank

## Bankforbindelse

Nordea Bank

## Aktiebog

VP Aktiebog

## Revision

PricewaterhouseCoopers  
Statsautoriseret Revisionsaktieselskab

Ankjær-Jensen ApS, Statsautoriseret revisor, Cand. jur.

## Advokat

Gorrissen Federspiel Kierkegaard

## Køb og salg af aktier

Aktier i Gudme Raaschou Vision A/S kan handles som ethvert andet børsnoteret værdipapir. Det vil sige ved henvendelse til eget pengeinstitut, børsrådgiver eller via netbank. Børskursen vil være resultatet af udbud og efterspørgsel på aktie-markedet.

Den indre værdi offentliggøres dagligt via OMX Københavns Fondsbørs som en indikator på værdien af selskabets værdipapirportefølje efter alle omkostninger og estimeret skat.

## On-line information om Gudme Raaschou Vision A/S

På [www.rvision.dk](http://www.rvision.dk) offentliggøres års- og delårsrapporter samt meddelelser om selskabets indre værdi.

Via et direkte link til OMX Københavns Fondsbørs' hjemmeside kan man finde børsinformation om selskabet.

Den daglige offentliggørelse af selskabets indre værdi kan ligeledes ses på OMX Københavns Fondsbørs' hjemmeside.

### Målsætning

Selskabets målsætning har siden starten i juni 2003 været at skabe positive afkast til aktionærerne. Afkastene kan dog svinge en del fra år til år, men selskabet overvåger konstant risikoen på såvel aktiv- som passivside.

Selskabet har ikke nogen ambition om at følge et bestemt aktie- eller obligationsindeks, hvilket følger af selskabets fokus på at skabe positive afkast.

### Investeringsstrategi

Selskabets grundlæggende investeringsfilosofi baserer sig på, at opnå et merafkast ved at optage lån, når der forventes et højere afkast på investeringer i obligationer, aktier og andre værdipapirer end finansieringsomkostningerne.

Investeringsfilosofien indebærer også, at muligheden for at investere for lånte midler kan forbedre forholdet mellem afkast og risiko for selskabets samlede investeringer.

### Investeringsrammer

Selskabets investeringer foretages inden for klart definerede rammer af hensyn til styringen af den overordnede risiko. Investeringerne i obligationer samt kontant indestående skal således udgøre minimum 50% af de samlede investeringer. Aktieandelen må maksimalt være 35%, mens øvrige aktiver (f.eks. erhvervsobligationer) i så fald må udgøre op til 15%. Hvis aktieandelen er 20% eller derunder, kan øvrige aktiver dog udgøre op til 30% af investeringerne.

Den lånte kapital kan fremskaffes i såkaldte "lavrente-valutaer" såsom danske kroner, Euro, US-dollar, japanske yen og britiske pund.

For hver krone egenkapital må Gudme Raaschou Vision maksimalt optage lån på fire kroner, så den samlede investeringskapital bliver fem kroner.

Investeringsrammerne er sammensat med udgangspunkt i en samlet vurdering af afkast i forhold til risiko.

### Om indre værdi

Indre værdi - efter omkostninger og skat - er det bedste skøn over, hvad selskabets portefølje af værdipapirer er værd. Princippet ved den daglige beregning af indre værdi er som følger: Hver dag opgøres selskabets formue. Herfra fratrækkes selskabets omkostninger og en skønnet skat. Derved fremkommer selskabets nettoformue, som divideres med antal udstedte aktier. Således fås indre værdi pr. aktie.

Skematisk:

- + Værdien af selskabets investeringer
- Omkostninger (estimat over alle selskabets omkostninger fordelt over året)
- Estimat over skat
- = Netto formue.

Indre værdi pr. aktie = Nettoformue / antal udstedte aktier

*Indre værdi er væsentlig information for investorer*

Indre værdi er den beregnede værdi af selskabets porteføljeinvesteringer.

*Sådan finder du den aktuelle indre værdi*

Indre værdi for selskabets aktie offentliggøres hver dag til OMX Københavns Fondsbørs. Se indre værdi på [www.grvision.dk](http://www.grvision.dk) eller [www.omxgroup.com/nordicexchange](http://www.omxgroup.com/nordicexchange).



Gudme Raaschou Vision A/S  
Kalvebod Brygge 43  
DK-1560 København V  
Danmark

Tel. +45 33 44 90 00  
Fax +45 33 44 91 84  
CVR nr. 26 79 14 13