



# Årsrapport 2017

Investeringsforeningen

**GUDME RAASCHOU**

## 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 12. april 2018 hos investeringsforvaltningsselskabet, Badstuestræde 20, 1209 København K.

### Finanskalenderen

Årsrapport 2017	19. marts 2018
Generalforsamling	12. april 2018
Halvårsrapport 2018	30. august 2018

# Indhold

## Ledelsesberetning

Årets resultat og udbytte .....	3
De finansielle markeder i 2017.....	3
Forventninger til 2018.....	4
Fusion af afdelinger.....	4
Risici og risikostyring .....	5
Andre forhold.....	5

## Påtegninger

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

## Beretning og årsregnskab

1. januar – 31. december 2017.....	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

- Den pæne udvikling i verdensøkonomien fortsætter, men foreløbig uden at skabe inflation.
- Udviklingen i verdensøkonomien understøtter aktiekurserne, men aktierne er efterhånden højt prissat.
- Renteniveauet er på vej op i USA, hvorimod det forventes at være fortsat lavt i Europa indtil videre.
- De politiske risici i verden spiller fortsat en rolle, men en række forhold er mere afklarede.

## Afdelingernes resultat, afkast, formue og udbytte

Afdeling	Resultat (mio. kr.)	Afkast (pct.)	Benchmark afkast (pct.)	Formue ultimo 2017 (mio. kr.)	Forslag til udbytter for 2017 (kr. pr. andel)
European High Yield	155,67	6,20	6,37	2.753,61	4,10
US High Yield	16,59	3,31	7,47	434,66	18,40
Emerging Markets Debt	8,27	4,51	7,30	178,63	12,30
Emerging Markets Aktier	56,42	26,96	20,82	237,89	8,00
Danske Aktier GR	-11,83	-4,42	16,82	256,92	0,00
Globale Aktier GR	2,43	2,50	7,89	101,82	0,00
I alt	227,56			3.963,54	

## Årets resultat og udbytte

Foreningens årsrapport med regnskab og indstilling til resultatfordeling fremlægges her af bestyrelsen til godkendelse på den ordinære generalforsamling den 12. april 2018.

### Foreningens resultat

Det regnskabsmæssige resultat for alle afdelingerne blev under ét på kr. 227,6 mio. i 2017 mod kr. 206,6 mio. året forinden. Afdelingen med emerging markets aktier gav et pænt afkast som afspejling af udviklingen i verdensøkonomien. Afkastet i de nystartede afdelinger for danske aktier og globale aktier dækker kun en del af året, men har ikke været tilfredsstillende set i forhold til afdelingernes benchmark. Dette er beskrevet nærmere under de enkelte afdelinger og kan i høj grad henføres til, at investeringsstrategiens aktievalg har undervægtet aktier, der i høj grad har nydt godt af verdensøkonomiens højkonjunktur. Obligationsafdelingerne i high yield og emerging markets obligationer præsterede pæne, positive afkast, ligeledes i en afspejling af den positive udvikling i virksomhedernes økonomi.

Foreningens samlede formue faldt i 2017 med 11,4 pct. til kr. 3.963,5 mio. ved udgangen af året. Formuefaldet er et udtryk for, at en række afdelinger er fusioneret med tilsvarende afdelinger i Lån & Spar Invest og overflyttet dertil.

### Udbytter for 2017

Bestyrelsen indstiller, at der 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 2017

#### Den økonomiske udvikling

Verdensøkonomien er i fremgang. Både USA, Europa og Kina har pæn fremgang. Væksten i verdensøkonomien har ifølge OECD været på 3,6 pct. i 2017. OECD forventer, at væksten bliver lidt højere i 2018, men inflation og lønvækst er fortsat afdæmpet. OECD's primære bekymring er den stigende gældssætning i de private husholdninger, men også i mange virksomheder. Det kan gøre økonomierne mere sårbare.

I USA har væksten gennem flere år været pæn, og det ventes understøttet af skattereformen, der sænker selskabsskatten til 21 pct. fra 35 pct. I Danmark er selskabsskatteprocenten til sammenligning 22 pct.

I Europa går det også fremad, men på et lavere væksthiveau, men væksten forventes understøttet af den europæiske centralbanks fortsat meget lempelige pengepolitik. I konjunkturforløbet er Europa dog stadig langt efter USA.

Kina er største bidragsyder til væksten i verdensøkonomien og vil formentlig også være det i de kommende år. Men Kina er i gang med en transformation, hvor det indenlandske forbrug mere og mere skal tage over for den eksportbaserede del af økonomien. Det vil alt andet lige betyde lavere vækstrater i de kommende år.

Politisk blev 2017 mindre turbulent end de foregående år. Der er fortsat mange usikkerhedsmomenter, herunder Brexit-forhandlingerne, Nordkorea etc., men finansmarkederne vurderer den ikke så negativt som tidligere.

#### Pengepolitikken

Ved indgangen til 2017 var det forventet, at den amerikanske centralbank ville hæve renten ad flere omgange, men selvom det er gået i lidt langsommere takt, er renten hævet tre gange i løbet af året, og der er forventninger om flere renteforhøjelser i løbet af 2018.

I Europa er konjunkturudviklingen ikke så langt, og der er i 2017 fortsat ikke ændret på renterne, ligesom den europæiske centralbank er fortsat med sit opkøbsprogram af obligationer. Der er fortsat ikke forventninger til, at centralbanken hæver renten i 2018.

#### Obligationsmarkedet

I Europa har den europæiske centralbanks obligationsopkøbsprogram medvirket stærkt til at holde renten på et lavt niveau i 2017, og indtil videre har væksten i verdensøkonomien ikke ændret dette. Det kan tillige henføres til en fortsat lav inflation, selvom der kan spores en svagt opadgående tendens i inflationen.

I Danmark er der fortsat negative renter på de korte statsobligationer, og for året som helhed var der ikke store bevægelser i renten på de 10-årige danske statsobligationer, der ved årets udgang lå i niveauet 0,4 pct.

Det danske realkreditmarked har også haft gavn af den lempelige pengepolitik og efterspørgslen efter kreditobligationer. Udviklingen er blevet yderligere forstærket af en kombination af en stor udenlandsk købsinteresse, og udenlandske investorer er nu nået op på at eje ca. 30 pct. af alle danske realkreditobligationer. Det danske realkreditspænd var som følge heraf ved udgangen af året på et absolut og relativt set lavt niveau.

Det er bemærkelsesværdigt, hvor stor renteforskellen mellem de korte obligationer i USA og Europa er blevet i løbet af 2017. Renten på en 2-årig amerikansk statsobligation var ved udgangen af 2017 steget til 1,9 pct., hvilket er 2,5 pct. point højere end en tilsvarende tysk statsobligation. Udviklingen i de amerikanske renter kan være en indikation for retningen, når ECB igen måtte normalisere sin pengepolitik

#### Aktiemarkedet

Aktiemarkederne fortsatte i 2017 den positive udvikling fra de foregående år. De europæiske aktier og især de danske aktier fik en korrektion i kursdannelsen i slutningen af året, men 2017 blev gennemgående et godt år for investorerne. Sektormæssigt var det igen teknologiaktierne, der udviste de største kursstigninger. Aktierne i emerging markets landene blev det bedste marked i 2017 med afkast over 20 pct. Der har generelt været store forskelle i afkastene, og det skal tages i betragtning, at faldet i USD kursen har bevirket, at kursstigningerne har været mindre, når der omregnes fra USD baserede markeder til danske kroner.

Overordnet har kursdannelsen på de globale aktiemarkeder i 2017 været præget af god indtjening, og aktier med vækstpotentiale har generelt

udvist de største stigninger. Dette gælder såvel for danske som globale selskaber.

Den stigende værdiansættelse af aktiemarkedene kan dog vække bekymring. Fundamentet for kursudviklingen er den positive økonomiske udvikling, men også det fortsat meget lave renteniveau i navnlig Europa. Værdiansættelsen er gennem de senere år steget mere end udviklingen i virksomhedernes indtjening, og det kan betyde tilbageslag i aktiemarkedene, hvis den økonomiske vækst skuffer.

#### Valutamarkedet

USA har hævet renten tre gange i 2017, men USD er alligevel blevet svækket med godt 11 pct. overfor DKK, der jo følger EUR tæt. Styrkelsen af EUR overfor USD kan til en vis grad tilskrives, at den økonomiske vækst i Europa nu også er kommet i gang, og at de foregående års svære sager i europæisk politik står lidt mindre påtrængende nu, men en del må også tilskrives den politiske udvikling i USA. I Europa har Brexit-forhandlingerne selvsagt været med til at svække GBP overfor EUR. Også SEK og NOK er svækket overfor EUR.

#### Kreditmarkedet

Erhvervsobligationer har generelt haft et rigtigt godt år. Økonomisk vækst og pæne regnskaber har indebåret en indsnævring af kreditspændene, og ved udgangen af året lå det europæiske high yield kreditspænd på 2,8 pct., det amerikanske på 3,6 pct., og emerging markets kreditspændene på 4,1 pct. Overalt har det været udstedelserne med den svageste kredit rating, der har oplevet de største kursstigninger.

### Forventninger til 2018

Der er vækst i verdensøkonomien og et tiltagende om end svagt stigende pres på inflationen. Pengepolitikken i USA og Europa bliver derfor også gradvist mindre lempelig i Europa. I USA ventes renten hævet flere gange i løbet af 2018, hvorimod den europæiske centralbank næppe hæver renten i 2018, men formentlig nøjes med at udfase obligationsopkøbene. Herhjemme ventes Nationalbanken også at fastholde en negativ indskudsbevisrente.

De korte obligationsrenter ventes fortsat at være forankret heri, mens renterne på de lange obligationer i højere grad vil være markedsbestemte af de positive forventninger til verdensøkonomien og på lidt længere sigt en tiltagende inflation.

Den positive udvikling på aktiemarkedene ventes også at fortsætte ind i 2018, understøttet af fremgang i virksomhedernes indtjening, indtil videre lav inflation samt god likviditet i det finansielle system. Værdiansættelsen er dog blevet højere, og det gør kursudviklingen mere følsom. Afkastene i 2018 bliver antageligt mindre end i 2017, og der er risiko for markedskorrektioner. En anden risikofaktor er de politiske risici, som igen kan sætte dagsordenen.

### Fusion af afdelinger

Investeringsforeningerne Lån & Spar Invest og Gudme Raaschou har i 2017 gennemført en række afdelingsfusioner med det formål at forenkle foreningernes afdelingsudbud til investorerne. Alle de fortsættende afdelinger er forankret i Lån & Spar Invest. Sammenlægningerne har omfattet:

Afdeling Danmark i Lån & Spar Invest er lagt sammen med afdelingerne Danske Aktier og Nordic Alpha. Afdelingen investerer fortsat i danske aktier under navnet Danske Aktier.

Afdeling Europa i Lån & Spar Invest er lagt sammen med afdeling Classics. Afdelingen investerer fortsat i europæiske aktier under navnet Europa Classics.

Afdelingerne Verden og Nordamerika i Lån & Spar Invest er lagt sammen med afdeling Selection. Afdelingen investerer fortsat i globale aktier under navnet Verden Selection.

Foreningen har endelig åbnet to nye akkumulerende afdelinger med henholdsvis danske og globale aktier, målrettet til institutionelle investorer. Disse afdelinger er uoterede.

## 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 obligationsafdelinger typisk varighed og segmentfordeling og for aktieafdelinger typisk active share, tracking error og segmentfordeling i forhold til benchmark. Nøgletallene er omtalt under regnskabs fællesnoter.

Alle porteføljerne er aktivt forvaltede, dvs. at porteføljeforvalteren tager positioner, typisk 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 administratonselskab. 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. Risikoindikatoren kan således ændre sig over tiden. Ligeledes er historiske afkast ikke en indikator for fremtidige afkast. Som investor bør man derfor vælge sine investeringsbeviser efter den tidshorisont og risikovillighed, man har, og efter behov og indsigt søge investeringsrådgivning.

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

Som rettesnor ligger en afdeling med danske stats- og realkreditobligationer i de lave risikokategorier, afdelinger med kreditobligationer herunder high yield og emerging markets obligationer i de midterste risikokategorier,

mens aktieafdelingerne typisk ligger i de høje risikokategorier. Under beskrivelsen af de enkelte afdelinger her 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 under 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 kan man typisk opdele risiciene i følgende komponenter:

- 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. Der for 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

### Etisk regelsæt

Foreningen har fastlagt et regelsæt for sit samfundsansvar i forbindelse med investeringerne. Det følger i høj grad de retningslinier, som er fastlagt internationalt i regi af FN, UN Global Compact.

Udgangspunktet er, at foreningens investeringer følger de love og etiske regelsæt, som gælder i de enkelte lande. Foreningen investerer ikke i virksomheder, der bevidst og gentagne gange bryder regler, fastsat af nationale myndigheder eller internationale organisationer med dansk tiltrædelse, herunder FN, eller er omfattet af en handelsblokade vedtaget af FN eller EU og tiltrådt af Danmark.

Foreningen ejer heller ikke virksomheder, der producerer våben eller tobak som kerneaktivitet.

Foreningens investeringsrådgiver har i 2017 fortsat løbende fulgt såvel porteføljen som nye investeringsmuligheder for at identificere, hvis der måtte være forhold, der ikke er i overensstemmelse med regelsættet.

Opstår sådanne sager, tages der i samråd mellem foreningens bestyrelse og investeringsrådgiver stilling til, om en investering skal afhændes. Der har ikke i 2017 været sager, hvor et selskab er afhændet. Bestyrelsen har planlagt i løbet af 2018 at vurdere sit etiske regelsæt i forhold til den udvikling, der er sket på området.

### 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 2017 været sådanne 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 aftalparter 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 har planlagt i løbet af 2018 at vurdere sine ledelsesforhold i forhold til de ledelses anbefalinger, der er udarbejdet siden sidste gennemgang.

### 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 regnskabet 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 valutarisikoen på obligationer, som omtalt under den enkelte afdeling.

## Ledespåtegning

Foreningens bestyrelse og direktion har dags dato behandlet og godkendt årsrapporten for Investeringsforeningen Gudme Raaschou for regnskabsåret sluttende 31. december 2017.

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 19. marts 2018

### 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 revisors 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 2017, 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 2017 samt af resultatet af afdelingernes aktiviteter for regnskabsåret, der sluttede 31. december 2017 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 6 år frem til og med regnskabsåret 2017.

#### 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 2017. 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 regnskabsbrugerne 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 19. marts 2018

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 2017

# 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	1,41
Indirekte handelsomkostninger	0,18

## Afkast og resultat

Afdelingen gav i 2017 et afkast på 6,2 pct., mens benchmark for afdelingen steg 6,4 pct. Årets resultat er derfor stort set tilfredsstillende og højere end ventet. Stabil renteutvikling og den europæiske centralbanks obligationsopkøbsprogrammer har været den primære årsag til den meget positive afkastudvikling. Fremgangen i den europæiske økonomi fortsætter ligeledes, og konkursraterne i virksomhederne er lave. Alle sektorer har leveret positivt afkast i 2017, og især sektoren Finans har haft et godt år med afkast på op imod 10 pct.

## Markedsudvikling i 2017

Ved indgangen til året var der megen fokus på de politiske risici i Europa. Valgene i Frankrig, Holland og Tyskland tiltrak sig megen opmærksomhed, men med dem veloverstået flyttede fokus til de igangværende Brexit-forhandlinger, der dog heller ikke har formået at have den store indflydelse på kursudviklingen. I stedet har pæne vækstindikatorer og solide regnskaber skabt grobund for en kraftig indsnævring af det europæiske high yield kreditspænd til under 3 pct. ved udgangen af 2017.

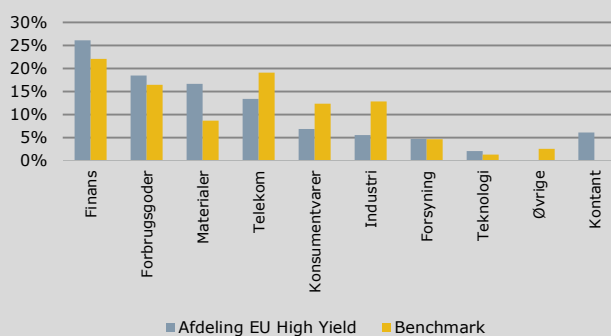
## Risikoprofil og særlige risici

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. Afdelingen er placeret i risikokategori 3 på skalaen fra 1 til 7. Se endvidere beskrivelsen af risici og risikostyring under årsrapportens generelle afsnit om risici.

## Forventninger til 2018

Der er forventninger om et behersket, men positivt afkast i 2018. Renteniiveauet på de europæiske high yield obligationer ligger ved indgangen til året lige under 3 pct. Det er meget lavt i historisk perspektiv, men optimisme og forventninger til stigende indtjening præger forventningsdannelsen hos investorerne. Den stigende vækst betyder dog også, at forventningerne om en kommende pengepolitisk stramning vil kunne tage til, ligesom inflationen kan begynde at bevæge sig opad.

## Porteføljens sammensætning ultimo december 2017

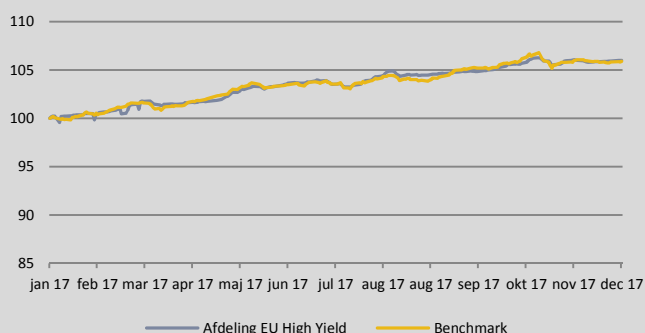


## Porteføljens 10 største positioner \*)

1	Lincoln Finance	1,57%
2	Royal Bank Scotland GRP Plc	1,44%
3	Equinix	1,26%
4	Wind Tre S.p.A.	1,20%
5	Quintilis IMS Inc.	1,19%
6	Tesco Plc	1,19%
7	ZF NA Capital	1,17%
8	Aramark Intl Finance	1,16%
9	Koninklijke Kpn N.V.	1,12%
10	Caixabank S.A.	1,12%

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

## Kursudvikling (indekseret 12 måneder)



# Afdeling European High Yield – Årsregnskab

Hoved- og nøgletal de seneste 5 år

	2013	2014	2015	2016	2017
<b>Hovedtal i mio.kr.</b>					
Årets nettoresultat	95,8	63,9	36,9	154,2	155,7
Investorerne formue inkl. udlodning	1.280,1	1.392,2	1.721,7	2.203,9	2.753,6
Cirkulerende andele (nominel værdi)	1.003,8	1.139,1	1.503,8	1.864,6	2.341,2
<b>Nøgletal</b>					
Indre værdi pr. andel, kr. (inkl. udbytte)	127,52	122,22	114,49	118,20	117,62
Udlodning pr. andel	11,40	11,10	4,60	7,60	4,10
Årets afkast i pct.	8,98	4,95	2,64	7,50	6,20
Sharpe ratio	1,39	0,99	0,87	1,66	1,48
Standardafvigelse	10,64	8,12	7,20	5,30	3,99
Omkostningsprocent	1,30	1,29	1,29	1,28	1,26
Omsætningshastighed	0,57	1,15	0,30	0,20	0,36
Tracking error	-	-	-	-	1,03
<b>Benchmark</b>					
Benchmark afkast i pct.	9,89	5,38	1,64	9,05	6,37
Sharpe ratio	1,56	1,13	1,01	1,88	1,73
Standardafvigelse	11,70	8,32	7,68	5,31	3,89

## Resultatopgørelse

(1.000 kr.)	Note	2016	2017
Renteindtægter		123.314	139.991
<b>I alt renter og udbytter</b>	<b>1</b>	<b>123.314</b>	<b>139.991</b>
Obligationer		17.155	39.972
Unoterede afledte finansielle instrumenter		43.265	6.842
Valutakonti		-3.411	2.642
Handelsomkostninger	2	-73	-114
<b>I alt kursgevinster og -tab</b>		<b>56.936</b>	<b>49.342</b>
<b>I alt indtægter</b>		<b>180.250</b>	<b>189.333</b>
Administrationsomkostninger	3	-26.032	-33.658
<b>Resultat før skat</b>		<b>154.218</b>	<b>155.675</b>
Skat		0	0
<b>Årets nettoresultat</b>		<b>154.218</b>	<b>155.675</b>
Overskudsdisponering			
Årets nettoresultat		154.218	155.675
Formuebevægelser		11.790	5.412
Til disposition		166.008	161.087
Til rådighed for udlodning	4	142.612	96.198
<b>Overført til formuen</b>		<b>23.396</b>	<b>64.889</b>

## Balance, ultimo

(1.000 kr.)	Note	2016	2017
<b>Aktiver</b>			
Indestående i depotselskab		116.463	167.017
<b>I alt likvide midler</b>		<b>116.463</b>	<b>167.017</b>
Noterede obligationer fra udenlandske udstedere		2.054.550	2.550.958
<b>I alt obligationer</b>	<b>5</b>	<b>2.054.550</b>	<b>2.550.958</b>
Unoterede afledte finansielle instrumenter		4.147	1.769
<b>I alt afledte finansielle instrumenter</b>	<b>6</b>	<b>4.147</b>	<b>1.769</b>
Tilgodehavende renter, udbytter m.v.		34.505	41.395
Andre tilgodehavender		25	0
Mellemværende vedr. handelsafvikling		831	0
<b>I alt andre aktiver</b>		<b>35.361</b>	<b>41.395</b>
<b>Aktiver i alt</b>	<b>7</b>	<b>2.210.521</b>	<b>2.761.139</b>
<b>Passiver</b>			
Investorerne formue	8	2.203.917	2.753.615
Unoterede afledte finansielle instrumenter		57	6
<b>I alt afledte finansielle instrumenter</b>	<b>6</b>	<b>57</b>	<b>6</b>
Skyldige omkostninger		6.547	7.518
<b>I alt anden gæld</b>		<b>6.547</b>	<b>7.518</b>
<b>Passiver i alt</b>		<b>2.210.521</b>	<b>2.761.139</b>

# Afdeling European High Yield – Noter til årsregnskab

## Note 1 - Renter og udbytter

(1.000 kr.)	2016	2017
Indestående i depotselskab	-192	-241
Noterede obligationer fra udenlandske udstedere	123.506	140.232
	<b>123.314</b>	<b>139.991</b>

## Note 2 - Handelsomkostninger

(1.000 kr.)	2016	2017
Bruttohandelsomkostninger	74	150
Dækket af emissions- og indløsningsindtægter	-1	-36
<b>Handelsomkostninger ved løbende drift</b>	<b>73</b>	<b>114</b>

## Note 3 - Administrationsomkostninger

(1.000 kr.)	2016		2017	
	Direkte	Fælles	Direkte	Fælles
Honorar til bestyrelsen m.v.	33	128	0	200
Revisionshonorarer	15	14	15	25
Andre honorarer til revisorer	0	0	0	0
Markedsføringsomkostninger	10.158	12	13.255	0
Gebyrer til depotselskab	979	22	1.286	29
Andre omkostninger i forbindelse med formueplejen	12.646	0	16.547	0
Vederlag til investeringsforvaltningsselskabet	1.750	0	1.999	0
Øvrige omkostninger	47	228	60	242
<b>I alt opdeltede administrationsomkostninger</b>	<b>25.628</b>	<b>404</b>	<b>33.162</b>	<b>496</b>
<b>I alt administrationsomkostninger</b>	<b>26.032</b>		<b>33.658</b>	

## Note 4 - Til rådighed for udlodning

(1.000 kr.)	2016	2017
Renter og udbytter	123.314	139.991
Kursgevinst/tab til udlodning	33.540	-15.547
Administrationsomkostninger til modregning i udlodning	-26.032	-33.658
Udlodningsregulering ved emission/indløsning	11.052	4.510
Udlodning overført fra sidste år	738	902
<b>I alt til rådighed for udlodning brutto</b>	<b>142.612</b>	<b>96.198</b>
Heraf foreslået udlodning	-141.710	-95.988
Heraf foreslået udlodning overført til næste år	-902	-210
	<b>0</b>	<b>0</b>

## Note 5 - Obligationer

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

## Note 6 - Underliggende eksponering ved valutaterminsforretninger

(1.000 kr.)	2016	2017
<b>Valuta</b>	<b>Eksponering</b>	<b>Eksponering</b>
EUR	320.863	324.070
GBP	-302.885	-303.414
CHF	-14.010	-19.086

Valutaterminsforretninger er indgået med depotbanken som modpart.

## Note 7 - Aktiver

(pct.)	2016	2017
Fordeling af finansielle instrumenter		
Børsnoterede finansielle instrumenter	92,9	92,4
Øvrige finansielle instrumenter	7,1	7,6
	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>

Af de børsnoterede finansielle instrumenter er 27,8 pct. placeret i Finans, 19,8 pct. i Forbrugsgoder, 17,8 pct. i Materialer, 14,3 pct. i Telekom, 7,2 pct. i Konsumentvarer, 5,9 pct. i Industri og 7,2 pct. i andre sektorer.

## Note 8 - Investorenes formue

	Cirkulerende andele 2016 (stk.)	Formue-værdi 2016 (1.000 kr.)	Cirkulerende andele 2017 (stk.)	Formue-værdi 2017 (1.000 kr.)
Investorenes formue, primo	15.037.809	1.721.711	18.646.077	2.203.917
Udlodning fra sidste år vedrørende cirkulerende beviser 31. december		-69.174		-141.710
Ændring i udbetalt udlodning på grund af emission/indløsning		-9.130		-24.913
Emission i året	3.800.268	427.915	5.031.547	589.622
Indløsning i året	-192.000	-22.313	-266.000	-30.983
Emissionstillæg		607		1.919
Indløsningsfradrag		84		124
Handelsomkostninger ved emission/indløsning		-1		-36
Regulering af udlodning ved emissioner og indløsninger i året		-11.052		-4.510
Overført til udlodning fra sidste år		-738		-902
Overførsel af udlodning til næste år		902		210
Foreslået udlodning		141.710		95.988
Overført til resultatopgørelsen		23.396		64.889
<b>I alt investorenes formue</b>	<b>18.646.077</b>	<b>2.203.917</b>	<b>23.411.624</b>	<b>2.753.615</b>

## 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.

## 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	1,03
Indirekte handelsomkostninger	0,55

## Afkast og resultat

Afdelingen gav i 2017 et afkast på 3,3 pct. Benchmark steg til sammenligning 7,5 pct. Afdelingen afdækker valutarisikoen på USD, og omkostningerne hertil kan forklare omkring 2,2 pct. point af forskellen mellem afdelingens afkast og benchmark. Afdelingens afkast er dog alligevel ikke tilfredsstillende. Afdelingen investerer hovedsagelig i den bedste del af markedet, og da væksten i amerikansk økonomi samt lavere konkursrater navnlig har understøttet udstedelser med høj kreditrisiko, er det hovedforklaringen på afkastforskellen til benchmark.

## Markedsudvikling i 2017

Økonomisk vækst og stigende indtjening i virksomhederne har understøttet erhvervsobligationsmarkedet. Det amerikanske high yield kreditspænd blev indsnævret fra 4,2 til 3,8 pct. i årets løb. Renteniveauet i USA har dog været stigende over året, især de korte renter er steget i takt med, at den amerikanske centralbank hævede renten tre gange i årets løb. Alle sektorer bidrog med positive afkast, mens udstedelserne fra finansielle- og råvare-relaterede selskaber havde de største kursstigninger.

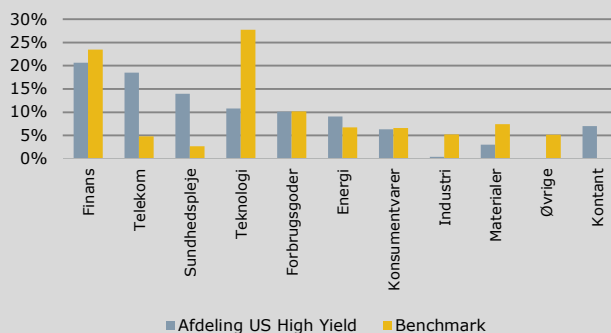
## Risikoprofil og særlige risici

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. Afdelingen er placeret i risikokategori 3 på skalaen fra 1 til 7. Se endvidere beskrivelsen af risici og risikostyring under årsrapportens generelle afsnit om risici.

## Forventninger til 2018

Der er forventninger om et moderat positivt afkast for 2018. Den direkte rente på de amerikanske high yield-obligationer var ved indgangen til 2018 på knap 6 pct., men den amerikanske centralbank ventes at hæve renten yderligere i løbet af 2018. Virksomhedernes fortsatte fremgang i indtjeningen og fortsat lave konkursrater ventes ligeledes at understøtte kursudviklingen på high yield-obligationerne. Hvis de inflationære tendenser i den amerikanske økonomi tiltager, og centralbanken hæver renten aggressivt, vil det presse afkastudviklingen.

## Porteføljens sammensætning ultimo december 2017

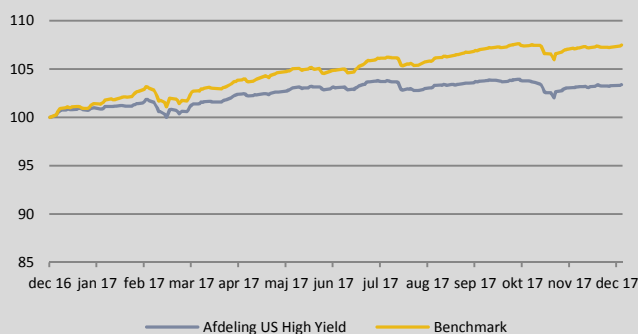


## Porteføljens 10 største positioner \*)

1	Wayne Merger Sub	2,93%
2	HRG Group	2,46%
3	Regionalcare Hospital Partners	2,32%
4	NFP	1,96%
5	Sophia	1,73%
6	Infor US Inc	1,71%
7	Davita Inc	1,69%
8	Eagle Holding Companu II	1,62%
9	Genesys/Greeneden LUX/US	1,49%
10	Acrisure	1,45%

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

## Kursudvikling (indekseret 12 måneder)



# Afdeling US High Yield – Årsregnskab

Hoved- og nøgletal de seneste 5 år

	2013	2014	2015	2016	2017
<b>Hovedtal i mio.kr.</b>					
Årets nettoresultat	143,6	98,2	0,9	33,0	16,6
Investorerne formue inkl. udlodning	2.108,2	202,9	184,2	667,1	434,7
Cirkulerende andele (nominel værdi)	1.833,9	183,4	166,1	573,8	372,0
<b>Nøgletal</b>					
Indre værdi pr. andel, kr. (inkl. udbytte)	114,96	110,65	110,92	116,26	116,85
Udlodning pr. andel	7,10	0,00	2,00	3,20	18,40
Årets afkast i pct.	7,45	2,39	0,24	6,70	3,31
Sharpe ratio	1,91	1,23	0,92	1,46	1,07
Standardafvigelse	6,88	5,55	5,21	3,97	3,72
Omkostningsprocent	0,77	0,79	0,89	0,80	0,81
Omsætningshastighed	0,93	1,25	1,30	0,94	1,01
Tracking error	-	-	-	-	3,24
<b>Benchmark</b>					
Benchmark afkast i pct.	7,41	2,51	-4,61	17,49	7,47
Sharpe ratio	1,91	1,34	0,82	1,35	1,15
Standardafvigelse	9,09	6,22	6,16	5,45	5,15

## Resultatopgørelse

(1.000 kr.)	Note	2016	2017
Renteindtægter		32.017	26.141
<b>I alt renter og udbytter</b>	1	<b>32.017</b>	<b>26.141</b>
Obligationer		49.907	-52.693
Unoterede afledte finansielle instrumenter		-31.349	59.574
Valutakonti		-12.329	-12.267
Handelsomkostninger	2	-347	-307
<b>I alt kursgevinster og -tab</b>		<b>5.882</b>	<b>-5.693</b>
<b>I alt indtægter</b>		<b>37.899</b>	<b>20.448</b>
Administrationsomkostninger	3	-4.873	-3.856
<b>Resultat før skat</b>		<b>33.026</b>	<b>16.592</b>
Skat		0	0
<b>Årets nettoresultat</b>		<b>33.026</b>	<b>16.592</b>
Overskudsdisponering			
Årets nettoresultat		33.026	16.592
Formuebevægelser		16.008	-11.754
Til disposition		49.034	4.838
Til rådighed for udlodning	4	18.422	68.628
<b>Overført til formuen</b>		<b>30.612</b>	<b>-63.790</b>

## Balance, ultimo

(1.000 kr.)	Note	2016	2017
<b>Aktiver</b>			
Indestående i depotselskab		49.712	25.411
<b>I alt likvide midler</b>		<b>49.712</b>	<b>25.411</b>
Noterede obligationer fra udenlandske udstedere		600.488	398.409
<b>I alt obligationer</b>	5	<b>600.488</b>	<b>398.409</b>
Unoterede afledte finansielle instrumenter		9.035	5.170
<b>I alt afledte finansielle instrumenter</b>	6	<b>9.035</b>	<b>5.170</b>
Tilgodehavende renter, udbytter m.v.		9.034	6.424
Andre tilgodehavender		30	0
<b>I alt andre aktiver</b>		<b>9.064</b>	<b>6.424</b>
<b>Aktiver i alt</b>	7	<b>668.299</b>	<b>435.414</b>
<b>Passiver</b>			
Investorerne formue	8	667.095	434.661
Skyldige omkostninger		1.204	753
<b>I alt anden gæld</b>		<b>1.204</b>	<b>753</b>
<b>Passiver i alt</b>		<b>668.299</b>	<b>435.414</b>

# Afdeling US High Yield – Noter til årsregnskab

## Note 1 - Renter og udbytter

(1.000 kr.)	2016	2017
Noterede obligationer fra udenlandske udstedere	32.017	26.141
	<b>32.017</b>	<b>26.141</b>

## Note 2 - Handelsomkostninger

(1.000 kr.)	2016	2017
Bruttohandelsomkostninger	382	389
Dækket af emissions- og indløsningsindtægter	-35	-82
<b>Handelsomkostninger ved løbende drift</b>	<b>347</b>	<b>307</b>

## Note 3 - Administrationsomkostninger

(1.000 kr.)	2016		2017	
	Direkte	Fælles	Direkte	Fælles
Honorar til bestyrelsen m.v.	33	39	0	32
Revisionshonorarer	15	5	15	4
Andre honorarer til revisorer	0	0	0	0
Markedsføringsomkostninger	0	8	0	0
Gebyrer til depotselskab	342	7	255	5
Andre omkostninger i forbindelse med formueplejen	3.691	0	2.891	0
Vederlag til investeringsforvaltningsselskabet	623	0	545	0
Øvrige omkostninger	47	63	61	48
<b>I alt opdeltede administrationsomkostninger</b>	<b>4.751</b>	<b>122</b>	<b>3.767</b>	<b>89</b>
<b>I alt administrationsomkostninger</b>	<b>4.873</b>		<b>3.856</b>	

## Note 4 - Til rådighed for udlodning

(1.000 kr.)	2016	2017
Renter og udbytter	32.017	26.141
Kursgevinst/tab til udlodning	-24.730	58.097
Administrationsomkostninger til modregning i udlodning	-4.873	-3.856
Udlodningsregulering ved emission/indløsning	15.878	-11.815
Udlodning overført fra sidste år	130	61
<b>I alt til rådighed for udlodning brutto</b>	<b>18.422</b>	<b>68.628</b>
Heraf foreslået udlodning	-18.361	-68.443
Heraf foreslået udlodning overført til næste år	-61	-185
	<b>0</b>	<b>0</b>

## Note 5 - Obligationer

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

## Note 6 - Underliggende eksponering ved valutaterminsforretninger

(1.000 kr.)	2016	2017
<b>Valuta</b>	<b>Eksponering</b>	<b>Eksponering</b>
DKK	652.551	419.594
USD	-644.801	-415.514

Valutaterminsforretninger er indgået med depotbanken som modpart.

## Note 7 - Aktiver

(pct.)	2016	2017
Fordeling af finansielle instrumenter		
Børsnoterede finansielle instrumenter	89,9	91,5
Øvrige finansielle instrumenter	10,1	8,5
	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>

Af de børsnoterede finansielle instrumenter er 21,9 pct. placeret i Finans, 19,7 pct. i Telekom, 14,9 pct. i Sundhedspleje, 11,5 pct. i Teknologi, 10,8 pct. i Forbrugsgoder, 9,7 pct. i Energi og 11,5 pct. i andre sektorer.

## Note 8 - Investorerens formue

	Cirkulerende andele 2016 (stk.)	Formue-værdi 2016 (1.000 kr.)	Cirkulerende andele 2017 (stk.)	Formue-værdi 2017 (1.000 kr.)
Investorerens formue, primo	1.660.765	184.212	5.737.760	667.095
Udlodning fra sidste år vedrørende cirkulerende beviser 31. december		-3.322		-18.361
Ændring i udbetalt udlodning på grund af emission/indløsning		-8.017		4.102
Emission i året	5.674.328	639.106	93.994	10.852
Indløsning i året	-1.597.333	-181.933	-2.112.000	-246.711
Emissionstillæg		3.194		6
Indløsningsfradrag		864		1.168
Handelsomkostninger ved emission/indløsning		-35		-82
Regulering af udlodning ved emissioner og indløsninger i året		-15.878		11.815
Overført til udlodning fra sidste år		-130		-61
Overførsel af udlodning til næste år		61		185
Foreslået udlodning		18.361		68.443
Overført til resultatopgørelsen		30.612		-63.790
<b>I alt investorerens formue</b>	<b>5.737.760</b>	<b>667.095</b>	<b>3.719.754</b>	<b>434.661</b>

## 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 bankindskud. 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	4
Risikoprofil	Gul
Benchmark	BofA Merrill Lynch US Emerging Markets Liquid Corporate Plus Index
ÅOP	1,70
Indirekte handelsomkostninger	0,05

## Afkast og resultat

Afdelingen gav i 2017 et afkast på 4,5 pct. Afdelingens benchmark steg til sammenligning med 7,3 pct. Afdelingen afdækker valutarisikoen til DKK, og omkostningerne hertil forklarer godt 2 pct. point af forskellen mellem afdelingens afkast og benchmark. Afkastet er sammenlignet med benchmark på den baggrund knapt tilfredsstillende. Fremgang i verdensøkonomien herunder i udviklingslandene, fremgang i virksomhedernes indtjening og fortsat lempelig pengepolitik i store dele af verden understøttede kursudviklingen i årets løb.

## Markedsudvikling i 2017

Økonomisk vækst og optimisme har præget de globale finansielle markeder 2017, og fremgangen i verdensøkonomien har også givet stigende indtjening i virksomhederne fra udviklingslandene. Kreditspændene er samtidig indsnævret betydeligt og lå ved udgangen af 2017 i knap 2,5 pct. Afdelingens obligationer er udstedt i USD, hvorved renteutviklingen i USA har en vis indflydelse på afkastudviklingen. De korte obligationsrenter i USA har været stigende i takt med amerikanske renteforhøjelser, men indsnævringen af kreditspændene har mere end kompenseret herfor. Alle sektorer har givet positive afkast.

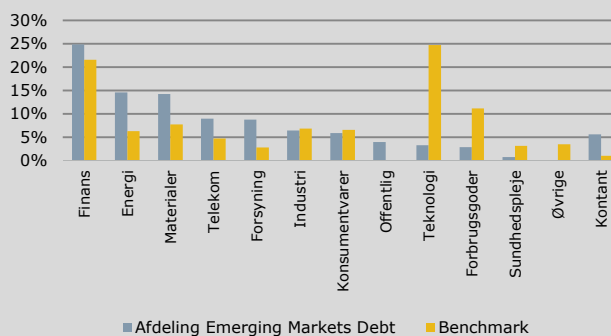
## Risikoprofil og særlige risici

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. Afdelingen er placeret i risikokategori 4 på skalaen fra 1 til 7. Se endvidere beskrivelsen af risici og risikostyring under årsrapportens generelle afsnit om risici.

## Forventninger til 2018

Der er forventninger om et moderat positivt afkast for 2018. Verdensøkonomien er i fremgang, virksomhederne har fremgang i indtjeningen, og konkursraterne er på et lavt niveau. Det giver tilsvarende forventninger om en positiv afkastudvikling på erhvervsobligationerne udstedt af virksomhederne hjemmehørende i udviklingslandene. Rentespændene er dog i de senere år indsnævret en del, hvilket lægger en dæmper på de fremtidige afkast. Pengepolitiske rentestigninger vil dog kunne lægge en dæmper på afkastudviklingen.

## Porteføljens sammensætning ultimo december 2017

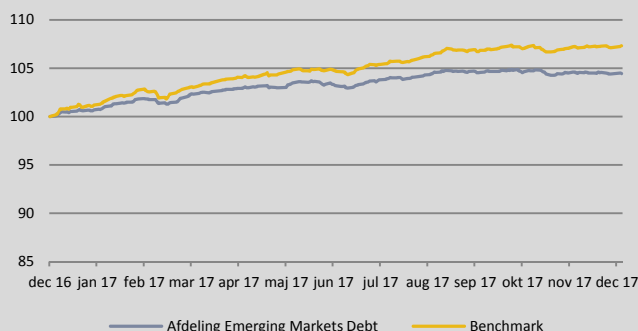


## Porteføljens 10 største positioner \*)

1	Petroleos Mexicanos	2,12%
2	Vale Overseas	2,09%
3	SMC Global Power Holdings	1,86%
4	Digicel	1,74%
5	HT Global IT Solutions Holdings	1,51%
6	Akbank Turke	1,51%
7	China Evergrande Group	1,50%
8	Inversiones CPMC	1,45%
9	Perusahaan Listrik Negara	1,44%
10	Ooredoo International Finance	1,41%

\*) 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

	2013	2014	2015	2016	2017
<b>Hovedtal i mio.kr.</b>					
Årets nettoresultat	-18,0	-17,6	-10,0	10,8	8,3
Investorerne formue inkl. udlodning	504,9	494,3	196,4	218,9	178,6
Cirkulerende andele (nominel værdi)	480,7	519,1	213,4	225,2	175,8
<b>Nøgletal</b>					
Indre værdi pr. andel, kr. (inkl. udbytte)	105,03	95,22	92,06	97,22	101,61
Udlodning pr. andel	7,20	0,00	0,00	0,00	12,30
Årets afkast i pct.	-3,71	-2,81	-3,33	5,61	4,51
Sharpe ratio	0,40	0,29	0,07	0,27	0,00
Standardafvigelse	7,10	6,50	6,86	6,02	5,41
Omkostningsprocent	1,49	1,48	1,58	1,47	1,50
Omsætningshastighed	0,35	0,36	0,67	0,81	0,64
Tracking error	-	-	-	-	1,90
<b>Benchmark</b>					
Benchmark afkast i pct.	-1,25	3,58	1,01	10,19	7,34
Sharpe ratio	0,72	1,08	0,81	1,09	0,90
Standardafvigelse	6,39	4,95	5,60	4,98	4,62

## Resultatopgørelse

(1.000 kr.)	Note	2016	2017
Renteindtægter		12.308	9.029
<b>I alt renter og udbytter</b>	1	<b>12.308</b>	<b>9.029</b>
Obligationer		17.477	-16.317
Unoterede afledte finansielle instrumenter		-11.555	22.760
Valutakonti		-3.802	-4.376
Handelsomkostninger	2	-111	-58
<b>I alt kursgevinster og -tab</b>		<b>2.009</b>	<b>2.009</b>
<b>I alt indtægter</b>		<b>14.317</b>	<b>11.038</b>
Administrationsomkostninger	3	-3.545	-2.768
<b>Resultat før skat</b>		<b>10.772</b>	<b>8.270</b>
Skat		0	0
<b>Årets nettoresultat</b>		<b>10.772</b>	<b>8.270</b>
Overskudsdisponering			
Årets nettoresultat		10.772	8.270
Formuebevægelser		-18.909	-7.129
Til disposition		-8.137	1.141
Til rådighed for udlodning	4	-6.825	21.624
<b>Overført til formuen</b>		<b>-1.312</b>	<b>-20.483</b>

## Balance, ultimo

(1.000 kr.)	Note	2016	2017
<b>Aktiver</b>			
Indestående i depotselskab		5.607	7.887
<b>I alt likvide midler</b>		<b>5.607</b>	<b>7.887</b>
Noterede obligationer fra udenlandske udstedere		208.344	167.025
<b>I alt obligationer</b>	5	<b>208.344</b>	<b>167.025</b>
Unoterede afledte finansielle instrumenter		2.972	2.084
<b>I alt afledte finansielle instrumenter</b>	6	<b>2.972</b>	<b>2.084</b>
Tilgodehavende renter, udbytter m.v.		2.854	2.072
Andre tilgodehavender		11	0
<b>I alt andre aktiver</b>		<b>2.865</b>	<b>2.072</b>
<b>Aktiver i alt</b>	7	<b>219.788</b>	<b>179.068</b>
<b>Passiver</b>			
Investorerne formue	8	218.947	178.629
Skyldige omkostninger		841	439
<b>I alt anden gæld</b>		<b>841</b>	<b>439</b>
<b>Passiver i alt</b>		<b>219.788</b>	<b>179.068</b>

# Afdeling Emerging Markets Debt – Noter til årsregnskab

## Note 1 - Renter og udbytter

(1.000 kr.)	2016	2017
Noterede obligationer fra udenlandske udstedere	12.308	9.029
	<b>12.308</b>	<b>9.029</b>

## Note 2 - Handelsomkostninger

(1.000 kr.)	2016	2017
Bruttohandelsomkostninger	126	70
Dækket af emissions- og indløsningsindtægter	-15	-12
<b>Handelsomkostninger ved løbende drift</b>	<b>111</b>	<b>58</b>

## Note 3 - Administrationsomkostninger

(1.000 kr.)	2016		2017	
	Direkte	Fælles	Direkte	Fælles
Honorar til bestyrelsen m.v.	33	13	0	13
Revisionshonorarer	15	2	15	2
Andre honorarer til revisorer	0	0	0	0
Markedsføringsomkostninger	1.177	1	887	0
Gebyrer til depotselskab	166	3	140	2
Andre omkostninger i forbindelse med formueplejen	1.715	0	1.336	0
Vederlag til investeringsforvaltningsselskabet	348	0	295	0
Øvrige omkostninger	47	25	61	17
<b>I alt opdeltede administrationsomkostninger</b>	<b>3.501</b>	<b>44</b>	<b>2.734</b>	<b>34</b>
<b>I alt administrationsomkostninger</b>	<b>3.545</b>		<b>2.768</b>	

## Note 4 - Til rådighed for udlodning

(1.000 kr.)	2016	2017
Renter og udbytter	12.308	9.029
Kursgevinst/tab til udlodning	-224	22.492
Administrationsomkostninger til modregning i udlodning	0	-2.768
Udlodningsregulering ved emission/indløsning	991	-304
Udlodning overført fra sidste år	-19.900	-6.825
<b>I alt til rådighed for udlodning brutto</b>	<b>-6.825</b>	<b>21.624</b>
Heraf foreslået udlodning	0	-21.623
Heraf foreslået udlodning overført til næste år	6.825	-1
	<b>0</b>	<b>0</b>

## Note 5 - Obligationer

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

## Note 6 - Underliggende eksponering ved valutaterminsforretninger

(1.000 kr.)	2016	2017
<b>Valuta</b>	<b>Eksponering</b>	<b>Eksponering</b>
DKK	214.664	169.090
USD	-212.115	-167.446

Valutaterminsforretninger er indgået med depotbanken som modpart.

## Note 7 - Aktiver

(pct.)	2016	2017
Fordeling af finansielle instrumenter		
Børsnoterede finansielle instrumenter	94,8	93,3
Øvrige finansielle instrumenter	5,2	6,7
	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>

Af de børsnoterede finansielle instrumenter er 26,0 pct. placeret i Finans, 15,2 pct. i Energi, 14,9 pct. i Materialer, 9,3 pct. i Telekom, 9,2 pct. i Forsyning, 6,7 pct. i Industri, 6,1 pct. i Konsumentvarer og 12,6 pct. i andre sektorer.

## Note 8 - Investorenes formue

	Cirkulerende andele 2016 (stk.)	Formue-værdi 2016 (1.000 kr.)	Cirkulerende andele 2017 (stk.)	Formue-værdi 2017 (1.000 kr.)
Investorenes formue, primo	2.134.000	196.449	2.252.000	218.947
Udlodning fra sidste år vedrørende cirkulerende beviser 31. december		0		0
Ændring i udbetalt udlodning på grund af emission/indløsning		0		0
Emission i året	769.000	74.073	0	0
Indløsning i året	-651.000	-63.022	-494.000	-48.818
Emissionstillæg		371		0
Indløsningsfradrag		319		242
Handelsomkostninger ved emission/indløsning		-15		-12
Regulering af udlodning ved emissioner og indløsninger i året		-991		304
Overført til udlodning fra sidste år		19.900		6.825
Overførsel af udlodning til næste år		-6.825		1
Foreslået udlodning		0		21.623
Overført til resultatopgørelsen		-1.312		-20.483
<b>I alt investorenes formue</b>	<b>2.252.000</b>	<b>218.947</b>	<b>1.758.000</b>	<b>178.629</b>

## 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	1,69
Indirekte handelsomkostninger	0,16

## Afkast og resultat

Afdelingen gav i 2017 et afkast på 27,0 pct. Til sammenligning steg afdelingens benchmark med 20,8 pct., hvorved årets resultat er meget tilfredsstillende. De kinesiske aktier, der udgør mere end en tredjedel af porteføljen, steg med knap 33 pct., hvilket var en stærkt medvirkende årsag til den positive afkastudvikling. I lighed med resten af verden er der stigende økonomisk vækst i udviklingslandene, hvilket har bidraget til stigende indtjening i virksomhederne. Sektormæssigt har navnlig teknogiaktierne trukket den positive afkastudvikling.

## Markedsudvikling i 2017

Væksten i verdensøkonomien og den lempelige pengepolitik har været grobunden for, at 2017 blev et godt år for aktieinvestorerne. I takt med de lavere renter har investorerne søgt mod mere risikofyldte aktivklasser som aktier. Det har også spillet ind, at den internationale handel heller ikke er blevet mere protektionistisk, trods bekymring herom fra navnlig USA's side. Emerging markets aktierne havde ved indgangen til året en noget lavere værdiansættelse end aktierne i USA og Europa, hvilket har medvirket til at understøtte markedet.

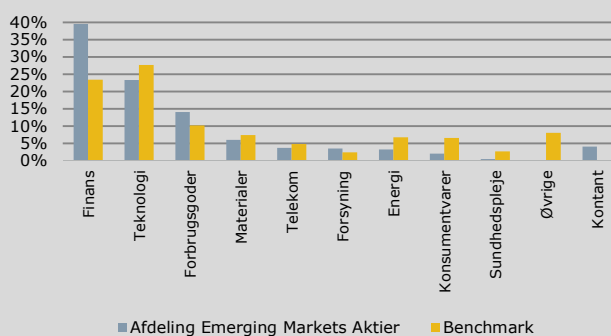
## Risikoprofil og særlige risici

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. Afdelingen er placeret i risikokategori 6 på skalaen fra 1 til 7. Se endvidere beskrivelsen af risici og risikostyring under årsrapportens generelle afsnit om risici.

## Forventninger til 2018

Der er positive forventninger til afkastudviklingen på emerging markets i 2018. Den økonomiske vækst er pæn i både USA, Europa og Kina. Denne kombination er normalt positiv for udviklingen i emerging markets, der traditionelt er leverandører af råvarer, halvfabrikata og forbrugsgoder til resten af verden. Kina er dog i gang med en transformation, hvor den forbrugsdrevne del af økonomien mere og mere skal tage over for den eksportbaserede, og det vil betyde lavere vækstrater i de kommende år. De politiske risici er også højere for emerging markets end for de industrialiserede lande.

## Porteføljens sammensætning ultimo december 2017

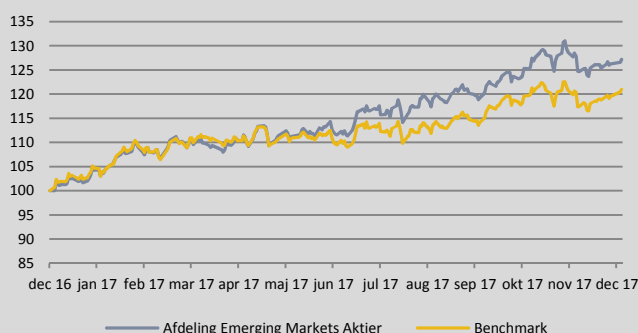


## Porteføljens 10 største positioner \*)

1	Tencent Holdings	7,34%
2	Alibaba Group Holding	4,11%
3	Samsung Electronics	3,85%
4	Sberbank of Russia	3,25%
5	Ping An Insurance Group	3,19%
6	Housing Development Finance	2,83%
7	Itau Unibanco holding	2,60%
8	MMC Norilsk Nickel	2,12%
9	AIA Group	2,02%
10	China Construction Bank	1,98%

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

## Kursudvikling (indekseret 12 måneder)



# Afdeling Emerging Markets Aktier – Årsregnskab

Hoved- og nøgletal de seneste 5 år

	2013	2014	2015	2016	2017
<b>Hovedtal i mio.kr.</b>					
Årets nettoresultat	-90,1	131,4	82,2	8,2	56,4
Investorerens formue inkl. udlodning	1.247,4	1.293,0	210,6	222,2	237,9
Cirkulerende andele (nominel værdi)	850,5	847,6	147,8	182,5	153,9
<b>Nøgletal</b>					
Indre værdi pr. andel, kr. (inkl. udbytte)	146,67	152,55	142,51	121,79	154,62
Udlodning pr. andel	9,80	0,00	31,70	0,00	8,00
Årets afkast i pct.	-7,82	11,52	-6,58	11,84	26,96
Sharpe ratio	-0,18	0,41	-0,05	0,32	0,46
Standardafvigelse	13,70	13,30	14,88	14,12	13,43
Omkostningsprocent	1,07	1,05	1,18	1,24	1,22
Omsætningshastighed	1,24	0,49	0,57	0,45	0,47
Tracking error	-	-	-	-	3,51
Active share	-	-	-	-	74,21
<b>Benchmark</b>					
Benchmark afkast i pct.	-6,84	11,18	-5,08	14,13	20,82
Sharpe ratio	-0,15	0,46	0,00	0,42	0,54
Standardafvigelse	14,35	13,56	14,85	13,51	12,55

## Resultatopgørelse

(1.000 kr.)	Note	2016	2017
Udbytter		4.208	5.859
<b>I alt renter og udbytter</b>	1	<b>4.208</b>	<b>5.859</b>
Kapitalandele		7.934	55.975
Valutakonti		-411	-892
Andre øvrige aktiver og passiver		0	-30
Handelsomkostninger	2	-786	-827
<b>I alt kursgevinster og -tab</b>		<b>6.737</b>	<b>54.226</b>
<b>I alt indtægter</b>		<b>10.945</b>	<b>60.085</b>
Administrationsomkostninger	3	-2.268	-2.913
<b>Resultat før skat</b>		<b>8.677</b>	<b>57.172</b>
Skat	4	-505	-748
<b>Årets nettoresultat</b>		<b>8.172</b>	<b>56.424</b>
Overskudsdisponering			
Årets nettoresultat		8.172	56.424
Formuebevægelser		-6.766	-20.998
Til disposition		1.406	35.426
Til rådighed for udlodning	5	-21.293	12.338
<b>Overført til formuen</b>		<b>22.699</b>	<b>23.088</b>

## Balance, ultimo

(1.000 kr.)	Note	2016	2017
<b>Aktiver</b>			
Indestående i depotselskab		4.452	9.584
<b>I alt likvide midler</b>		<b>4.452</b>	<b>9.584</b>
Noterede aktier fra udenlandske selskaber		218.115	228.685
<b>I alt kapitalandele</b>	6	<b>218.115</b>	<b>228.685</b>
Tilgodehavende renter, udbytter m.v.		187	159
Andre tilgodehavender		26	0
<b>I alt andre aktiver</b>		<b>213</b>	<b>159</b>
<b>Aktiver i alt</b>	7	<b>222.780</b>	<b>238.428</b>
<b>Passiver</b>			
Investorerens formue	8	222.208	237.894
Skyldige omkostninger		572	534
<b>I alt anden gæld</b>		<b>572</b>	<b>534</b>
<b>Passiver i alt</b>		<b>222.780</b>	<b>238.428</b>

# Afdeling Emerging Markets Aktier – Noter til årsregnskab

## Note 1 - Renter og udbytter

(1.000 kr.)	2016	2017
Noterede aktier fra udenlandske selskaber	4.208	5.859
	<b>4.208</b>	<b>5.859</b>

## Note 2 - Handelsomkostninger

(1.000 kr.)	2016	2017
Bruttohandelsomkostninger	1.381	1.358
Dækket af emissions- og indløsningsindtægter	-595	-531
<b>Handelsomkostninger ved løbende drift</b>	<b>786</b>	<b>827</b>

## Note 3 - Administrationsomkostninger

(1.000 kr.)	2016		2017	
	Direkte	Fælles	Direkte	Fælles
Honorar til bestyrelsen m.v.	33	13	0	17
Revisionshonorarer	15	3	15	2
Andre honorarer til revisorer	0	0	0	0
Markedsføringsomkostninger	0	1	0	0
Gebyrer til depotselskab	457	2	551	3
Andre omkostninger i forbindelse med formueplejen	1.281	0	1.754	0
Vederlag til investeringsforvaltningsselskabet	394	0	489	0
Øvrige omkostninger	49	20	60	22
<b>I alt opdeltede administrationsomkostninger</b>	<b>2.229</b>	<b>39</b>	<b>2.869</b>	<b>44</b>
<b>I alt administrationsomkostninger</b>	<b>2.268</b>		<b>2.913</b>	

## Note 4 - Skat

(1.000 kr.)	2016	2017
Ikke refunderbar skat på renter og udbytter	505	748
	<b>505</b>	<b>748</b>

## Note 5 - Til rådighed for udlodning

(1.000 kr.)	2016	2017
Renter og udbytter	4.208	5.859
Ikke refunderbare udbytteskatter	-505	-748
Kursgevinst/tab til udlodning	-18.230	31.138
Administrationsomkostninger til modregning i udlodning	0	-2.913
Udlodningsregulering ved emission/indløsning	-6.874	295
Udlodning overført fra sidste år	108	-21.293
<b>I alt til rådighed for udlodning brutto</b>	<b>-21.293</b>	<b>12.338</b>
Heraf foreslået udlodning	0	-12.309
Heraf foreslået udlodning overført til næste år	21.293	-29
	<b>0</b>	<b>0</b>

## Note 6 - Kapitalandele

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

## Note 7 - Aktiver

(pct.)	2016	2017
Fordeling af finansielle instrumenter		
Børsnoterede finansielle instrumenter	97,9	95,9
Øvrige finansielle instrumenter	2,1	4,1
	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>

Af de børsnoterede finansielle instrumenter er 41,3 pct. placeret i Finans, 24,4 pct. i Teknologi, 14,7 pct. i Forbrugsgoder, 6,2 pct. i Materialer, 3,9 pct. i Telekom og 9,5 pct. i andre sektorer

## Note 8 - Investorernes formue

	Cirkulerende andele 2016 (stk.)	Formue-værdi 2016 (1.000 kr.)	Cirkulerende andele 2017 (stk.)	Formue-værdi 2017 (1.000 kr.)
Investorerens formue, primo	1.477.910	210.617	1.824.555	222.208
Udlodning fra sidste år vedrørende cirkulerende beviser 31. december		-46.850		0
Ændring i udbetalt udlodning på grund af emission/indløsning		13.790		0
Emission i året	982.645	112.900	358.000	51.704
Indløsning i året	-636.000	-76.595	-644.000	-92.545
Emissionstillæg		437		230
Indløsningsfradrag		332		404
Handelsomkostninger ved emission/indløsning		-595		-531
Regulering af udlodning ved emissioner og indløsninger i året		6.874		-295
Overført til udlodning fra sidste år		-108		21.293
Overførsel af udlodning til næste år		-21.293		29
Foreslået udlodning		0		12.309
Overført til resultatopgørelsen		22.699		23.088
<b>I alt investorerens formue</b>	<b>1.824.555</b>	<b>222.208</b>	<b>1.538.555</b>	<b>237.894</b>

## 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 bankindskud. 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 er nystartet i 2017 og gav i sin levetid et afkast på -4,4 pct. Pandora er den ubetinget største enkeltforklaring til det utilfredsstillende afkast, men også en svag kursudvikling i en række rederiselskaber påvirker resultatet negativt. Endelig har porteføljen med sit strategiske fokus på lavt værdisatte aktier undervægtet en række aktier, der har udvist store kursstigninger.

## Markedsudvikling i 2017

Den positive udvikling på de danske aktier har i 2017 været drevet af store selskaber som Novo Nordisk, Novozymes, Chr. Hansen og Ørsted. Derimod har AP Møller Mærsk haft en relativt svag kursudvikling. Afdeling Danske Aktier GR har haft en lav eksponering mod de selskaber, hvor værdiansættelsen for hovedparten blev skønnet for høj og muligheden for indtjeningsopjusteringer lav. Undtagelsen er Novo Nordisk, hvor afdelingen gennem året har fastholdt den maksimale vægt i henhold til de investeringsmæssige rammer. Novo Nordisk-aktien, der faldt 35 pct. i 2016, steg med 35 pct. i 2017.

## 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. Afdelingen er placeret i risikokategori 5 på skalaen fra 1 til 7. Selvom danske aktier er noteret i danske kroner, har selskaberne typisk en international forretning og er dermed eksponeret til valutamarkederne derigennem. Se endvidere beskrivelsen af risici og risikostyring under årsrapportens generelle afsnit om risici.

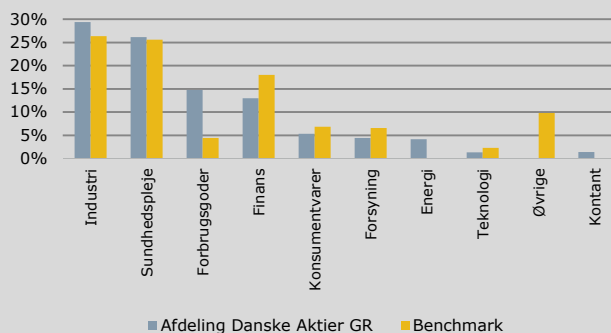
## Forventninger til 2018

Der er moderat positive forventninger til de danske aktier i 2018, men afkastene forventes mindre end i 2017. Kursstigningerne på aktiemarkederne har i de senere år været langt større end virksomhedernes indtjening, og værdiansættelsen af aktiemarkederne er derfor i løbet af de senere år blevet højere. Det fordrer derfor, at virksomhederne lever op til de positive forventninger, og derudover skal centralbankerne fortsætte deres lempelige pengepolitik til understøttelse af økonomien. Der er derfor en risiko for kurskorrektioner gennem 2018.

## Fakta om Afdeling Danske Aktier GR

Unoteret / Stiftet	2017
Akkumulerende – Aktiebaseret	
Risikokategori	5
Risikoprofil	Gul
Benchmark	OMX Københavns Totalindeks Cap. incl. udbytte
ÅOP	1,31
Indirekte handelsomkostninger	0,12

## Porteføljens sammensætning ultimo december 2017

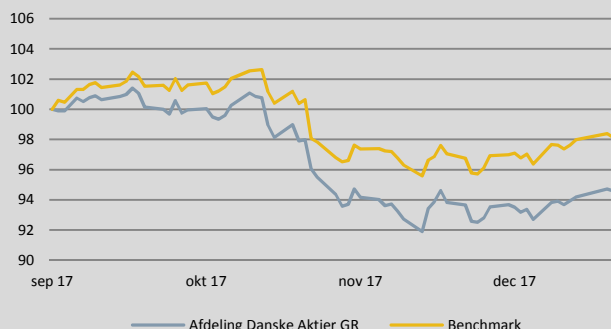


## Porteføljens 10 største positioner \*)

1	A.P. Møller - Mærsk A	9,66%
2	Novo Nordisk	9,62%
3	Pandora	8,40%
4	Coloplast	7,67%
5	DSV	4,75%
6	Danske Bank	4,69%
7	ISS	4,67%
8	Genmab	4,60%
9	DFDS	4,51%
10	Ørsted	4,47%

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

## Kursudvikling (indekseret 3 måneder)



# Afdeling Danske Aktier GR – Årsregnskab

## Hoved- og nøgletal for det seneste år

	2017 <sup>1)</sup>
<b>Hovedtal i mio.kr.</b>	
Årets nettoresultat	-11,8
Investorerne formue inkl. udlodning	256,9
Cirkulerende andele (nominel værdi)	188,8
<b>Nøgletal</b>	
Indre værdi pr. andel, kr. (inkl. udbytte)	136,07
Udlodning pr. andel	0,00
Årets afkast i pct.	-4,42
Sharpe ratio <sup>2)</sup>	-
Standardafvigelse <sup>2)</sup>	-
Omkostningsprocent	0,31
Omsætningshastighed	0,19
Tracking error <sup>2)</sup>	-
Active share	43,04
<b>Benchmark</b>	
Benchmark afkast i pct. <sup>3)</sup>	16,82
Sharpe ratio	-
Standardafvigelse <sup>2)</sup>	-
<b>Bemærk:</b>	
1) For perioden 28. september 2017 - 31. december 2017. Afdelingen er stiftet i juni 2017	
2) Afdelingen er under 3 år	
3) Helårstal	

## Resultatopgørelse

(1.000 kr.)	Note	2017 <sup>1)</sup>
Udbytter		769
<b>I alt renter og udbytter</b>	1	<b>769</b>
Kapitalandele		-11.459
Handelsomkostninger	2	-195
<b>I alt kursgevinster og -tab</b>		<b>-11.654</b>
<b>I alt indtægter</b>		<b>-10.885</b>
Administrationsomkostninger	3	-828
<b>Resultat før skat</b>		<b>-11.713</b>
Skat	4	-115
<b>Årets nettoresultat</b>		<b>-11.828</b>
Overskudsdisponering		
Årets nettoresultat		-11.828
Formuebevægelser		0
Til disposition		-11.828
Til rådighed for udlodning		0
<b>Overført til formuen</b>		<b>-11.828</b>

## Balance, ultimo

(1.000 kr.)	Note	2017
<b>Aktiver</b>		
Indestående i depotselskab		3.641
<b>I alt likvide midler</b>		<b>3.641</b>
Noterede aktier fra danske selskaber		237.521
Noterede aktier fra udenlandske selskaber		16.227
<b>I alt kapitalandele</b>	5	<b>253.748</b>
<b>Aktiver i alt</b>	6	<b>257.389</b>
<b>Passiver</b>		
Investorerne formue	7	256.916
Skyldige omkostninger		473
<b>I alt anden gæld</b>		<b>473</b>
<b>Passiver i alt</b>		<b>257.389</b>

<sup>1)</sup> For perioden 28. september - 31. december 2017



# Afdeling Danske Aktier GR – Noter til årsregnskab

## Note 1 - Renter og udbytter

(1.000 kr.)	2017
Noterede aktier fra danske selskaber	769
Noterede aktier fra udenlandske selskaber	0
	<b>769</b>

## Note 2 - Handelsomkostninger

(1.000 kr.)	2017
Bruttohandelsomkostninger	199
Dækket af emissions- og indløsningsindtægter	-4
<b>Handelsomkostninger ved løbende drift</b>	<b>195</b>

## Note 3 - Administrationsomkostninger

(1.000 kr.)	2017	
	Direkte	Fælles
Honorar til bestyrelsen m.v.	0	19
Revisionshonorarer	15	2
Andre honorarer til revisorer	0	0
Markedsføringsomkostninger	0	0
Gebyrer til depotselskab	95	1
Andre omkostninger i forbindelse med formueplejen	527	0
Vederlag til investeringsforvaltningsselskabet	140	0
Øvrige omkostninger	25	4
<b>I alt opdeltede administrationsomkostninger</b>	<b>802</b>	<b>26</b>
<b>I alt administrationsomkostninger</b>		<b>828</b>

## Note 4 - Skat

(1.000 kr.)	2017
Ikke refunderbar skat på renter og udbytter	115
	<b>115</b>

## Note 5 - Kapitalandele

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

## Note 6 - Aktiver

(pct.)	2017
Fordeling af finansielle instrumenter	
Børsnoterede finansielle instrumenter	98,6
Øvrige finansielle instrumenter	1,4
	<b>100,0</b>

Af de børsnoterede finansielle instrumenter er 29,8 pct. placeret i Industri, 26,5 pct. i Sundhedspleje, 15,0 pct. i Forbrugsgoder, 13,2 pct. i Finans, 5,4 pct. i Konsumentvarer og 10,1 pct. i andre sektorer.

## Note 7 - Investorerens formue

	Cirkulerende andele 2017 (stk.)	Formueværdi 2017 (1.000 kr.)
Investorerens formue, primo	0	0
Emission i året	1.888.053	268.744
Indløsning i året	0	0
Emissionstillæg		4
Indløsningsfradrag		0
Handelsomkostninger ved emission/indløsning		-4
Overført til resultatopgørelsen		-11.828
<b>I alt investorerens formue</b>	<b>1.888.053</b>	<b>256.916</b>

## 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 bankindsbud. 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 30 og 100 selskaber.

## Afkast og resultat

Afdelingen er nystartet i 2017 og gav i sin levetid et afkast på 2,5 pct. Afdelingen har været overvægtet i aktier med lav værdiansættelse, og i 2017 har den økonomiske udvikling gjort, at selskaber med bedre vækstudsigt er steget mere.

## Markedsudvikling i 2017

2017 blev igen et godt år for aktieinvestorerne. Sektormæssigt var det teknologiaktierne, der havde de største kursstigninger. Den positive kursudvikling var understøttet af den lempelige pengepolitik overalt i verden. Det har tilskyndet investorerne til at søge mod mere risikofyldte aktivklasser som aktier. På tværs af regioner har der dog været store forskelle i afkastene, når der omregnes til danske kroner, da valutabevægelserne har været betydelige. USD er svækket med godt 11 pct. overfor EUR og DKK gennem 2017, og derfor har europæiske aktier opgjort i DKK givet et højere afkast end de amerikanske.

## 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. Afdelingen er placeret i risikokategori 5 på skalaen fra 1 til 7. Se endvidere beskrivelsen af risici og risikostyring under årsrapportens generelle afsnit om risici.

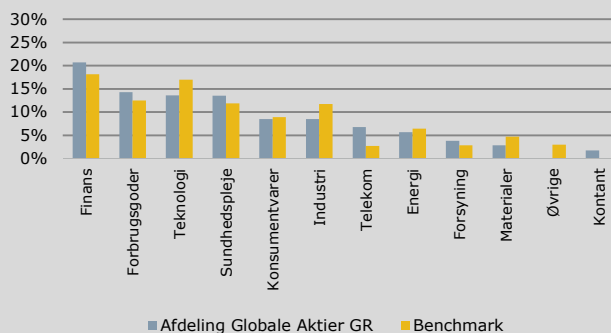
## Forventninger til 2018

Der er moderat positive forventninger til kursudviklingen på de globale aktiemarkeder. Fremgang i verdensøkonomien, fremgang i indtjeningen, lav inflation og rigelig af likviditet i det finansielle system tilsiger en positiv udvikling på aktiemarkederne. Værdiansættelsen er dog blevet højere, og det fordrer, at virksomhederne som minimum lever op til forventningerne, og at den lempelige pengepolitik fortsætter. Endelig må de verdenspolitiske risici ikke eskalere, og der er derfor risiko for kurskorrektioner gennem 2018.

## Fakta om Afdeling Globale Aktier GR

Unoteret / Stiftet	2017
Akkumulerende – Aktiebaseret	
Risikokategori	5
Risikoprofil	Gul
Benchmark	MSCI World Index incl. udbytte
ÅOP	1,51
Indirekte handelsomkostninger	0,04

## Porteføljens sammensætning ultimo december 2017

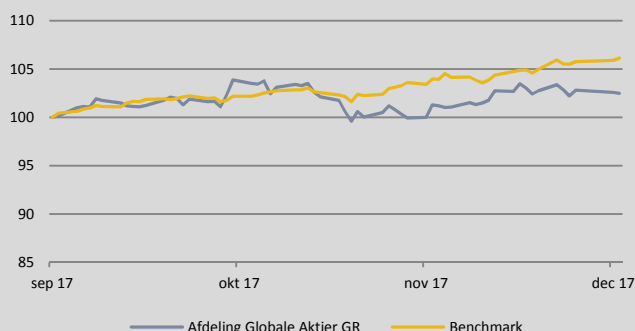


## Porteføljens 10 største positioner \*)

1	Applied Materials	3,11%
2	Goldman Sachs	3,10%
3	Genpact	3,09%
4	Fresenius	3,04%
5	Autozone	2,59%
6	Apple	2,57%
7	Newell Brands	2,44%
8	Henkel	2,17%
9	Bank of America	2,15%
10	Johnson & Johnson	2,12%

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

## Kursudvikling (indekseret 3 måneder)



# Afdeling Globale Aktier GR – Årsregnskab

Hoved- og nøgletal for det seneste år

	2017 <sup>1)</sup>
<b>Hovedtal i mio.kr.</b>	
Årets nettoresultat	2,4
Investorerens formue inkl. udlodning	101,8
Cirkulerende andele (nominel værdi)	102,9
<b>Nøgletal</b>	
Indre værdi pr. andel, kr. (inkl. udbytte)	98,92
Udlodning pr. andel	0,00
Årets afkast i pct.	2,50
Sharpe ratio <sup>2)</sup>	-
Standardafvigelse <sup>2)</sup>	-
Omkostningsprocent	0,40
Omsætningshastighed	0,06
Tracking error <sup>2)</sup>	-
Active share	78,54
<b>Benchmark</b>	
Benchmark afkast i pct. <sup>3)</sup>	7,72
Sharpe ratio <sup>2)</sup>	-
Standardafvigelse <sup>2)</sup>	-
<b>Bemærk:</b>	
1) For perioden 28. september 2017 - 31. december 2017. Afdelingen er stiftet i juni 2017	
2) Afdelingen er under 3 år	
3) Helårstal	

## Resultatopgørelse

(1.000 kr.)	Note	2017 <sup>1)</sup>
Udbytter		406
<b>I alt renter og udbytter</b>	1	<b>406</b>
Kapitalandele		2.556
Andre øvrige aktiver/passiver		-1
Handelsomkostninger	2	-77
<b>I alt kursgevinster og -tab</b>		<b>2.478</b>
<b>I alt indtægter</b>		<b>2.884</b>
Administrationsomkostninger	3	-401
<b>Resultat før skat</b>		<b>2.483</b>
Skat	4	-52
<b>Årets nettoresultat</b>		<b>2.431</b>
Overskudsdisponering		
Årets nettoresultat		2.431
Formuebevægelser		0
Til disposition		2.431
Til rådighed for udlodning		0
<b>Overført til formuen</b>		<b>2.431</b>

## Balance, ultimo

(1.000 kr.)	Note	2017
<b>Aktiver</b>		
Indestående i depotselskab		1.702
<b>I alt likvide midler</b>		<b>1.702</b>
Noterede aktier fra udenlandske selskaber		100.243
<b>I alt kapitalandele</b>	5	<b>100.243</b>
Tilgodehavende renter, udbytter m.v.		69
<b>I alt andre aktiver</b>		<b>69</b>
<b>Aktiver i alt</b>	6	<b>102.014</b>
<b>Passiver</b>		
Investorerens formue	7	101.821
Skyldige omkostninger		193
<b>I alt anden gæld</b>		<b>193</b>
<b>Passiver i alt</b>		<b>102.014</b>

<sup>1)</sup> For perioden 28. september - 31. december 2017

# Afdeling Globale Aktier GR – Noter til årsregnskab

## Note 1 - Renter og udbytter

(1.000 kr.)	2017
Noterede aktier fra udenlandske selskaber	406
	<b>406</b>

## Note 2 - Handelsomkostninger

(1.000 kr.)	2017
Bruttohandelsomkostninger	80
Dækket af emissions- og indløsningsindtægter	-3
<b>Handelsomkostninger ved løbende drift</b>	<b>77</b>

## Note 3 - Administrationsomkostninger

(1.000 kr.)	2017	
	Direkte	Fælles
Honorar til bestyrelsen m.v.	0	7
Revisionshonorarer	15	1
Andre honorarer til revisorer	0	0
Markedsføringsomkostninger	0	0
Gebyrer til depotselskab	53	1
Andre omkostninger i forbindelse med formueplejen	202	0
Vederlag til investeringsforvaltningsselskabet	96	0
Øvrige omkostninger	25	1
<b>I alt opdeltede administrationsomkostninger</b>	<b>391</b>	<b>10</b>
<b>I alt administrationsomkostninger</b>		<b>401</b>

## Note 4 - Skat

(1.000 kr.)	2017
Ikke refunderbar skat på renter og udbytter	52
	<b>52</b>

## Note 5 - Kapitalandele

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

## Note 6 - Aktiver

(pct.)	2017
Fordeling af finansielle instrumenter	
Børsnoterede finansielle instrumenter	98,3
Øvrige finansielle instrumenter	1,7
	<b>100,0</b>

Af de børsnoterede finansielle instrumenter er 21,0 pct. placeret i Finans, 14,5 pct. i Forbrugsgoder, 13,8 pct. i Teknologi, 13,8 pct. i Sundhedspleje, 8,6 pct. i Industri, 8,6 pct. i Konsumentvarer, 6,9 pct. i Telekom og 12,8 pct. i andre sektorer.

## Note 7 - Investorenes formue

	Cirkulerende andele 2017 (stk.)	Formueværdi 2017 (1.000 kr.)
Investorenes formue, primo	0	0
Emission i året	1.029.322	99.390
Indløsning i året	0	0
Emissionstillæg		3
Indløsningsfradrag		0
Handelsomkostninger ved emission/indløsning		-3
Overført til resultatopgørelsen		2.431
<b>I alt investorenes formue</b>	<b>1.029.322</b>	<b>101.821</b>

## 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:** Dansk IT, Investeringsforeningen Lån & Spar Invest og Kapitalforeningen Lån & Spar MixInvest

**Bestyrelsesmedlem:** Hofor A/S, Hofor Forsyning Holding P/S, Hofor Forsyning Komplementar A/S, Hofor Holding A/S og Invest Administration A/S

**Direktionsposter:** Casa Monte Verde ApS

**Øvrige hverv:** Formand for repræsentantskabet i Lån & Spar Bank, forbundsformand for DJØF samt bestyrelsesmedlem for Akademikerne

### 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:** Aurion A/S, Business Angels Fond – London I A/S, CTKM 185 ApS, Davista K/S, Davista Komplementarselskab A/S, Nordic Corporate Investments A/S, SGH Komplementarselskab ApS, Sportgoodsfonden, Sportgoods Holding P/S og Terranol A/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:** FF Forsikring A/S, Realråd ApS og Kapitalforeningen Falcon Invest

**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.)	2016	2017
Bestyrelseshonorar	520	291
Der er ikke indgået incitamentsprogrammer, og der udbetales ikke særskilt vederlag til direktionen, da dette er indeholdt i vedlaget til investeringsforvaltningselskabet		
	<b>520</b>	<b>291</b>

### Revisionshonorar

(1.000 kr.)	2016	2017
Honorar til den valgte revisor fordeler sig således		
Lovpligtig revision	148	126
Andre erklæringsopgaver	0	0
Skatterådgivning	0	0
Andre ydelser end revision	0	0
	<b>148</b>	<b>126</b>

## 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 2016.

### 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. Udbytter 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 provenuget 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 provenuget fra køb af finansielle instrumenter samt fra indløsninger før balancedagen, hvor betalingen sker efter balancedagen.

### Fusioner

Ved fusion indregnes de overtagne aktiver m.v. i den fortsættende afdelings resultatopgørelse og balance fra tidspunktet for fusionens retsvirkning.

### 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. Udbytter er skattepligtige for investorer.

**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](http://www.gudme-invest.dk)