

GUDME RAASCHOU

Vision

Årsrapport

2008

OVERBLIK

- Resultat efter skat blev et underskud på 92,7 mio. kr.
- Egenkapitalen udgjorde 56,3 mio. kr. pr. 31. december 2008.
- Det indstilles til generalforsamlingen, at der ikke udbetales udbytte.
- Bestyrelsen forslår en ny strategi for selskabet, og at aktiekapitalen nedskrives. Læs mere i afsnittet "Forventninger og strategi" i beretningen.

INDHOLD

Overblik	Omslaget
Ledelsens beretning	
Finansielle hoved- og nøgletal	2
Beretning	3
Risikofaktorer	12
Øvrige forhold	14
Ledelsespåtegning	16
Den uafhængige revisors påtegning	17
Anvendt regnskabspraksis	18
<hr/>	
Årsregnskab	
Resultatopgørelse	26
Balance	27
Egenkapitalopgørelse	28
Pengestrømsopgørelse	29
Oversigt over noter	30
Noter til årsregnskabet	31
<hr/>	
Corporate Governance	38
Ledelsens hverv	39
Selskabsoplysninger	40

FINANSIELLE HOVED- OG NØGLETAL

Hovedtal fra resultatopgørelse og balance	2008	2007	2006	2005	2004
RESULTATOPGØRELSE (ANGIVET I 1.000 KR.)					
Netto renteindtægter	-1.075	668	4.484	12.221	7.814
Udbytte	3.486	0	0	0	0
Netto kursreguleringer	-104.588	2.930	-2.105	-769	-5.067
Udlodninger i alt	0	0	413	11.740	7.057
Resultat før omkostninger	-102.176	3.598	2.792	23.192	9.805
Resultat før skat	-103.731	-436	-581	14.192	3.956
Skat af årets resultat	11.062	1.231	-92	2.082	761
Resultat efter skat	-92.669	795	-673	16.274	4.717
BALANCE (ANGIVET I 1.000 KR.)					
Obligationer, inklusive vedhængende rente	197.060	376.540	372.819	380.933	394.362
Aktier og aktiebaserede investeringsforeninger	35.184	132.488	146.854	116.573	81.671
Erhvervsobligationer og erhvervsobligationsbaserede investeringsforeninger	0	71.091	60.115	70.675	73.117
Emerging market-obligationer	0	0	0	12.031	12.056
Aktiekapital	122.508	122.508	122.508	122.363	130.863
Egenkapital	56.253	148.922	148.127	148.633	140.944
Aktiver	261.673	590.996	596.854	583.564	634.258
NØGLETAL					
Resultat før skat i pct. af gennemsnitlig egenkapital (i kr.)	-101,11	-0,29	-0,39	10,07	3,84
Resultat efter skat i pct. af gennemsnitlig egenkapital (i kr.)	-90,33	0,54	-0,45	11,24	3,86
Resultat efter skat pr. antal aktier, ultimo (i kr.)	-70,81	0,61	-0,51	12,44	3,60
Resultat efter skat pr. gns. antal aktier ekskl. egne aktier (i kr.)	-75,64	0,65	-0,55	13,25	4,10
PORTEFØLJEN					
Egenkapitalens gearing	3,6	3,0	2,9	2,9	3,1
Obligationer, inklusive vedhængende rente, i pct. af total portefølje opgjort til markedsværdi	84,7%	64,5%	64,3%	64,5%	71,2%
Aktier og aktiebaserede investeringsforeninger, i pct. af total portefølje opgjort til markedsværdi	15,1%	23,1%	25,3%	21,8%	14,1%
Erhvervsobligationer og erhvervsobligationsbaserede investeringsforeninger i pct. af total portefølje opgjort til markedsværdi	0,0%	12,4%	10,4%	12,2%	12,6%
Emerging market-obligationer	0,0%	0,0%	0,0%	2,0%	2,1%
Antal aktier (angivet i stk.)					
Udestående antal aktier, ultimo	1.308.625	1.308.625	1.308.625	1.308.625	1.308.625
Udestående antal aktier ekskl. egne aktier, ultimo	1.225.076	1.225.076	1.225.076	1.223.625	1.308.625
Gns. antal udestående aktier ekskl. egne aktier	1.225.076	1.225.076	1.223.806	1.228.583	1.149.326
Pr. aktie á nom. 100 kr (angivet i kr.)					
Indre værdi (som indberettet til NASDAQ OMX Copenhagen, ultimo)	38,22	122,56	125,94	123,09	106,55
Indre værdi	45,92	121,56	120,91	121,47	107,70
Børskurs (seneste handel)	41,00	124,50	126,50	123,50	100,50
Børskurs / indre værdi	0,8929	1,0242	1,0462	1,0167	0,9331

Nøgletal er udarbejdet i overensstemmelse med Den Danske Analytikerforenings anbefalinger

BERETNING

Formål og hovedaktivitet

Gudme Raaschou Vision A/S er et investeringsselskab, som investerer med henblik på at skabe det højest mulige risikojusterede afkast. Afkastene kan dog svinge en del fra år til år, men selskabet overvåger konstant risikoen på såvel aktiv- som passivside.

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.

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

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

Af hensyn til risikostyringen har selskabet valgt at overholde en række konkrete investeringsrammer.

År 2008

I 2008 udviklede den indberettede indre værdi på selskabets aktie sig

fra 122,56 (ultimo 2007) til 38,22 (ultimo 2008), hvilket svarer til et fald på 68,8%.

Udviklingen i den indberettede indre værdi siden start og frem til offentliggørelse af nærværende årsrapport er angivet i figuren nedenfor.

Selskabets aktiekurs faldt i 2008 fra 124,5 til 41,0, svarende til et fald på 67,1%.

Resultat

Årets resultat før skat på -103,7 mio. kr. levede langt fra op til for-

Gudme Raaschou Vision A/S

- Udviklingen i den indre værdi pr. aktie siden etableringen 25. juni 2003



ventningerne til et nulresultat ved aflæggelsen af årsrapporten for 2007.

Ledelsen anser resultatet i regnskabsperioden for stærkt utilfredsstillende. Resultatet skal dog ses i lyset af udviklingen på de finansielle markeder i 2008, som gennemgik den mest dramatiske periode siden 1930'erne.

Resultatet for regnskabsperioden blev påvirket af en netto renteindtægt på -1,1 mio. kr. mod 0,7 mio. kr. i 2007.

Det udbetalte udbytte fra investering i aktier og erhvervsobligationer (via investeringsbeviser) var 3,5 mio. kr. i 2008 mod 0 kr. i 2007.

Netto kursreguleringer udgjorde -104,6 mio. kr. mod 2,9 mio. kr. i 2007. Heraf kan -28,7 mio. kr. henføres til investeringerne i obligationer, -74,3 mio. kr. til aktier og, via investeringsforeninger, til erhvervsobligationer samt emerging market-obligationer, mens ændringer i valutakurserne påvirkede årets resultat med -2,8 mio. kr. Anvendelsen af afledte finansielle instrumenter gav et positivt bidrag på 1,2 mio. kr.

Udgifterne til personale udgjorde knap 0,5 mio. kr., hvilket er på niveau med året før, mens øvrige administrationsomkostninger udgjorde 1,0 mio. kr. mod 3,5 mio. kr. i 2007.

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 103,7 mio. kr. mod et underskud på 0,4 mio. kr. i 2007. Skatten er opgjort til 11,1 mio. kr. (et skattemæssigt underskud til modregning), hvorefter selskabets resultat efter skat blev et underskud på 92,7 mio. kr. mod et overskud på 0,8 mio. kr. i 2007.

Da selskabet indgår i sambeskatning med Gudme Raaschou Bankkoncernen, modtager selskabet betaling for tilgodehavende skat i forbindelse med koncernens afregning af skat for 2008.

Investeringer

Muligheden for at optage lån blev i 2008 udnyttet inden for selskabets investeringsrammer, hvilket desværre ikke var hensigtsmæssigt. Gennem 2008 havde selskabet i gennemsnit lån svarende til godt tre gange egenkapitalen. Selskabets ramme for låneoptag er på fire gange egenkapitalen.

Afkastet på investeringerne i 2008 afspejlede i grove træk den meget negative kursudvikling på de finansielle markeder, som for alvor tog til i andet halvår, hvor den finansielle krise udviklede sig til den værste krise siden depressionen i 1930'erne.

Nedenfor er de foretagne finansielle dispositioner beskrevet i hovedtræk.

Obligationer og makroøkonomi

Selskabets obligationsandel startede 2008 på 64,5% og sluttede året på næsten 85%. Forventningerne til aktier var primo 2008 forholdsvis positive, og aktieandelen var derfor relativt høj på bekostning af stats- og realkreditobligationer (der henvises til afsnittet "Aktier" nedenfor).

2008 blev et af de værste år for de finansielle markeder siden 1930'erne. Specielt andet halvår var et mareridt for de fleste investorer, idet langt de fleste aktivklasser blev ramt af enorme værditab – specielt aktier, råvarer og kreditobligationer blev hårdt ramt.

For de fleste obligationsinvestorer blev året takket være relativt pæne positive afkast dog ganske hæderligt. Specielt andet halvår var fornuftigt i absolut forstand i kraft af skarpt faldende vækst- og inflationsrater. Afkastet fra obligationer var dog langt fra tilstrækkeligt til at opveje tabene på aktieinvesteringerne.

Håbet om lav- eller nulvækst og moderat inflation veg for udsigten til recession og deflation i årets sidste måneder, hvor de makroøkonomiske nøgletal i stigende grad pegede på dårlige tider forude.

Mandag den 15. september 2008 indgav den amerikanske investeringsbank Lehman Brothers en konkursbegæring.

Lehmans konkurs kom til at markere et skel i markedets opfattelse af den finansielle krise. Dels fordi konkursen i sig selv medførte enorme tab for investorer og banker verden over, dels fordi det kom som et chok, at myndighederne var villige til at lade banken gå ned. Bear Sterns var jo blevet reddet tidligere på året, og umiddelbart inden var også realkreditinstitutterne Fannie Mae og Freddie Mac samt forsikringsgiganten AIG blevet reddet.

I ugerne efter frøs pengemarkedet fast, og det viste sig hurtigt umuligt for pengeinstitutter verden over at tiltrække kapital. Markedet for udstedelse af ansvarlig kapital til banker forsvandt som dug for solen, og tillidskrisen i finanssektoren udviklede sig i de sidste måneder af året til en kredit-klemme over det meste af verden, hvor det blev langt vanskeligere at optage lån for virksomheder og privatpersoner.

Således skiftede krisen for alvor karakter: Fra at have været en finanskrisen udviklede krisen sig fra medio september og månederne frem til potentielt at blive den værste samfundsøkonomiske krise siden 2. Verdenskrig.

Skulle man være i tvivl om situationens alvor, kan man blot skele til, hvor massive tiltag politikere og centralbanker indtil nu har igangsat for at tackle krisen. I USA har Den Amerikanske Centralbank (FED) reelt sænket renten til nul. Samtidig har centralbanken pumpet likviditet i hidtil uset mængde ud i markedet, til både banker og virksomheder.

Lige inden jul blev en såkaldt kvantitativ lempelse af pengepolitikken i USA iværksat: Centralbanken opkøber stats- og realkreditobligationer direkte i markedet for på den måde at tvinge markedsrenterne ned til gavn for boligejere/-købere og samfundet generelt.

Selskabets investeringer i obligationer gav et samlet afkast på cirka 1,5% i 2008. Ved årets udgang udgjorde selskabets investeringer i obligationer godt 197 mio. kr. inkl. vedhængende rente, svarende til 84,7% af porteføljen eksklusiv egne aktier.

Aktier

Aktieandelen i porteføljen faldt i løbet af 2008 fra op til 24% i første halvår til godt 15% ved udgangen af året. Dette kan dels henføres til kursfald og dels til frasalg i løbet af året, hvor selskabets eksponering til aktiemarkederne blev reduceret.

Gudme Raaschou Vision A/S har af administrative og skattemæssige

årsager valgt at foretage hovedparten af aktieinvesteringer via Investeringsforeningen Gudme Raaschou, afdeling Selection, afdeling Nordic Alpha og afdeling Danske Aktier.

Frem til midten af september 2008 var der en generel forventning på de finansielle markeder om, at den økonomiske nedtur i USA og i Europa ville blive forholdsvis kortvarig, dvs. under et år. Årsagen til det optimistiske syn på krisen var, at interbank-markedet blev anset som en af de væsentligste knaster i konjunkturforløbet, og centralbankerne havde netop tilført dette marked betydelig likviditet.

I begyndelsen af september var de danske aktier "kun" faldet med 11%. Det afgørende skifte i vurderingen af finanskrisen indtraf som nævnt i midten af september med Lehman Brothers' konkursbegæring med efterfølgende chokbølger igennem hele det globale, finansielle system.

Aktiekurserne styrteddykkede. På kun tre uger, fra slutningen af september til starten af oktober, faldt aktierne med næsten 30%. Som en reaktion på den finansielle panik blev der verden over gennemført yderligere markante pengepolitiske lempelser, og mange regeringer vedtog nærmest koordinerede finanspolitiske tiltag for at bremse den økonomiske nedtur.

Selskabets andel af aktier i porteføljen frem til september skal ses i lyset af, at aktier blev vurderet som attraktivt værdiansat sammenlignet med alternative aktivtyper. Lehmans konkurs og omfanget af de efterfølgende kursfald var desværre ikke ventet.

Fjerde kvartal blev således et maredridt for de fleste investorer. Langt de fleste aktivklasser blev ramt af enorme værditab – ikke mindst aktier, som faldt med næsten 50%. Udviklingen på aktiemarkedene afspejler, at verdensøkonomien er i recession, og virksomhedernes indtjening er under stort pres.

En lang række investeringsselskaber og hedgefonde måtte slanke deres balancer og lukke positioner ned, og det kom sammen med generelt paniksalg til at præge sidste del af 2008 – og resultatet var et massivt salgspres med kun få eller ingen købere i de mere risikobetonede aktivklasser.

Status for 2008 er et globalt aktiekursfald på gennemsnitligt ca. 50%. Investment grade erhvervsobligationer gav et negativt afkast på ca. 10%, high yield-obligationer (erhvervsobligationer) et negativt afkast på ca. 30%, mens emerging markets-obligationer tabte 15%. Reelt set gav kun aktiver som traditionelle AAA-ratede stats- og realkreditobligationer et acceptabelt afkast i 2008.

Ved nærværende årsrapports offentliggørelse er der i det aktuelle kursniveau på aktiemarkedene indregnet meget lave forventninger til indtjeningen i virksomhederne samt en lang og dyb recession.

Selskabets investeringer i globale aktier gav et samlet afkast på -35,4% i 2008, mens nordiske aktier gav et afkast på -11,5%. Den lille position i danske aktier gav et afkast på -46,7% i 2008.

Ved årets udgang udgjorde selskabets investeringer i aktier 35,2 mio. kr., svarende til 15,1% af porteføljen, når der ses bort fra beholdningen af egne aktier. Selskabet ejede egne aktier til en markedsværdi af 3,4 mio. kr. målt ved lukkekursen pr. ultimo 2008.

Øvrige aktiver

Investeringerne i erhvervsobligationer blev af hensyn til risikospredning og af administrative årsager foretaget gennem Investeringsforeningen Gudme Raaschou, afdeling European High Yield og afdeling US High Yield.

2008 blev med afkast på henholdsvis -30% og -28% et historisk dårligt år for både europæiske og amerikanske erhvervsobligationer. Ved indgangen til året var subprime-krisen og nedturen på det amerikanske boligmarked de dominerende temaer på high yield-markedet. Til trods herfor var der dog forholdsvist

roligt på markederne for kredit i første halvår.

I løbet af andet halvår 2008 kollapsede alle markeder for kredit, herunder erhvervsobligationer. De mest betydningsfulde begivenheder for erhvervsobligationer kan relateres til nationaliseringerne af de to største realkreditinstitutter i USA, Fannie Mae og Freddie Mac, og Lehman Brothers' konkurs i september.

Kombinationen af markedskollaps, en fortsat strøm af miserable økonomiske nøgletal fra USA og de store europæiske lande samt massive tvangssalg pressede henover efteråret high yield-kreditspændene ud i rekordhøje niveauer.

Ved indgangen til 2008 var kreditspændene på amerikansk og europæisk high yield henholdsvis 5,8 og 5,0%-point over statsobligationer. Ved halvåret var spændene udvidet til henholdsvis 7,2 og 6,9%-point, hvilket trods den negative udvikling ikke var dramatisk.

I perioden efter Lehman Brothers' konkurs gik det imidlertid meget stærkt, og ultimo året var det amerikanske kreditspænd udvidet til 18,1%-point, mens det i Europa var ikke mindre end 21,6%-point.

De europæiske erhvervsobligationer fik paradoksalt nok en hårdere medfart af krisen end de amerikanske. Årsagen var, at de europæiske

banker var mindst ligeså hårdt ramt af tab og likviditetsmangel som de amerikanske banker. Enkelte af de europæiske banker måtte oven i købet foretage ekstraordinært store nedskrivninger som følge af tab på dårlige investeringer.

Der var stort set ingen nyudstedelser på high yield-markedet i slutningen af 2008, og november blev den første hele måned siden 1991 uden én eneste nyudstedelse på det amerikanske marked. I 2008 blev der i alt udstedt amerikanske high yield-obligationer for 52 mia. USD mod 146 mia. USD i 2007.

Selskabets investeringer i amerikanske og europæiske erhvervsobligationer gav tidsvægtede afkast på henholdsvis -19,1% og -14,5% i 2008.

Primo 2008 udgjorde erhvervsobligationer 12,4% af porteføljen (overvejende amerikanske erhvervsobligationer). Frasalg i løbet af oktober gjorde, at der ved udgangen af 2008 ikke var erhvervsobligationer via investeringsforeninger i selskabets portefølje.

Fremmedkapital

Gudme Raaschou Vision A/S har gennem hele 2008 optaget lån, i gennemsnit svarende til godt 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 finansieringsomkostninger.

Afkastet på investeringerne blev desværre negativt på de fleste fronter, hvorved låneomkostningerne ikke kunne opvejes. CHF blev periodevis anvendt som supplerende finansieringsvaluta inden for selskabets investeringsmæssige rammer. Idet CHF i gennemsnit i disse perioder blev svækket overfor DKK i løbet af 2008 påvirkede det finansieringsomkostningerne positivt.

Ved årets udgang var selskabets nominelle lån på 204,5 mio. kr., hvoraf 104,0 mio. kr. er optaget i danske kroner, mens 100,5 mio. kr. er optaget i euro. Via aktieinvesteringen i Gudme Raaschou Selection (global aktieportefølje) var selskabet eksponeret til amerikanske dollars, japanske yen, GBP og CHF, som ved årets udgang ikke var afdækket.

Låneomkostningerne inklusiv påvirkningen fra valutadispositioner var i 2008 i alt 22,2 mio. kr.

Pengestrømme

Likviditeten fra selskabets drift udgjorde -295,2 mio. kr. i regnskabsperioden. Køb og salg af værdipapirer bidrog med 303,2 mio. kr. i regnskabsperioden.

Herefter udgjorde den samlede ændring i likviditet 8,0 mio. kr.

PORTEFØLJENS SAMMENSÆTNING PR. 31. DECEMBER 2008

Nedenstående tabel viser porteføljens sammensætning pr. valør 31. december 2008 (den 30. december 2008 var årets sidste handelsdag).

Papirnavn	Beholdning Stk.	Anskf. kurs	Markeds- kurs	Kursværdi inkl. vedh. rente (1.000 kr.)	Andel i %
Obligationer					
KONVERTERBARE OBLIGATIONER					
6,00% Totalkr 111 C..s.... 19	3.476.326	105,80	100,50	3.494	1,5%
7,00% Totalkr 111 C.s 331æ 31	1.265.142	105,24	103,00	1.303	0,6%
6,00% DLR 42.s.A..... 16	4.670.580	103,35	103,25	4.869	2,1%
10,00% JK 3.s..... 09	510.106	102,00	104,00	531	0,2%
7,00% KD 23C s..... 26	8.429.592	107,54	104,00	8.767	3,8%
8,00% KD 22C.s..... 16	4.924.503	108,89	105,00	5.171	2,2%
8,00% KD 23C.s..... 26	6.391.720	112,37	109,00	6.967	3,0%
7,00% KD 22D s..... 19	4.782.051	106,72	105,00	5.021	2,2%
8,00% KD 23D s..... 29	1.448.042	111,57	104,00	1.506	0,6%
6,00% KD 26D s. 14æ.. 14	2.342.624	104,14	100,05	2.344	1,0%
6,00% KD 22D s..... 22	4.750.011	104,29	101,80	4.836	2,1%
7,00% KD 22D s. 21æ.. 21	3.343.518	106,21	102,75	3.435	1,5%
8,00% KD 23D s. 31æ.. 31	1.172.805	111,85	106,40	1.248	0,5%
7,00% KD 23S.S..... 41	3.492.872	100,72	101,05	3.530	1,5%
8,00% BRFKred 111C..... 26	9.588.064	112,80	109,00	10.451	4,5%
7,00% BRFKred 111.s..... 29	3.793.433	107,39	104,00	3.945	1,7%
8,00% BRFKred 111 2032 31æ 31	1.895.818	111,25	111,00	2.104	0,9%
6,00% BRFKred 111 B. 35æ.. 33	1.512.356	102,72	101,50	1.535	0,7%
7,00% Nykred 3C s..... 26	2.526.703	106,56	103,50	2.615	1,1%
9,00% Nykred 3C s..... 26	1.823.762	113,12	110,00	2.006	0,9%
6,00% Nykred 2C s..... 19	1.469.740	102,14	101,20	1.487	0,6%
7,00% Nykred 3C s..... 29	2.622.174	107,54	103,50	2.714	1,2%
7,00% Nykred 01E DA..... 41	24.994.016	100,89	100,65	25.156	10,8%
VARIABELT FORRENTEDE OBLIGATIONER					
5,05% Nykred 49D 6F OA 1. 18	16.985.825	99,05	98,90	16.799	7,2%
5,82% Nykred 21E600CF6DA. 41	17.999.120	95,14	91,60	16.487	7,1%
5,23% Scandi III S 15 (EUR)	3.300.000	99,96	77,50	19.252	8,3%
Depfa VAR 20-12-2011	10.000.000	100,00	89,43	8.960	3,9%
FRN Sydbank A/S 2015 (call2012) (EUR)	800.000	94,75	74,45	4.508	1,9%
FRN Sydbank A/S 2049 (call2017) (EUR)	1.000.000	85,50	53,20	4.043	1,7%
FRN Jyske Bank 2016 (call 2013) (EUR)	2.000.000	93,25	68,38	10.336	4,4%
4,35% DanicaPen (call2011) 2049 (EUR)	600.000	92,94	83,40	3.771	1,6%
FRN Swedbank 2016 (call 2011) (EUR)	1.500.000	95,19	70,00	7.869	3,4%
OBLIGATIONER I ALT				197.060	84,7%
Heraf vedhængende rente				695	
UDTRUKNE OBLIGATIONER I ALT				328	0,1%
AKTIER					
Gudme Raaschou Selection	236.000,00	60,25	37,90	8.944	3,8%
Gudme Raaschou Danske Aktier	249.500	93,11	53,10	13.248	5,7%
Gudme Raaschou Nordic Alpha	113.767,00	116,88	59,60	6.781	2,9%
EJBO Holding ApS	644	10.715,12	9.643,61	6.210	2,7%
AKTIER I ALT				35.183	15,1%
KONTANT / LÅN					
KONTANT, LÅN, UDTRUKNE OBL. I ALT				(190.437)	
TOTAL PORTEFØLJE (MARKEDSVÆRDI)				232.572	100,0%

Note: Beholdningen af egne aktier indgår ikke i opgørelsen af porteføljen ovenfor.

FORVENTNINGER OG STRATEGI

Der er i det seneste års tid indtruffet en række hændelser, som har fået selskabets bestyrelse til at overveje den fremtidige strategi for selskabet. Hertil kommer, at selskabet har tabt mere end halvdelen af aktiekapitalen, hvorfor bestyrelsen som følge af aktieselskabslovens § 69a skal redegøre for selskabets økonomiske stilling og forslag til fremtidig strategi på den ordinære generalforsamling. Bestyrelsen indstiller jf. aktieselskabslovens § 44a til generalforsamlingen, at selskabets aktiekapital nedskrives. De konkrete forslag vil fremgå af indkaldelsen til ordinær generalforsamling.

Hermed skal redegøres for baggrunden og de overvejelser, som ligger til grund for de foreslåede ændringer og forventninger til fremtiden.

Idgrundlaget for

Gudme Raaschou Vision A/S

Selskabets idegrundlag og forudsætninger for at investere for såvel egen- som fremmedkapital er kommet under pres som følge af markedsudviklingen på lånevilkårene. Det tillæg til CIBOR-renten, som investorer – herunder Gudme Raaschou Vision A/S – skal betale, er steget markant. Det er med andre ord blevet væsentligt dyrere at investere for lånte midler siden 2007.

Efter bestyrelsens vurdering blev det i februar 2009 så dyrt, at det

ikke længere var attraktivt at oprettholde et lån hos selskabets bankforbindelse. Således blev selskabets portefølje af værdipapirer afviklet, og lånet blev ikke forlænget.

Det er umuligt at sige hvor lang tid, der vil gå, før situationen normaliseres, og rentemarginalerne falder til et niveau, der på ny vil gøre det attraktivt at investere for lånte midler.

Det forventes, at en af konsekvenserne af den finansielle krise er vedblivende strammere kreditvilkår for især investeringsselskaber. En eventuel realøkonomisk vending og en eventuel normalisering af aktie- og obligationsmarkederne i 2009 vil således ikke nødvendigvis gøre det rentabelt at investere for lånte midler.

Ændringer i skattelovgivningen

Den 6. februar 2009 vedtog Folketinget L23, som er nye regler for beskatning af såkaldte investeringsselskaber.

Hidtil har definitionen af investeringsselskaber primært omfattet investeringsforeninger samt visse selskaber med lignende indløsningsgarantier for investorer, og hvor det løbende afkast af foreningens underliggende aktier, obligationer mv. opspares i foreningen.

Fremover udvides beskatningen til at omfatte en række almindelige selskaber mv., der opfylder begge følgende krav:

1. Selskaber mv. med mindst 8 aktionærer.
2. Selskabet driver investeringsvirksomhed, og dets beholdning af værdipapirer (aktier, obligationer, pantebreve, finansielle kontrakter mv.) udgør 85% eller mere af værdien af selskabets samlede beholdning af aktiver. Banker, forsikringsselskaber og realkreditinstitutter er undtaget.

Hvis mere end 15% af selskabets regnskabsmæssige aktiver i løbet af regnskabsåret gennemsnitligt er placeret i andet end værdipapirer, anses selskabet ikke omfattet af den skattemæssige definition af et investeringsselskab. "Andet end værdipapirer" omfatter f.eks. aktiver i form af fast ejendom, leasingaktiver, vindmøller mv.

Konsekvensen af L23 er således klar: Gudme Raaschou Vision A/S vil med en fortsættelse af selskabets nuværende aktiviteter overgå til beskatning efter de nye regler for investeringsselskaber.

Bestyrelsens forslag til ændring af strategi

Som en konsekvens af ændringerne i markedsforhold, lånevilkår og skattelovgivning vil bestyrelsen fremlægge forslag til ændring af selskabets vedtægter og investeringsstrategi på selskabets ordinære generalforsamling.

Forslagenes konkrete ordlyd og konkrete forslag til vedtægtsændringer vil fremgå af indkaldelse til generalforsamling. Bestyrelsen finder det vigtigt at kommunikere de væsentligste elementer af forslagene til selskabets aktionærer så hurtigt som muligt, hvorfor de er medtaget i årsrapporten.

Det er bestyrelsens holdning, at selskabet i stedet for alene at fokusere på at investere i aktier og obligationer i højere grad fremover skal omfatte investeringer i fast ejendom.

Det står klart, at fast ejendom som aktivklasse blev hårdt ramt i finanskrisen. For selektive og langsigtede investorer er det bestyrelsens opfattelse, at en eksponering til fast ejendom fremover kan tilbyde et attraktivt afkast sammenholdt med risikoen. Mulighederne for at eksponere sig til fast ejendom på attraktive niveauer vurderes at være gode i det nuværende marked, som er hårdt ramt af finanskrisen.

Bestyrelsen forventer ved fremlæggelse af detaljerne i forslaget til ny strategi at tage stilling til kapitalgrundlaget, de investeringsmæssige kompetencer hos investeringsrådgiver, organisatorisk struktur, herunder sammensætning af den daglige ledelse.

Ejendomme er ikke så likvid en aktivtype som traditionelle værdipapirer som aktier og obligationer. Derved

bliver den daglige værdiansættelse særdeles vanskelig og upræcis. Den daglige offentliggørelse af indre værdi forventes derfor ikke at fortsætte, såfremt bestyrelsens forslag vedtages på generalforsamlingen og efterfølgende gennemføres.

Skønnede skattemæssige konsekvenser, såfremt bestyrelsens forslag vedtages

Ved at fokusere på at investere i fast ejendom og lån med sikkerhed i fast ejendom vil selskabet ikke blive omfattet af de nye regler for beskatning af investeringsselskaber.

Det vurderes, at de skattemæssige konsekvenser af bestyrelsens forslag vil være gunstige for selskabet. Således kan det skattemæssige underskud aktiveres og anvendes til modregning i et eventuelt fremtidigt positivt resultat. Det vil ikke være tilfældet, såfremt selskabet fortsætter med sit nuværende fokus og strategi for aktie- og obligationsinvesteringer.

Gudme Raaschou Vision A/S indregner det skattemæssige underskud fuldt ud som et skattemæssigt aktiv. Dette forudsætter, at selskabet ikke bliver klassificeret som et investeringsselskab jf. omtalte L23.

Det skal understreges, at det kun er de overordnede linier i den kommende skattereform, som kendes ved aflæggelsen af nærværende årsrapport. Derfor tages der for-

behold for, hvilke konsekvenser en skattereform måtte få for Gudme Raaschou Vision A/S og selskabets aktionærer.

Skønnede skattemæssige konsekvenser, såfremt den eksisterende strategi fortsættes

Overgangen til at være et såkaldt investeringsselskab, som beskrevet ovenfor, sidestilles rent skattemæssigt med ophør af virksomhed og realisering af selskabets passiver og aktiver. Selskabets tab eller fremførbare underskud vil bortfalde.

Som et investeringsselskab vil Gudme Raaschou Vision A/S som udgangspunkt være skattefritaget bortset fra eventuelle modtagne udbytte fra danske selskaber og mulige kildeskatter eller lignende fra andre lande. Øvrig indkomst beskattes generelt ikke.

Aktionærerne behandles som udgangspunkt, som om de havde solgt aktierne den 31.12.2008. Aktionærerne skal derfor – for 2008 – opgøre gevinst og tab på aktierne efter de almindelige regler for salg af aktier. En eventuel gevinst overføres dog til 2009 og beskattes som sædvanlig aktieindkomst/selskabsindkomst i indkomståret 2009.

Tab behandles således: Hvis der er tale om personer, der ejer børsnoterede aktier ved udgangen af 2008, eller selskaber, der har ejet aktierne i mindre end 3 år, overføres et eventuelt aktietab ved opgørelsen af den

primo-værdi, som indgår i beskatningen fra og med 2009.

Tab og gevinst på de "nyanskaffede" aktier (primo-værdien) vil fremover blive efter et lagerprincip, dvs. at såvel realiserede som urealiserede gevinster og tab på andelene beskattes løbende hvert år. Såvel udbytter som gevinst/tab på aktierne/andelene beskattes for personers vedkommende som kapitalindkomst og som almindelig indkomst hos selskaber, uanset ejertid.

Der gælder tillige særlige regler omkring ikrafttræden og overgangsbeskatning. I 2009 nedsættes grænsen på 15% efter forholdet mellem antal hele måneder fra den 1. marts 2009 indtil udgangen af selskabets indkomstår 2009 og hele selskabets indkomst opgjort i hele måneder. I det Gudme Raaschou Vision A/S har kalenderåret som regnskabsår, nedsættes grænsen i ikrafttrædelsesåret således til 10/12 af 15%, altså til 12,5%.

Aktionærer, der har investeret pensionsmidler, beskattes løbende efter lagerbeskatning uden mulighed for at henføre gevinst eller tab til efterfølgende år. Der er ingen overgangsbeskatning for selskabets aktier i pensionsdepoter.

For en nærmere gennemgang af de skattemæssige konsekvenser for den enkelte aktionær henvises til egen skatterådgiver.

Forventninger

Som følge af det ovenfor beskrevne forslag til ændringer i strategien, anser bestyrelsen det ikke for relevant at beskrive forventningerne til finansielle markeder. Det er med samme argumentation heller ikke på nuværende tidspunkt muligt at give en præcis udmelding om forventningerne til årets resultat.

RISIKOFAKTORER

En 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.

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.

Aktiemarkederne

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 aktiemarkederne 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.

Selskabets investeringsrammer betyder, at investeringer i aktier maksimalt må udgøre 175% af selskabets egenkapital.

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 periodevist 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 inverteret 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. Obligationsporteføljens 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 fire 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 rentebetalinger 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 2008 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 indgået aftale om investeringsrådgivning mellem selskabet og Gudme Raaschou Bank A/S. Aftalen er indgået på markedsmæssige vilkår og honorerer udelukkende Gudme Raaschou Bank A/S med et succes honorar.

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 aktieklasser, hvilket er i overensstemmelse med

Nørby-udvalgets anbefaling om at undlade brugen af stemmeretsbegrænsninger.

Storaktionærer

Følgende aktionærer ejede hver ved udgangen af 2008 mere end 5% af den udstedte aktiekapital:

- Gudme Raaschou Bank A/S, Tietgens Hus, Børsgade 4-8, 1215 København K (67,4% af den udstedte aktiekapital).
- 3C Holding ApS, Langelinie 187, 5230 Odense M (12,2% af den udstedte aktiekapital).
- Gudme Raaschou Vision A/S, Tietgens Hus, Børsgade 4-8, 1215 København K (Selskabets beholdning af egne aktier svarede til 6,4% af den udstedte aktiekapital).

Egne aktier

Gudme Raaschou Vision A/S ejede pr. 31. december 2008 i alt 83.549 stk. egne aktier, svarende til ca. 6,4% af selskabets på daværende tidspunkt udstedte aktiekapital. Selskabet har ikke købt eller solgt egne aktier i markedet i 2008.

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 succes honorar. Succes honoraret 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 succes honorar.

Bestyrelsesbeslutninger

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

Generalforsamling

Den ordinære generalforsamling forventes afholdt den 27. april 2009, kl. 15.00 på Dansk Arkitektur Center, Strandgade 27B, 1401 København K. Generalforsamlingen annonceres i dagspressen.

Bestyrelsen indstiller til generalforsamlingen, at der ikke udbetales udbytte for 2008, og at selskabets resultat efter skat på -92,7 mio. kr. overføres til egenkapitalen.

Offentliggjorte selskabsmeddelelser i 2008

- 10. marts 2008: Årsrapport 2007.
- 4. april 2008: Indkaldelse til ordinær generalforsamling.
- 22. april 2008: Forløb af ordinær generalforsamling.
- 5. maj 2008: Kvartalsrapport, 1. kvartal 2008.
- 20. august 2008: Halvårsrapport 2008.
- 5. november 2008: Kvartalsrapport, 3. kvartal 2008.
- 22. december 2008: Meddelelse i henhold til §29 i Lov om værdipapirhandel m.v. (Gudme Raaschou Bank A/S).
- 22. december 2008: Finanskalender 2009.

Datoer for offentliggørelse af finansiell information i 2009

Selskabets trykte årsrapport for 2008 forventes at foreligge i uge 11. Den trykte årsrapport vil blive sendt til samtlige navnenoterede aktionærer.

Delårsrapport for 1. kvartal 2009:
Den 6. maj 2009

Delårsrapport for 1. halvår 2009:
Den 26. august 2009

Delårsrapport for 3. kvartal 2009 :
Den 4. november 2009

Begivenheder indtruffet efter regnskabsperiodens afslutning

Der er 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 2008 for Gudme Raaschou Vision A/S.

Årsrapporten er aflagt i overensstemmelse med International Financial Reporting Standards som godkendt af EU og yderligere danske oplysningskrav til årsrapporter for børsnoterede selskaber.

Vi anser den valgte regnskabspraksis for hensigtsmæssig, således at årsrapporten giver et retvisende billede af selskabets aktiver, passiver og finansielle stilling pr. 31. december 2008 samt af resultatet af selskabets aktiviteter og pengestrømme for regnskabsåret 1. januar – 31. december 2008.

Det er endvidere vores opfattelse, at ledelsesberetningen giver en ret-

visende gennemgang af udviklingen i selskabets aktiviteter og økonomiske forhold, årets resultat og selskabets finansielle stilling som helhed og en beskrivelse af de væsentligste risici og usikkerhedsfaktorer, som selskabet står overfor.

Årsrapporten indstilles til generalforsamlingens godkendelse.

København, den 4. marts 2009

Bestyrelsen

Flemming H. Jensen
formand

Niels Mazanti

Michael Vilhelm Nielsen

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 2008, omfattende ledelsespåtegning, ledelsesberetning, resultatopgørelse, balance, egenkapitalopgørelse, pengestrømsopgørelse og note, herunder anvendt regnskabspraksis. Årsrapporten aflægges i overensstemmelse med 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 og internationale 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 risikovurderingen 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 revisionshandling, 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 2008 samt af resultatet af selskabets aktiviteter og pengestrømme for regnskabsåret 1. januar – 31. december 2008 i overensstemmelse med International Financial Reporting Standards som godkendt af EU og yderligere danske oplysningskrav til årsrapporter for børsnoterede selskaber.

København, den 4. marts 2009

Deloitte

Statsautoriseret Revisionsaktieselskab

Anders O. Gjelstrup
statsautoriseret revisor

Jens Ringbæk
statsautoriseret revisor

ANVENDT REGNSKABSPRAKSIS

Årsrapporten for Gudme Raaschou Vision A/S er aflagt i overensstemmelse med International Financial Reporting Standards som godkendt af EU samt de yderligere danske oplysningskrav til årsrapporter for regnskabsklasse D, der er børsnoterede selskaber, jf. IFRS bekendtgørelsen udstedt i henhold til årsregnskabsloven. Gudme Raaschou Vision A/S er et aktieselskab med hjemsted i Danmark.

Årsrapporten opfylder tillige International Financial Reporting Standards (IFRS) udstedt af International Accounting Standards Boards (IASB).

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

Implementering af nye og ændrede standarder samt fortolkningsbidrag

Årsrapporten for 2008 er aflagt i overensstemmelse med de nye og ændrede standarder (IFRS/IAS) samt nye fortolkningsbidrag (IFRIC), der gælder for regnskabsår, der begynder 1. januar 2008 eller senere. Disse standarder og fortolkningsbidrag er:

- IAS 39, Finansielle instrumenter: Indregning og måling (ændret 2008).
- IFRIC 11, IFRS 2 – Transaktioner med koncernaktier og egne aktier.

Implementeringen af de nye og ændrede standarder samt fortolkningsbidrag i årsrapporten for 2008 har ikke medført ændringer i regnskabspraksis.

Generelt om indregning og måling

Indtægter indregnes i resultatopgørelsen i takt med, at de indtjenes, herunder indregnes værdireguleringer 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 tilbageførslor 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 præsentrationsvaluta

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 finansiel post.

Aktier, obligationer og øvrige investeringsaktiver, tilgodehavender, gæld og andre monetære poster i fremmed valuta, som ikke er afregnet på balancedagen, omregnes til balancedagens kurs. Forskelle

mellem balancedagens kurs og transaktionsdagens kurs indregnes i resultatopgørelsen som en finansiell 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 fremførselsberettede 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.

RESULTAT- OPGØRELSEN

Renteindtægter 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.

Udgifter til personale og administration

Personaleudgifter indeholder gager og lønninger samt lønafhængige omkostninger. Udgifter til administration omfatter kontorholdsudgifter.

Andre ordinære udgifter

Andre eksterne omkostninger indeholder omkostninger til investeringsrådgivning, administration mv.

BALANCEN

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 måles ved første indregning til dagsværdi og efterfølgende til amortiseret kostpris eller en lavere nettorealiseringsværdi, hvilket her svarer til pålydende værdi med fradrag af nedskrivninger 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 omfatter tilgodehavender i pengeinstitutter. Likvide beholdninger måles ved første indregning til dagsværdi

og efterfølgende til amortiseret kostpris, der sædvanligvis svarer til nominel 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

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

- Ændret IFRS 2, Aktiebaseret vederlæggelse (2008). Standarden træder i kraft med virkning for regnskabsår, der begynder 1. januar 2009 eller senere. Standarden er endnu ikke godkendt til brug i EU.
- Ændret IFRS 3, Virksomhedssammenslutninger (2008). Standarden træder i kraft med virkning for regnskabsår, der begynder 1. juli 2009 eller senere. Standarden er endnu ikke godkendt til brug i EU.
- IFRS 8, Driftssegmenter (2006). Standarden træder i kraft med virkning for regnskabsår, der begynder 1. januar 2009 eller senere.
- Ændret IAS 1, Præsentation af årsregnskaber. Den ændrede standard træder i kraft med virkning for regnskabsår, der begynder 1. januar 2009 eller senere. Standarden er endnu ikke godkendt til brug i EU.
- Ændret IAS 23, Låneomkostninger. Den ændrede standard træder i kraft med virkning for regnskabsår, der begynder 1. januar 2009 eller senere. Standarden er endnu ikke godkendt til brug i EU.
- Ændret IAS 27, Koncernregnskaber og separate årsregnskaber (2008). Den ændrede standard træder i kraft med virkning for regnskabsår, der begynder 1. juli 2009 eller senere. Standarden er endnu ikke godkendt til brug i EU.
- Ændret IAS 27, Koncernregnskaber og separate årsregnskaber (2008). Den ændrede standard træder i kraft med virkning for regnskabsår, der begynder 1. januar 2009 eller senere. Standarden er endnu ikke godkendt til brug i EU.
- Ændret IAS 39, Finansielle instrumenter: Indregning og måling (2008). Den ændrede standard træder i kraft med virkning for

regnskabsår, der begynder 1. juli 2009 eller senere. Standarden er endnu ikke godkendt til brug i EU.

- Mindre ændringer af diverse standarder som følge af IASB's årlige forbedringstiltag (2008). De fleste ændringer træder i kraft med virkning for regnskabsår, der begynder 1. januar 2009 eller senere. Ændringerne er endnu ikke godkendt af EU.
- IFRIC 13, Kundeloyalitetsprogrammer (2007). Fortolkningsbidraget træder i kraft med virkning for regnskabsår, der begynder 1. juli 2008 eller senere. Fortolkningsbidraget er endnu ikke godkendt til brug i EU.
- IFRIC 15, Aftaler om opførelse af fast ejendom (2008). Fortolkningsbidraget træder i kraft med virkning for regnskabsår, der begynder 1. januar 2009 eller senere. Fortolkningsbidraget er endnu ikke godkendt til brug i EU.
- IFRIC 16, Sikring af nettoinvestering i udenlandsk aktivitet (2008). Fortolkningsbidraget træder i kraft med virkning for regnskabsår, der begynder 1. oktober 2008 eller senere. Fortolkningsbidraget er endnu ikke godkendt til brug i EU.
- IFRIC 17, Udlodning af andre værdier end kontanter (2008). Fortolkningsbidraget træder i kraft

med virkning for regnskabsår, der begynder 1. juli 2009 eller senere. Fortolkningsbidraget er endnu ikke godkendt til brug i EU.

Implementering af den ændrede IAS 23, Låneomkostninger, vil betyde, at koncernen fra og med regnskabsåret 2009 skal indregne låneomkostninger i kostprisen for kvalificerende aktiver i form af immaterielle og materielle aktiver samt varebeholdninger med længere fremstillingsperioder. Hidtil har koncernen alene indregnet låneomkostninger i kostprisen for materielle aktiver.

Implementering af den ændrede IFRS 3, Virksomhedssammenslutninger, vil betyde at koncernen fra og med regnskabsåret 2010 skal indregne købsomkostninger og ændringer til betingede købsvederlag ved virksomhedskøb direkte i resultatopgørelsen. Implementeringen kan endvidere betyde ændret regnskabspraksis for dels indregning af goodwill relateret til minoritetsinteressers andel af købte virksomheder, og dels trinvis overtagelser af virksomheder og delvise afhændelser af kapitalandele i dattervirksomheder.

Det er ledelsens vurdering, at anvendelse af de øvrige ændrede standarder og fortolkningsbidrag ikke vil få væsentlig indvirkning på årsrapporten for de kommende regnskabsår, bortset fra de yderligere oplys-

ningskrav til driftssegmenter, der følger af implementering af IFRS 8, Driftssegmenter.

Væsentlige regnskabsmæssige skøn og estimater

Ved udarbejdelse af årsrapporten i overensstemmelse med almindeligt gældende regnskabsprincipper er det nødvendigt, at ledelsen foretager vurderinger og skøn af samt 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. De faktiske udfald kan afvige fra disse skøn.

De foretagne skøn og de underliggende forudsætninger revurderes løbende. Ændringer til foretagne regnskabsmæssige skøn indregnes i den regnskabsperiode, hvori ændringen finder sted samt fremtidige regnskabsperioder, hvis ændringen både påvirker den periode, hvori ændringen finder sted, og efterfølgende regnskabsperioder.

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 tilbagediskonte-

ring af de fremtidige pengestrømme og vurdering af de underliggende markedsmæssige forhold. Ved brug af disse metoder indgår der forudsætninger om rente, risiko-

tillæg, 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	=	$((\text{Egenkapital ekskl. minoritetsinteresser, ultimo}) \times 100) / (\text{Passiver i alt, ultimo})$
Egenkapitalforrentning	=	$(\text{Resultat til analyseformål} \times 100) / (\text{Gennemsnitlig egenkapital ekskl. minoritetsinteresser})$
Earnings Per Share (EPS)	=	$(\text{Resultat til analyseformål}) / (\text{Gennemsnitligt antal aktier})$
Indre værdi, ultimo	=	$(\text{Egenkapital ekskl. minoritetsinteresser, ultimo}) / (\text{Antal aktier, ultimo})$
Udbytte pr. aktie	=	$\text{Udbytteprocent} \times (\text{aktiens pålydende}) / 100$
Kurs-/indre værdi (KI)	=	$\text{Børskurs} / \text{Indre værdi}$
Egenkapitalens gearing	=	$(\text{Rentebærende passiver, ultimo}) / (\text{Egenkapital til analyseformål})$
Resultat før skat i pct. af gns. egenkapital	=	$(\text{Resultat før skat}) / (\text{Gennemsnitlig egenkapital})$
Resultat efter skat pr. gns. antal aktier	=	$(\text{Resultat efter skat}) / (\text{Gennemsnitligt antal aktier})$

ÅRSREGNSKAB

RESULTATOPGØRELSE FOR PERIODEN 1. JANUAR – 31. DECEMBER

(1.000 kr.)	Note	2008	2007
RENTEINDTÆGTER			
Renteindtægter	1	18.403	21.074
Renteudgifter	2	-19.478	-20.406
Netto renteindtægter		-1.075	668
Udbytte		3.486	0
KURSREGULERINGER			
Kursgevinster		1.167	11.814
Kurstab		-105.755	-8.884
Netto kursreguleringer	3	-104.588	2.930
Afgivne gebyrer og provisionsudgifter		-219	-176
Udgifter til personale og administration	4	-489	-476
Andre ordinære udgifter	5	-846	-3.382
Resultat før skat		-103.731	-436
Skat af årets resultat	6	11.062	1.231
Resultat efter skat		-92.669	795
RESULTAT PR. AKTIE			
Årets resultat pr. aktie		-70,81	0,61
Udvandet resultat pr. aktie		-70,81	0,61
OVERSKUDSFORDELING			
Årets resultat efter skat		-92.669	795
I alt til disposition		-92.669	795
Henlagt til egenkapital		-92.669	795
I alt anvendt		-92.669	795

BALANCE PR. 31. DECEMBER

(1.000 kr.)	Note	2008	2007
AKTIVER			
LANGFRISTEDE AKTIVER			
Aktier, aktiebaserede investeringsforeninger og andre kapitalandele	7	35.184	132.488
Udskudt skat	6	13.413	3.211
Langfristede aktiver		48.597	135.699
Omsætningsaktiver			
Obligationer og obligationsbaserede investeringsforeninger	8	199.837	443.381
Andre tilgodehavender	9	4.120	10.665
Selskabsskat		121	249
Likvider		8.998	1.002
Omsætningsaktiver i alt		213.075	455.297
Aktiver i alt		261.673	590.996
PASSIVER			
EGENKAPITAL			
Aktiekapital		122.508	122.508
Overført overskud		-66.255	26.414
Egenkapital i alt	10	56.253	148.922
Gæld til kreditinstitutter	11, 15	204.583	440.000
Anden gæld	12	837	2.074
Kortfristede forpligtelser		205.420	442.074
Forpligtelser i alt		205.420	442.074
Passiver i alt		261.673	590.996

EGENKAPITALOPGØRELSE

(1.000 kr.)	Aktiekapital	Egne aktier	Overført resultat	Overkurs ved emission	Egenkapital i alt
EGENKAPITALOPGØRELSE FOR 2007					
Egenkapital primo	130.863	-8.355	25.295	324	148.127
Periodens resultat			795		795
Overførsel af overkurs ved emission til overført resultat			324	-324	0
Egenkapitalopgørelse for 2007	130.863	-8.355	26.414	0	148.922
EGENKAPITALOPGØRELSE FOR 2008					
Egenkapital primo	130.863	-8.355	26.414	0	148.922
Periodens resultat			-92.669		-92.669
Egenkapitalopgørelse for 2008	130.863	-8.355	-66.255	0	56.253

Ingen aktier er tillagt særlige rettigheder.

* I overensstemmelse med ændringer i Aktieselskabsloven overføres overkurs ved emission til overført resultat.

PENGESTRØMSOPGØRELSE 1. JANUAR – 31. DECEMBER

(1.000 kr.)	Note	2008	2007
Årets resultat efter skat		-92.669	795
Reguleringer	13	33.058	-8.298
Ændring i driftskapital	14	-235.617	6.420
Pengestrømme fra driftsaktivitet		-295.228	-1.083
Køb af værdipapirer		-295.100	-426.300
Salg af værdipapirer		598.324	427.890
Pengestrømme fra investeringsaktivitet		303.224	1.590
Ændring i likvider		7.996	507
Likvider primo		1.002	495
Likvider 31. december		8.998	1.002
Likvider specificeres således:			
Likvide beholdninger		8.998	1.002
Likvider 31. december		8.998	1.002

Pengestrømsopgørelsen kan ikke direkte udledes af det offentliggjorte regnskab.

OVERSIGT OVER NOTER

FINANSIELLE NOTER

Note 1	Renteindtægter	29
Note 2	Renteudgifter	29
Note 3	Netto kursreguleringer	29
Note 4	Medarbejderforhold	29
Note 5	Andre omkostninger	29
Note 6	Skat	30
Note 7	Aktier og aktiebaserede investeringsforeningsbeviser	30
Note 8	Obligationer og obligationsbaserede investeringsforeningsbeviser	30
Note 9	Andre tilgodehavender	31
Note 10	Egenkapital	31
Note 11	Gæld til kreditinstitutter	31
Note 12	Anden gæld	31
Note 13	Pengestrømsopgørelse – reguleringer	31
Note 14	Pengestrømsopgørelse – ændring i driftskapital	32
Note 15	Nærtstående parter	32
Note 16	Finansielle instrumenter	32

NOTER UDEN HENVISNING

Note 17	Dagsværdi af finansielle aktiver og forpligtelser	33
Note 18	Klassifikation af finansielle aktiver og forpligtelser	34
Note 19	Afkast af finansielle aktiver og forpligtelser	34
Note 20	Finansielle risici og finansielle instrumenter	35

NOTER

(1.000 kr.)	2008	2007
NOTE 1 RENTEINDTÆGTER		
Renteindtægter, obligationer	18.010	20.989
Renteindtægter, øvrige	393	85
	18.403	21.074
NOTE 2 RENTEUDGIFTER		
Renteudgifter, kreditinstitutter	19.478	20.406
	19.478	20.406
NOTE 3 NETTO KURSREGULERINGER		
Netto fordeler kursreguleringerne sig således:		
Obligationer	-43.506	-8.884
Aktier	-59.484	8.213
Valuta	-2.765	1.038
Afledte finansielle instrumenter	1.167	2.563
	-104.588	2.930
NOTE 4 MEDARBEJDERFORHOLD		
Lønninger	451	430
Pensioner	14	23
Andre omkostninger til social sikring	24	23
	489	476
Heraf udgør vederlag til direktion og bestyrelse:		
Direktion	231	210
Bestyrelse	220	220
	451	430
Gennemsnitligt antal beskæftigede medarbejdere	0,25	0,25
NOTE 5 ANDRE OMKOSTNINGER		
Andre omkostninger indeholder omkostninger til investeringsrådgivning, administration og øvrige relaterede omkostninger.	846	3.382
Heraf udgør honorar til generalforsamlingsvalgte revisorer:		
Revisionshonorar til Deloitte	173	165
Andre ydelser, PricewaterhouseCoopers	0	261
	173	426

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

NOTER

(1.000 kr.)	2008	2007
NOTE 6 SKAT AF ÅRETS RESULTAT		
Udskudt skat primo	-3.211	-1.984
Beregnet skat af resultat før skat	860	4
Beregnet skat af skatteaktiv	13.413	3.211
Årets skat i alt	11.062	1.231
Skat af ordinært resultat kan forklares således:		
Resultat før skat	-103.731	-436
Beregnet skat	-29.045	-122
Ej skattepligtig indkomst	29.045	122
Udnyttelse af fremførbart underskud	859	0
Rentetillæg	1	4
Årets beregnede skat	860	4
Den gennemsnitlige skatteprocent udgør -11% (2007: -282%).		
Udskudt skat primo	-3.211	-1.984
Ændring i udskudt skat	-11.062	-1.439
Skatteværdi af underskud udnyttet af sambeskattede selskaber	860	0
Effekt af ændring i skatteprocent fra 28% til 25%	0	212
Udskudt skat pr. 31. december	-13.413	-3.211
Udskudt skat påhviler følgende poster:		
Underskud til fremførsel	-13.413	-3.211
NOTE 7 AKTIER OG AKTIEBASEREDE INVESTERINGSFORENINGSBEVISER		
Kostpris 1. januar	99.051	120.776
Årets afgang – frasalg	57.851	31.825
Årets tilgang – tilkøb	20.031	10.100
Kostpris 31. december	61.231	99.051
Dagsværdiregulering 1. januar	33.437	26.079
Årets dagsværdiregulering	-59.484	7.358
Dagsværdiregulering 31. december	-26.047	33.437
Regnskabsmæssig værdi 31. december	35.184	132.488

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 Danske Aktier, men har ikke kontrol over Investeringsforeningen, som følge af stemmeretsbegrænsning på investeringsforeningsandelene.

NOTE 8 OBLIGATIONER OG OBLIGATIONSBASEREDE INVESTERINGSFORENINGSBEVISER

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

NOTER

(1.000 kr.)

NOTE 9 ANDRE TILGODEHAVENDER

	2008	2007
Tilgodehavende renter	3.001	5.054
Positiv værdi af afledte finansielle instrumenter	0	5.508
Øvrige aktiver	1.119	103
	4.120	10.665

NOTE 10 EGENKAPITAL

	Aktie- kapital	Overført resultat	Egen- kapital i alt	Egen- kapital i alt 2007
Egenkapital primo	122.508	26.414	148.922	148.127
Årets resultat		-92.669	-92.669	795
Egenkapital pr. 31. december 2008	122.508	-66.255	56.253	148.922

Virksomhedskapitalen primo 2008 var 1.225.076 aktier á nominelt DKK 100.

Udestående antal aktier ultimo 2008 var 1.308.625

Egne Aktier ultimo 2008 var 83.549 stk.

Ingen aktier er tillagt særlige rettigheder.

NOTE 11 GÆLD TIL KREDITINSTITUTTER

Selskabet havde pr. balancedagen indgået aftale med kreditinstitutter om en kreditfacilitet med en ramme på i alt 325 mio. kr.

Selskabet har pr. 31. december 2008 trukket 205 mio. kr. via denne kreditfacilitet, som forfalder inden for et år.

Selskabet har stillet værdipapirer til en kursværdi af 235 mio. kr. til sikkerhed for gæld til kreditinstitutter.

Selskabet har optaget lån hos Nordea mod sikkerhedsstillelse i selskabets værdipapirdepot hos Nordea.

Lånet er optaget på almindelige forretningsmæssige betingelser. Værdipapirbelåningsaftalen er i overensstemmelse med selskabets investeringsrammer, hvad angår værdipapirtyper, indlån og valuta. Hertil kommer rammen for anvendelse af finansielle instrumenter, som ligeledes er i overensstemmelse med selskabets investeringsrammer. De belånte finansielle instrumenter er indenfor Nordea Bank Danmarks til enhver tid gældende positivliste. Såfremt selskabet misligholder den indgåede aftale om værdipapirbelåning, kan Nordea håndhæve sit pant.

Lånet gælder intil videre, dog med årlig genforhandling. Lånerenten fastsættes løbende med op til et år frem ad gangen. Lånerenten er Nordeas basisrente, N-BOR, med et tillæg.

	2008	2007
NOTE 12 ANDEN GÆLD		
Andre skyldige omkostninger	837	2.074
	837	2.074

NOTE 13 PENGESTRØMSOPGØRELSE - REGULERINGER

Urealiserede kursreguleringer (netto)	44.000	-7.432
Betalt skat	120	366
Skat af årets resultat	-11.062	-1.231
	33.058	-8.298

NOTER

(1.000 kr.)	2008	2007
NOTE 14 PENGESTRØMSOPGØRELSE - ÆNDRING I DRIFTSKAPITAL		
Ændring i tilgodehavender	1.037	13.073
Ændring i gældsforpligtelser mv.	-236.654	-6.653
	-235.617	6.420

NOTE 15 NÆRTSTÅENDE PARTER

Selskabet har ingen nærtstående parter med bestemmende indflydelse ud over Gudme Raashou Bank-koncernen.

Selskabet har indgået investeringsaftale med Gudme Raaschou Bank 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 Bank A/S om brug af navnet "Gudme Raaschou" i selskabets navn.

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

Finansielle relationer, Gudme Raaschou Bank A/S

Andre omkostninger	188	296
--------------------	-----	-----

Ledelsens beholdninger af aktier i selskabet

Flemming H. Jensen har 465 stk. aktier i selskabet

David Huang har 150 stk. aktier i selskabet

Ledelsen har ikke handlet aktier i 2008

NOTE 16 FINANSIELLE INSTRUMENTER

Som led i afdækning af indregnede transaktioner anvender selskabet afledte finansielle instrumenter.

Pr. 31. december 2008 er der ingen åbne positioner i afledte finansielle instrumenter.

NOTER

(1.000 kr.)

NOTE 17 DAGSVÆRDI AF FINANSIELLE AKTIVER OG FORPLIGTELSE

	Indregnet værdi 2008	Dagsværdi 2008	Indregnet værdi 2007	Dagsværdi 2007
Finansielle aktiver				
Aktier og aktiebaserede investeringsforeninger	35.184	35.184	132.488	132.488
Obligationer og obligationsbaserede investeringsforeninger	199.837	199.837	443.382	443.382
Likvider	8.998	8.998	1.002	1.002
	244.019	244.019	576.872	576.872
Finansielle forpligtelser				
Gæld til kreditinstitutter	204.583	204.583	440.000	440.000
Anden gæld	837	837	2.074	2.074
	205.420	205.420	442.074	442.074

Tabellen viser dagsværdien af finansielle aktiver og forpligtelser sammenholdt med indregnede værdier.

Obligationer, aktier og investeringsforeningsbeviser er i regnskabet målt til dagsværdi, således at de indregnede værdier svarer til dagsværdier.

Mellemværender med kreditinstitutter er indregnet til amortiseret kostpris. Forskellen til dagsværdi forudsættes at være den renteniveauafhængige værdiregulering, som udregnes ved at sammenholde aktuelle markedsrenter med markedsrente, da mellemværenderne blev etableret. Ændringer i kreditkvaliteten af tilgodehavender hos kreditinstitutter tages ikke i betragtning, da disse ændringer forudsættes at indgå i nedskrivninger på udlån og andre tilgodehavender.

Ændringer i dagsværdier af gæld til kreditinstitutter på grund af ændring i selskabets egen kreditværdighed tages ikke i betragtning.

NOTER

(1.000 kr.)

NOTE 18 KLASSIFIKATION AF FINANSIELLE AKTIVER OG FORPLIGTELSE

	Aktiver til amortiseret kostpris	Handels- beholdning	2008 I alt
Finansielle aktiver			
Aktier og aktiebaserede investeringsforeninger		35.184	35.184
Obligationer og obligationsbaserede investeringsforeninger		199.837	199.837
Likvider	8.998		8.998
	8.998	235.021	244.019

	Forpligtelser til amortiseret kostpris	Handels- beholdning	2008 I alt
Finansielle forpligtelser			
Gæld til kreditinstitutter	204.583		204.583
Anden gæld	837		837
	205.420	0	205.420

	Aktiver til amortiseret kostpris	Handels- beholdning	2007 I alt
Finansielle aktiver			
Aktier og aktiebaserede investeringsforeninger		132.488	132.488
Obligationer og obligationsbaserede investeringsforeninger		443.382	443.382
Likvider	1.002		1.002
	1.002	575.870	576.872

	Forpligtelser til amortiseret kostpris	Handels- beholdning	2007 I alt
Finansielle forpligtelser			
Gæld til kreditinstitutter	440.000		440.000
Anden gæld	2.074		2.074
	442.074	0	442.074

NOTE 19 AFKAST AF FINANSIELLE AKTIVER OG FORPLIGTELSE

	Aktiver og forpligtelser til amortiseret kostpris	Handels- beholdning	2008 I alt
Renteindtægter		18.403	18.403
Renteudgifter	19.478		19.478
Nettorenteindtægter	19.478	18.403	-1.075
Kursgevinster		1.167	1.167
Kurstab		-105.755	-105.755
Udlodning/Udbytte		3.486	3.486
I alt	19.478	-82.698	-102.177

	Aktiver og forpligtelser til amortiseret kostpris	Handels- beholdning	2007 I alt
Renteindtægter		21.074	21.074
Renteudgifter	-20.406		-20.406
Nettorenteindtægter	-20.406	21.074	668
Kursgevinster		11.814	11.814
Kurstab		-8.884	-8.884
Udlodning/Udbytte		0	0
I alt	-20.406	24.004	3.598

NOTER

(1.000 kr.)

NOTE 20 FINANSIELLE RISICI OG FINANSIELLE INSTRUMENTER

Renterisici

Gudme Raaschou Vision har i væsentligt omfang rentebærende finansielle aktiver og forpligtelser og er som følge heraf udsat for renterisici. Om selskabets finansielle aktiver og finansielle forpligtelser kan angives følgende aftalemæssige rentetilpasnings- eller udløbstidspunkter afhængig af hvilken dato, der falder først, samt hvor stor en andel af de rentebærende aktiver og forpligtelser der er fastforrentede. Variabelt forrentede lån betragtes som havende rentetilpasningstidspunkter, der ligger inden for et år.

	Inden for et år	Mellem to og fem år	Efter fem år	I alt	Her fast- forrentede
Rentetilpasnings- eller udløbstidspunkter 2008					
Obligationer	531	31.391	167.915	199.837	141.701
Likvider	8.998			8.998	
Gæld	-204.583			-204.583	
I alt	-195.054	31.391	167.915	4.252	141.701
Rentetilpasnings- eller udløbstidspunkter 2007					
Obligationer	127	87.056	356.199	443.382	346.589
Likvider	1.002			1.002	
Gæld	-440.000			-440.000	
I alt	-438.871	87.056	356.199	4.384	346.589

Virksomhedens bankindeståender er placeret på konti med anfordringsvilkår.

Udsving i renteniveauet påvirker både selskabets obligationsbeholdninger, likvider og gæld til kreditinstitutter. En stigning i renteniveauet på 1%-point p.a. i forhold til balancedagens renteniveaue ville have haft en negativ indvirkning på 3.823 tkr. på selskabets egenkapital relateret til kurstab på beholdningen af obligationer (i 2007 var tallet 12.083 tkr.). Ved et tilsvarende fald i renteniveau ville det have betydet en tilsvarende positiv indvirkning på årets resultat og egenkapital.

Vedrørende selskabets variabelt forrentede likvider og gæld til kreditinstitutter ville en stigning på 1%-point p.a. i forhold til balancedagens renteniveau ville have haft en negativ indvirkning på 1.956 tkr. på selskabets egenkapital relateret til kurstab på beholdningen af obligationer.

Ved et tilsvarende fald i renteniveau ville det have betydet en tilsvarende positiv indvirkning på årets resultat og egenkapital.

	2008	2007
Likviditetsrisici		
Selskabets likviditetsreserve består af likvide beholdninger og uudnyttede kreditfaciliteter.		
Likviditetsreserven sammensætter sig således:		
Likvide beholdninger	8.998	1.002
Udnyttede kreditfaciliteter	-205.183	160.000
I alt	-196.185	161.002

Kreditrisici

Den primære kreditrisiko i selskabet er på beholdningen af obligationer, hvor kreditkvaliteten mindst skal være som danske realkreditobligationer.

Samlet krediteksponering fordelt på aktivtyper:

Likvide beholdninger	8.998	1.002
Obligationer	199.837	443.382
Tilgodehavende renter	3.001	5.054
I alt	211.836	449.438

Misligholdelse af låneaftaler

Selskabet har ikke i regnskabsåret eller sammenligningsåret forsømt eller misligholdt låneaftaler.

Aktierisici

Selskabets beholdning af aktiebaserede investeringsforeninger og andre kapitalandel udgør ved udgangen af 2008 i alt 35.184 tkr. I forhold til 2007 er det en reduktion på 97.304 tkr. eller 73,4 procent fra 132.488 tkr.

CORPORATE GOVERNANCE

Bestyrelsen følger udviklingen i selskabets corporate governance med udgangspunkt i Nørby-udvalgets anbefalinger om god selskabsledelse med nedenstående generelle kommentarer. Desuden er selskabet ved offentliggørelsen af nærværende årsrapport i en proces med at opdatere kommentarer til samtlige Nørby-udvalgets anbefalinger.

Generalforsamling

Med henblik på at give aktionærer og offentligheden bedst muligt 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 dagsordenen. Samtlige navnenoterede aktionærer får tilsendt skriftlig indkaldelse til generalforsamling.

Bestyrelsen

Nørby-udvalget anbefaler, at mindst halvdelen af bestyrelsen 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.

Selskabet har tre bestyrelsesmedlemmer, hvoraf en kan anses for uafhængig. I lyset af selskabets aktionærstruktur, anser selskabets ledelse det for hensigtsmæssigt med den valgte sammensætning.

Der afholdes minimum fire bestyrelsesmøder årligt. I 2008 blev der afholdt fire ordinære bestyrelsesmøder. 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 næstkommende 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 investerings-

rådgiveren, idet investeringsrådgiveren udelukkende modtager et succes honorar og ikke noget fast honorar fra selskabet. Desuden skal eventuelle negative resultater modregnes, før succes honorering 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 NASDAQ OMX Copenhagen.

LEDELSES HVERV

Bestyrelse

Flemming H. Jensen (formand),
født 1950.
Valgt til bestyrelsen første gang i
2008.
Direktør i Gudme Raaschou Bank A/S.

*Medlem af bestyrelsen for
Gudme Raaschou Invest A/S (for-
mand) og Nordic Asset Manage-
ment Fondsmæglerselskab A/S
(formand).*

Niels Mazanti, født 1961.
Valgt til bestyrelsen første gang i
2008.
Finansdirektør, C. L. Davids Fond og
Samling.

*Medlem af bestyrelsen for
Livercyte Ltd. (UK). Desuden besty-
relsesformand i en række ikke-
erhvervsdrivende fonde og legater.*

Michael Vilhelm Nielsen,
født 1953.
Valgt til bestyrelsen første gang i
2008.
Advokat, Partner i Plesner.

*Medlem af bestyrelsen for
Gudme Raaschou Bank A/S, Danske
Telecom A/S,
BI DT Opportunity Fund GP ApS,
Nerve ApS, FCS 2008 A/S, TTIT A/S,
TTIT Ejendomme A/S, Johs. Ras-
mussen, Svebølle Holding ApS, Sve-
bølle Auto Service Aps, Vognmand
Johs. Rasmussen, Svebølle og Ruth
Rasmussens fond, Johs. Rasmus-
sen, Svebølle A/S, Erik Magnussen
Design, Klampenborg A/S.*

Direktion

David Huang
Direktør
Tiltrådt 27.05.2003

*Øvrig ansættelse
Gudme Raaschou Invest A/S
Gudme Raaschou Bank A/S*

SELSKABSOPLYSNINGER

Selskab

Gudme Raaschou Vision A/S

Adresse

Tietgens Hus
Børsgade 4-8
1215 København K
Telefon 33 44 90 00
Telefax 33 44 91 84
E-mail: info@grvision.dk

Hjemmeside

www.grvision.dk

Hjemstedskommune

København

Registreringsnumre

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

Bestyrelse

Flemming H. Jensen (formand)
Direktør i Gudme Raaschou Bank A/S.

Niels Mazanti
Finansdirektør, C. L. Davids Fond og
Samling.

Michael Vilhelm Nielsen
Advokat, Partner i Plesner.

Direktion

David Huang (direktør)

Koncernforhold

Gudme Raaschou Vision A/S indgår
i Gudme Raaschou Bank-koncernen,
som er en del af 3C Groups-koncernen,
Odense.

Depotselskab

Nordea Bank

Bankforbindelse

Nordea Bank

Aktiebog

VP Aktiebog

Revision

Deloitte, Statsautoriseret
Revisionsaktieselskab

Advokat

Gorrissen Federspiel Kierkegaard

Indre værdi

Den indre værdi offentliggøres
dagligt via NASDAQ OMX Copen-
hagen som en indikator på værdien
af selskabets værdipapirportefølje
efter alle omkostninger og estimeret
ret skat.

On-line information om

Gudme Raaschou Vision A/S

På www.grvision.dk offentliggøres
års- og delårsrapporter samt med-
delelser om selskabets indre værdi.

Via et direkte link til NASDAQ OMX
Copenhagens hjemmeside kan man
finde børsinformation om selskabet.

Den daglige offentliggørelse af
selskabets indre værdi kan ligeledes
ses på NASDAQ OMX Copenhagens
hjemmeside.
