

GUDME RAASCHOU

---

Invest

---

---

# Årsrapport

---

2006

---

---

Investeringsforeningen Gudme Raaschou Health Care



---

---

# INDHOLD

---

Investeringsforeningen Gudme Raaschou Health Care	2
Bestyrelsens beretning	3
Health care-sektorens fremtidsudsigter	6
Risikofaktorer	8
Ledelsens regnskabserklæring	9
Den uafhængige revisors påtegning	10
<hr/>	
<b>Anvendt regnskabspraksis</b>	11
Årsregnskab Gudme Raaschou Health Care	12
Resultatopgørelse	12
Balance	12
Noter til årsregnskabet	13
Nøgletal	15
<hr/>	
Information om Investeringsforeningen Gudme Raaschou Health Care	16
Oplysninger om bestyrelsesmedlemmerne	16

---

# KORT FORTALT

## OM INVESTERINGSFORENINGEN GUDME RAASCHOU HEALTH CARE

Investeringsforeningen Gudme Raaschou Health Care investerer globalt i selskaber hjemmehørende i health care-sektoren. Foreningen blev lanceret i juli 1997 og var den første brede, børsnoterede health care-afdeling i Danmark.

### Investeringsscasen

En investering i health care-aktier er en investering i de virksomheder inden for sundhedssektoren, der er begunstiget af især to faktorer: den demografiske udvikling og den stigende efterspørgsel efter nye behandlingsformer.

Især i den vestlige verden bliver befolkningen ældre og ældre. Samtidig med, at vi lever længere, lever vi imidlertid også mere usundt. Det betyder, at forbruget af medicin og forbruget af serviceydelser fra sundhedssektoren er støt stigende.

Derudover kræver vi som borgere i stigende grad den nyeste og bedste behandlingsform, når vi har behov for sundhedsvæsnets ydelser. Det skaber et pres på den offentlige økonomi, som politikerne søger at modgå ved besparelser i form af bl.a. øget anvendelse af kopimedicin. Ligeledes kan øgede investeringer i systemer, der kan være med til at effektivisere og rationalisere behandlingen i sundhedssektoren, bidrage til at holde udgifterne nede.

Det er derfor af afgørende betydning for sektorens fremtidige indtjening, at der løbende sker forskningsmæssige og teknologiske fremskridt, der fører til nye og forbedrede produkter og forbedrede behandlingsformer. Selv om en lang række virksomheder har forskningsmæssig succes, kan den imidlertid i øjeblikket ikke modsvare de mange patentudløb, der tvinger sektoren til

at rationalisere forretningen. Derfor ser vi i stigende grad de store medicinalvirksomheder indgå samarbejder med bl.a. biotekselskaberne.

### Investeringsuniverset

Det univers, Gudme Raaschou Health Care investerer i, er opdelt i del-sektorer. Medicinalvirksomhederne dominerer sektoren og udgør godt 60% af investeringsuniverset. Herefter følger health care-servicevirksomhederne og medicoteknik med henholdsvis 15% og 12%, mens markedsværdien af den forskningstunge biotek kun udgør omkring 10% af health care-sektoren. Af historiske årsager er der flest amerikanske selskaber, der udgør godt 60% af investeringsuniverset.

### Investeringsfordeling og -afkast

	Vægt	Afkast
Medicoteknik	11,0	0,5
Service	11,6	-11,2
Biotek	17,0	15,9
Pharma	59,5	-1,0
Afkast i 2006		-2,6

# BESTYRELSENS BERETNING

2006 blev ikke noget godt år for health care-sektoren og heller ikke for Investeringsforeningen Gudme Raaschou Health Care. Afkastet blev på -2,6%, hvilket ikke er tilfredsstillende. Årsagen til det negative afkast kan henføres til faldet i US dollar, der faldt godt 10%.

## Performanceudviklingen i løbet af 2006

Der var igen i 2006 høj vækst i verdensøkonomien med stigende indtjening til følge i alle sektorer. Også health care-sektoren kunne vise en fremgang i indtjeningen, men for mange af selskaberne var fremgangen et resultat af en stram omkostningsstyring.

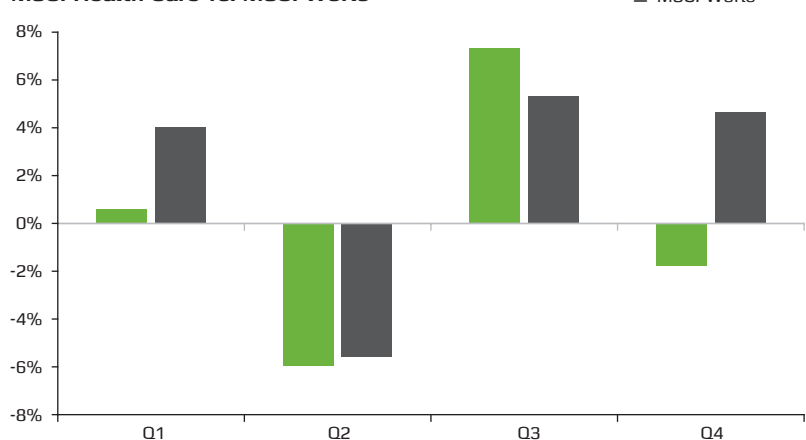
Kursudviklingen for året som helhed afspejler, at investorerne ikke længere opfatter health care-sektoren som en defensiv vækstsektor, men som en defensiv sektor. Nok stiger efterspørgslen efter health care-sektorens produkter, men patentudløbene påvirker indtjeningen negativt. Medicinalselskaberne har simpelthen ikke haft held med at udvikle nok nye produkter til at modsvare patentudløbene, selv om der hvert år investeres massivt i forskningen. Flere forskningsmæssige skuffelser understregede, at de store medicinalselskaber har overordentlig svært ved selv at udvikle ny medicin, og de negative forskningsnyheder overskyggede i 2006 de positive. Blandt de gode nyheder var dog bl.a. en ny vaccine til behandling af HPV (human papilloma virus), der menes at være relateret til 70% af alle tilfælde af livmoderhalskræft.

## 2006 skulle have været come back-året ...

Aktiemarkedene har i fire år været inde i en meget positiv udvikling. Samtlige sektorer har givet positive

afkast, om end health care-aktierne har haltet gevaldigt efter de globale markeder. Flere investorer forventede, at 2006 ville blive året, hvor health care-aktierne fik deres comeback. Forskellen mellem health care-aktiernes afkast og den forrentning, det globale aktieindeks gav, endte imidlertid på godt 8,5%. Som det fremgår af nedenstående oversigt, var det specielt i 1. og 4. kvartal, at health care-sektoren underperformede.

Kursudviklingen på  
MSCI Health Care vs. MSCI World



Hjemtagning af profit påvirkede kursudviklingen i starten af 2006. Årsregnskaberne for 2005 blev modtaget med en vis skuffelse. Regnskaberne afslørede, at mange medicinalselskaber godt nok havde skabt en fremgang i indtjeningen, men at væksten i høj grad var et resultat af rationaliseringer.

2. kvartal var usædvanligt dårligt for alle aktivklasser og dermed også for health care-aktierne. Investorerne blev mere og mere bekymrede for, at væksten i USA var på vej mod en hård opbremsning samtidig med,

at inflationen var stigende. Kursfaldene blev – for de europæiske investorer – forstærket af, at dollaren blev svækket over for euroen. I sensommeren vendte optimismen tilbage til aktiemarkedet, og health care-sektoren matchede afkastene på det øvrige aktiemarked. Kort tid efter brød en sand epidemi af dårlige nyheder imidlertid ud i sektoren.

#### Epidemi af dårlige nyheder

Først var der options-skandalen, hvor USA's største sygeforsikringselskab, UnitedHealth Group, blev afsløret

i over en årrække at have tilbage-dateret optionstildelinger til de mest gunstige tidspunkter. Dernæst kom det frem, at de meget anvendte medicin-stents øger risikoen for blodpropper i ny-opererede patienter. Afsløringen pressede medicoteknik-sektoren, der i forvejen var presset af konkurrencemyndighedernes undersøgelse af mulige priskarteller blandt sektorens største. At demokraterne vandt midtvejsvalget i USA var ingen overraskelse, men understregede den politiske risiko, der altid hænger over health care-sektoren.

#### Udviklingen i indre værdi i 2006



AstraZeneca, GlaxoSmithKline og Pfizer stod fadder til dårlige nyheder på forskningsfronten. Pfizer sprang den største bombe, da selskabet stoppede udviklingen af den nye kolesterolmedicin, Torcetrapib. Forventningerne til produktet var store, ikke mindst fordi Pfizer selv havde lovprist produktet i usædvanligt positive vendinger. Bare to dage før meddelelsen om udviklingsprojektets ophør var forskningsdirektøren mere positiv end nogensinde: "We believe this is the most important new development in cardiovascular medicine in years – We are first-in-class and best-in-class".

#### Ikke nok nye produkter

At medicinalsselskaberne i de senere år ikke har kunnet udvikle nok nye produkter betyder, at biotek igen i 2006 styrkede deres position i forhold til de traditionelle medicinalsselskaber og formodentlig står stærkere nu end nogensinde før,

når de to parter skal forhandle nye samarbejdsaftaler. Også de danske biotek-selskaber var ganske omsværmede i 2006, og flere af dem indgik meget lukrative samarbejdsaftaler.

#### Investeringscasen intakt

Trods dårlige nyheder må investeringscasen i det store og hele siges at være intakt: De negative nyheder er for det første selskabsspecifikke og for det andet kortsigtede. Og uanset løbende indgreb fra politisk hold stiger forbruget af medicin og andre ydelser fra sektoren. Den langsigtede og vedvarende efterspørgsel efter health care-sektorens ydelser går således kun én vej – og det er op. Forventningerne til de kommende år er derfor stadig, at indtjeningen vokser mere end vækstraterne i økonomien generelt.

#### Forventninger til 2007

Health care-aktiernes absolutte performance afhænger naturligvis af

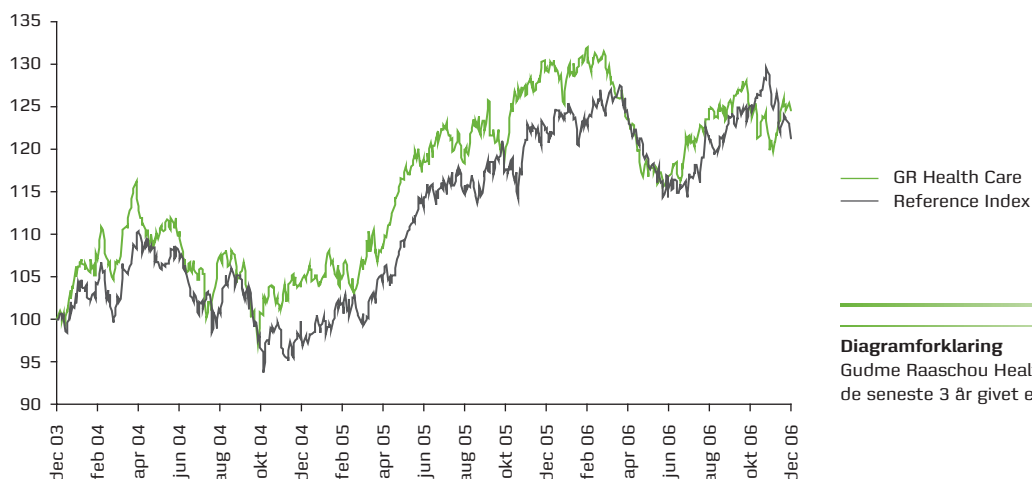
den generelle udvikling på aktiemarkederne. Her har investorerne fokus på, hvor meget væksten i USA aftager i løbet af 2007. Vi forventer, at den amerikanske økonomi holder sig ude af decideret recession, og det er en væsentlig forudsætning for positive aktiemarkeder i 2007. Den økonomiske fremgang i Asien og i Europa fortsætter formentlig i 2007, om end de lavere vækstrater alt andet lige vil gøre det sværere for virksomhederne at fortsætte den imponerende vækst i indtjeningen. I det lys vil indtjeningen i health care-sektoren komme til at fremstå relativt mere stabil. Vi forventer derfor, at interessen for health care-sektoren vokser i løbet af 2007.

Den politiske indflydelse på sektoren er igennem de senere år vokset støt. Det amerikanske midtvejsvalg

i november 2006 gav stor fremgang til demokraterne. Valgresultatet kan indikere, at præsidentvalget i 2008 resulterer i en demokratisk præsident, og det kan betyde yderligere pres på medicinpriserne. De vestlige lande foretager løbende reformer af sundhedssektoren for at dæmpe væksten i udgifterne til sektoren. Nye politiske indgreb, på begge sider af Atlanten, er efter vores vurdering allerede i et væsentligt omfang indregnet i de nuværende kursniveauer.

Kort sagt forventer vi igen i 2007 positive aktiemarkeder. Til health care-sektorens fordel taler endvidere, at forventningerne til sektoren er forholdsvist lave – hvad der afspejler sig i værdiansættelsen af sektoren. Vi ser derfor frem mod 2007 med en behersket optimisme.

#### Udviklingen i indre værdi de seneste tre år



#### Diagramforklaring

Gudme Raaschou Health Care har i løbet af de seneste 3 år givet et afkast på 24,6%.

Gudme Raaschou Health Care havde ved udgangen af 2006 investeret i 32 selskaber. Knap halvdelen af porteføljen er investeret i traditionelle medicinalsselskaber, en fjerdedel i medicoteknik, knap 20% i biotek og resten i health care-service. Den cirkulerende mængde beviser var ved årets udgang på 455.385 stk., hvorved medlemmernes formue i Gudme Raaschou Health Care udgjorde i alt 53,3 mio. kr. Årets nettoresultat på -2,8 mio. kr. er sammensat af kurstab på -2,1 mio. kr., renter og udbytter på 1,3 mio. kr. og administrationsomkostninger på 1,8 mio. kr. Ultimo 2006 var der en stor indløsning i foreningen,

hvorved vi blev nødt til at realisere en stor del af aktiebeholdningen. Konsekvensen heraf er, at der fra 2006 skal foretages en udlodning. I overensstemmelse med foreningens vedtægter indstiller bestyrelsen til generalforsamlingen, at der udbetales udbytte for år 2006 på 8,75 kr. pr. investeringsbevis.

#### Begivenheder indtruffet efter regnskabsårets udløb

Der er ikke indtruffet begivenheder efter regnskabsårets udløb, der påvirker vurderingen af foreningens balance pr. ultimo året.

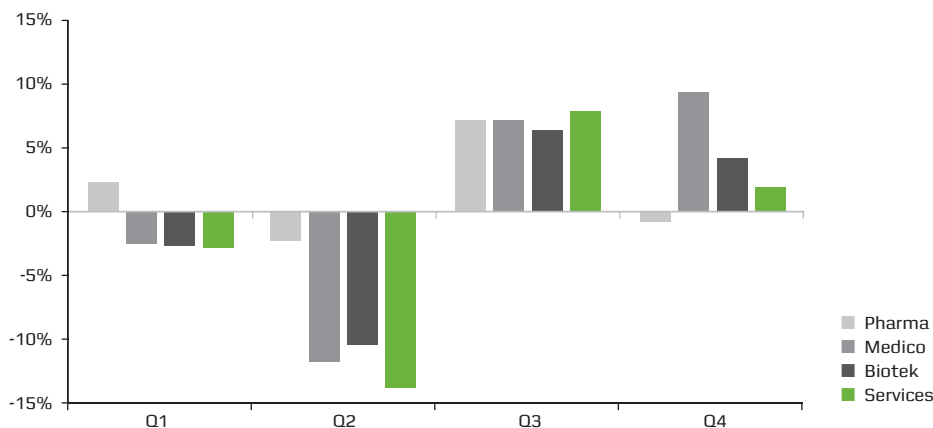
*Bestyrelsen*

# HEALTH CARE-SEKTORENS FREMTIDSUDSIGTER

2007 kan blive året, hvor health care-sektoren får sin renæssance. Antallet af produkter, der bliver godkendt til markedet, kan blive det højeste i flere år. Derudover kommer health care-sektoren til at fremstå relativt mere stabil i et år, hvor den økonomiske vækst i samfundet er aftagende. Det vil alt andet lige være understøttende for

udviklingen – specielt set i lyset af, at prisfastsættelsen er forholdsvis attraktiv. Vi har en grundlæggende positiv opfattelse af sektorens muligheder, men er også ydmyge og erkender, at 2007 risikerer at blive endnu et år, hvor patentudløb, health care-reformer og andre politiske tiltag igen sætter dagsordenen i sektoren.

## Kursudviklingen på delsektorer i 2006



## Medicinforbruget er stigende

Forbruget af medicin vokser støt. På verdensplan var salget af receptpligtig medicin i 2006 i omegnen af 385 mia. USD. Det er en fremgang på 5% i forhold til 2005. Prognoserne for de kommende år peger i retning af fortsat vækst. Så til trods for health care-reformer og øget udbredelse af kopiprodukter leverer sektoren igen vækstrater, der overstiger den generelle vækst i samfundet. I USA understøttes væksten især af udvidelsen af den offentlige sygesikring, Medicare Part D. Ordningen betyder, at 38 mio. amerikanere, der før stod uden sygeforsikring, nu får tilskud til deres medicinforbrug.

Den konstante efterspørgsel betyder, at health care er *safe haven*, når væksten i økonomien aftager. De fleste økonomer og strateger forventer, at dampen går af den økonomiske vækst i 2007. Afmatningen er startet i USA, hvor vækstraterne efter en årrække med fart på tilsyneladende falder. Uanset udviklingen i økonomien vil der dog være behov for medicin. Det var også tilfældet sidst, der var en vækststopbremsning i den amerikanske økonomi, dvs. i perioden 2000-2001.

Health care-sektoren har sine specielle udfordringer, hvilket naturlig-



vis gør en investering i sektoren risikabel – ingen tvivl om det. Mange af sektorens udfordringer ligner dog de andre sektorer.

### **Big Pharma er blevet for store, men fusionerne fortsætter ...**

Fusionerne i health care-sektoren op igennem 1990'erne har skabt virksomheder i gigant-størrelse. Formålet med fusionerne var rationaliseringer og effektiviseringer, men udviklingen har vist, at stordriftsfordelene ikke er kommet forskningen og udviklingen af ny medicin til gode. I løbet af de seneste ti år har sektoren fordoblet investeringerne i forskning og udvikling til over 30 mia. USD om året. Det er set i det lys interessant, at en stadig større andel af den nyudviklede medicin har sit udspring i små og mere effektive forskningsenheder, herunder i biotek.

Stordriftsfordelene har således først og fremmest vist sig i salgs- og markedsføringsfunktionerne. Men forudsætningen for at have meget store og fokuserede salgsenheder er, at de løbende får tilført nye salgssucceser, nye "block busters". Når det halter, så bliver *Big Pharma* nødt til at rationalisere på netop deres kernekompetencer, salg- og marketingsenhederne – og sådanne drastiske skridt har Wyeth og Pfizer været tvunget til. Pfizers vigtigste produkt er den kolesterolsænkende medicin Lipitor, der omsættes for 12 mia. USD om året! Men kun til og med 2009, for i år 2010 hvor patentet udløber, vil Pfizer stå med et gabende hul i indtjeningen. Pfizer har i parentes bemærket et forskningsbudget på 7,5 mia. USD og en halv snes tusinde forskere ansat.

Næste skridt for *Big Pharma* kan derfor blive en nedskæring på de interne forsknings- og udviklings-

afdelinger. Det vil formodentlig betyde, at produktudviklingen i endnu højere grad må komme fra samarbejdet med biotek. Set udefra er det, af de store, indtil videre kun GlaxoSmithKline, der for alvor har erkendt realiteterne og omorganiseret forskningen.

### **Biotek og Speciality Pharma i centrum for fusioner og opkøb**

2006 var et år, hvor der blev sat mange nye rekorder på aktiemarkedet. Alene inden for medicinalindustrien fandt der fusioner og opkøb sted for over 120 mia. dollars i 2006. Det var noget nær en fordobling i forhold til 2005. Tidligere dominerede fusionerne blandt de absolut største selskaber. I 2006 var bølgen nået til de mindre og mellemstore selskaber. Foruden deciderede fusioner og opkøb indgik branchens aktører også rekordstore samarbejdsaftaler. Specielt biotek-selskaberne udnyttede den forholdsvis gunstige situation: At medicinal-selskaberne har brug for nye produkter. Udviklingen har i de senere år bekræftet det paradigmeskifte, der sker i sektoren, hvor *big pharma* bliver mere og mere *marketing power houses*, mens biotek står for udviklingen af nye produkter.

Denne udvikling tvinger de store selskaber til at indgå forsknings-samarbejder med biotek på et ret tidligt stadium, dvs. allerede når projekterne kun er prækliniske eller i fase 1. Selv om medicinal-selskaberne i de senere år har tjent færre penge end tidligere, er de ganske velpolsterede. Derfor ser det også ud til, at opkøbstendensen fra 2006 fortsætter ind i 2007: Der vil være mange fusioner og opkøb, og biotek vil fortsat indgå guldrandede kontrakter med de store medicinal-selskaber.

Bioteksektoren udgør – målt i markedsværdi – kun en beskedent del af den samlede sektor, selvom antallet af virksomheder er enormt. Det er dog kun et fåtal, der fra tid til anden finder en guldåre. Værdiansættelsen af disse virksomheder er derfor overordentlig vanskelig, fordi grænsen mellem succes og fiasko er hårfin. Konsekvensen er følgelig, at aktiemarkedet som hovedregel værdiansætter biotek-selskaberne meget lavt.

### **Investeringsstrategi**

Udgangspunktet for vores investeringsstrategi er, at aktiemarkedene generelt forventes at få en positiv udvikling i 2007. De vestlige økonomier og især USA vil opleve en aftagende vækst, hvilket relativt set vil være positivt for health care-sektoren. Fusioner og opkøb forventes også i 2007 at være et vigtigt tema. Vi vil derfor fokusere på de mindre og mellemstore selskaber, herunder biotek, der forventes at fortsætte med at indgå profitable partneraftaler med de store medicinal-selskaber.

De danske selskaber i health care-sektoren har i de senere år haft en fænomenal forretningsmæssig udvikling, hvilket vi forventer fortsætter i de kommende år. Omkring en fjerdedel af porteføljen er derfor investeret i danske virksomheder.

Det politiske pres på sektoren fortsætter også i 2007. Der vil formentlig blive fremsat nye lovforslag i USA, der dels øger muligheden for parallelimport, dels baner vejen for follow-on-biologics. Sidstnævnte er kopier af biotek. Det er i dag ikke praktisk muligt for en kopiproducent at lave disse kopier pga. de strenge krav til dokumentationen. En ny lovgivning vil have en negativ effekt for de store biotek-selskaber, hvorfor vi vil fokusere på de mindre og mellemstore.

# RISIKOFAKTORER

Health care-sektoren er begunstiget af den demografiske udvikling med fortsat flere ældre, der lever længere. Fortsat flere bliver ramt af livsstilssygdomme. Det giver en kraftig stigning i efterspørgslen efter health care-sektorens produkter, hvilket understøtter den langsigtede investeringscase. Investorerne skal dog være bevidste om, at en investering i aktier er behæftet med en række risici.

## Generel markedsrisiko

Kursudviklingen på health care-aktier følger i et vist omfang kursudviklingen på de globale aktiemarkeder. Selv om medicinalaktier i kortere perioder kan følge et andet kursmønster end aktiemarkederne generelt, forventes der på længere sigt at være en positiv sammenhæng mellem kursudviklingen på Gudme Raaschou Health Care og aktier generelt. Dette indebærer, at en investering i Gudme Raaschou Health Care ikke vil være uafhængig af den generelle udvikling på de globale aktiemarkeder.

Ved indgangen til 2007 er der generelt positive forventninger til aktiemarkedet, men den udvikling kan pludselig vende og blive negativ. Udviklingen på aktiemarkederne viser således, at en investering i aktier generelt er behæftet med en vis risiko og fordrer, at aktieinvestorer har en investeringshorisont på ikke mindre end fem år.

## Sektorspecifik risiko

Kursudviklingen på aktier inden for en enkelt sektor er generelt mere volatil end det samlede aktiemarked, og health care-sektoren er ingen undtagelse. Specielt de bioteknologiske aktier har større kursudsving. Det er kendetegnende for virksom-

hederne i health care-sektoren, at der er stor fokus på forskning og udvikling. Virksomheder, der står foran et forskningsmæssigt gennembrud, vil typisk have en høj prisfastsættelse. Ændringer i forventningerne til enkelte forskningsprojekter eller tilbagetrækning af projekter eller allerede markedsførte produkter kan derfor i høj grad påvirke kursudviklingen på enkelte aktier, men også sektoren som helhed.

## Porteføljespecifik risiko

Ved investering i Investeringsforeningen Gudme Raaschou Health Care opnås en spredning på flere selskaber, end investorer normalt vil kunne opnå ved at investere selv. Hermed nedbringes den samlede risiko. Der er løbende omkring 40 aktier i porteføljen med henblik på, at investorerne opnår en god risikospredning. Antallet af aktier vil dog typisk stige, hvis eksponeringen til biotek-sektoren øges. Årsagen er, at der ved en investering i de mindre selskaber er en relativt større risiko. Vi styrer ikke investeringerne i foreningen efter noget bestemt referenceindeks, men det mest anvendte inden for sektoren er MSCI Health Care Index, der består af 127 selskaber. Det må ikke forventes, at Gudme Raaschou Health Care vil følge udviklingen i MSCI Health Care Index. Der investeres som udgangspunkt kun i børsnoterede selskaber. Hvis særligt attraktive investeringsmuligheder byder sig, vil muligheden for at investere i unoterede aktier dog blive overvejet, men højst op til den lovmæssige grænse på 10% af den samlede formue.

Risikomål som standardafvigelse, beta og tracking error anvendes i porteføljesammensætningen ved vurderingen af afkastpotentialet på de enkelte aktier i forhold til forven-

tet risiko. Der er dog ikke fastlagt bestemte rammer i den overordnede investeringspolitik. Kursudviklingen på investeringsforeningen kan derfor afvige markant fra kursudviklingen i benchmark.

## Politisk risiko

Der vil altid være en latent politisk risiko ved at investere i health care-aktier. Den demografiske udvikling med fortsat flere ældre, der lever længere, fører til fortsat stigende udgifter i sundhedsvæsenet. Udgifterne til medicin vil derfor løbende være i fokus. De offentlige myndigheder er imidlertid bevidste om, at patentbeskyttelse af produkter er forudsætningen for, at industrien fortsat investerer i forskning og udvikling af nye og bedre produkter.

## Valutarisiko

Health care-sektoren er en global sektor, hvorfor Gudme Raaschou Health Care har et globalt investeringsunivers. Ved udgangen af 2006 udgjorde de amerikanske selskaber godt 50% af investeringerne, hvilket på kort sigt giver en vis afhængighed af udviklingen i den amerikanske dollar. På længere sigt vil følsomheden dog være begrænset, idet en betydelig del af indtjeningen i de amerikanske selskaber genereres uden for USA. Der har ikke været foretaget valutaafdækning i foreningen.

## Afhængighed af finansielle rådgivere

Gudme Raaschou Invest A/S er investeringsforvaltningsselskab, og Gudme Raaschou Bank A/S er finansiell rådgiver for investeringsforeningen. Investeringsforvaltningsselskabet benytter en række finansielle rådgivere i vurderingen af health care-sektoren og i udvælgelsen af aktier til porteføljen.

---

# LEDELSENS REGNSKABSERKLÆRING

---

Bestyrelsen og direktionen har dags dato behandlet og vedtaget årsrapporten for 2006 for Investeringsforeningen Gudme Raaschou Health Care. Årsrapporten er aflagt i overensstemmelse med Lov om Investeringsforeninger og specialforeninger samt andre kollektive investeringsordninger m.v. og Finanstilsynets bekendtgørelse om investeringsforeningers og specialforeningers regnskaber. Vi anser den valgte

regnskabspraksis for hensigtsmæssig, således at årsrapporten giver et retvisende billede af foreningens aktiver, passiver og finansielle stilling. Årsrapporten opfylder ligeledes de af OMX Københavns Fondsbørs stillede krav til regnskabsaflæggelsen.

Årsrapporten indstilles til generalforsamlingens godkendelse.

København, den 26. februar 2007

## I bestyrelsen

Jørgen Buus Lassen, formand

Ole Bergsten

Ole Andersen

Kjeld Iversen

## Som InvesteringsForvaltningsSelskab

Gudme Raaschou Invest A/S  
Niels H. Antonsen, direktør

# DEN UAFHÆNGIGE REVISORS PÅTEGNING

Til medlemmerne i Investeringsforeningen Gudme Raaschou Health Care.

Vi har revideret årsrapporten for Investeringsforeningen Gudme Raaschou Health Care for regnskabsåret 1. januar - 31. december 2006, omfattende ledelsespåtegning, ledelsesberetning, anvendt regnskabspraksis, resultatopgørelse, balance og noter. Årsrapporten aflægges efter lov om investeringsforeninger og specialforeninger samt andre kollektive investeringsordninger mv. og yderligere danske oplysningskrav til årsrapporter for noterede investeringsforeninger.

## Ledelsens ansvar for årsrapporten

Ledelsen har ansvaret for at udarbejde og aflægge en årsrapport, der giver et retvisende billede i overensstemmelse med lov om investeringsforeninger og specialforeninger samt andre kollektive investeringsordninger mv. og yderligere danske oplysningskrav til årsrapporter for noterede investeringsforeninger. 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 grund-

lag 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 foreningens aktiver, passiver og finansielle stilling pr. 31. december 2006 samt af resultatet af foreningens aktiviteter for regnskabsåret 1. januar - 31. december 2006 i overensstemmelse med lov om investeringsforeninger og specialforeninger samt andre kollektive investeringsordninger mv. og yderligere danske oplysningskrav til årsrapporter for noterede investeringsforeninger.

København, den 26. februar 2007

## PricewaterhouseCoopers

Statsautoriseret Revisionsaktieselskab

Mikael Sørensen  
statsautoriseret revisor

Michael E. Jacobsen  
statsautoriseret revisor

## Ankjær-Jensen ApS

A. Ankjær-Jensen, Statsautoriseret revisor, cand. jur.

# ANVENDT REGNSKABSPRAKSIS

- Årsrapporten er aflagt efter samme regnskabspraksis som sidste år, dog er præsentationen i resultatopgørelse og balance tilpasset den nye regnskabsbekendtgørelse.
- Rapporten er udarbejdet i overensstemmelse med lov om investeringsforeninger og specialforeninger samt Finanstilsynets bekendtgørelse om investeringsforeningers og specialforeningers regnskabsaflæggelse.
- Rapporten er aflagt i overensstemmelse med retningslinierne fra OMX Københavns Fondsbørs.

## Resultatopgørelsen

- Indtægter og udgifter er periodiseret.
- Udbytter af værdipapirer i fremmed valuta omregnes til transaktionsdagens valutakurs.
- Aktieudbytter indtægtsføres på det tidspunkt, udbyttet er vedtaget på det udbyttebetalende selskabs generalforsamling.
- Realiserede kursreguleringer opgøres pr. papir som forskellen mellem salgsværdien og kursværdien primo eller anskaffelsværdien, såfremt det er anskaffet i regnskabsåret.
- Urealiserede kursreguleringer opgøres pr. papir som forskellen mellem kursværdien ultimo året og kursværdien primo eller anskaffelsværdien, såfremt det er anskaffet i regnskabsåret.
- Det udlodningspligtige resultat (minimumsudlodningen) er opgjort i overensstemmelse med bestemmelserne i skattelovgivningen.
- Udlodning foretages med hele, halve eller kvarte procenter i forhold til investeringsbevisernes pålydende værdi. Overskydende beløb overføres til udlodning næste år.

## Balance

- Værdipapirer, der er genstand for offentlig notering, er optaget til børskurser ultimo året.
- Mellemværender i fremmed valuta er optaget til valutakurser ultimo året.

## Nøgletal

- Nøgletallene er opgjort i overensstemmelse med Finanstilsynets bekendtgørelse om investeringsforeningers og specialforeningers regnskaber og er beregnet som beskrevet nedenfor.
- Indre værdi pr. andel er medlemmernes formue (inkl. udlodning til medlemmerne) / cirkulerende andele ultimo året.
- Udlodning pr andel er beregnet som udlodning til medlemmer / cirkulerende andele ultimo året. Der udbetales ikke acountudlodning.
- Årets afkast i procent er beregnet som ((indre værdi ultimo året med tillæg af geninvesteret udlodning / indre værdi primo året) - 1) x 100.
- Geninvesteret udlodning er beregnet som ultimoudlodning x indre værdi ultimo året / indre værdi umiddelbart efter udlodningen.
- Omkostningsprocent er beregnet som administrationsomkostninger x 100 / medlemmernes gennemsnitlige formue.
- Kurtage i pct. af formuen. Nøgletallet beregnes som alle betalte handelsudgifter i året i forhold til gennemsnits-formuen – for 2005 og 2006 dog korrigeret for emissioner og indløsninger. Gudme

Raaschou Health Care har valgt en handelskutyme, hvor betalt kurtage opgøres. Alternativet er en handelskutyme med nettopriser.

- Omsætningshastighed. Nøgletallet beregnes med udgangspunkt i en nettoomsætning. Nettoomsætningen er den totale omsætning (køb og salg af aktier i porteføljen), korrigeret for de handler, der er foretaget på baggrund af enten udvidelser eller reduktioner i antal udstedte investeringsbeviser. Det vil sige i forbindelse med indløsning af andele, eller i de tilfælde, hvor der er emissioneret nye andele. Omsætningshastigheden er beregnet i forhold til medlemmernes gennemsnitlige formue.
- Standardafvigelsen eller volatiliteten er et mål for udsvingene i afkastet over tid.
- Sharpe ratio, der viser afkastet i forhold til risikoen over en fem-årig horisont, beregnes som afkastet på afdeling / benchmark minus den risikofrie rente divideret med standardafvigelsen på afkastet.

## Gudme Raaschou Invest er GIPS-verificeret

- Performance er beregnet i overensstemmelse med "Global Investment Performance Standards" (GIPS). PricewaterhouseCoopers har verificeret, at GIPS er blevet overholdt af Gudme Raaschou Invest A/S siden etableringen.

## Fund Governance

Bestyrelsen har vedtaget en politik for fund governance i henhold til vejledningen fra IFR. En fylldig kommentar hertil kan findes på foreningens hjemmeside.

## GUDME RAASCHOU HEALTH CARE

### Resultatopgørelse for perioden 1. januar – 31. december 2006 (1.000 kr.)

	Note	2006	2005
<b>Renter og udbytter</b>			
Renteindtægter	1	130	42
Udbytter	2	1.141	1.070
I alt renter og udbytter		1.271	1.112
<b>Kursgevinster og -tab</b>			
Kapitalandele (+/-)	3	-1.880	21.756
Øvrige aktiver/passiver		0	151
Handelsomkostninger		184	82
I alt kursgevinster og -tab (+/-)		-2.064	21.825
I alt indtægter		-793	22.937
Administrationsomkostninger	4	1.802	2.099
Resultat før skat		-2.595	20.838
Skat	6	163	162
Årets nettoresultat		-2.758	20.676
<b>Formuebevægelser:</b>			
Udlodningsregulering		-3.590	-124
Overført fra sidste år (+/-)		610	-52
I alt formuebevægelser (+/-)		-2.980	-176
Til disposition		-5.738	20.500
Til rådighed for udlodning:		4.087	570
Foreslået udlodning	5	3.985	0
Overført til udlodning næste år		102	570
Overført til formuen		-9.825	19.930

### Balance pr. 31. december 2006 (1.000 kr.)

	Note	2006	2005
<b>Aktiver</b>			
Likvide midler			
Indestående i depotselskab		1.331	1.531
I alt likvide midler		1.331	1.531
Kapitalandele	7		
Noterede aktier fra danske selskaber		13.218	12.301
Noterede aktier fra udenlandske selskaber		39.296	89.973
I alt kapitalandele		52.514	102.274
Tilgodehavende udbytte		33	0
Andre aktiver		5	0
I alt andre aktiver		38	0
Aktiver i alt		53.883	103.805
<b>Passiver</b>			
Medlemmernes formue	8	53.331	103.246
Anden gæld			
Skyldige omkostninger		552	559
I alt anden gæld		552	559
Passiver i alt		53.883	103.805

## GUDME RAASCHOU HEALTH CARE – NOTER TIL ÅRSREGNSKABET

(1.000 kr.)	2006	2005
<b>NOTE 1 Renteindtægter m.m.</b>		
Indestående i depotselskab	130	42
I alt renteindtægter	<u>130</u>	<u>42</u>
<b>NOTE 2 Udbytte</b>		
Noterede aktier fra danske selskaber	91	67
Noterede aktier fra udenlandske selskaber	1.050	1.003
I alt udbytte	<u>1.141</u>	<u>1.070</u>
<b>NOTE 3 Kursgevinster og -tab</b>		
Noterede aktier fra danske selskaber	5.457	1.660
Noterede aktier fra udenlandske selskaber	-7.337	20.096
I alt kursgevinster og -tab, kapitalandele (+/-)	-1.880	21.756
Øvrige aktiver/passiver	0	151
Bruttohandelsomkostninger	418	135
Dækket af emissions- og indløsningsindtægter	234	53
Handelsomkostninger ved løbende drift	184	82
I alt kursgevinster og -tab	<u>-2.064</u>	<u>21.825</u>
<b>NOTE 4 Administrationsomkostninger</b>		
Honorar til bestyrelse	100	120
Honorar til revisorer	55	87
Andre honorarer til revisorer	0	0
Kontorhold m.v. – herunder management fee	1.164	1.482
Markedsføringsomkostninger	237	123
Gebyrer til depotselskab	109	126
Øvrige omkostninger	137	161
I alt opdeltede administrationsomkostninger	<u>1.802</u>	<u>2.099</u>
<b>NOTE 5 Til rådighed for udlodning</b>		
Renteindtægter og udbytte	1.271	1.112
Ikke refunderbare udbytteskatter	163	162
Kursgevinst til udlodning (+/-)	7.761	1.895
Administrationsomkostninger	1.802	2.099
Udlodningsregulering ved emission/indløsning	-3.590	-124
Udlodning overført fra sidste år	610	-52
I alt til rådighed for udlodning	<u>4.087</u>	<u>570</u>
Heraf foreslået til udlodning	3.985	0
Heraf foreslået overført til udlodning til næste år	<u>102</u>	<u>570</u>
<b>NOTE 6 Skat</b>		
Ikke refunderbare udbytteskatter	163	162
I alt skat	<u>163</u>	<u>162</u>

## GUDME RAASCHOU HEALTH CARE – NOTER TIL ÅRSREGNSKABET

### NOTE 7 Aktiebeholdning ultimo 2006

USD (valutakurs 565,31)	Nom. Beh.	Kurs	Kursværdi	Vægt i pct.
Abiomed	17.000	14,10	1.355.048	2,6
Alcon	850	111,77	537.070	1,0
Amgen	3.370	68,31	1.301.370	2,5
Boston Scientific	8.000	17,18	776.962	1,5
Caremark Rx	5.500	57,11	1.775.667	3,4
Forest Laboratories	4.500	50,60	1.287.211	2,5
Gilead Sciences	3.200	64,93	1.174.579	2,2
Johnson & Johnson	7.100	66,02	2.649.845	5,0
Medtronic	5.240	53,51	1.585.086	3,0
Nektar Therapeutics	13.000	15,21	1.117.787	2,1
Pfizer	21.970	25,90	3.216.744	6,1
Schering-Plough	20.090	23,64	2.684.813	5,1
St. Jude Medical	4.000	36,56	826.709	1,6
Teva Pharmaceutical	4.470	31,08	785.371	1,5
UnitedHealth Group	5.000	53,73	1.518.705	2,9
Varian Medical Systems	2.500	47,57	672.295	1,3
WellPoint	4.000	78,69	1.779.370	3,4
Wyeth	3.690	50,92	1.062.188	2,0
Zimmer Holdings	5.000	78,38	2.215.450	4,2
USD i alt				53,9
SEK (valutakurs 82,61)	Nom. Beh.	Kurs	Kursværdi	Vægt i pct.
ELEKTA	7.500	144,25	893.752	1,7
SEK i alt				1,7
EUR (valutakurs 745,45)	Nom. Beh.	Kurs	Kursværdi	Vægt i pct.
Sanofi-Aventis	3.100	69,95	1.616.464	3,1
UCB	2.000	51,95	774.520	1,5
EUR i alt				4,6
CHF (valutakurs 463,10)	Nom. Beh.	Kurs	Kursværdi	Vægt i pct.
Novartis	9.700	70,25	3.155.701	6,0
Roche Holding	4.480	218,50	4.533.224	8,6
CHF i alt				14,6
DKK	Nom. Beh.	Kurs	Kursværdi	Vægt i pct.
Bavarian Nordic	2.730	582,00	1.588.860	3,0
Coloplast	4.200	511,00	2.146.200	4,1
Genmab	6.650	380,00	2.527.000	4,8
H. Lundbeck	7.050	155,75	1.098.038	2,1
LifeCycle Pharma	10.000	56,00	560.000	1,1
NeuroSearch	3.440	321,50	1.105.960	2,1
Novo Nordisk	4.530	470,50	2.131.365	4,1
William Demant Holding	4.500	458,00	2.061.000	3,9
DKK i alt				25,2
Kapitalandele i alt			52.514.354	100,0
Kontant og tilgodehavende udbytte mv.			1.369.000	
I alt			53.883.354	



## GUDME RAASCHOU HEALTH CARE – NOTER TIL ÅRSREGNSKABET

(1.000 stk.)	Cirkulerende beviser	Formueværdi
<b>NOTE 8 Medlemmernes formue</b>		
Medlemmernes formue primo	85.888	103.246
Emissioner i året (+)	0	0
Indløsninger i året	40.350	47.157
Regulering af udlodning ved emissioner og indløsninger		3.590
Overført til udlodning fra sidste år		-610
Overført til udlodning næste år		102
Foreslået udlodning		3.985
Overført fra resultatopgørelse		-9.825
I alt medlemmernes formue	45.538	53.331

## NØGLETAL

	2006	2005	2004	2003	2002
Årets nettoresultat (1.000 kr.)	-2.758	20.623	4.835	-2.845	-93.424
Medlemmernes formue ink. Udlodning (1.000 kr.)	53.331	103.246	92.807	100.374	135.885
Cirkulerende andele (stk.)	455.385	858.885	952.405	1.077.012	1.434.224
Udlodning pr. andel	8,75	0,00	0,00	0,00	0,00
- heraf kapitalindkomst	0,17	0,00	0,00	0,00	0,00
- heraf aktieindkomst	8,58	0,00	0,00	0,00	0,00
Indre værdi pr. andel	117,11	120,21	97,44	93,19	94,73
Børskurs ultimo året	116,35	120,68	97,85	93,37	95,24
Årets afkast i % (indre værdi)	-2,6	23,4	4,6	-1,6	-40,3
Benchmark afkast i %	-1,2	26,0	-1,7	-2,4	-31,3
Omkostningsprocent. (p.a.)	1,94	2,12	1,97	1,94	1,92
Kurtage i % af formuen	0,2	0,08	0,22	0,64	0,29
Kursværdi af køb (1.000 kr.)	32.231	12.419	24.323	42.784	53.341
Kursværdi af salg (1.000 kr.)	80.210	23.972	37.012	66.921	69.857
I alt kursværdi køb og salg (1.000 kr.)	112.541	36.391	61.340	109.705	123.198
Omsætningshastighed	0,35	0,13	0,2	0,38	0,35
<b>Nøgletal for risiko</b>					
Sharpe ratio	-0,63				
Standardafvigelse udviklingen i indre værdi	12,47				
Standardafvigelse på benchmark	12,38				

Måleperioden er dec. 2001 til dec. 2006

---

## INFORMATION OM INVESTERINGSFORENINGEN GUDME RAASCHOU HEALTH CARE

---

### Adresse

Kalvebod Brygge 43  
1560 København V  
Telefon 33 44 90 00  
Telefax 33 44 91 84  
E-mail: info@gudme-invest.dk  
Hjemmeside: www.gudme-invest.dk  
Reg.nr. FT 11100

### Registreringsnumre

Fondskode: DK 0010235431  
Finanstilsynet: 11100  
CVR. nr.: 20 18 22 02

### Bestyrelse

Jørgen Buus Lassen (formand)  
Ole Bergsten  
Ole Andersen  
Kjeld Iversen

### InvesteringsForvaltningsSelskab

Gudme Raaschou Invest A/S  
Direktion: Niels H. Antonsen.

### Depotselskab

Danske Bank A/S

### Revision

PricewaterhouseCoopers  
Statsautoriseret Revisionsaktieselskab

Ankjær-Jensen ApS  
Statsautoriseret revisor, cand. jur.

### Køb og salg af investeringsbeviser

Investeringsbeviser i Gudme Raaschou Health Care kan handles som ethvert andet værdipapir. Det vil sige ved henvendelse til eget pengeinstitut eller børsrådgiver eller netbank.

### On-line information om foreningen

På [www.gudme-invest.dk](http://www.gudme-invest.dk) offentliggøres den indre værdi tre gange dagligt. Beholdningssammensætningen offentliggøres en gang om måneden.

---

## INFORMATION OM BESTYRELSESMEDLEMMERNE

---

Om bestyrelsesmedlemmerne i Investeringsforeningen Gudme Raaschou Health Care kan følgende oplyses:

### Jørgen Buus Lassen (født

07.03.1934) (formand)  
Videnskabelig direktør,  
NeuroSearch A/S,  
Pederstrupvej 93, 2750 Ballerup  
Tillidshverv: Medlem af bestyrelsen for NsGene A/S, NeuroSearch A/S, Pharmexa A/S, NicOx SA og Effector Communications A/S. Medlem af bestyrelsen for Investeringsforeningen Gudme Raaschou.  
Jørgen Buus Lassen blev valgt til bestyrelsen første gang den 24. marts 2003 og er genvalgt to gange, henholdsvis den 29. marts 2004 og den 22. marts 2005.

### Ole Bergsten (født 02.11.1946)

Medicoteknisk chef, Rigshospitalet Blegdamsvej 9, Afsnit 41-2-2, 2100 København Ø  
Tillidshverv: Formand for Uddannelsesrådet for Klinisk Ingeniør uddannelsen. Medlem af Ekspertgruppen for medicinsk udstyr i DGM (Notified Body organisation under DS). Medlem af bestyrelsen for Investeringsforeningen Gudme Raaschou.  
Ole Bergsten blev valgt til bestyrelsen første gang den 8. april 2004 og er genvalgt den 22. marts 2005.

### Ole Andersen (født 21.03.1941)

Søllerødgårdsvej 11, 2840 Holte.  
Tillidshverv: Medlem af bestyrelsen for Logstor A/S (formand), Logstor Holding A/S (formand) og Anhydro Holding A/S. Medlem af bestyrelsen

for Investeringsforeningen Gudme Raaschou.

Ole Andersen blev valgt til bestyrelsen den 3. marts 2006.

### Kjeld Iversen (født 01.06.1952)

Humlevej 12, 8240 Risskov.  
Tillidshverv: Medlem af bestyrelsen for AC Sikring A/S, R. Riisfort A/S, Riisfort Interieur A/S, FirstFarms A/S, Planova Shop Systems A/S, Omega Gruppen A/S, Unik Gruppen A/S, Unik System Design A/S, Unik Pine Tree A/S og Unik IT A/S. Medlem af repræsentantskabet i Tryk i Danmark Smba. Medlem af bestyrelsen for Investeringsforeningen Gudme Raaschou.  
Kjeld Iversen blev valgt til bestyrelsen den 3. marts 2006.



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

Tel. +45 33 44 90 00  
Fax +45 33 44 90 09  
CVR nr. 20 18 22 02