

Investeringsforeningen

GUDME RAASCHOU

Årsrapport 2018

Foreningsoplysninger

Forening

Investeringsforeningen Gudme Raaschou
Badstuestræde 20
1209 København K
Telefon: 38 14 66 00
Hjemmeside: www.gudme-invest.dk
E-mail: gr@invest-administration.dk

CVR-nr.: 25 70 57 50
Reg.nr. i Finanstilsynet: 11.127
Stiftet: 1. november 2000
Hjemsted: Københavns Kommune
Regnskabsår: 1. januar – 31. december

Bestyrelse

Lisa Herold Ferbing (formand)
Kjeld Iversen (næstformand)
Niels Mazanti
Jes Damsted

Investeringsforvaltningsselskab

Invest Administration A/S
Badstuestræde 20
1209 København K
Telefon: 38 14 66 00

Revisor

Ernst & Young
Godkendt Revisionspartnerselskab
Osvald Helmuths Vej 4, Postboks 250
2000 Frederiksberg
Telefon: 73 23 30 00

Depotselskab og navnenoteringssted

Lån & Spar Bank A/S
Højbro Plads 9-11, Postboks 2117
1014 København K
Telefon: 33 78 20 00

Tilsynsmyndighed

Finanstilsynet
Århusgade 110
2100 København Ø
Telefon: 33 55 82 82

Generalforsamling

Investeringsforeningen Gudme Raaschou afholder ordinær generalforsamling torsdag den 3. april 2019 hos investeringsforvaltningsselskabet, Badstuestræde 20, 1209 København K.

Finanskalenderen

Årsrapport 2018	12. marts 2019
Generalforsamling	3. april 2019
Halvårsrapport 2019	23. august 2019

Indhold

Ledelsesberetning

Årets resultat og udbytte	3
De finansielle markeder i 2018.....	3
Forventninger til 2019.....	4
Risici og risikostyring	5
Andre forhold	6

Påtegninger

Ledelsespåtegning.....	7
Den uafhængige revisors revisionspåtegning.....	8

Beretning og årsregnskab

1. januar – 31. december 2018.....	10
------------------------------------	----

Afdeling European High Yield

Beretning.....	11
Resultatopgørelse, balance og noter	12

Afdeling US High Yield

Beretning.....	14
Resultatopgørelse, balance og noter	15

Afdeling Emerging Markets Debt

Beretning.....	17
Resultatopgørelse, balance og noter.....	18

Afdeling Emerging Markets Aktier

Beretning.....	20
Resultatopgørelse, balance og noter.....	21

Afdeling Danske Aktier GR

Beretning.....	23
Resultatopgørelse, balance og noter	24

Afdeling Globale Aktier GR

Beretning.....	26
Resultatopgørelse, balance og noter	27

Fællesnote

Ledelsen	29
Væsentlige aftaler med samarbejdspartnere	29
Bestyrelses- og revisionshonorar	29
Anvendt regnskabspraksis.....	30

Ledelsesberetning

Året i hovedoverskrifter

- Negative afkast på de globale aktiemarkeder for første gang siden 2011.
- Lave renter og spreadudvidelser har presset obligationsafkastene i 2018.
- Positive forventninger i 2019 til virksomhedernes økonomi og til aktiemarkederne.

Afdelingernes resultat, afkast, formue og udbytte

Afdeling	Resultat (mio. kr.)	Afkast (pct.)	Benchmark afkast (pct.)	Formue ultimo 2018 (mio. kr.)	Forslag til udbytter for 2018 (kr. pr. andel)
European High Yield	-103,93	-3,60	-3,31	2.830,89	3,70
US High Yield	-18,50	-4,98	-5,14	310,29	0,00
Emerging Markets Debt	-11,41	-6,55	-4,51	199,91	0,00
Emerging Markets Aktier	-21,23	-9,35	-10,09	209,88	7,90
Danske Aktier GR	-27,13	-13,93	-7,50	111,26	-
Globale Aktier GR	-10,86	-7,87	-3,91	108,51	-
I alt	-193,06			3.770,74	

Årets resultat og udbytte

Foreningens årsrapport med regnskab og indstilling til resultatfordeling fremlægges her af bestyrelsen til godkendelse på den ordinære generalforsamling den 3. april 2019.

Foreningens resultat

Det regnskabsmæssige resultat for foreningens afdelinger blev under ét på kr. -193,1 mio. i 2018 mod kr. 227,5 mio. året forinden. Aktieafdelingerne gav alle negative afkast som følge af kursfaldene på de internationale aktiemarkeder sidst på året. Også obligationsafdelingerne gav mindre negative afkast, navnlig som følge af en udvidelse af kreditspændene på erhvervsobligationer samtidig med aktiekursfaldene. Sidste års forventninger om positive afkast blev således ikke indfriet.

Foreningens samlede formue faldt i 2018 med 4,9 pct. til kr. 3.770,7 mio. ved udgangen af året. Formuefaldet er et udtryk for kursfaldene på de finansielle markeder.

Udbytter for 2018

Bestyrelsen indstiller, at der i de udloddende afdelinger udbetales udbytter som angivet i oversigten. Udlodningen er beregnet i overensstemmelse med vedtægternes og skattelovgivningens bestemmelser om minimumsudlodninger, beregnet ud fra renter, udbytter samt realiserede, men ikke urealiserede kursgevinster og tab. Udbytterne er allerede udbetalt efter reglerne om forlods udlodning.

De finansielle markeder i 2018

Den økonomiske udvikling

De senere års globale økonomiske vækst fortsatte i 2018 og estimeres af OECD for året til 3,7 pct. Også i Danmark har der været pæn økonomisk vækst, om end på et lidt lavere niveau.

Væksten i USA er stadig robust, men i en sen fase af konjunkturcyklen, hvor der er høj beskæftigelse og begyndende risiko for inflation. Den amerikanske vækst er også stimuleret af skattemæssige ændringer, og centralbanken har hævet renten flere gange både i 2018 og året forinden.

I resten af verden er væksten også pæn, men med et mere ujævnt vækstforløb. Kina opretholder fortsat høje vækstrater, men vækstindikatorerne tyder på en afmatning. OECD forventer en vækst på 6,6 pct. i 2018 og lidt lavere i 2019. Den begyndende handelskrig mellem USA og Kina har endnu ikke vist tydelige økonomiske konsekvenser, men vil være en risikofaktor, hvis ikke parterne får løst striden.

I Europa har den økonomiske vækst under ét ligget i niveauet godt 2 pct. for 2018, men konjunkturerne er her noget svagere end i USA og Asien. Den europæiske centralbank har derfor modsat USA endnu ikke hævet renten.

Dels er der store regionale forskelle i den økonomiske udvikling i Europa, hvor den tyske arbejdsløshed nu ligger på under 5 pct., mens niveauet er væsentligt højere i Sydeuropa. Navnlige Italien har betydelige strukturelle udfordringer i økonomien med en arbejdsløshed over 10 pct. og et fortsat betydeligt statsunderskud, der ligger over EU's grænser. Desuden er Storbritanniens vej ud af EU (Brexit) fortsat uafklaret. Det samme gælder både de politiske og økonomiske konsekvenser af, at en af EU's største økonomier træder ud.

Pengepolitikken

Den amerikanske centralbank har gradvis gennem 2017 og 2018 hævet renten til nu 2,5 pct. ved udgangen af året. Banken har vurderet, at renten nu er tæt på det, som vurderes at være en neutral pengepolitik. Forventningen er, at inflationsudviklingen i de kommende år vil være afgørende for evt. yderligere stramninger.

I Europa har den europæiske centralbank derimod fastholdt sin negative styringsrente på -0,4 pct. gennem efterhånden flere år. Endvidere har banken fortsat sit massive obligationsopkøbsprogram, men dog meddelt dets ophør ved udgangen af 2018.

I Danmark har Nationalbanken fastholdt en endnu lavere negativ rente på -0,65 pct. Såfremt DKK som følge heraf svækkes overfor EUR, kan det begrunde en indsnævring af renteforskellen.

Aktiemarkedet

Året startede med fortsat pæn optimisme i fortsættelse af de senere års store kursstigninger på aktiemarkedene. En række forhold betød dog, at kursstigningerne i de næstfølgende måneder blev afløst af en mere svingende kursudvikling, dog uden nogen tydelig retning.

Dels begyndte de økonomiske nøgletal at vise et billede af, at den økonomiske vækst havde toppet. Dels indfandt der sig en opfattelse i markedet på baggrund heraf, at aktierne efterhånden var ganske højt værdifastsat.

Sidst på året begyndte så den større kurskorrektion, som endte med, at de globale aktiemarkeder sluttede året med pæne kursfald overalt. De globale aktiemarkeder endte med et samlet kursfald på knapt 4 pct. målt i DKK. Heri er dog indregnet en stigning i USD, som i høj grad var med til for danske investorer at neutralisere kursfaldet i USA. I Europa faldt aktierne med omkring 10 pct. Også det danske aktiemarked fulgte kursnedgangen med et fald på omkring 7,5 pct.

Udover regionale forskelle, hvor kursfaldene sidst på året var mindre i USA end i Europa og Asien, har der også været forskelle i, hvordan aktier i forskellige sektorer har udviklet sig.

Der har været et ganske stærkt momentum i selskaber fra såkaldte vækstindustrier som IT og sundhed, hvor værdiansættelsen er kommet ganske højt op. Derimod har aktier udvalgt i såkaldte valuestrategier, der i højere grad bygger på fundamental analyse af en akties reelle værdi, haft det vanskeligere.

Internationalt har det betydet, at de store amerikanske IT-selskaber som Facebook, Apple, Amazon, Netflix, Google og flere andre kom voldsomt op i kurs, et forhold der dog sidst på året igen er korrigeret betydeligt.

Her i Danmark har denne udvikling givet sig udtryk i kursstigninger for aktier som Ambu, ALK Abello, SlimCorp, RTX og Vestas.

Omvendt har en række andre aktier haft det svært, både fordi nogle af dem har været uden for markedets søgelys, men for fleres vedkommende også fordi forventningerne til deres fremtid har udviklet sig i mindre positiv retning. Herunder ligger blandt andet Pandora, Bavarian Nordic, Genmab, B&O, NKT og ikke mindst Danske Bank, der som bekendt har tiltrukket sig stor negativ omtale.

Obligationsmarkedet

I Europa har der fortsat gennem 2018 været tale om negative renter på statsobligationer med en løbetid ind til 7 år. Renten på 10-årige statsobligationer ligger i niveauet 0,5 pct.

Året har generelt været præget af forventninger om stigende renter på navnlig de lange obligationer. Den mindre stigning, der fandt sted i årets første halvdel begrundet i økonomisk vækst og forventninger om pengepolitiske stramninger, blev dog tilbageført sidst på året. Her gjorde de mere afdæmpede økonomiske forventninger sig også gældende på rentemarkederne.

De negative renter på korte obligationer i Europa blev gennem hele 2018 fastholdt, idet den europæiske centralbank indtil videre har fastholdt renteniveauet og alene meddelt, at obligationsopkøbsprogrammet ikke forlænges udover 2018.

På det danske obligationsmarked var udstedelsesaktiviteten gennem året beskeden, både på stats- og realkreditsegmenterne, og det har været med til at understøtte markedet trods Nationalbankens lave styringsrente.

I USA, som er længere fremme i konjunkturudviklingen og dermed allerede har oplevet centralbankens renteforhøjelser, har et lignende mønster gennem året gjort sig gældende. Stigningerne i den lange rente i årets første del blev igen tilbageført sidst på året, sådan at renten på lange 10-årige statsobligationer sluttede året på 2,7 pct.

Derimod er de korte obligationsrenter steget i takt med centralbankens renteforhøjelser, så den amerikanske rentestruktur er relativt flad ved årets udgang.

Valutamarkedet

Valutamarkedene har oplevet begrænsede udsving gennem 2018. USD er efter svækkelsen året forinden styrket med godt 5 pct. i forhold til EUR, og årsagen hertil er hovedsagelig den stærkere økonomiske vækst i USA samt den højere rente i USA.

I Europa har forhandlingerne om den britiske udtræden af EU svækket GBP med omkring 5 pct. overfor EUR, men svækkelsen er sket med udsving gennem året.

DKK skygger fortsat EUR, men Nationalbankens lavere rentesats i forhold til den europæiske centralbank har svækket DKK marginalt.

Kreditmarkedet

Erhvervsobligationer har i en årrække nydt godt af en række forhold. Det lave renteniveau har, kombineret med den økonomiske vækst og tilhørende reducerede kreditrisiko, øget investorernes interesse. Dette har så derudover været understøttet af den europæiske centralbanks opkøbsprogram.

Kreditspændene på erhvervsobligationer lå således gennem det meste af året forholdsvis stabilt på et niveau på omkring 3-3,5 pct. for hhv. amerikanske og europæiske high yield obligationer (obligationer med en rating under investment grade).

Sidst på året medførte uroen på aktiemarkedene dog, at kreditspændene blev udvidet i takt med aktiekursfaldene til omkring 5 pct. ved slutningen af året.

Forventninger til 2019

De senere års økonomiske vækst forventes i 2019 at fortsætte, om end nok i et lidt lavere tempo.

I USA, der er verdens største økonomi, er beskæftigelsen høj, og virksomhedernes indtjening er god, men inflationen er indtil videre fortsat behersket. Pengepolitikken er på den baggrund af centralbanken indikeret at være tæt på neutral efter en lang række renteforhøjelser gennem de seneste to år. Dette bestyrkes ligeledes af en ganske flad rentestruktur på det amerikanske obligationsmarked.

I Kina og det øvrige Fjernøsten er der tegn på lavere vækst, men det er fortsat på et i forhold til den industrialiserede verden højt niveau. Den begyndende handelskrig mellem USA og Kina er dog en risikofaktor.

Europa er trods pæn økonomisk vækst de senere år fortsat den verdensdel, hvor udviklingen har været mest tøvende, ikke mindst af politiske årsager, og den europæiske centralbank er da heller ikke nået til at skulle hæve renteniveauet endnu.

Forventningerne til renteniveauet i Europa er nok i opadgående retning, men forventeligt i meget behersket tempo.

Aktiekurserne har globalt i en årrække været understøttet af både den økonomiske vækst og den meget lempelige pengepolitik, og de politiske risici har dermed spillet en sekundær rolle.

Efter aktiekursfaldene i slutningen af 2018 er værdiansættelsen af aktierne kommet ned. Kombineret med, at forventningerne til den økonomiske vækst fortsat er positive, om end nok på et mere behersket niveau, er der derfor samlet set relativt positive forventninger til aktiemarkedene i 2019.

Risici og risikostyring

Foreningens risiko styres gennem de rammer, der på afdelingsniveau er sat for beholdningssammensætningen og nøgletal for porteføljen. Rammerne fastlægges overordnet i vedtægterne, som fastlægges af generalforsamlingen, og er mere detaljeret angivet i prospektet, som fastlægges af bestyrelsen.

De nøgletal, som anvendes i risikostyringen, omfatter for obligationsinvesteringer typisk spredning på enkeltpapirer, varighed og segmentfordeling og for aktieinvesteringer typisk spredning på enkeltpapirer, active share, tracking error og segmentfordeling i forhold til benchmark. Nøgletallene er omtalt under regnskabet fællesnoter.

Der er tale om aktiv portefølje forvaltning, dvs. at porteføljeforvalteren tager positioner, der kan være i forhold til benchmark, med sigte på at opnå et højere afkast uden unødige risici.

For et investeringsområde som danske aktier, kan det dog under tiden på grund af det danske aktiemarkeds begrænsede størrelse og diversifikationsmulighed være svært at identificere positionsmuligheder, og porteføljen kan derfor helt bevidst i perioder fremstå som investeret neutralt.

Bestyrelsen udstyrer foreningens investeringsrådgiver med en instruks, og overholdelsen af denne følges på daglig basis af foreningens administrationselskab. En instruks er bestyrelsens konkrete anvisning til investeringsrådgiveren eller porteføljeforvalteren af, hvordan investeringerne skal sammensættes, og hvilke frihedsgrader investeringsrådgiveren eller porteføljeforvalteren har.

En afdeling forsynes altid med en samlet risikoindikator, som er et tal mellem 1 og 7, hvor 1 udtrykker den laveste og 7 den højeste risiko. Beregningen bygger på standardafvigelsen på afdelingens indre værdi over en periode på 5 år. Har en afdeling ikke eksisteret i 5 år, anvendes repræsentative data i stedet. Risikoindekoren kan således ændre sig over tiden. Ligeledes er historiske afkast ikke en indikator for fremtidige afkast.

Erfaringsmæssigt er der større risiko indenfor kortere tidshorisoner på aktier end på obligationer, og som rettesnor er risikoen også større ved investering i udviklingslande end i den industrialiserede del af verden.

Ligeledes som rettesnor ligger stats- og realkreditobligationer i de lave risikokategorier, kreditobligationer herunder high yield obligationer i de midterste risikokategorier, mens aktier typisk ligger i de høje risikokategorier. Under beskrivelsen af de enkelte afdelinger i årsrapporten er der en nærmere beskrivelse af den enkelte afdelings risici. De konkrete investeringsrammer og risikonøgletal er i enkeltheder gennemgået i foreningens prospekt.

Risici på aktier

For aktier kan man typisk opdele risiciene i følgende komponenter:

- markedsrisiko, som ofte følger den økonomiske udvikling i samfundet, f.eks. ved at virksomhedernes fremtidsudsigter altid er lysere i tider med højkonjunktur end lavkonjunktur,
- selskabsrisiko, som knytter sig til den enkelte udsteders virksomhed, f.eks. ved at den enkelte virksomheds fremtidsudsigter altid er lysere, hvis dens marked er i vækst, og virksomheden har en stærk konkurrenceposition,
- politisk risiko, som knytter sig til politiske og institutionelle forhold dér, hvor et selskab opererer, f.eks. ved at politiske indgreb overfor en virksomheds forretningsområde vil påvirke dens fremtidsudsigter, og
- valutarisiko, som opstår i tilfælde, hvor kursen på udstedelsesvalutaen ændrer sig i forhold til investors valuta, typisk DKK.

Risici på obligationer

For obligationer gælder en tilsvarende opdeling i:

- renterisiko, som udtrykker følsomheden overfor renteændringer; f.eks. er rentefølsomheden på en langfristet obligation større end på en kortfristet obligation,
- kreditrisiko, som er et udtryk for udsteders tilbagebetalingsevne, f.eks. er kreditrisikoen på en erhvervsobligation typisk større end på en stats- eller realkreditobligation, og en statsobligations risiko er typisk større i et udviklingsland end et industrialiseret land, og
- politisk risiko og valutarisiko, som beskrevet under aktier.

Operationelle risici

Herudover er man som investor afhængig af såkaldt operationel risiko, som kan optræde i flere former:

- strategirisici, som er en følge af det investeringsunivers og de frihedsgrader, som porteføljeforvalteren har i sin instruks. Det kan indebære, at afdelingens afkast kan afvige fra dens benchmark i større eller mindre grad,
- forvalterrisici, som er et udtryk for den risiko, der er ved porteføljeforvalterens udvælgelse af de aktier og obligationer, som indgår i porteføljen, f.eks. ved at vælge papirer som viser sig at få en dårlig kursudvikling, og
- administrative risici, som knytter sig til den administrative håndtering af foreningen, f.eks. tilfælde, der kan opstå i tilfælde af fejl og i værste fald svindel i forbindelse med depotbankens opbevaring af værdipapirerne.

Risici set for investor

Det er vigtigt at opnå den rigtige kombination af investeringsbeviser i forhold til ens økonomi, tidshorisont og risikovillighed. Derfor skal man som investor sammensætte sine investeringer ud fra egne præferencer og være bevidst om de risici, der er forbundet med ens investeringer. Det kan altid anbefales at fastlægge sin investeringsprofil i samråd med en rådgiver.

Andre forhold

Samfundsansvar

Der er risici forbundet med investeringer i relation til menneskerettigheder og arbejdstagerrettigheder, klima og miljø samt korruption og bestikkelse. Foreningens bestyrelse har derfor fastlagt retningslinier for udøvelse af samfundsansvar med udgangspunkt i UN Global Compact og investerer ikke i virksomheder, hvis forretning vurderes at være i uoverensstemmelse med hensynene til beskyttelse af menneskerettigheder, beskyttelse af arbejdstagerrettigheder, herunder afskaffelse af børnearbejde, understøttelse af hensyn til klima og miljø samt bekæmpelse af korruption.

Udelukkede brancher: Foreningen har valgt at udelukke investering i virksomheder, der producerer våben som kerneaktivitet.

Menneskerettigheder og arbejdstagerrettigheder: Foreningen udelukker investering i virksomheder, der bevidst og gentagne gange bryder regler fastsat af nationale myndigheder, internationale organisationer, herunder FN, og som ikke retter op på forholdene indenfor en rimelig tid.

Hensyn til klima og miljø: Foreningen investerer alene i virksomheder, der indenfor deres branche vurderes at producere efter en høj standard med mindst mulig miljøpåvirkning.

Bekæmpelse af korruption: Foreningen udelukker investering i virksomheder, som konstateres at have været involveret i korruption eller bestikkelse.

Retningslinierne udøves i tæt samarbejde med foreningens investeringsrådgiver, og den fælles vurdering er, at de ikke vil have en negativ afkast- eller risikopåvirkning, idet udelukkede virksomheder under ét ikke vurderes at være mere interessante i en investeringsmæssig sammenhæng.

Hvis en virksomhed rapporteres at have overtrådt retningslinierne, vurderes først selskabets egne informationer om baggrund og hensigter. Herefter vurderes i hvert enkelt tilfælde, om en dialog med virksomheden – om muligt sammen med andre investorer – kan være nyttig. Vurderes en dialog som unyttig, eller fører den ikke til et tilfredsstillende resultat, vil investeringen blive solgt.

Der har ikke i 2018 været sådanne konkrete sager.

Udøvelse af stemmeret

Foreningen har endvidere fastlagt en politik for udøvelse af stemmeretten på en dansk virksomheds generalforsamling i de tilfælde, hvor det efter en konkret vurdering kan medvirke til at opfylde foreningens mål.

Som hovedregel vurderes indstillinger til generalforsamlingen fra en virksomheds bestyrelse at tjene investorernes og selskabets interesser, men er kontroversielle forhold til behandling vurderes sagen i samråd mellem foreningens bestyrelse og investeringsrådgiver.

Der har ikke i 2018 været sådanne konkrete sager.

Virksomhedsledelse

Foreningen har i sin forretningsorden og øvrige forretningsdokumentation fastlagt retningslinier for ledelsen og dens virke. Udgangspunktet er her de principper og standarder for god virksomhedsledelse, som er gældende som god ledelsespraksis.

Foreningens ledelse og drift varetages af bestyrelsen og administrations-selskabet Invest Administration A/S sammen med kredsen af aftaleparter i henhold til indgåede samarbejdsaftaler, sådan som gengivet i fællesnoten til regnskabet.

De kompetencer og vidensressourcer, foreningen har til rådighed, vurderes som nødvendige og tilstrækkelige for at sikre foreningens fremtidige resultater, drift og udvikling. Bestyrelsen vurderer løbende sine ledelsesforhold, herunder i forhold til de ledelsesbefalinger, der udarbejdes.

Aflønning

Foreningen har ingen ansatte, idet driften som anført varetages af Invest Administration A/S. For en omtale af lønpolitik for administrations-selskabets ansatte henvises til årsrapporten her. Bestyrelsens honorar fastsættes af generalforsamlingen og er redegjort for i regnskabets fællesnote.

Særlige begivenheder

Der er ikke siden regnskabsårets udgang indtrådt forhold, som forrykker vurderingen af årsregnskabet. Der er heller ikke konstateret særlige forhold eller usikkerhed vedrørende indregning og måling i årsregnskabet.

Afledte finansielle instrumenter

Foreningen anvender ikke andre afledte finansielle instrumenter end almindelige valutaterminsforretninger på dækket basis til afdækning af valutarisiko på obligationer.

Ledelsespåtegning

Foreningens bestyrelse og direktion har dags dato behandlet og godkendt årsrapporten for Investeringsforeningen Gudme Raaschou for regnskabsåret sluttende 31. december 2018.

Årsrapporten er aflagt i overensstemmelse med lov om investeringsforeninger m.v.

Årsregnskaberne for de enkelte afdelinger giver et retvisende billede af de enkelte afdelingers aktiver og passiver, finansielle stilling samt resultat.

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

Årsrapporten indstilles til generalforsamlingens godkendelse.

København, den 12. marts 2019

Direktion

Invest Administration A/S

Niels Erik Eberhard

Bestyrelse

Investeringsforeningen Gudme Raaschou

Lisa Herold Ferbing
formand

Kjeld Iversen
næstformand

Niels Mazanti

Jes Damsted

Den uafhængige revisionspåtegning

Til investorerne i Investeringsforeningen Gudme Raaschou

Konklusion

Vi har revideret årsregnskaberne for de enkelte afdelinger i Investeringsforeningen Gudme Raaschou for regnskabsåret, der sluttede 31. december 2018, som omfatter de enkelte afdelingers resultatopgørelse, balance og noter samt fællesnoter, herunder anvendt regnskabspraksis. Årsregnskaberne udarbejdes efter lov om investeringsforeninger m.v.

Det er vores opfattelse, at årsregnskaberne giver et retvisende billede af afdelingernes aktiver, passiver og finansielle stilling pr. 31. december 2018 samt af resultatet af afdelingernes aktiviteter for regnskabsåret, der sluttede 31. december 2018 i overensstemmelse med lov om investeringsforeninger mv.

Vores konklusion er konsistent med vores revisionsprotokollat til bestyrelsen.

Grundlag for konklusion

Vi har udført vores revision i overensstemmelse med internationale standarder om revision og de yderligere krav, der er gældende i Danmark. Vores ansvar ifølge disse standarder og krav er nærmere beskrevet i revisionspåtegningens afsnit "Revisors ansvar for revisionen af årsregnskaberne" (herefter benævnt "regnskaberne"). Det er vores opfattelse, at det opnåede revisionsbevis er tilstrækkeligt og egnet som grundlag for vores konklusion.

Uafhængighed

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

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

Valg af revisor

Vi blev første gang valgt som revisor for Investeringsforeningen Gudme Raaschou den 26. april 2012 og er genvalgt årligt ved generalforsamlingsbeslutning i en samlet opgaveperiode på 7 år frem til og med regnskabsåret 2018.

Centrale forhold ved revisionen

Centrale forhold ved revisionen er de forhold, der efter vores faglige vurdering var mest betydelige ved vores revision af regnskaberne for regnskabsåret, der sluttede 31. december 2018. Disse forhold blev behandlet som led i vores revision af regnskaberne som helhed og udformningen af vores konklusion herom. Vi afgiver ikke nogen særskilt konklusion om disse forhold. For hvert af nedennævnte forhold er beskrivelsen af, hvordan forholdet blev behandlet ved vores revision, givet i denne sammenhæng.

Vi har opfyldt vores ansvar som beskrevet i afsnittet "Revisors ansvar for revisionen af årsregnskaberne", herunder i relation til nedennævnte centrale forhold ved revisionen. Vores revision har omfattet udformning og udførelse af revisionshandling som reaktion på vores vurdering af risikoen for væsentlig fejlinformation i regnskaberne. Resultatet af vores revisionshandling, herunder de revisionshandling vi har udført for at behandle nedennævnte forhold, danner grundlag for vores konklusion om regnskaberne som helhed.

Værdiansættelse af finansielle instrumenter

Værdiansættelse af afdelingernes investeringer i obligationer, aktier og afledte finansielle instrumenter (samlet benævnt "finansielle instrumenter") til dagsværdi udgør det væsentligste element i opgørelsen af afdelingernes afkast og formue.

Vi anser, at der i relation til værdiansættelsen af afdelingernes finansielle instrumenter generelt ikke er knyttet betydelige risici for væsentlig fejlinformation i regnskaberne, idet afdelingernes finansielle instrumenter hovedsageligt består af likvide noterede finansielle instrumenter, for hvilke der findes en noteret kurs på et aktivt marked, og kun i begrænset omfang af mindre likvide noterede- og unoterede finansielle instrumenter, hvor dagsværdien fastlægges ved hjælp af anerkendte værdiansættelsesteknikker og ledelsesmæssige skøn.

Som følge af instrumenternes væsentlige betydning for afdelingernes samlede afkast og formue, vurderes værdiansættelsen af afdelingernes finansielle instrumenter at være det mest centrale forhold ved revisionen.

Vores revisionshandling rettet mod værdiansættelsen af finansielle instrumenter i de enkelte afdelinger har blandt andet omfattet:

- Test af registreringssystemer, forretningsgange og interne kontroller, herunder it- og systembaserede kontroller, som understøtter værdiansættelsen af finansielle instrumenter.
- Stikprøvevis kontrol af afstemninger af finansielle instrumenter til oplysninger fra depotbanken samt stikprøvevis kontrol af instrumenternes værdiansættelse ved sammenholdelse med uafhængige pris-kilder.
- Vurdering og stikprøvevis kontrol af anvendte værdiansættelsesteknikker og ledelsesmæssige skøn ved fastsættelsen af dagsværdien af mindre likvide noterede og unoterede finansielle instrumenter.

Den procentvise fordeling af de enkelte afdelingers finansielle instrumenter på børsnoterede instrumenter, instrumenter noteret på et andet reguleret marked og øvrige finansielle instrumenter fremgår af note i de enkelte afdelingers årsregnskaber.

Udtalelse om ledelsesberetningerne

Ledelsen er ansvarlig for ledelsesberetningen og ledelsesberetningerne for de enkelte afdelinger, efterfølgende benævnt "ledelsesberetningerne".

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

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

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

Baseret på det udførte arbejde er det vores opfattelse, at ledelsesberetningerne er i overensstemmelse med regnskaberne og er udarbejdet i overensstemmelse med krav i lov om investeringsforeninger m.v. Vi har ikke fundet væsentlig fejlinformation i ledelsesberetningerne.

Ledelsens ansvar for årsregnskaberne

Ledelsen har ansvaret for udarbejdelsen af årsregnskaber for de enkelte afdelinger, der giver et retvisende billede i overensstemmelse med lov om investeringsforeninger m.v. Ledelsen har endvidere ansvaret for den

interne kontrol, som ledelsen anser for nødvendig for at udarbejde regnskaberne uden væsentlig fejlinformation, uanset om denne skyldes besvigelser eller fejl.

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

Revisors ansvar for revisionen af årsregnskaberne

Vores mål er at opnå høj grad af sikkerhed for, om regnskaberne som helhed er uden væsentlig fejlinformation, uanset om denne skyldes besvigelser eller fejl, og at afgive en revisionspåtegning med en konklusion. Høj grad af sikkerhed er et højt niveau af sikkerhed, men er ikke en garanti for, at en revision, der udføres i overensstemmelse med internationale standarder om revision og de yderligere krav, der er gældende i Danmark, altid vil afdække væsentlig fejlinformation, når sådan findes. Fejlinformationer kan opstå som følge af besvigelser eller fejl og kan betragtes som væsentlige, hvis det med rimelighed kan forventes, at de enkeltvis eller samlet har indflydelse på de økonomiske beslutninger, som regnskabsbrugere træffer på grundlag af regnskaberne.

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

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

Vi kommunikerer med den øverste ledelse om bl.a. det planlagte omfang og den tidsmæssige placering af revisionen samt betydelige revisionsmæssige observationer, herunder eventuelle betydelige mangler i intern kontrol, som vi identificerer under revisionen.

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

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

København, den 12. marts 2019

Ernst & Young
Godkendt Revisionspartnerselskab
CVR-nr. 30 70 02 28

Ole Karstensen
statsautoriseret revisor
MNE-nr. 16615

Rasmus Berntsen
statsautoriseret revisor
MNE-nr. 35461

Årsregnskab

1. januar – 31. december 2018

Afdeling European High Yield

Investeringsområde og -profil

Afdeling European High Yield investerer i europæiske erhvervsobligationer med en rating under investment grade på investeringstidspunktet. Afdelingen kan tillige investere i erhvervsobligationer uden rating, som vurderes at have en tilsvarende kreditværdighed. Obligationerne skal være noteret på en fondsbørs eller et andet reguleret marked. Endvidere kan der investeres i likvide bankindskud.

Fakta om Afdeling European High Yield

Børsnoteret / Stiftet	2002
Udbyttebetalende – Obligationsbaseret	
Risikokategori	3
Risikoprofil	Gul
Benchmark	Barclays Pan-European High Yield Index, 2,5% Is. Co. – Hedged (EUR)
ÅOP	1,39
Indirekte handelsomkostninger	0,15

Afkast og resultat

Afdelingen gav i 2018 et negativt afkast på -3,6 pct., mens benchmark for afdelingen faldt med -3,3 pct. Årets resultat er derfor tilfredsstillende set i forhold til den generelle markedsudvikling. Afdelingens investeringer i erhvervsobligationer med rating under investment grad betyder, at afkastet er meget afhængigt af kreditvurderingen af de udstedende virksomheder og dermed af udviklingen på aktiemarkederne. Det negative afkast kan i høj grad henføres til en udvidelse af spreads på erhvervsobligationsmarkederne i årets sidste del, hvor også aktiekurserne bevægede sig nedad.

Markedsudvikling i 2018

Renteniveauet på obligationsmarkederne forblev lavt i 2018 i Europa, ligesom inflationen også er forblevet lav. Den 10 årige statsrente i Europa steg først en smule i den første del af året, men faldt igen hen mod årets slutning i takt med stemningsskiftet på de finansielle markeder, og ligger herefter fortsat omkring 0,5 pct. Erhvervsobligationsmarkederne har været en smule vigende gennem en udvidelse af spreads sidst på året.

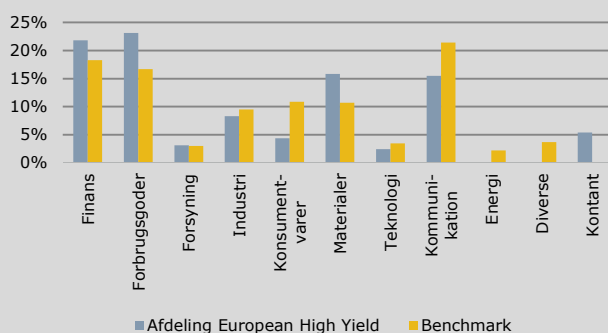
Risikoprofil og særlige risici

Afdelingen investerer i high yield erhvervsobligationer, der har en lav rating, og derfor har afdelingen udover renterisici knyttet til obligationer tillige en forretningsmæssig risiko knyttet til de udstedende selskaber på samme måde som aktier. Risikoen følger dermed en generel markedsrisiko i takt med udviklingen i økonomien og samtidig en mere specifik risiko på den enkelte virksomheds fremtidige evne til at betale renter og indfrielser. Mange udstedelser er i EUR, hvilket begrænser valutarisikoen.

Forventninger til 2019

Der er forventninger om et positivt, men behersket afkast på de europæiske erhvervsobligationsmarkeder i 2019. Renteniveauet er fortsat meget lavt i historisk perspektiv, men forventningerne om fortsat økonomisk vækst og begyndende inflation kan skærpe forventningerne om kommende pengepolitiske stramminger, hvilket dog endnu ikke er sket i Europa. Her udfaser den europæiske centralbank dog sine obligationskøb i år, og det vil reducere investorefterspørgslen efter obligationer i markedet.

Porteføljens sammensætning ultimo december 2018

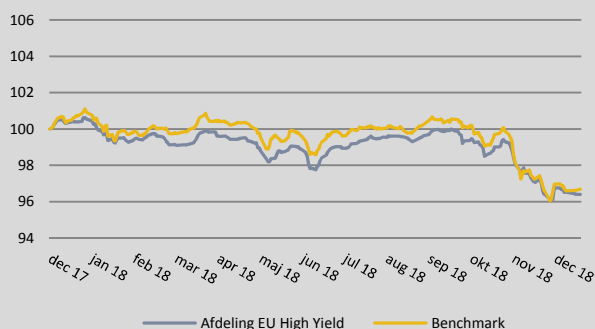


Porteføljens 10 største positioner *)

1	Lincoln Finance	1,49%
2	MPT Oper Partner	1,30%
3	LKQ Euro Holdings	1,26%
4	Equinix	1,16%
5	Nomad Foods Bondco	1,12%
6	Quintilis IMS	1,11%
7	Wind Tre Spa	1,09%
8	Aramark Intl Finance	1,09%
9	Wepa Hygiene produkter	1,07%
10	Schaeffler Verwaltung	1,06%

*) De 10 største positioner er opgjort pr. ultimo december 2018

Kursudvikling (indekseret 12 måneder)



Afdeling European High Yield – Årsregnskab

Hoved- og nøgletal de seneste 5 år

	2014	2015	2016	2017	2018
Hovedtal i mio.kr.					
Årets nettoresultat	63,9	36,9	154,2	155,7	-103,9
Investorerne formue inkl. udlodning	1.392,2	1.721,7	2.203,9	2.753,6	2.830,9
Cirkulerende andele (nominel værdi)	1.139,1	1.503,8	1.864,6	2.341,2	2.586,9
Nøgletal					
Indre værdi pr. andel, kr. (inkl. udbytte)	122,22	114,49	118,20	117,62	109,43
Udlodning pr. andel	11,10	4,60	7,60	4,10	3,70
Årets afkast i pct.	4,95	2,64	7,50	6,20	-3,60
Sharpe ratio	0,99	0,87	1,66	1,48	0,91
Standardafvigelse	8,12	7,20	5,30	3,99	3,99
Omkostningsprocent	1,29	1,29	1,28	1,26	1,24
Omsætningshastighed	1,15	0,30	0,20	0,36	0,31
Benchmark					
Benchmark afkast i pct.	5,38	1,64	9,05	6,37	-3,31
Sharpe ratio	1,13	1,01	1,88	1,73	1,03
Standardafvigelse	8,32	7,68	5,31	3,89	4,01

Resultatopgørelse

(1.000 kr.)	Note	2017	2018
Renteindtægter		139.991	122.530
I alt renter og udbytter	1	139.991	122.530
Obligationer		39.972	-190.080
Unoterede afledte finansielle instrumenter		6.842	1.900
Valutakonti		2.642	-3.606
Handelsomkostninger	2	-114	-88
I alt kursgevinster og -tab		49.342	-191.874
I alt indtægter		189.333	-69.344
Administrationsomkostninger	3	-33.658	-34.582
Resultat før skat		155.675	-103.926
Skat		0	0
Årets nettoresultat		155.675	-103.926
Overskudsdisponering			
Årets nettoresultat		155.675	-103.926
Formuebevægelser		5.412	6.512
Til disposition		161.087	-97.414
Til rådighed for udlodning	4	96.198	97.080
Overført til formuen		64.889	-194.494

Balance, ultimo

(1.000 kr.)	Note	2017	2018
Aktiver			
Indestående i depotselskab		167.017	145.209
I alt likvide midler		167.017	145.209
Noterede obligationer fra udenlandske udstedere		2.550.958	2.644.663
I alt obligationer	5	2.550.958	2.644.663
Unoterede afledte finansielle instrumenter		1.769	7.895
I alt afledte finansielle instrumenter	6	1.769	7.895
Tilgodehavende renter, udbytter m.v.		41.395	40.107
Mellemværende vedr. handelsafvikling		0	1.100
I alt andre aktiver		41.395	41.207
Aktiver i alt	7	2.761.139	2.838.974
Passiver			
Investorerne formue	8	2.753.615	2.830.889
Unoterede afledte finansielle instrumenter		6	110
I alt afledte finansielle instrumenter	6	6	110
Skyldige omkostninger		7.518	7.975
I alt anden gæld		7.518	7.975
Passiver i alt		2.761.139	2.838.974

Afdeling European High Yield – Noter til årsregnskab

Note 1 - Renter og udbytter

(1.000 kr.)	2017	2018
Indestående i depotselskab	-241	-217
Noterede obligationer fra udenlandske udstedere	140.232	122.747
	139.991	122.530

Note 2 - Handelsomkostninger

(1.000 kr.)	2017	2018
Bruttohandelsomkostninger	150	104
Dækket af emissions- og indløsningsindtægter	-36	-16
Handelsomkostninger ved løbende drift	114	88

Note 3 - Administrationsomkostninger

(1.000 kr.)	2017		2018	
	Direkte	Fælles	Direkte	Fælles
Honorar til bestyrelsen m.v.	0	200	24	111
Revisionshonorarer	15	25	8	49
Andre honorarer til revisorer	0	0	0	0
Markedsføringsomkostninger	13.255	0	13.457	0
Gebyrer til depotselskab	1.286	29	1.258	20
Andre omkostninger i forbindelse med formueplejen	16.547	0	17.380	0
Vederlag til investeringsforvaltningsselskabet	1.999	0	2.065	0
Øvrige omkostninger	60	242	56	154
I alt opdeltede administrationsomkostninger	33.162	496	34.248	334
I alt administrationsomkostninger	33.658		34.582	

Note 4 - Til rådighed for udlodning

(1.000 kr.)	2017	2018
Renter og udbytter	139.991	122.530
Kursgevinst/tab til udlodning	-15.547	2.620
Administrationsomkostninger til modregning i udlodning	-33.658	-34.582
Udlodningsregulering ved emission/indløsning	4.510	6.302
Udlodning overført fra sidste år	902	210
I alt til rådighed for udlodning brutto	96.198	97.080
Heraf foreslået udlodning	-95.988	-95.717
Heraf foreslået udlodning overført til næste år	-210	-1.363
	0	0

Note 5 - Obligationer

Specifikation af finansielle aktiver kan fås ved henvendelse til foreningens kontor.

Note 6 - Underliggende eksponering ved valutaterminsforretninger

(1.000 kr.)	2017	2018
Valuta	Eksponering	Eksponering
EUR	324.070	280.882
GBP	-303.414	-266.401
CHF	-19.086	-6.890

Valutaterminsforretninger er indgået med depotbanken som modpart.

Note 7 - Aktiver

(pct.)	2017	2018
Fordeling af finansielle instrumenter:		
Børsnoterede finansielle instrumenter	92,4	93,2
Øvrige finansielle instrumenter	7,6	6,8
	100,0	100,0

Åf de børsnoterede finansielle instrumenter er 24,5 pct. placeret i Forbrugsgoder, 23,0 pct. i Finans, 16,8 pct. i Materialer, 16,3 pct. i Kommunikation, 8,8 pct. i Industri, 4,6 pct. i Konsumentvarer og 6,0 pct. i andre sektorer.

Note 8 - Investorenes formue

	Cirkulerende andele 2017 (stk.)	Formue-værdi 2017 (1.000 kr.)	Cirkulerende andele 2018 (stk.)	Formue-værdi 2018 (1.000 kr.)
Investorenes formue, primo	18.646.077	2.203.917	23.411.624	2.753.615
Udlodning fra sidste år vedrørende cirkulerende beviser 31. december		-141.710		-95.988
Ændring i udbetalt udlodning på grund af emission/indløsning		-24.913		-205
Emission i året	5.031.547	589.622	2.627.709	295.792
Indløsning i året	-266.000	-30.983	-170.000	-19.277
Emissionstillæg		1.919		819
Indløsningsfradrag		124		75
Handelsomkostninger ved emission/indløsning		-36		-16
Regulering af udlodning ved emissioner og indløsninger i året		-4.510		-6.302
Overført til udlodning fra sidste år		-902		-210
Overførsel af udlodning til næste år		210		1.363
Foreslået udlodning		95.988		95.717
Overført til resultatopgørelsen		64.889		-194.494
I alt investorenes formue	23.411.624	2.753.615	25.869.333	2.830.889

Note 9 - Hoved- og nøgletal

Der henvises til hoved- og nøgletal anført i ledelsesberetningen for afdelingen.

Afdeling US High Yield

Investeringsområde og -profil

Afdeling US High Yield investerer i amerikanske erhvervsobligationer med en rating under investment grade på investeringstidspunktet. Afdelingen kan tillige investere i erhvervsobligationer uden rating, som vurderes at have en tilsvarende kreditværdighed. Obligationerne skal være noteret på en fondsbørs eller et andet reguleret marked. Valutarisikoen afdækkes, og der kan investeres i bankindskud.

Afkast og resultat

Afdelingen gav i 2018 et negativt afkast på -5,0 pct., mens benchmark for afdelingen faldt med -5,1 pct. Årets resultat er derfor tilfredsstillende set i forhold til den generelle markedsudvikling. Afdelingens investeringer i erhvervsobligationer med rating under investment grad betyder, at afkastet er meget afhængigt af kreditvurderingen af de udstedende virksomheder og dermed af udviklingen på aktiemarkederne. Det negative afkast kan i høj grad henføres til en udvidelse af spreads på erhvervsobligationsmarkederne i årets sidste del, hvor også aktiekurserne bevægede sig nedad.

Markedsudvikling i 2018

Mens den amerikanske centralbank forhøjede renten flere gange gennem 2018 forblev de lange renter nogenlunde på samme niveau i underkanten af 3 pct. Inflationen har heller ikke vist tegn på stigninger. Tilløbet til stigninger i renteniveauet i den første del af året blev således udlignet igen hen mod årets slutning i takt med stemningsskiftet på de finansielle markeder. Erhvervsobligationsmarkederne har været en smule vigende gennem en udvidelse af spreads sidst på året.

Risikoprofil og særlige risici

Afdelingen investerer i high yield erhvervsobligationer, der har en lav rating, og derfor har afdelingen udover renterisici knyttet til obligationerne tillige en forretningsmæssig risiko knyttet til de udstedende selskaber på samme måde som aktier. Risikoen følger dermed en generel markedsrisiko i takt med udviklingen i økonomien og samtidig en mere specifik risiko på den enkelte virksomhed. Udstedelserne er i USD, og risikoen på valutaudsving afdækkes gennem valutaterminforretninger.

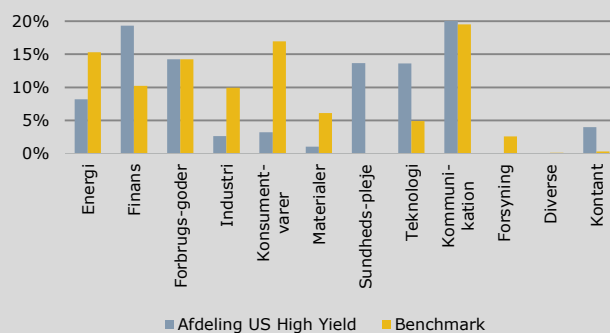
Forventninger til 2019

Der er forventninger om et positivt, men behersket afkast på de amerikanske erhvervsobligationsmarkeder i 2019. Renteniveauet er fortsat lavt i historisk perspektiv, men forventningerne om fortsat økonomisk vækst og begyndende inflation kan skærpe forventningerne om kommende pengepolitiske stramninger. Dette er i USA allerede sket flere gange gennem både 2018 og året før. Den forventede fortsatte økonomiske vækst gør, at der ikke er forventninger om yderligere udvidelser af kreditspændene i 2019.

Fakta om Afdeling US High Yield

Børsnoteret / Stiftet	2006
Udbyttebetalende – Obligationsbaseret	
Risikokategori	3
Risikoprofil	Gul
Benchmark	Merrill Lynch US High Yield Master II Constrained Index
ÅOP	1,01
Indirekte handelsomkostninger	0,26

Porteføljens sammensætning ultimo december 2018

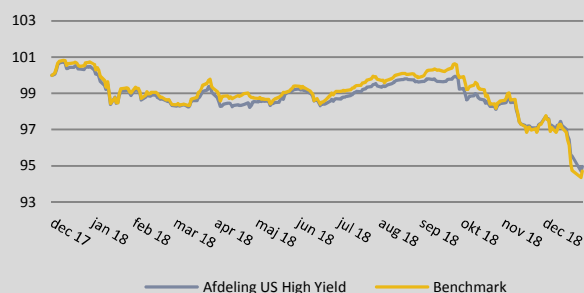


Porteføljens 10 største positioner *)

1	Wayne Merger	2,46%
2	Regionalcare Hospital	2,36%
3	Hughes Satellite Systems	2,02%
4	Genesys/Greeneden Lux/US	2,00%
5	Acrisure	1,99%
6	Financial & Risk US	1,80%
7	Sophia	1,72%
8	ZAYO Group LCC/Zayo Cap	1,67%
9	Davita Inc	1,61%
10	Change Health / Fin Inc	1,60%

*) De 10 største positioner er opgjort pr. ultimo december 2018

Kursudvikling (indekseret 12 måneder)



Afdeling US High Yield – Årsregnskab

Hoved- og nøgletal de seneste 5 år

	2014	2015	2016	2017	2018
Hovedtal i mio.kr.					
Årets nettoresultat	98,2	0,9	33,0	16,6	-18,5
Investorerne formue inkl. udlodning	202,9	184,2	667,1	434,7	310,3
Cirkulerende andele (nominel værdi)	183,4	166,1	573,8	372,0	332,0
Nøgletal					
Indre værdi pr. andel, kr. (inkl. udbytte)	110,65	110,92	116,26	116,85	93,45
Udlodning pr. andel	0,00	2,00	3,20	18,40	0,00
Årets afkast i pct.	2,39	0,24	6,70	3,31	-4,98
Sharpe ratio	1,23	0,92	1,46	1,07	0,42
Standardafvigelse	5,55	5,21	3,97	3,72	2,92
Omkostningsprocent	0,79	0,89	0,80	0,81	0,82
Omsætningshastighed	1,25	1,30	0,94	1,01	0,61
Benchmark					
Benchmark afkast i pct.	2,51	-4,61	17,49	7,47	-5,14
Sharpe ratio	1,34	0,82	1,35	1,15	0,45
Standardafvigelse	6,22	6,16	5,45	5,15	4,71

Resultatopgørelse

(1.000 kr.)	Note	2017	2018
Renteindtægter		26.141	21.436
I alt renter og udbytter	1	26.141	21.436
Obligationer		-52.693	-8.137
Unoterede afledte finansielle instrumenter		59.574	-17.313
Valutakonti		-12.267	-11.451
Handelsomkostninger	2	-307	-164
I alt kursgevinster og -tab		-5.693	-37.065
I alt indtægter		20.448	-15.629
Administrationsomkostninger	3	-3.856	-2.872
Resultat før skat		16.592	-18.501
Skat		0	0
Årets nettoresultat		16.592	-18.501
Overskudsdisponering			
Årets nettoresultat		16.592	-18.501
Formuebevægelser		-11.754	2.534
Til disposition		4.838	-15.967
Til rådighed for udlodning	4	68.628	-25.957
Overført til formuen		-63.790	9.990

Balance, ultimo

(1.000 kr.)	Note	2017	2018
Aktiver			
Indestående i depotselskab		25.411	11.540
I alt likvide midler		25.411	11.540
Noterede obligationer fra udenlandske udstedere		398.409	294.059
I alt obligationer	5	398.409	294.059
Unoterede afledte finansielle instrumenter		5.170	800
I alt afledte finansielle instrumenter	6	5.170	800
Tilgodehavende renter, udbytter m.v.		6.424	4.447
Andre tilgodehavender		0	0
I alt andre aktiver		6.424	4.447
Aktiver i alt	7	435.414	310.846
Passiver			
Investorerne formue	8	434.661	310.287
Skyldige omkostninger		753	559
I alt anden gæld		753	559
Passiver i alt		435.414	310.846

Afdeling US High Yield – Noter til årsregnskab

Note 1 - Renter og udbytter

(1.000 kr.)	2017	2018
Noterede obligationer fra udenlandske udstedere	26.141	21.436
	26.141	21.436

Note 2 - Handelsomkostninger

(1.000 kr.)	2017	2018
Bruttohandelsomkostninger	389	267
Dækket af emissions- og indløsningsindtægter	-82	-103
Handelsomkostninger ved løbende drift	307	164

Note 3 - Administrationsomkostninger

(1.000 kr.)	2017		2018	
	Direkte	Fælles	Direkte	Fælles
Honorar til bestyrelsen m.v.	0	32	24	12
Revisionshonorarer	15	4	8	6
Andre honorarer til revisorer	0	0	0	0
Markedsføringsomkostninger	0	0	0	0
Gebyrer til depotselskab	255	5	195	2
Andre omkostninger i forbindelse med formueplejen	2.891	0	2.129	0
Vederlag til investeringsforvaltningsselskabet	545	0	417	0
Øvrige omkostninger	61	48	58	21
I alt opdeltede administrationsomkostninger	3.767	89	2.831	41
I alt administrationsomkostninger	3.856		2.872	

Note 4 - Til rådighed for udlodning

(1.000 kr.)	2017	2018
Renter og udbytter	26.141	21.436
Kursgevinst/tab til udlodning	58.097	-49.927
Administrationsomkostninger til modregning i udlodning	-3.856	0
Udlodningsregulering ved emission/indløsning	-11.815	2.349
Udlodning overført fra sidste år	61	185
I alt til rådighed for udlodning brutto	68.628	-25.957
Heraf foreslået udlodning	-68.443	25.957
Heraf foreslået udlodning overført til næste år	-185	0
	0	0

Note 5 - Obligationer

Specifikation af finansielle aktiver kan fås ved henvendelse til foreningens kontor.

Note 6 - Underliggende eksponering ved valutaterminsforretninger

(1.000 kr.)	2017	2018
Valuta	Eksponering	Eksponering
DKK	419.594	310.023
USD	-415.514	-310.068

Valutaterminsforretninger er indgået med depotbanken som modpart.

Note 7 - Aktiver

(pct.)	2017	2018
Fordeling af finansielle instrumenter:		
Børsnoterede finansielle instrumenter	91,5	94,6
Øvrige finansielle instrumenter	8,5	5,4
	100,0	100,0

Af de børsnoterede finansielle instrumenter er 21,0 pct. placeret i Kommunikation, 20,1 pct. i Finans, 14,9 pct. i Forbrugsgoder, 14,2 pct. i Sundhedspleje, 14,2 pct. i Teknologi, 8,5 pct. i Energi og 7,1 pct. i andre sektorer.

Note 8 - Investorerens formue

	Cirkulerende andele 2017 (stk.)	Formue-værdi 2017 (1.000 kr.)	Cirkulerende andele 2018 (stk.)	Formue-værdi 2018 (1.000 kr.)
Investorerens formue, primo	5.737.760	667.095	3.719.754	434.661
Udlodning fra sidste år vedrørende cirkulerende beviser 31. december		-18.361		-68.443
Ændring i udbetalt udlodning på grund af emission/indløsning		4.102		147
Emission i året	93.994	10.852	1.176.960	114.329
Indløsning i året	-2.112.000	-246.711	-1.576.455	-152.701
Emissionstillæg		6		260
Indløsningsfradrag		1.168		638
Handelsomkostninger ved emission/indløsning		-82		-103
Regulering af udlodning ved emissioner og indløsninger i året		11.815		-2.349
Overført til udlodning fra sidste år		-61		-185
Overførsel af udlodning til næste år		185		0
Foreslået udlodning		68.443		-25.957
Overført til resultatopgørelsen		-63.790		9.990
I alt investorerens formue	3.719.754	434.661	3.320.259	310.287

Note 9 - Hoved- og nøgletal

Der henvises til hoved- og nøgletal anført i ledelsesberetningen for afdelingen.

Afdeling Emerging Markets Debt

Investeringsområde og –profil

Afdeling Emerging Markets Debt investerer overvejende i obligationer udstedt i USD og hjemmehørende i udviklingslande, primært i områderne Latin- og Mellemamerika, Øst- og Centraleuropa, Asien, Afrika og Mellemøsten. Investering kan ske i erhvervsobligationer, statsobligationer eller obligationer, udstedt af regioner eller af supranationale organer. Valutarisikoen afdækkes, og der kan investeres i bankindsud. Afdelingen er aktivt forvaltet, og dens investeringer er diversificeret på lande og sektorer.

Fakta om Afdeling Emerging Markets Debt

Børsnoteret / Stiftet	2010
Udbyttebetalende – Obligationsbaseret	
Risikokategori	3
Risikoprofil	Gul
Benchmark	BofA Merrill Lynch US Emerging Markets Liquid Corporate Plus Index
ÅOP	1,69
Indirekte handelsomkostninger	0,05

Afkast og resultat

Afdelingen gav i 2018 et negativt afkast på -6,6 pct., mens benchmark for afdelingen faldt med -4,5 pct. Årets resultat er derfor ikke tilfredsstillende set i forhold til den generelle markedsudvikling. Afdelingens investeringer i obligationer udstedt i emerging markets er meget afhængige af kreditvurderingen af både landene og de udstedende virksomheder og dermed af udviklingen på landenes aktiemarkeder. Det negative afkast kan i høj grad henføres til en udvidelse af kreditspændene i årets sidste del, hvor også aktiekurserne bevægede sig nedad.

Markedsudvikling i 2018

Det globale renteniveau er foreløbig forblevet lavt gennem 2018, og det har også understøttet obligationsmarkederne i emerging markets. Kreditspændene på emerging markets er dog udvidet gennem året i takt med den negative udvikling på aktiemarkederne sidst på året, ligesom som disse markeder derudover er meget følsomme overfor udviklingen i olie- og råvarepriserne.

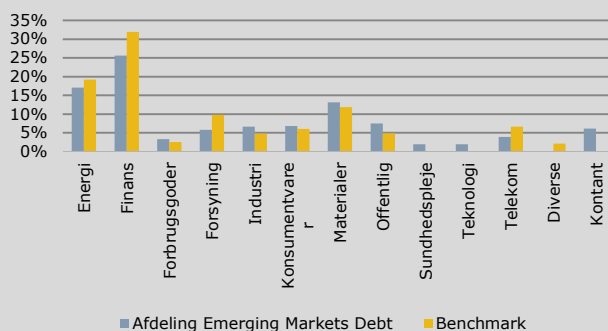
Risikoprofil og særlige risici

Afdelingen investerer i obligationer udstedt i udviklingslande, og risiciene er derfor knyttet til den økonomiske udvikling i såvel den samlede verdensøkonomi som økonomien i de enkelte lande. Hertil kommer for erhvervsobligationernes vedkommende en risiko på den enkelte virksomhed. Udstedelserne sker i USD, men risikoen afdækkes her gennem valutaterminsforretninger. Det er en historisk erfaring, at risikoen på investeringer i udviklingslande anses for generelt at være større end i den industrialiserede verden.

Forventninger til 2019

Der er forventninger om et positivt, men behersket afkast på markederne for emerging markets obligationer i 2019. Renteniveauet er fortsat lavt i historisk perspektiv, men forventningerne om fortsat økonomisk vækst og begyndende inflation kan skærpe forventningerne om kommende pengepolitiske stramminger. Den forventede fortsatte økonomiske vækst gør, at udviklingen gennem 2018 med udvidelser af kreditspændene ikke forventes at fortsætte i 2019.

Porteføljens sammensætning ultimo december 2018

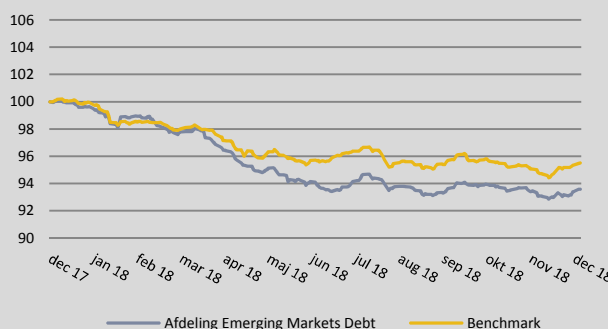


Porteføljens 10 største positioner *)

1	Marb Bondco	1,90%
2	SMC Global Power Holdings	1,68%
3	HT Global IT Solutions	1,36%
4	Turkiye Garanti Bankasi	1,30%
5	Petroleos Mexicanos	1,30%
6	OOREDOOI International	1,29%
7	Axis Bank / Dubai	1,27%
8	Aeropuertos Dominicanos	1,27%
9	Petrobras Intl Fin	1,26%
10	JLS Europe	1,25%

*) De 10 største positioner er opgjort pr. ultimo december 2017

Kursudvikling (indekseret 12 måneder)



Afdeling Emerging Markets Debt – Årsregnskab

Hoved- og nøgletal de seneste 5 år

	2014	2015	2016	2017	2018
Hovedtal i mio.kr.					
Årets nettoresultat	-17,6	-10,0	10,8	8,3	-11,4
Investorerne formue inkl. udlodning	494,3	196,4	218,9	178,6	199,9
Cirkulerende andele (nominel værdi)	519,1	213,4	225,2	175,8	239,8
Nøgletal					
Indre værdi pr. andel, kr. (inkl. udbytte)	95,22	92,06	97,22	101,61	83,36
Udlodning pr. andel	0,00	0,00	0,00	12,30	0,00
Årets afkast i pct.	-2,81	-3,33	5,61	4,51	-6,55
Sharpe ratio	0,29	0,07	0,27	0,00	-0,01
Standardafvigelse	6,50	6,86	6,02	5,41	3,47
Omkostningsprocent	1,48	1,58	1,47	1,50	1,48
Omsætningshastighed	0,36	0,67	0,81	0,64	0,66
Benchmark					
Benchmark afkast i pct.	3,58	1,01	10,19	7,34	-4,51
Sharpe ratio	1,08	0,81	1,09	0,90	0,65
Standardafvigelse	4,95	5,60	4,98	4,62	3,72

Resultatopgørelse

(1.000 kr.)	Note	2017	2018
Renteindtægter		9.029	9.638
I alt renter og udbytter	1	9.029	9.638
Obligationer		-16.317	-5.516
Unoterede afledte finansielle instrumenter		22.760	-8.183
Valutakonti		-4.376	-4.766
Handelsomkostninger	2	-58	-66
I alt kursgevinster og -tab		2.009	-18.531
I alt indtægter		11.038	-8.893
Administrationsomkostninger	3	-2.768	-2.517
Resultat før skat		8.270	-11.410
Skat		0	0
Årets nettoresultat		8.270	-11.410
Overskudsdisponering			
Årets nettoresultat		8.270	-11.410
Formuebevægelser		-7.129	-2.754
Til disposition		1.141	-14.164
Til rådighed for udlodning	4	21.624	-13.775
Overført til formuen		-20.483	-389

Balance, ultimo

(1.000 kr.)	Note	2017	2018
Aktiver			
Indestående i depotselskab		7.887	11.878
I alt likvide midler		7.887	11.878
Noterede obligationer fra udenlandske udstedere		167.025	185.285
I alt obligationer	5	167.025	185.285
Unoterede afledte finansielle instrumenter		2.084	502
I alt afledte finansielle instrumenter	6	2.084	502
Tilgodehavende renter, udbytter m.v.		2.072	2.838
Andre tilgodehavender		0	0
I alt andre aktiver		2.072	2.838
Aktiver i alt	7	179.068	200.503
Passiver			
Investorerne formue	8	178.629	199.912
Skyldige omkostninger		439	591
I alt anden gæld		439	591
Passiver i alt		179.068	200.503

Afdeling Emerging Markets Debt – Noter til årsregnskab

Note 1 - Renter og udbytter

(1.000 kr.)	2017	2018
Noterede obligationer fra udenlandske udstedere	9.029	9.638
	9.029	9.638

Note 2 - Handelsomkostninger

(1.000 kr.)	2017	2018
Bruttohandelsomkostninger	70	82
Dækket af emissions- og indløsningsindtægter	-12	-16
Handelsomkostninger ved løbende drift	58	66

Note 3 - Administrationsomkostninger

(1.000 kr.)	2017		2018	
	Direkte	Fælles	Direkte	Fælles
Honorar til bestyrelsen m.v.	0	13	24	8
Revisionshonorarer	15	2	8	3
Andre honorarer til revisorer	0	0	0	0
Markedsføringsomkostninger	887	0	772	0
Gebyrer til depotselskab	140	2	131	1
Andre omkostninger i forbindelse med formueplejen	1.336	0	1.233	0
Vederlag til investeringsforvaltningsselskabet	295	0	271	0
Øvrige omkostninger	61	17	56	10
I alt opdeltede administrationsomkostninger	2.734	34	2.495	22
I alt administrationsomkostninger	2.768		2.517	

Note 4 - Til rådighed for udlodning

(1.000 kr.)	2017	2018
Renter og udbytter	9.029	9.638
Kursgevinst/tab til udlodning	22.492	-20.659
Administrationsomkostninger til modregning i udlodning	-2.768	0
Udlodningsregulering ved emission/indløsning	-304	-2.755
Udlodning overført fra sidste år	-6.825	1
I alt til rådighed for udlodning brutto	21.624	-13.775
Heraf foreslået udlodning	-21.623	0
Heraf foreslået udlodning overført til næste år	-1	13.775
	0	0

Det negative udlodningsbeløb fremføres til modregning i efterfølgende års udlodninger

Note 5 - Obligationer

Specifikation af finansielle aktiver kan fås ved henvendelse til foreningens kontor.

Note 6 - Underliggende eksponering ved valutaterminsforretninger

(1.000 kr.)	2017	2018
Valuta	Eksponering	Eksponering
DKK	169.090	194.499
USD	-167.446	-194.527

Valutaterminsforretninger er indgået med depotbanken som modpart.

Note 7 - Aktiver

(pct.)	2017	2018
Fordeling af finansielle instrumenter:		
Børsnoterede finansielle instrumenter	93,3	92,4
Øvrige finansielle instrumenter	6,7	7,6
	100,0	100,0

Af de børsnoterede finansielle instrumenter er 27,4 pct. placeret i Finans, 18,1 pct. i Energi, 14,0 pct. i Materialer, 8,0 pct. i Offentlig, 7,3 pct. i Konsumentvarer, 7,1 pct. i Industri, 6,1 pct. i Forsyning, 4,2 pct. i Kommunikation og 7,8 pct. i andre sektorer.

Note 8 - Investorenes formue

	Cirkulerende andele 2017 (stk.)	Formue-værdi 2017 (1.000 kr.)	Cirkulerende andele 2018 (stk.)	Formue-værdi 2018 (1.000 kr.)
Investorenes formue, primo	2.252.000	218.947	1.758.000	178.629
Udlodning fra sidste år vedrørende cirkulerende beviser 31. december		0		-21.623
Ændring i udbetalt udlodning på grund af emission/indløsning		0		0
Emission i året	0	0	655.221	55.349
Indløsning i året	-494.000	-48.818	-15.000	-1.273
Emissionstillæg		0		251
Indløsningsfradrag		242		5
Handelsomkostninger ved emission/indløsning		-12		-16
Regulering af udlodning ved emissioner og indløsninger i året		304		2.755
Overført til udlodning fra sidste år		6.825		-1
Overførsel af udlodning til næste år		1		-13.775
Foreslået udlodning		21.623		0
Overført til resultatopgørelsen		-20.483		-389
I alt investorenes formue	1.758.000	178.629	2.398.221	199.912

Note 9 - Hoved- og nøgletal

Der henvises til hoved- og nøgletal anført i ledelsesberetningen for afdelingen.

Afdeling Emerging Markets Aktier

Investeringsområde og -profil

Afdeling Emerging Markets Aktier investerer i børsnoterede virksomheder, som er baseret i eller har deres primære aktiviteter i emerging markets landene. Endvidere kan der investeres i likvide bankindskud. Investering kan ske direkte eller gennem andele i andre investeringsforeninger. Aktieudvælgelsen fokuserer på selskaber udvalgt efter en grundig analyse og finder sted indenfor rammerne af foreningens etiske regler. Afdelingen er aktivt forvaltet, og dens investeringer er diversificeret på lande og sektorer.

Fakta om Afdeling Emerging Markets Aktier

Børsnoteret / Stiftet	2009
Udbyttebetalende – Aktiebaseret	
Risikokategori	6
Risikoprofil	Gul
Benchmark	MSCI Emerging Markets inkl. udbytte
ÅOP	1,79
Indirekte handelsomkostninger	0,14

Afkast og resultat

Afdelingen gav i 2018 et afkast på -9,4 pct. og til sammenligning faldt afdelingens benchmark med -10,1 pct., og årets afkast er således set i forhold hertil tilfredsstillende. Afdelingens resultat i forhold til benchmark er navnlig påvirket af en overvægt af brasilianske aktier, der klarede sig bedre end benchmark, ligesom en brancheovervægt indenfor finans også bidrog også til udviklingen.

Markedsudvikling i 2018

Emerging markets aktierne har i væsentligt omfang fulgt samme udvikling som de globale aktiemarkeder i øvrigt og blev ved årets udgang ligeledes negativt påvirket af frygt for en aftagende vækst i verdensøkonomien, handelskrigen mellem Kina og USA og mulige amerikanske renteforhøjelser. Hertil kommer, at en række lande er præget af politiske risici, hvorunder valutaerne i en række gældsplagede lande som Tyrkiet og Argentina faldt kraftigt i årets løb.

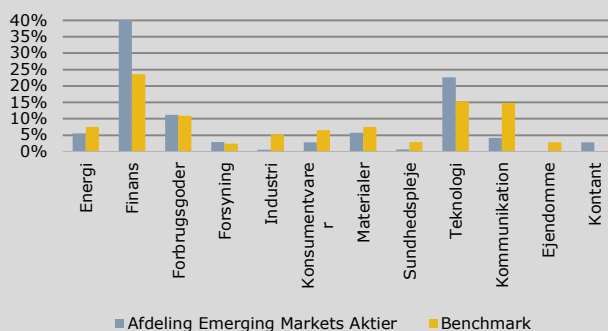
Risikoprofil og særlige risici

Afdelingen investerer i aktier i emerging markets landene og er dermed eksponeret til den mere specifikke udvikling i disse lande og i energi- og råvaremarkederne, som landene er meget afhængige af. Emerging markets lande er samtidig præget af et forholdsvis begrænset udbud af selskaber, og mulighederne for diversifikation er mere begrænset end på større markeder. Selv om udstedelserne ofte er denomineret i USD, opererer selskaberne i lande, hvor også valuta indvirker på selskabsresultater og dermed afkast.

Forventninger til 2019

Forventningerne til kursudviklingen på emerging markets i 2019 er moderat positive på linie med de øvrige globale aktiemarkeder. Kursnedgangen sidst i 2018 samt den fortsatte vækst i verdensøkonomien betyder, at værdifastsættelsen igen er blevet mere attraktiv. Emerging markets er dog i væsentlig grad påvirket af de globale politiske spændinger, herunder ikke mindst risikoen for handelskrig mellem USA og Kina.

Porteføljens sammensætning ultimo december 2018

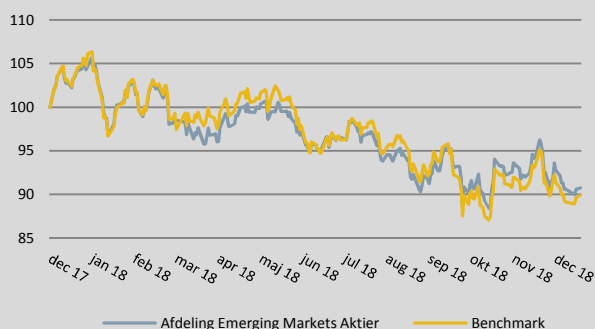


Porteføljens 10 største positioner *)

1	Tencent Holdings	5,75%
2	Alibaba Group Holding	4,97%
3	Taiwan Semiconductor	4,28%
4	Housing Development Finance	3,77%
5	Ping an Insurance Group	3,29%
6	Itau Unibanco Holding	2,93%
7	MMC Norilsk Nickel	2,40%
8	Tata Consultancy	2,39%
9	Fubon Financial Holdings	2,33%
10	AIA Group	2,26%

*) De 10 største positioner er opgjort pr. ultimo december 2018

Kursudvikling (indekseret 12 måneder)



Afdeling Emerging Markets Aktier – Årsregnskab

Hoved- og nøgletal de seneste 5 år

	2014	2015	2016	2017	2018
Hovedtal i mio.kr.					
Årets nettoresultat	131,4	82,2	8,2	56,4	-21,2
Investorerens formue inkl. udlodning	1.293,0	210,6	222,2	237,9	209,9
Cirkulerende andele (nominel værdi)	847,6	147,8	182,5	153,9	157,8
Nøgletal					
Indre værdi pr. andel, kr. (inkl. udbytte)	152,55	142,51	121,79	154,62	133,00
Udlodning pr. andel	0,00	31,70	0,00	8,00	7,90
Årets afkast i pct.	11,52	-6,58	11,84	26,96	-9,35
Sharpe ratio	0,41	-0,05	0,32	0,46	0,46
Standardafvigelse	13,30	14,88	14,12	13,43	10,55
Omkostningsprocent	1,05	1,18	1,24	1,22	1,23
Omsætningshastighed	0,49	0,57	0,45	0,47	0,41
Tracking error	-	-	-	3,51	3,17
Active share	-	-	-	74,21	72,17
Benchmark					
Benchmark afkast i pct.	11,18	-5,08	14,13	20,82	-10,09
Sharpe ratio	0,46	0,00	0,42	0,54	0,43
Standardafvigelse	13,56	14,85	13,51	12,55	10,94

Resultatopgørelse

(1.000 kr.)	Note	2017	2018
Udbytter		5.859	6.458
I alt renter og udbytter	1	5.859	6.458
Kapitalandele		55.975	-23.861
Valutakonti		-892	452
Andre øvrige aktiver og passiver		-30	184
Handelsomkostninger	2	-827	-915
I alt kursgevinster og -tab		54.226	-24.140
I alt indtægter		60.085	-17.682
Administrationsomkostninger	3	-2.913	-2.760
Resultat før skat		57.172	-20.442
Skat	4	-748	-791
Årets nettoresultat		56.424	-21.233
Overskudsdisponering			
Årets nettoresultat		56.424	-21.233
Formuebevægelser		-20.998	46
Til disposition		35.426	-21.187
Til rådighed for udlodning	5	12.338	12.563
Overført til formuen		23.088	-33.750

Balance, ultimo

(1.000 kr.)	Note	2017	2018
Aktiver			
Indestående i depotselskab		9.584	5.617
I alt likvide midler		9.584	5.617
Noterede aktier fra udenlandske selskaber		228.685	204.522
I alt kapitalandele	6	228.685	204.522
Tilgodehavende renter, udbytter m.v.		159	258
I alt andre aktiver		159	258
Aktiver i alt	7	238.428	210.397
Passiver			
Investorerens formue	8	237.894	209.876
Skyldige omkostninger		534	521
I alt anden gæld		534	521
Passiver i alt		238.428	210.397

Afdeling Emerging Markets Aktier – Noter til årsregnskab

Note 1 - Renter og udbytter

(1.000 kr.)	2017	2018
Noterede aktier fra udenlandske selskaber	5.859	6.458
	5.859	6.458

Note 2 - Handelsomkostninger

(1.000 kr.)	2017	2018
Bruttohandelsomkostninger	1.358	1.063
Dækket af emissions- og indløsningsindtægter	-531	-148
Handelsomkostninger ved løbende drift	827	915

Note 3 - Administrationsomkostninger

(1.000 kr.)	2017		2018	
	Direkte	Fælles	Direkte	Fælles
Honorar til bestyrelsen m.v.	0	17	24	8
Revisionshonorarer	15	2	8	4
Andre honorarer til revisorer	0	0	0	0
Markedsføringsomkostninger	0	0	0	0
Gebyrer til depotselskab	551	3	519	2
Andre omkostninger i forbindelse med formueplejen	1.754	0	1.658	0
Vederlag til investeringsforvaltningsselskabet	489	0	468	0
Øvrige omkostninger	60	22	56	13
I alt opdeltede administrationsomkostninger	2.869	44	2.733	27
I alt administrationsomkostninger	2.913		2.760	

Note 4 - Skat

(1.000 kr.)	2017	2018
Ikke refunderbar skat på renter og udbytter	748	791
	748	791

Note 5 - Til rådighed for udlodning

(1.000 kr.)	2017	2018
Renter og udbytter	5.859	6.458
Ikke refunderbare udbytteskatter	-748	-791
Kursgevinst/tab til udlodning	31.138	9.610
Administrationsomkostninger til modregning i udlodning	-2.913	-2.760
Udlodningsregulering ved emission/indløsning	295	17
Udlodning overført fra sidste år	-21.293	29
I alt til rådighed for udlodning brutto	12.338	12.563
Heraf foreslået udlodning	-12.309	-12.466
Heraf foreslået udlodning overført til næste år	-29	-97
	0	0

Note 6 - Kapitalandele

Specifikation af finansielle aktiver kan fås ved henvendelse til foreningens kontor.

Note 7 - Aktiver

(pct.)	2017	2018
Fordeling af finansielle instrumenter:		
Børsnoterede finansielle instrumenter	95,9	97,2
Øvrige finansielle instrumenter	4,1	2,8
	100,0	100,0

Af de børsnoterede finansielle instrumenter er 42,0 pct. placeret i Finans, 23,3 pct. i Teknologi, 11,6 pct. i Forbrugsgoder, 5,9 pct. i Materialer, 5,7 pct. i Energi, 4,3 pct. i Kommunikation og 7,2 pct. i andre sektorer

Note 8 - Investorernes formue

	Cirkulerende andele 2017 (stk.)	Formue-værdi 2017 (1.000 kr.)	Cirkulerende andele 2018 (stk.)	Formue-værdi 2018 (1.000 kr.)
Investorerens formue, primo	1.824.555	222.208	1.538.555	237.894
Udlodning fra sidste år vedrørende cirkulerende beviser 31. december		0		-12.309
Ændring i udbetalt udlodning på grund af emission/indløsning		0		49
Emission i året	358.000	51.704	159.509	22.861
Indløsning i året	-644.000	-92.545	-120.000	-17.386
Emissionstillæg		230		71
Indløsningsfradrag		404		77
Handelsomkostninger ved emission/indløsning		-531		-148
Regulering af udlodning ved emissioner og indløsninger i året		-295		-17
Overført til udlodning fra sidste år		21.293		-29
Overførsel af udlodning til næste år		29		97
Foreslået udlodning		12.309		12.466
Overført til resultatopgørelsen		23.088		-33.750
I alt investorernes formue	1.538.555	237.894	1.578.064	209.876

Note 9 - Hoved- og nøgletal

Der henvises til hoved- og nøgletal anført i ledelsesberetningen for afdelingen.

Afdeling Danske Aktier GR

Investeringsområde og -profil

Afdeling Danske Aktier GR investerer i aktier, som er noteret på Nasdaq Copenhagen A/S, samt i likvide bankindsud. Investering kan ske direkte eller gennem andele i andre investeringsforeninger. Aktieudvælgelsen fokuserer hovedsagelig på store og mellemstore selskaber med et stærkt cash flow, en stærk markedsposition samt en dygtig ledelse og finder sted indenfor rammerne af foreningens etiske regler. Afdelingen er aktivt forvaltet og har typisk investeret i en veldiversificeret portefølje på 20-40 selskaber. Afdelingen er unoteret.

Afkast og resultat

Afdelingen gav i 2018 et negativt afkast på -13,9 pct. Det er første negative afkast siden 2011, og det er i forhold til afkastet af benchmark på -7,5 pct. ikke tilfredsstillende. Afkastet har været trukket ned af en række aktier, som har været udvalgt ud fra deres fundamentale værdier og fremtidsudsigter, men som har skuffet. Det drejer sig navnlig om Pandora, A.P. Møller Mærsk, B&O og hertil Danske Bank, som har pådraget sig betydelig negativ omtale. Omvendt har en række virksomheder med gode resultater som Vestas, Ørsted og Coloplast trukket afkastet op.

Markedsudvikling i 2018

2018 blev første år siden 2011, hvor også det danske aktiemarked gav negative afkast til investorerne. Den første del af året startede ellers med en grundlæggende positiv undertone, dog med en række udsving. Hen mod slutningen af året svækkedes tilliden i markedet, og det samlede danske aktiemarked endte med et negativt afkast på -7,5 pct. Set under ét har det danske marked dog ligesom de foregående år klart sig bedre end de øvrige europæiske aktiemarkeder, hvis kursfald var på godt -10 pct.

Risikoprofil og særlige risici

Afdelingen investerer i danske aktier og er dermed eksponeret til såvel den generelle udvikling på de internationale aktiemarkeder som den specifikke udvikling i rækken af selskaber her i Danmark. Det danske aktiemarked er præget af forholdsvis få store selskaber og en række mindre selskaber, og mulighederne for diversifikation er mere begrænset end på større markeder. Selvom danske aktier er noteret i danske kroner, har selskaberne typisk en international forretning og er dermed eksponeret til valutamar-kederne derigennem.

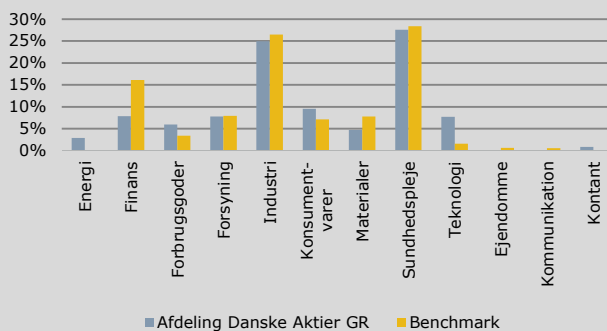
Forventninger til 2019

Forventningerne til kursudviklingen på det danske aktiemarked i 2019 er moderat positive. Kursnedgangen sidst i 2018 samt den fortsatte økonomiske vækst både herhjemme og i resten af verden har under ét betydet, at værdifastsættelsen af aktierne igen er blevet mere attraktiv set i forhold til det fortsat lave renteniveau. Blandt risikofaktorerne bør dog nævnes de globale politiske spændinger, herunder det videre forløb af Brexit samt de stadig større udfordringer for EU samarbejdet. Endvidere må der forventes en gradvis normalisering af det lave renteniveau.

Fakta om Afdeling Danske Aktier GR

Unoteret / Stiftet	2017
Akkumulerende – Aktiebaseret	
Risikokategori	6
Risikoprofil	Gul
Benchmark	OMX Københavns Totalindeks Cap. incl. udbytte
ÅOP	1,19
Indirekte handelsomkostninger	0,12

Porteføljens sammensætning ultimo december 2018

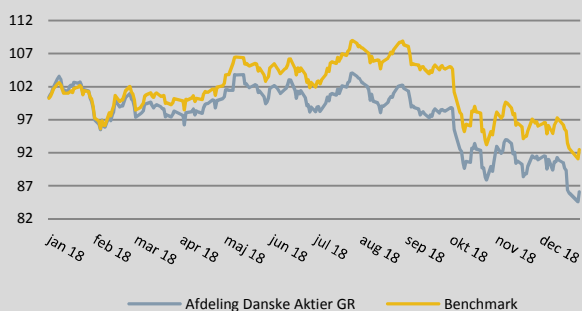


Porteføljens 10 største positioner *)

1	Novo Nordisk	9,88%
2	Ørsted	7,81%
3	DSV	6,92%
4	Danske Bank	5,78%
5	A. P. Møller – Mærsk A	5,52%
6	Chr. Hansen Holding	4,91%
7	Coloplast B	4,88%
8	Novozymes B	4,69%
9	Carlsberg B	4,66%
10	William Demant Holding	4,64%

*) De 10 største positioner er opgjort pr. ultimo december 2018

Kursudvikling (indekseret 12 måneder)



Afdeling Danske Aktier GR – Årsregnskab

Hoved- og nøgletal for det seneste år

	2017 ¹⁾	2018
Hovedtal i mio.kr.		
Årets nettoresultat	-11,8	-27,1
Investorerne formue inkl. udlodning	256,9	111,3
Cirkulerende andele (nominel værdi)	188,8	95,0
Nøgletal		
Indre værdi pr. andel, kr.	136,07	117,12
Årets afkast i pct.	-4,42	-13,93
Sharpe ratio ²⁾	-	-
Standardafvigelse ²⁾	-	-
Omkostningsprocent	0,31	1,05
Omsætningshastighed	0,19	0,78
Tracking error ²⁾	-	-
Active share	43,04	34,00
Benchmark		
Benchmark afkast i pct.	16,82	-7,50
Sharpe ratio ²⁾	-	-
Standardafvigelse ²⁾	-	-
Bemærk:	1) For perioden 28. september 2017 - 31. december 2017. Afdelingen er stiftet i juni 2017	
	2) Afdelingen er under 3 år	

Resultatopgørelse

(1.000 kr.)	Note	2017 ¹⁾	2018
Udbytter		769	4.920
I alt renter og udbytter	1	769	4.920
Kapitalandele		-11.459	-28.645
Handelsomkostninger	2	-195	-192
I alt kursgevinster og -tab		-11.654	-28.837
I alt indtægter		-10.885	-23.917
Administrationsomkostninger	3	-828	-2.436
Resultat før skat		-11.713	-26.353
Skat	4	-115	-776
Årets nettoresultat		-11.828	-27.129
Overskudsdisponering			
Årets nettoresultat		-11.828	-27.129
Overført til formuen		-11.828	-27.129

¹⁾ For perioden 28. september - 31. december 2017

Balance, ultimo

(1.000 kr.)	Note	2017	2018
Aktiver			
Indestående i depotselskab		3.641	968
I alt likvide midler		3.641	968
Noterede aktier fra danske selskaber		237.521	107.977
Noterede aktier fra udenlandske selskaber		16.227	2.631
I alt kapitalandele	5	253.748	110.608
Aktiver i alt	6	257.389	111.576
Passiver			
Investorerne formue	7	256.916	111.264
Skyldige omkostninger		473	312
I alt anden gæld		473	312
Passiver i alt		257.389	111.576

Afdeling Danske Aktier GR – Noter til årsregnskab

Note 1 - Renter og udbytter

(1.000 kr.)	2017	2018
Noterede aktier fra danske selskaber	769	4.631
Noterede aktier fra udenlandske selskaber	0	289
	769	4.920

Note 2 - Handelsomkostninger

(1.000 kr.)	2017	2018
Bruttohandelsomkostninger	199	266
Dækket af emissions- og indløsningsindtægter	-4	-74
Handelsomkostninger ved løbende drift	195	192

Note 3 - Administrationsomkostninger

(1.000 kr.)	2017		2018	
	Direkte	Fælles	Direkte	Fælles
Honorar til bestyrelsen m.v.	0	19	24	4
Revisionshonorarer	15	2	8	4
Andre honorarer til revisorer	0	0	0	0
Markedsføringsomkostninger	0	0	0	0
Gebyrer til depotselskab	95	1	211	2
Andre omkostninger i forbindelse med formueplejen	527	0	1.715	0
Vederlag til investeringsforvaltningsselskabet	140	0	445	0
Øvrige omkostninger	25	4	13	10
I alt opdeltede administrationsomkostninger	802	26	2.416	20
I alt administrationsomkostninger		828		2.436

Note 4 - Skat

(1.000 kr.)	2017	2018
Ikke refunderbar skat på renter og udbytter	115	776
	115	776

Note 5 - Kapitalandele

Specifikation af finansielle aktiver kan fås ved henvendelse til foreningens kontor.

Note 6 - Aktiver

(pct.)	2017	2018
Fordeling af finansielle instrumenter:		
Børsnoterede finansielle instrumenter	98,6	99,1
Øvrige finansielle instrumenter	1,4	0,9
	100,0	100,0

Af de børsnoterede finansielle instrumenter er 27,9 pct. placeret i Sundhedspleje, 25,2 pct. i Industri, 9,6 pct. i Konsumentvarer, 8,0 pct. i Finans, 7,9 pct. i Forsyning, 7,8 pct. i Teknologi og 13,6 pct. i andre sektorer.

Note 7 - Investorerens formue

	Cirkulerende andele 2017 (stk.)	Formue-værdi 2017 (1.000 kr.)	Cirkulerende andele 2018 (stk.)	Formue-værdi 2018 (1.000 kr.)
Investorerens formue, primo	0	0	1.888.053	256.916
Emission i året	1.888.053	268.744	83.088	11.036
Indløsning i året	0	0	-1.021.119	-129.700
Emissionstillæg		4		16
Indløsningsfradrag		0		199
Handelsomkostninger ved emission/indløsning		-4		-74
Overført til resultatopgørelsen		-11.828		-27.129
I alt investorerens formue	1.888.053	256.916	950.022	111.264

Note 8 - Hoved- og nøgletal

Der henvises til hoved- og nøgletal anført i ledelsesberetningen for afdelingen.

Afdeling Globale Aktier GR

Investeringsområde og -profil

Afdeling Globale Aktier GR investerer i internationale aktier, som er noteret på en fondsbørs eller et andet reguleret marked, samt i likvide bankindskud. Investering kan ske direkte eller gennem andele i andre investeringsforeninger. Aktieudvælgelsen fokuserer på store selskaber med et stærkt cash flow, en stærk markedsposition samt en dygtig ledelse og finder sted indenfor rammerne af foreningens etiske regler. Afdelingen er aktivt forvaltet, og dens investeringer er diversificeret på lande og sektorer og omfatter typisk mellem 35 og 100 selskaber.

Afkast og resultat

Afdelingen gav i 2018 et afkast på -7,9 pct. Afdelingens benchmark faldt til sammenligning -3,9 pct., og årets resultat er således ikke tilfredsstillende. Afdelingen har været overvægtet i defensive, navnlig europæiske selskaber, som har haft en svagere kursudvikling end markedet i øvrigt. Generelt har porteføljen været undervægtet vækstsektorer som IT og sundhed, som har haft den bedste kursudvikling, ligesom selskabsvalget indenfor flere sektorer har trukket afkastet ned.

Markedsudvikling i 2018

2018 blev første år siden 2011, hvor de globale aktiemarkeder gav negative afkast til investorerne. Året startede ellers med en moderat positiv udvikling, dog med udsving, men sidst på året svækkedes kursudviklingen. Globalt var de amerikanske aktiemarkeder de eneste, som målt i DKK gav et afkast tæt på nul, mens både de europæiske og asiatiske markeder gav negative afkast. En del af forklaringen er dog en stigning i USD overfor DKK på godt 5 pct. gennem året. Sektormæssigt var det teknologi og sundhed, som havde den bedste kursudvikling, mens råvarer, energi, finans og forbrug var de svageste sektorer.

Risikoprofil og særlige risici

Afdelingen investerer i alle verdens aktiemarkeder og er dermed eksponeret til den generelle udvikling på de internationale aktiemarkeder, snarere end udviklingen på enkelte markeder. Investeringspolitikken er fortrinsvis rettet mod større selskaber, der i mange tilfælde driver en international forretning. Risikoen er dermed for en del af disse selskaber eksponeret til den generelle internationale markedsudvikling snarere end til udviklingen på de enkelte nationale eller regionale markeder.

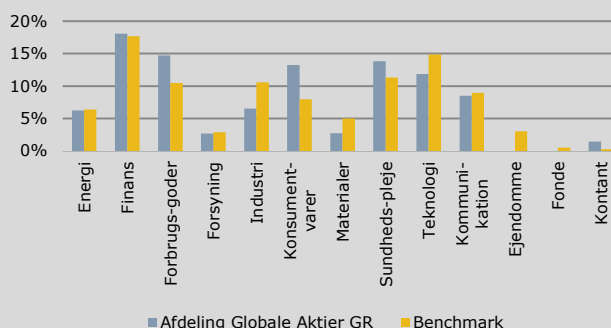
Forventninger til 2019

Forventningerne til kursudviklingen på de globale aktiemarkeder i 2019 er moderat positive. Kursnedgangen sidst i 2018 samt den fortsatte vækst i verdensøkonomien og i virksomhedernes indtjening har under ét betydet, at værdifastsættelsen af aktier igen er blevet mere attraktiv i forhold til de fortsat lave renter. Blandt risikofaktorerne bør dog både indregnes de globale politiske spændinger og usikkerhedsmomenter samt effekterne af en gradvis normalisering af de seneste års meget lave renter.

Fakta om Afdeling Globale Aktier GR

Unoteret / Stiftet	2017
Akkumulerende – Aktiebaseret	
Risikokategori	5
Risikoprofil	Gul
Benchmark	MSCI World Index incl. udbytte
ÅOP	1,40
Indirekte handelsomkostninger	0,06

Porteføljens sammensætning ultimo december 2018

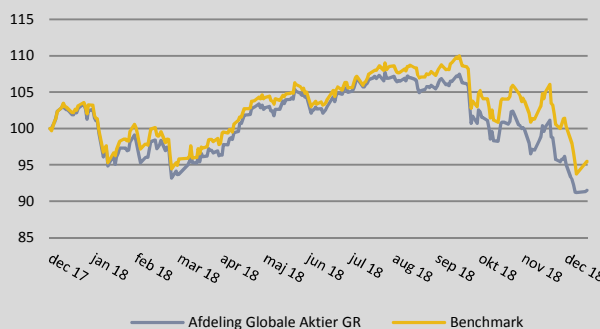


Porteføljens 10 største positioner *)

1	Burford Capital	2,79%
2	Johnson & Johnson	2,71%
3	Coca Cola	2,70%
4	Henkel	2,68%
5	Genpact	2,59%
6	Mastec	2,58%
7	Goldman Sachs	2,51%
8	Alphabet	2,39%
9	SAP	2,39%
10	Merck	2,29%

*) De 10 største positioner er opgjort pr. ultimo december 2018

Kursudvikling (indekseret 12 måneder)



Afdeling Globale Aktier GR – Årsregnskab

Hoved- og nøgletal for det seneste år

	2017 ¹⁾	2018
Hovedtal i mio.kr.		
Årets nettoresultat	2,4	-10,9
Investorerne formue inkl. udlodning	101,8	108,5
Cirkulerende andele (nominel værdi)	102,9	119,1
Nøgletal		
Indre værdi pr. andel, kr.	98,92	91,14
Årets afkast i pct.	2,50	-7,87
Sharpe ratio ²⁾	-	-
Standardafvigelse ²⁾	-	-
Omkostningsprocent	0,40	1,14
Omsætningshastighed	0,06	0,43
Tracking error ²⁾	-	-
Active share	78,54	79,64
Benchmark		
Benchmark afkast i pct.	7,72	-3,91
Sharpe ratio ²⁾	-	-
Standardafvigelse ²⁾	-	-

Bemærk: 1) For perioden 28. september 2017 - 31. december 2017. Afdelingen er stiftet i juni 2017
2) Afdelingen er under 3 år

Resultatopgørelse

(1.000 kr.)	Note	2017 ¹⁾	2018
Udbytter		406	2.098
I alt renter og udbytter	1	406	2.098
Kapitalandele		2.556	-11.310
Andre øvrige aktiver/passiver		-1	1
Handelsomkostninger	2	-77	-185
I alt kursgevinster og -tab		2.478	-11.494
I alt indtægter		2.884	-9.396
Administrationsomkostninger	3	-401	-1.216
Resultat før skat		2.483	-10.612
Skat	4	-52	-244
Årets nettoresultat		2.431	-10.856
Overskudsdisponering			
Årets nettoresultat		2.431	-10.856
Overført til formuen		2.431	-10.856

¹⁾ For perioden 28. september - 31. december

Balance, ultimo

(1.000 kr.)	Note	2017	2018
Aktiver			
Indestående i depotselskab		1.702	1.496
I alt likvide midler		1.702	1.496
Noterede aktier fra udenlandske selskaber		100.243	107.157
I alt kapitalandele	5	100.243	107.157
Tilgodehavende renter, udbytter m.v.		69	81
Andre tilgodehavender		0	26
I alt andre aktiver		69	107
Aktiver i alt	6	102.014	108.760
Passiver			
Investorerne formue	7	101.821	108.510
Skyldige omkostninger		193	250
I alt anden gæld		193	250
Passiver i alt		102.014	108.760

Afdeling Globale Aktier GR – Noter til årsregnskab

Note 1 - Renter og udbytter

(1.000 kr.)	2017	2018
Noterede aktier fra udenlandske selskaber	406	2.098
	406	2.098

Note 2 - Handelsomkostninger

(1.000 kr.)	2017	2018
Bruttohandelsomkostninger	80	256
Dækket af emissions- og indløsningsindtægter	-3	-71
Handelsomkostninger ved løbende drift	77	185

Note 3 - Administrationsomkostninger

(1.000 kr.)	2017		2018	
	Direkte	Fælles	Direkte	Fælles
Honorar til bestyrelsen m.v.	0	7	24	4
Revisionshonorarer	15	1	8	2
Andre honorarer til revisorer	0	0	0	0
Markedsføringsomkostninger	0	0	0	0
Gebyrer til depotselskab	53	1	127	2
Andre omkostninger i forbindelse med formueplejen	202	0	733	0
Vederlag til investeringsforvaltningsselskabet	96	0	298	0
Øvrige omkostninger	25	1	14	4
I alt opdeltede administrationsomkostninger	391	10	1.204	12
I alt administrationsomkostninger		401		1.216

Note 4 - Skat

(1.000 kr.)	2017	2018
Ikke refunderbar skat på renter og udbytter	52	244
	52	244

Note 5 - Kapitalandele

Spekifikation af finansielle aktiver kan fås ved henvendelse til foreningens kontor.

Note 6 - Aktiver

(pct.)	2017	2018
Fordeling af finansielle instrumenter:		
Børsnoterede finansielle instrumenter	98,3	98,5
Øvrige finansielle instrumenter	1,7	1,5
	100,0	100,0

Af de børsnoterede finansielle instrumenter er 18,3 pct. placeret i Finans, 14,9 pct. i Forbrugsgoder, 14,1 pct. i Sundhedspleje, 13,5 pct. i Konsumentvarer, 12,1 pct. i Teknologi, 8,6 pct. i Kommunikation, 6,6 pct. i Industri, 6,3 pct. i Energi og 5,6 pct. i andre sektorer.

Note 7 - Investorerens formue

	Cirkulerende andele 2017 (stk.)	Formue-værdi 2017 (1.000 kr.)	Cirkulerende andele 2018 (stk.)	Formue-værdi 2018 (1.000 kr.)
Investorerens formue, primo	0	0	1.029.322	101.821
Emission i året	1.029.322	99.390	252.219	26.398
Indløsning i året	0	0	-90.947	-8.867
Emissionstillæg			3	64
Indløsningsfradrag			0	21
Handelsomkostninger ved emission/indløsning			-3	-71
Overført til resultatopgørelsen		2.431		-10.856
I alt investorerens formue	1.029.322	101.821	1.190.594	108.510

Note 8 - Hoved- og nøgletal

Der henvises til hoved- og nøgletal anført i ledelsesberetningen for afdelingen.

Fællesnote

Ledelsen

Bestyrelsesformand

Lisa Herold Ferbing, Ledelsesrådgiver, Cand.jur. & Executive Coach

Ansættelsessted: Selvstændig

Formand: Investeringsforeningen Lån & Spar Invest og Kapitalforeningen Lån & Spar MixInvest

Bestyrelsesmedlem: Invest Administration A/S

Direktionsposter: Casa Monte Verde ApS

Øvrige hverv: Formand for repræsentantskabet i Lån & Spar Bank, Dansk IT

Næstformand

Kjeld Iversen, Direktør

Ansættelsessted: Kjeld Iversen ApS

Formand: R. Riisfort A/S, Riisfort Holding A/S, Riisfort Invest A/S, Unik System Design A/S, Unik IT A/S, Unik Gruppen A/S og Unik Pine Tree A/S

Bestyrelsesmedlem: Investeringsforeningen Lån & Spar Invest og Kapitalforeningen Lån & Spar MixInvest

Bestyrelsesmedlem

Niels Mazanti, Finansdirektør

Ansættelsessted: C.L. Davids Fond og Samling

Næstformand: Investeringsforeningen Lån & Spar Invest og Kapitalforeningen Lån & Spar MixInvest

Bestyrelsesmedlem: Business Angels Fond – London I A/S, Davista K/S, Davista Komplementarselskab A/S, Nordic Corporate Investments A/S, SGH Komplementarselskab ApS, Sportgoodsfonden, Sportgoods Holding P/S

Direktionsposter: C.L. Davids Fond og Samling, CTKM 185 ApS, Davids Holding ApS, SGH Komplementarselskab ApS og Sportgoods Holding P/S

Bestyrelsesmedlem

Jes Damsted, Management konsulent, Cand.merc.jur.

Ansættelsessted: Selvstændig

Formand: Carnegie Investment Fund-Nordic Equity Fund, FF Forsikring A/S, Investeringsforeningen Carnegie Wealth Management, Investeringsforeningen Falcon Invest, Kapitalforeningen Falcon Invest og Realråd ApS

Bestyrelsesmedlem: Barfoed Group, Investeringsforeningen Lån & Spar Invest, Kapitalforeningen Lån & Spar MixInvest, Pensam A/S og Loan-Sensor IVS

Øvrige hverv: Formand for København Nord(EUD, EUX, HHX og STX) og bestyrelsesmedlem i Cphbusiness (Copenhagen Business Academy)

Direktion

Niels Erik Eberhard

Ansættelsessted: Direktør i Invest Administration A/S

Bestyrelsesmedlem: Investering Danmark

Væsentlige aftaler med samarbejdspartnere

Foreningen har indgået en række aftaler med samarbejdspartnere. Aftalerne er nærmere beskrevet i foreningens prospekt og gennemgås årligt af bestyrelsen og genforhandles i overensstemmelse hermed.

Aftale om depotbankfunktion

Aftalen er indgået med Lån & Spar Bank A/S om opbevaring af foreningens værdipapirer og likvider samt om tilhørende kontrolopgaver hertil.

Aftale om administration

Aftalen er indgået med Invest Administration A/S, der er et datterselskab af Lån & Spar Bank A/S, om foreningens drift og daglige ledelse.

Aftaler om markedsføring og formidling

Aftalen er indgået med Lån & Spar Bank A/S om markedsføring af foreningens beviser samt tilhørende rådgivning af foreningens investorer.

Aftale om investeringsrådgivning

Aftalen er indgået med Gudme Raaschou Asset Management, der er en del af Lån & Spar Bank A/S, om investeringsrådgivning og styring af foreningens værdipapirer, etc.

Aftale om prisstillelse i markedet

Aftalen er indgået med Lån & Spar Bank A/S om daglig prisstillelse af foreningens beviser i markedet samt på Nasdaq Copenhagen A/S.

Aftale om ejerbog

Aftalen er indgået med Computershare A/S om føring af foreningens fortegnelse over dens navnoterede investorer.

Bestyrelseshonorar

(1.000 kr.)	2017	2018
Bestyrelseshonorar	291	298
Der er ikke indgået incitamentsprogrammer, og der udbetales ikke særskilt vederlag til direktionen, da dette er indeholdt i vedlaget til investeringsforvaltningselskabet		
	291	298

Revisionshonorar

(1.000 kr.)	2017	2018
Honorar til den valgte revisor fordeler sig således:		
Lovpligtig revision	126	116
Andre erklæringsopgaver	0	0
Skatterådgivning	0	0
Andre ydelser end revision	0	0
	126	116

Anvendt regnskabspraksis

Årsrapporten for Investeringsforeningen Gudme Raaschou aflægges i overensstemmelse med lov om investeringsforeninger m.v. Der er ikke foretaget ændringer i den anvendte regnskabspraksis i forhold til årsrapporten 2017.

Beløb i fremmed valuta

Indtægter og udgifter i udenlandsk valuta indgår i resultatopgørelsen omregnet til danske kroner ved anvendelse af transaktionsdagens valutakurs. Mellemværende i fremmed valuta omregnes til danske kroner på grundlag af GMT1600-kurser ultimo regnskabsåret. Unoterede valutakurser er fastlagt på baggrund af handelskurserne ultimo regnskabsåret.

Resultatopgørelsen

Renteindtægter omfatter realiserede og periodiserede renter af obligationer. Renteindtægter på kontant indestående hos depotselskabet m.v. omfatter indtjente og periodiserede renter. Udbyttet omfatter de i regnskabsåret indtjente danske aktieudbytter samt udenlandske aktieudbytter.

I det regnskabsmæssige resultat indgår realiserede og urealiserede kursgevinster/-tab. Realiserede kursgevinster/-tab beregnes på grundlag af forskellen mellem salgsværdien og kursværdien primo året, henholdsvis købsprisen i året, såfremt aktivet er anskaffet i regnskabsåret. Urealiserede kursgevinster/tab beregnes som forskellen mellem kursværdien ultimo året og primo året eller købsprisen i året, såfremt aktivet er anskaffet i regnskabsåret.

I opgørelsen af udlodningen er kursgevinster og kurstab til rådighed for udlodning baseret på de realiserede skattepligtige gevinster, som beregnes i forhold til anskaffelsværdien. Eventuelle fremførbare tab er fratrukket. I udlodningen, der opfylder ligningslovens § 16C, indgår tillige renter og udbytter med fradrag af administrationsomkostninger.

Administrationsomkostninger, der ikke umiddelbart kan henføres til den enkelte afdeling, er fordelt mellem afdelingerne under hensyntagen til afdelingernes formue ultimo hver måned, jf. vedtægternes § 24.

Under handelsomkostninger føres alle direkte omkostninger i forbindelse med en afdelings handler udført i forbindelse med værdipapirplejen i afdelingen. Handelsudgifter i forbindelse med emissioner og indløsninger i en afdeling føres direkte på formuen.

I formuebevægelserne for de udloddende afdelinger er indeholdt udlodningsregulering, således at de udlodningspligtige beløb er korrigeret efter udviklingen i den cirkulerende mængde af investeringsbeviser.

Balancen

Finansielle instrumenter indregnes og måles til dagsværdi. Ved finansielle instrumenter forstås værdipapirer, pengemarkedsinstrumenter, andele udstedt af andre foreninger, afledte finansielle instrumenter samt likvide midler, herunder valuta. For likvide beholdninger svarer dagsværdien normalt til den nominelle værdi.

Børsnoterede værdipapirer, f.eks. aktier og obligationer, er indregnet til dagsværdi, der opgøres ud fra lukkekurs ultimo regnskabsåret (sidste børsdag i året), idet udtrukne obligationer optages til nutidsværdi, der typisk svarer til den nominelle værdi. Udenlandske værdipapirer er omregnet efter valutakurs ultimo regnskabsåret.

Værdipapirer indgår og udtages på handelsdagen.

Andre aktiver måles til dagsværdi, og der indgår:

Tilgodehavender renter: Bestående af periodiserede renter på balancedagen.

Tilgodehavende udbytter: Bestående af udbytter deklareret før balancedagen med afregning efter balancedagen.

Mellemværende vedrørende handelsafvikling: Bestående af værdien af provenu et fra salg af finansielle instrumenter samt fra emissioner før balancedagen, hvor betalingen sker efter balancedagen.

Andre tilgodehavender: Bestående af refunderbar udbytteskat tilbageholdt i udlandet.

Anden gæld måles til dagsværdi, og der indgår:

Skyldige omkostninger: Omkostninger som vedrører regnskabsåret, men som først afregnes i det efterfølgende år.

Mellemværende vedrørende handelsafvikling: Bestående af værdien af provenu et fra køb af finansielle instrumenter samt fra indløsninger før balancedagen, hvor betalingen sker efter balancedagen.

Nøgletal

Cirkulerende andele: Den nominelle kapital af den pågældende afdelings udestående antal andele ultimo året.

Indre værdi pr. andel: Indre værdi pr. andel beregnes som investorernes formue divideret med antal cirkulerende andele ultimo året.

Udlodning pr. andel: Det udbytte, der udbetales efter generalforsamlingen pr. andel. Udbyttet udgør mindst et beløb beregnet efter skattelovgivningens regler om minimumsudlodning som renter, udbytter samt realiserede, men ikke urealiserede kursgevinster og -tab. Udbyttet er skattepligtigt for investor.

Årets afkast i procent: Afkast i procent angiver det samlede afkast i den pågældende afdeling i året. Afkastet opgøres som ændring i indre værdi fra primo til ultimo året med korrektion for eventuel udlodning til investorerne i året.

Sharpe ratio: Sharpe ratio er et udtryk for en afdelings afkast eller benchmarkafkastet set i forhold til den påtagede risiko. Nøgletallet beregnes som det historiske afkast minus den risikofri rente divideret med standardafvigelsen på det månedlige afkast i perioden. Sharpe ratio opgøres alene, hvis afdelingens levetid er minimum 36 måneder og højst for en 60 måneders periode.

Standardafvigelse: Standardafvigelsen er et udtryk for udsving i afdelingens afkast eller benchmarkafkastet, og er et statistisk risikomål. Nøgletallet er beregnet på basis af månedlige afkasttal. Standardafvigelse opgøres alene, hvis afdelingens levetid er minimum 36 måneder og højst for en 60 måneders periode.

Active share: Et mål for, hvor stor en andel af porteføljen, der ikke er sammenfaldende med benchmark. Dette nøgletal vises for aktieafdelinger og er et øjebliksbillede på statusdagen.

Tracking error: Et matematisk udtryk for variationen i forskellen på afkastet mellem en afdeling og dens benchmark.

Omkostningsprocent: Omkostningsprocenter beregnes som afdelingens administrationsomkostninger for året divideret med gennemsnitsformuen, hvor gennemsnitsformuen opgøres som et simpelt gennemsnit af formuens værdi ved udgangen af hver måned i året.

Omsætningshastighed: Omsætningshastigheden viser antal gange en afdelings beholdning af finansielle instrumenter er omsat ved porteføljepleje i løbet af året. Det beregnes som halvdelen af summen af det samlede køb og salg af værdipapirer fratrukket den del af omsætningen, der skyldes emissioner og indløsninger i afdelingen.

ÅOP: ÅOP (Årlige Omkostninger i Procent) er opgjort som summen af afdelingens omkostningsprocent (administrationsomkostninger i regnskabsåret i procent), direkte handelsomkostninger ved løbende drift i regnskabsåret i procent, samt (aktuelle maksimale emissionstillæg i procent og maksimale indløsningsfradrag i procent)/7, idet 7 år anses som investors gennemsnitlige investeringshorisont. Indirekte handelsomkostninger er de omkostninger, der ikke medregnes i ÅOP, og som hidrører fra spændet mellem købs- og salgskurserne i værdipapirmarkedet.

Benchmarkafkast i procent: Benchmarkafkastet beregnes som ændringen opgjort i danske kroner i det valgte markedsindeks for den pågældende afdeling i året og inkluderer ikke de ved porteføljepleje forbundne handelsomkostninger m.v.

Investeringsforeningen
Gudme Raaschou
Badstuestræde 20
1209 København K
www.gudme-invest.dk