

GUDME RAASCHOU

Vision

Delårsrapport

3. kvartal 2008

INDHOLDSFORTEGNELSE

Hovedpunkter
Ledelsespåtegning
Anvendt regnskabspraksis
Hoved- og nøgletal
Ledelsens beretning
Porteføljens sammensætning
Forventninger til de finansielle markeder
Forventninger til resultatet
Bestyrelsesbeslutninger
Øvrige begivenheder
Begivenheder indtruffet efter regnskabsperiodens afslutning
Resultatopgørelse
Balance
Egenkapitalopgørelse
Noter
Selskabsoplysninger

HOVEDPUNKTER

Bestyrelsen for Gudme Raaschou Vision A/S har den 5. november 2008 behandlet og godkendt delårsrapporten for perioden 1. juli – 30. september 2008.

Følgende hovedpunkter fremhæves:

- I tredje kvartal 2008 faldt den indre værdi fra 96,95 til 68,33, svarende til et fald på 29,5% efter omkostninger og skønnet skat. På datoen for offentliggørelsen af nærværende delårsrapport er indre værdi faldet yderligere til 45,68, svarende til et fald på 52,9% siden årets start.

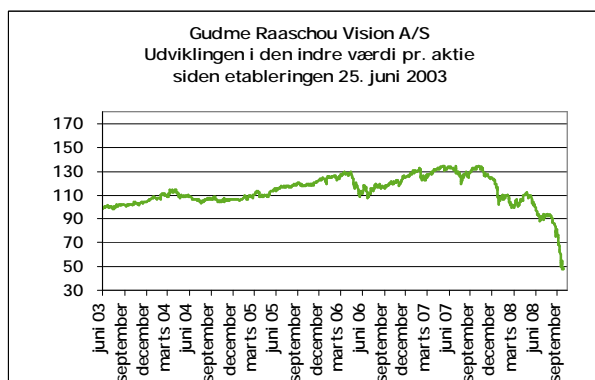
- Resultatet i tredje kvartal 2008 er meget utilfredsstillende, men det skal ses i lyset af den omfattende krise på de finansielle markeder, som har ramt selskabets investeringer.

- Selskabet havde ved udgangen af tredje kvartal 2008 en portefølje med 69,2% obligationer, 18,8% aktier og 12,0% erhvervsobligationer (primært amerikanske). Beholdningen af egne aktier indgår ikke i denne opgørelse.

- Selskabet har i tredje kvartal anvendt en gearing på i gennemsnit godt fire gange egenkapitalen. Gearingen er vokset i takt med faldende egenkapital, men samtidig er gearingen løbende blevet nedbragt ved de periodevise forlængelser af lånets løbetid med henblik på at bevare højest fire gange gearing.

- På aktiemarkederne faldt kurserne over hele verden meget voldsomt i september måned. På samme tid blev de normale sammenhænge mellem kursbevægelser på de forskellige aktivtyper elimineret i 3. kvartal, idet investeringerne i realkreditobligationer og erhvervsobligationer også gav negative afkast.

- På baggrund af den forstærkede uro på de finansielle markeder kan selskabets resultat for 2008 ikke meningsfuldt anslås inden for et snævert interval. Det vurderes dog ikke sandsynligt at kunne opnå et resultat før skat i 2008 i niveauet -5 til -15 mio. kr., som hidtil forventet. Resultatet for hele 2008 vil være meget afhængigt af udviklingen på de finansielle markeder i den resterende del af året.



Ledelsespåtegning

Bestyrelsen og direktionen har dags dato behandlet og godkendt delårsrapporten for 1. juli – 30. september 2008 for Gudme Raaschou Vision A/S.

Delårsrapporten er aflagt i overensstemmelse med de krav, som årsregnskabsloven og NASDAQ OMX Copenhagen stiller til delårsrapporter for børsnoterede selskaber. Endvidere er delårsrapporten i overensstemmelse med indregnings- og målingsbestemmelserne i de internationale regnskabsstandarder (IFRS).

Vi anser den valgte regnskabspraksis for hensigtsmæssig og de udøvede regnskabsmæssige skøn forsvarlige. Vi finder endvidere den samlede præsentation af delårsrapporten retvisende. Delårsrapporten giver derfor efter vor opfattelse et retvisende billede af selskabets aktiver og passiver, den finansielle stilling samt resultatet af selskabets aktiviteter og pengestrømme.

København, den 5. november 2008

I bestyrelsen:

Flemming H. Jensen Niels Mazanti Michael Vilhelm Nielsen
Formand

I direktionen:

David Huang, Direktør

Anvendt regnskabspraksis

Delårsrapporten er aflagt i overensstemmelse med årsregnskabslovens bestemmelser for regnskabsklasse D og danske regnskabsvejledninger. Delårsrapporten er ligeledes aflagt i overensstemmelse med yderligere oplysningskrav til delårsrapporter for børsnoterede selskaber.

Anvendt regnskabspraksis er uændret i forhold til årsrapporten 2007.

Nærværende delårsrapport er ikke revideret eller reviewet af selskabets revisor.

Hoved- og nøgletal

Resultatopgørelse (angivet i 1.000 kr.)	3. kvartal 2008	3. kvartal 2007	1.-3. kvartal 2008	1.-3. kvartal 2007	2007
Netto renteindtægter	-1.767	157	-1.303	907	668
Netto kursreguleringer	-35.671	-956	-71.863	10.408	2.930
Udbytte i alt	0	0	3.486	0	0
Resultat før omkostninger	-37.438	-799	-69.680	11.315	3.598
Resultat før skat	-37.835	-1.019	-70.904	7.930	-436
Skat af periodens resultat	-1.037	758	-3.948	-1.931	-1.231
Resultat efter skat	-36.798	-1.777	-66.956	9.861	795
Balance (angivet i 1.000 kr.)					
Obligationer, inklusive vedhængende rente	310.077	388.564	310.077	388.564	376.540
Aktier og aktiebaserede investeringsforeninger o.a. kapitalandele	84.129	131.988	84.129	131.988	132.488
Erhvervsobligationer og erhvervsobligationsbaserede investeringsforeninger	53.726	71.676	53.726	71.676	71.091
Aktiekapital	122.508	122.508	122.508	122.508	122.508
Egenkapital	81.965	158.597	81.965	158.597	148.922
Aktiver	484.140	598.284	484.140	598.284	590.996
Nøgletal					
Resultat før skat i pct. af egenkapital (i kr.) p.a.	-150,79	-2,57	-81,89	6,89	-0,29
Resultat efter skat i pct. af egenkapital (i kr.) p.a.	-146,66	-4,47	-77,33	16,58	0,54
Resultat efter skat pr. antal aktier, ultimo (i kr.) p.a.	-112,48	-5,43	-68,22	10,05	0,61
Resultat efter skat pr. gns. antal aktier ekskl. egne aktier (i kr.) p.a.	-120,15	-5,80	-72,87	10,73	0,65
Porteføljen					
Egenkapitalens gearing	4,9	2,8	4,9	2,8	3,0
Obligationer, inklusive vedhængende rente, i pct. af total portefølje opgjort til markedsværdi	69,2%	65,6%	69,2%	65,6%	64,5%
Aktier og aktiebaserede investeringsforeninger o.a. kapitalandele i pct. af total portefølje opgjort til markedsværdi	18,8%	22,3%	18,8%	22,3%	23,1%
Erhvervsobligationer og erhvervsobligationsbaserede investeringsforeninger i pct. af total portefølje opgjort til markedsværdi	12,0%	12,1%	12,0%	12,1%	12,4%
Antal aktier (angivet i stk.)					
Udestående antal aktier, ultimo	1.308.625	1.308.625	1.308.625	1.308.625	1.308.625
Udestående antal aktier ekskl. egne aktier, ultimo	1.225.075	1.225.075	1.225.075	1.225.075	1.225.075
Gns. antal udestående aktier ekskl. egne aktier	1.225.075	1.225.075	1.225.075	1.225.075	1.225.076
Pr. aktie á nom. 100 kr (angivet i kr.)					
Indre værdi (som indberettet til OMX Nordic Exchange Copenhagen, ultimo)	68,33	130,52	68,33	130,52	122,56
Indre værdi	66,91	129,46	66,91	129,46	121,56
Børskurs (seneste handel)	82,00	129,00	82,00	129,00	124,50
Børskurs / indre værdi	1,2256	0,9965	1,2256	0,9965	1,0242

Nøgletal er udarbejdet i overensstemmelse med Den Danske Analytikerforenings anbefalinger.

LEDELSENS BERETNING

Periodens resultat og investeringer

Gudme Raaschou Vision A/S opnåede et resultat på -37,8 mio. kr. før skat i tredje kvartal 2008 og et resultat på -70,9 mio. kr. før skat i årets ni første måneder. Efter skat udgør resultatet i tredje kvartal -36,8 mio. kr. og -67,0 mio. kr. i årets ni første måneder, hvorefter selskabets egenkapital udgør 82,0 mio. kr. Resultatet er meget utilfredsstillende men skal naturligvis ses i lyset af krisen på de finansielle markeder.

Fremmedkapital

Selskabet havde i tredje kvartal en gearing af egenkapitalen på i gennemsnit godt fire gange. Dette gav et negativt bidrag til resultatet, idet selskabets samlede resultat langt fra opvejede finansieringsomkostningerne. Efter kvartalets udløb er låneomfanget nedbragt i flere omgange, hvor samarbejdet med selskabets långiver, Nordea, har været tilfredsstillende. USD-risikoen på investeringerne i amerikanske erhvervs-obligationer (også kaldet high yield-obligationer) var fortsat afdækket i tredje kvartal. I perioden blev der løbende optaget lån i CHF for ca. 60 mio. kr., hvilket bidrog negativt til afkastet.

Makro og obligationer

"Der er ikke noget, der er så skidt, at det ikke kan blive værre". En lettere omskrivning af det gamle ordsprog beskriver meget godt udviklingen i tredje kvartal 2008. Hvis første halvår 2008 var en forfærdelig periode for langt de fleste aktivklasser, så blev tredje kvartal en decideret katastrofe med massiv finansiell uro og store kurstab. En situation, der på mange måder minder om 1930'ernes USA. Den nuværende krise hærger ligesom dengang langt uden for landets grænser: Det, der sidste sommer startede som en krise på det amerikanske marked for "subprime-boliglån", har udviklet sig til en global finansiell krise i fuld udfoldelse med voldsomme følger for de helt fundamentale dele af økonomien.

Forværringen af krisen gennem de seneste tre måneder har været specielt tydelig i det finansielle system, hvor likviditetsproblemer og gigantiske tab har resulteret i konkurser og nationaliseringer. Store, tidligere hæderkronede finansielle institutioner er blevet overtaget i 11. time. September bød uge efter uge på begivenheder, der for blot få måneder siden måtte betegnes som vanvittigt og urealistisk tankespind.

I tredje kvartal fandt de mest spektakulære begivenheder sted i USA, herunder nationaliseringen af de to realkreditinstitutter Freddie Mac og Fannie Mae. Kendsgerningen, at to af verdens største realkreditinstitutter med et samlet udlån på 1.600 mia. USD og en markedsandel på omkring 70% i USA i flere uger balancerede på afgrundens rand, sendte chokbølger gennem de globale finansielle markeder. På dette tidspunkt begyndte krisen for alvor at brede sig til de europæiske realkreditmarkeder, heriblandt i høj grad det danske.

Centralbankerne på begge sider af Atlanten og i Asien har gennem længere tid pumpet likviditet ind i markedet og oprettet nye lånefaciliteter. Dels for at sikre pengemarkedets funktion, dels for at bringe de korte kreditspænd ned. USA har desuden lempet pengepolitikken markant ved at sænke renten meget kraftigt. Problemet med de mange tiltag er imidlertid, at de ikke havde nogen effekt på likviditetskrisen. Dag for dag blev pengemarkedet mere illikviditet, og kreditspændene steg.

Ved udgangen af tredje kvartal 2008 var obligationernes andel af porteføljen 69,2%, når der ses bort fra beholdningen af egne aktier i porteføljen.

Aktier

Tredje kvartal 2008 startede forholdsvis roligt på de globale aktiemarkeder med kursstigninger i juli og august, men september blev intet mindre end kaotisk. Det viste sig, at finanskrisen langt fra var ved at ebbe ud, hvilket frem til september ellers var den almene opfattelse blandt markedsdeltagerne. I løbet af september stod det klart, at bl.a. Lehman Brothers, Merrill Lynch og verdens største forsikringselskab, AIG, var i alvorlige vanskeligheder.

AIG endte med at blive de facto nationaliseret, Bank of America overtog Merrill Lynch, mens det var noget af en overraskelse, at Lehman Brothers - med en gæld på 613 mia. USD - fik lov til at gå ned. Kollapset underminerede fuldstændig tilliden til det finansielle system, og den traditionelle amerikanske "Investment Bank" som forretningsmodel uddøde reelt i september. Bankerne, der i forvejen var tilbageholdne med at låne til hinanden, lukkede i praksis interbank-markedet helt ned.

Konsekvensen på aktiemarkederne var en negativ spiral i kursdannelsen, der blev forstærket af stop-loss salg. Desuden er selv de mest optimistiske investorer nu også begyndt at forberede sig på markant lavere vækst i verdensøkonomien i årene fremover. Industriaktier med den største direkte eksponering til et lavere aktivitetsniveau faldt mest i kurs i september.

Både indenfor og udenfor USA sås fuldstændige eller delvise nationaliseringer af finansielle institutioner. Dertil kom hundredevis af mindre banker og finansielle virksomheder, som gik konkurs eller blev overtaget - specielt i USA, men også i Europa. Det globale finansielle system var tæt på et egentligt sammenbrud, hvilket naturligvis, i fald det måtte ske, vil få uoverskuelige konsekvenser for både store og små virksomheder samt forbrugere verden over.

I løbet af andet kvartal blev den globale aktieandel reduceret. Derimod blev andelen af danske aktier i porteføljen øget, omend kun med halvdelen af reduktionen i globale aktier. Den samlede aktieandel var ved udgangen af tredje kvartal 2008 18,8%, når der ses bort fra beholdningen af egne aktier.

Erhvervsobligationer

Kreditmarkederne verden over oplevede en af de værste perioder nogensinde i tredje kvartal 2008. Antallet af konkurser er fortsat på et meget lavt niveau. Med udgangen af august var den globale default-rate på 2,65%, mens den for Eurozonen var 0,67%. Set i lyset af finanskrisen og den makroøkonomiske udvikling forventes antallet af konkurser imidlertid at stige i de kommende måneder. Markedet peger i samme retning, idet andelen af "distressed bonds" (obligationer med kreditspænd på mere end 1.000 basispoint) udgør i skrivende stund langt hovedparten mod blot 4,56% på samme tid sidste år.

Det europæiske high yield-kreditspænd blev udvidet til 1.174 basispoint ved udgangen af september, hvilket er mere end en fordobling siden udgangen af 2007. Udviklingen var ikke meget anderledes i USA, spændet steg til over 1.000 basispoint.

I september måned blev andelen af amerikanske erhvervsobligationer reduceret, mens den europæiske andel blev fastholdt. Ved udgangen af tredje kvartal 2008 var erhvervsobligationernes andel af porteføljen i alt 12,0%, når der ses bort fra beholdningen af egne aktier.

PORTEFØLJENS SAMMENSÆTNING

Porteføljens sammensætning pr. 30. september 2008 (valørdato) fremgår af nedenstående tabel, som er opgjort til markedsværdi. Beholdningen af egne aktier indgår ikke i opgørelsen nedenfor.

PAPIRNAVN	BEHOLDNING Stk.	ANSKF. KURS	MARKEDS KURS	KURSVÆRDI INKL. VEDH. RENTE (1.000 kr.)	ANDEL I %
OBLIGATIONER					
KONVERTERBARE OBLIGATIONER					
6,00% Unikred Nordea OA... 41	51.500.000	99,43	93,83	49.087	11,0%
6,00% Totalkr 111 C.s..... 19	3.615.628	105,80	100,20	3.677	0,8%
7,00% Totalkr 111 C.s 331' 31	1.321.082	105,24	105,60	1.418	0,3%
6,00% DLR 42.s.A..... 16	4.995.730	103,35	103,25	5.207	1,2%
10,00% JK 3.s..... 09	510.106	102,00	104,00	543	0,1%
7,00% KD 23C s..... 26	8.557.064	107,57	106,00	9.219	2,1%
8,00% KD 22C s..... 16	5.224.312	108,92	107,50	5.719	1,3%
8,00% KD 23C s..... 26	6.527.389	112,38	108,00	7.179	1,6%
7,00% KD 22D s..... 19	4.985.084	106,72	106,40	5.390	1,2%
8,00% KD 23D s..... 29	1.498.769	111,57	110,00	1.678	0,4%
6,00% KD 26D s. 14'.. 14	2.546.234	104,14	101,55	2.623	0,6%
6,00% KD 22D s..... 22	4.862.181	104,29	100,40	4.954	1,1%
7,00% KD 22D s. 21'.. 21	3.465.296	106,24	107,00	3.768	0,8%
8,00% KD 23D s. 31'.. 31	1.177.851	111,85	110,40	1.324	0,3%
7,00% KD 23S..... 41	3.500.000	100,72	99,00	3.526	0,8%
8,00% BRFKred 111C..... 26	9.760.087	112,80	109,00	10.832	2,4%
7,00% BRFKred 111.s..... 29	3.872.973	107,38	106,00	4.172	0,9%
8,00% BRFKred 111 2032 31' 31	1.904.100	111,25	111,00	2.151	0,5%
6,00% BRFKred 111 B. 35'.. 33	1.537.051	102,72	101,50	1.583	0,4%
7,00% Nykred 3C s..... 26	2.366.750	106,64	106,00	2.550	0,6%
9,00% Nykred 3C s..... 26	1.836.120	113,12	114,00	2.134	0,5%
6,00% Nykred 2C s..... 19	1.519.660	102,14	100,00	1.542	0,3%
7,00% Nykred 3C s..... 29	2.569.114	107,65	106,00	2.768	0,6%
6,00% Nykred 73D OA 38'.. 38	43.445.335	98,99	95,28	42.037	9,4%
7,00% Nykred 01E DA..... 41	25.000.000	100,89	98,30	25.008	5,6%
VARIABELT FORRENTEDE OBLIGATIONER					
5,58% Nykred 49D 6F OA 1. 18	17.000.000	99,05	97,50	16.809	3,8%
6,00% Nykred 21E600CF6DA. 41	17.999.455	95,14	90,55	16.566	3,7%
5,26% Scandi III S 15	3.300.000	99,96	95,00	23.926	5,3%
Depfa VAR 20-12-2011	10.000.000	100,00	90,30	9.044	2,0%
FRN Sydbank A/S 2015(call2012)	800.000	94,75	86,25	5.222	1,2%
FRN Sydbank A/S 2049(call2017)	1.000.000	85,50	73,00	5.531	1,2%
FRN Jyske Bank 2016(call 2013)	2.000.000	93,25	83,00	12.541	2,8%
4,35% DanicaPen (call2011)2049	1.500.000	92,94	93,58	10.952	2,4%
FRN Swedbank 2016(call 2011)	1.500.000	95,19	83,50	9.397	2,1%
OBLIGATIONER I ALT				310.077	69,2%
Heraf vedhængende rente				5.095	
UDTRUKNE OBLIGATIONER I ALT				4.471	1,0%
ERHVERVS OBLIGATIONER					
Gudme Raaschou Eur. High Yield	80.000	106,45	87,94	7.035	1,6%
Gudme Raaschou US High Yield	510	100.984,74	91.550,26	46.691	10,4%
ERHVERVS OBLIGATIONER I ALT				53.726	12,0%
AKTIER o.a. KAPITALANDELE					
Gudme Raaschou Selection	500.000	60,25	42,54	21.270	4,7%
Gudme Raaschou Nordic Alpha	434.691	116,88	86,30	37.514	8,4%
Gudme Raaschou Danske Aktier	249.500	93,11	73,93	18.446	4,1%
EJBO Holding ApS	644	10.715,12	10.715,12	6.900	1,5%
AKTIER I ALT				84.129	18,8%
KONTANT, LÅN, VALUTA I ALT				(373.550)	
TOTAL PORTEFØLJE				447.932	100,0%

Forventninger til de finansielle markeder

Makro- og renteforventninger - obligationer
Redningspakkerne fra den amerikanske regering og EU-landenes regeringer kan vise sig at være de første, meget vigtige skridt hen imod en afslutning af kreditkrisen. Det kan kun tiden give svar på.

Foruden diverse skattelettelser og støtteordninger er den amerikanske plans grundpille, at finansministeriet kan opkøbe "dårlige lån og kreditprodukter" for op til 700 mia. USD og dermed lette de finansielle institutioners balancer og minimere risikoen for yderligere tab. Såfremt planen lykkes, vil den hjælpe til med at genskabe den gensidige tillid i den finansielle sektor. Dette vil alt andet lige øge likviditeten på pengemarkedet og få kreditspændene til at falde.

Tiltagene i USA kan medvirke til at forholdene på de finansielle markeder normaliseres og dermed at undgå en decideret "credit crunch" (at prisen på kredit eksploderer). I Europa er de nationale redningspakker primært rettet mod at sikre de almindelige bankkunders indskud og interbank-lån.

Udviklingen i de underliggende økonomier er voldsomt påvirket af den igangværende krise. Arbejdsløsheden i både USA og Europa er begyndt at stige, privatforbruget er gået i stå, og forventningerne til fremtiden blandt virksomheder og forbrugere, målt ud fra diverse tillidsindeks, er styrtdykket.

Boligpriserne er faldende verden over, og særligt i de amerikanske solskinsstater, i Storbritannien og i Spanien er prisfaldene særligt voldsomme. I resten af Europa, herunder Danmark, synes udviklingen i stigende grad at følge samme retning omend i et lavere tempo.

I halvårsrapporten var det forventningen, at verden ikke var på vej ind i en lang recession; der var lys for enden af tunnelen. Dette udsagn presses naturligvis af finanskrisens voldsomme eskalering i gennemtrede kvartal og udviklingen efter kvartalets afslutning. Teorien om en blød landing i USA, og et Europa, der kunne stå på egne ben og ikke ville blive påvirket af krisen holder desværre ikke stik. Recessionen er uundgåelig i Europa og højst sandsynlig også i USA.

Spørgsmålet er nu, om vi står foran en lang recession - som f.eks. perioden i midten af 1970'erne og de tidligere 1980'ere - eller om vi slipper med en relativt kort recession som i perioden efter 11. september 2001.

Argumenterne for, at recessionen bliver meget lang er, at finanskrisen er blevet en akut samfundsøkonomisk krise. Det er en politisk udfordring at sørge for, at krisen ikke bliver kronisk som i Japan i 1990'erne. De første politiske tiltag er kun førstehjælp til finanssektoren - det er ikke løsningen på den negative forventningsdannelse, der præger virksomhederne og de almindelige forbrugere.

Argumenterne for, at recessionen denne gang bliver forholdsvis kort er, at økonomierne er langt mere robuste og fleksible end tidligere. Verden er blevet globaliseret på godt og ondt.

Ledelsen og selskabets investeringsrådgiver forventer ikke en årelang dyb depression. Verdensøkonomien er trods den igangværende finansielle krises omfang mere robust end tidligere. Den rivende udvikling i Emerging Markets forventes ganske vist at blive bremsset noget op, men det forventes ikke at lade sig stoppe af en lavere vækst i Vesten. De nye økonomier som Brasilien, Rusland, Indien og Kina vil naturligvis blive påvirket negativt af lavere vækst i Europa og i USA, men de vurderes at være mindre afhængige end tidligere af det vestlige økonomiske lokomotiv.

Hertil kommer, at indsatsen med diverse hjælpepakker, skattelettelser, centralbankernes lånefaciliteter etc. må ventes at få en vis effekt. Samtidig konstateres det, at inflationen er hastigt på vej ned, både som følge af markante fald i råvarepriserne, men naturligvis også som følge af lavere økonomisk aktivitet. Dette vil give mulighed for rentenedsættelser, som vil være med til at genstarte økonomierne.

Det forventes, at Den Europæiske Centralbank (ECB) vil bløde udmeldingerne yderligere op i takt med, at risikoen for inflation stille og roligt mindskes. Det vil føre til markante rentenedsættelser fra både ECB's og Danmarks Nationalbanks side.

Aktier

Når det gælder investeringsstrategien vil det dog ikke være klogt ensidigt at satse på, at vi hurtigt vender tilbage til de dominerende investeringstemaer fra 2007 og starten af 2008. Det skyldes dels den relativt høje usikkerhed om den globale økonomiske udvikling, dels usikkerheden om varigheden af en recession samt endelig de hastigt faldende priser på råvarer, herunder den faldende oliepris.

Det er desværre umuligt at svare på, hvornår bunden på aktiemarkederne er nået. Stemningen blandt investorerne er i øjeblikket dystert og har i sig selv en selvforstærkende negativ effekt på udviklingen. Det er dog et faktum, at aktiekurserne er faldet meget, rigtig meget endda. Vi har beregnet, at der i aktiekurserne nu er indregnet, at indtjeningen i virksomhederne i 2009 skal falde med over 25% i forhold til 2008. I et historisk perspektiv er dette et meget stort fald, som vi kun har set få gange før: 1943, 1982 og 2001.

Aktierne har en meget lav værdiansættelse, men det er vigtigt at have for øje, at en lav værdiansættelse i sig selv ikke er nok til at initiere en vending. Der er brug for en periode med ro på finansmarkederne, dvs. de store, institutionelle tvangssalg skal ophøre, og risikoaversionen skal aftage. Den langsigtede investor, der er bevidst om sin risikoaversion, vil dog formentlig kunne gøre gode investeringer i skrivende stund.

Erhvervsobligationer

Holdningen til kreditmarkedet er, at afkastpotentialet synes meget attraktivt. Ved de aktuelle niveauer for kreditspændepå omkring 2.000 basispoint og den høje direkte rente i niveauet 23% p.a. burde det være tid til at øge beholdningen af high yield-obligationer.

Dog anerkender vi risikoen for, at den megen nervøsitet og uro på de finansielle markeder kan medføre yderligere udvidelser af kreditspændet. Især på kort sigt må volatiliteten forventes at være høj. Og det store kreditspænd er i sagens natur også udtryk for markedets vurdering af risikoen. Andelen af erhvervsobligationer i porteføljen fastholdes.

Asset allocation

Ved valg af investering i den ene eller den anden aktivklasse, skelner man normalt til de historiske korrelationer aktivklasserne imellem. I løbet af de seneste måneder er disse korrelationer – og dermed den traditionelle diversifikationstankegang – imidlertid blevet sat ud af spil. Alle aktivklasser på nær statsobligationer er faldet i kurs.

Med afsæt i de historiske modeller for prisfastsættelse af aktier burde aktieandelen øges, hvad enten man ser på den absolutte P/E eller den relative prisfastsættelse på aktier vs. obligationer. Men på grund af den ekstreme volatilitet og usikkerhed maner vi til forsigtighed og vil derfor endnu ikke øge aktieandelen.

Ser vi på obligationssegmentet virker erhvervsobligationer som en særdeles attraktiv aktivklasse, hvor andelen i porteføljen fastholdes.

Vi er særdeles positive på dansk realkredit, der i skrivende stund aldrig har været billigere. Det skal i den forbindelse nævnes, at dansk realkredit på ingen måde kan sammenlignes med Fannie Mae og Freddie Mac i USA. Gearings-aspektet er ikke til stede i dansk realkredit. Der findes ingen subprime-lånetyper i Danmark, og lån bliver på instituttets balance i dansk realkredit.

Sidst, men ikke mindst anvender man i dansk realkredit det unikke balanceprincip, der sikrer seriesammenhæng mellem låntager på den ene side og investor på den anden. Der er dermed en helt anden risikoprofil på danske realkredit og eksempelvis amerikansk boligfinansiering.

Forventninger til resultatet

Såfremt kursudsvingene frem til offentliggørelsen af nærværende delårsrapport fortsætter, kan der ske meget inden årets udgang. Der er i skrivende stund ikke indikationer på, at volatiliteten aftager, og i oktober måned var de kortsigtede kursudsving på de finansielle markeder sågar kraftigere end i september.

På baggrund af den forstærkede uro på de finansielle markeder kan selskabets resultat for 2008 ikke meningsfuldt anslås inden for et snævert interval.

Med udgangspunkt i udviklingen frem til offentliggørelsen af nærværende delårsrapport samt forventningerne til de finansielle markeder resten af året, vurderes det dog ikke sandsynligt at kunne opnå et resultat før skat i 2008 i niveauet 5 til -15 mio. kr., som hidtil forventet.

Resultatet for 2008 vil være meget afhængigt af udviklingen på de finansielle markeder i den resterende del af året.

Bestyrelsesbeslutninger

Der er i tredje kvartal 2008 ikke truffet beslutninger i bestyrelsen af en art, som vurderes at påkræve offentliggørelse i nærværende delårsrapport, ud over dem der relaterer sig til det investeringsmæssige.

Øvrige begivenheder

I tredje kvartal 2008 er der ikke indtruffet øvrige begivenheder, som vurderes at påkræve offentliggørelse i nærværende delårsrapport.

Begivenheder indtruffet efter regnskabsperiodens afslutning

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

Resultatopgørelse

(i 1.000 kr.)	Note	3. kvartal 2008	3. kvartal 2007	1.-3. kvartal 2008	1.-3. kvartal 2007	2007
RENTEINDTÆGTER						
Renteindtægter	1	3.676	5.395	14.472	15.659	21.074
Renteudgifter	2	-5.444	-5.238	-15.775	-14.752	-20.406
Netto renteindtægter		-1.767	157	-1.303	907	668
Kursreguleringer						
Kursgevinster		151	975	407	19.121	11.814
Kurstab		-35.822	-1.931	-72.270	-8.713	-8.884
Netto kursregulering	3	-35.671	-956	-71.863	10.408	2.930
Udbytte						
Udbytte		0	0	3.486	0	0
Udbytte i alt		0	0	3.486	0	0
Afgivne gebyrer og provisionsudgifter						
Udgifter til personale og administration	4	-122	-61	-365	-298	-476
Andre ordinære udgifter	5	-209	-2.518	-628	-2.958	-3.382
Resultat før skat		-37.835	-1.019	-70.904	7.930	-436
Skat af periodens resultat						
Resultat efter skat		-1.037	758	-3.948	-1.931	-1.231
		-36.798	-1.777	-66.956	9.861	795
RESULTAT PR. AKTIE						
Periodens resultat pr. aktie		-28,12	-1,36	-51,17	7,54	0,61
Udvandet resultat pr. aktie		-28,12	-1,36	-51,17	7,54	0,61

Balance

(i 1.000 kr.)	Note	30. september 2008	30. september 2007	31. december 2007
AKTIVER				
Langfristede aktiver				
Aktier, aktiebaserede investeringsforeninger og andre kapitalandele	6	79.952	203.873	132.488
Udskudt skat		3.211	1.984	3.211
Langfristede aktiver		83.162	205.857	135.699
Omsætningsaktiver				
Obligationer og obligationsbaserede investeringsforeninger	7	363.099	381.621	443.381
Andre tilgodehavender	8	5.175	5.415	10.665
Selskabsskat		4.256	3.036	249
Likvider		28.448	2.355	1.002
Omsætningsaktiver i alt		400.978	392.427	455.297
Aktiver i alt		484.140	598.284	590.996
PASSIVER				
Egenkapital				
Aktiekapital		122.508	122.508	122.508
Overført overskud		-40.542	36.089	26.414
Egenkapital i alt	9	81.965	158.597	148.922
Kortfristede forpligtelser				
Gæld til kreditinstitutter	10	400.720	438.000	440.000
Anden gæld		1.455	1.688	2.074
Kortfristede forpligtelser		402.175	439.688	442.074
Forpligtelser i alt		402.175	439.688	442.074
Passiver i alt		484.140	598.284	590.996

Egenkapitalopgørelse

Egenkapital pr. 31. december 2007

(1.000 kr.)	Aktiekapital	Egne aktier	Overført resultat	Egenkapital i alt
Egenkapital primo	130.863	-8.355	25.295	148.451
Periodens resultat			795	795
Egenkapital pr. 31. december 2007	130.863	-8.355	26.414	148.922

Ingen aktier er tillagt særlige rettigheder.

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

Egenkapital pr. 30. september 2008

(1.000 kr.)	Aktiekapital	Egne aktier	Overført resultat	Egenkapital i alt
Egenkapital primo	130.863	-8.355	26.414	148.922
Periodens resultat			-66.956	-66.956
Egenkapital pr. 31. marts 2008	130.863	-8.355	-40.542	81.965

Ingen aktier er tillagt særlige rettigheder.

Pengestrømsopgørelse

(i 1.000 kr.)

	Note	30. september 2008	30. september 2007	31. december 2007
Periodens resultat efter skat		-66.956	9.861	795
Reguleringer	11	56.951	-15.699	-8.298
Ændring i driftskapital	12	-34.469	3.603	6.420
Pengestrømme fra driftsaktivitet		-44.474	-2.235	-1.083
Køb af værdipapirer		-294.598	-328.801	-426.300
Salg af værdipapirer		366.518	332.896	427.890
Pengestrømme fra investeringsaktivitet		71.920	4.095	1.590
Ændring i likvider		27.446	1.860	507
Likvider primo		1.002	495	495
Likvider ultimo		28.448	2.355	1.002
Likvider specificeres således:				
Likvide beholdninger		28.448	2.355	1.002
Likvider ultimo		28.448	2.355	1.002

Pengestrømsopgørelsen kan ikke direkte udledes af det offentliggjorte regnskab.

NOTER

(i 1.000 kr.)

	3. kvartal 2008	3. kvartal 2007	1.-3. kvartal 2008	1.-3. kvartal 2007	2007
1 Rente indtægter					
Renteindtægter, obligationer	3.598	5.357	14.227	15.584	20.989
Renteindtægter, øvrige	78	38	246	75	85
	<u>3.676</u>	<u>5.395</u>	<u>14.472</u>	<u>15.659</u>	<u>21.074</u>
2 Renteudgifter					
Renteudgifter, kreditinstitutter	5.444	5.238	15.775	14.752	20.406
	<u>5.444</u>	<u>5.238</u>	<u>15.775</u>	<u>14.752</u>	<u>20.406</u>
3 Netto kursreguleringer					
Netto fordeler kursreguleringerne sig således:					
Obligationer	-1.170	-315	-15.194	-7.413	-8.884
Obligationsbaserede investeringsforeninger	-3.111	-171	-8.030	1.705	1.486
Aktiebaserede investeringsforeninger	-30.577	-1.443	-47.082	16.387	6.727
Valuta	-965	-2	-1.964	1.029	1.038
Afledte finansielle instrumenter	151	975	407	-1.300	2.563
	<u>-35.671</u>	<u>-956</u>	<u>-71.863</u>	<u>10.408</u>	<u>2.930</u>
4 Medarbejderforhold					
Lønninger	112	52	339	268	430
Pensioner	3	5	11	16	23
Andre omkostninger til social sikring	8	4	15	14	23
	<u>122</u>	<u>61</u>	<u>365</u>	<u>298</u>	<u>476</u>
Heraf udgør vederlag til direktion og bestyrelse:					
Direktion	67	52	200	158	256
Bestyrelse	55	0	165	110	220
	<u>122</u>	<u>52</u>	<u>365</u>	<u>268</u>	<u>476</u>
Gennemsnitligt antal beskæftigede medarbejdere					
5 Andre omkostninger					
Andre omkostninger indeholder omkostninger til investeringsrådgivning, administration og øvrige relaterede omkostninger	209	2.518	628	2.958	3.382
Heraf udgør honorar til generalforsamlingsvalgte revisorer:					
Revisionshonorar til Deloitte	41	0	121	0	165
Andre ydelser, PricewaterhouseCoopers	0	0	0	240	261
	<u>41</u>	<u>0</u>	<u>121</u>	<u>240</u>	<u>426</u>
6 Aktier, aktiebaserede investeringsforeninger og andre kapitalandele					
Beholdningen af aktier, aktiebaserede investeringsforeninger og andre kapitalandele er specificeret i afsnittet "Porteføljens sammensætning".					
7 Obligationer og obligationsbaserede i investeringsforeninger					
Beholdningen af obligationer og obligationsbaserede investeringsforeninger er specificeret i afsnittet "Porteføljens sammensætning".					

	1.-3. kvartal 2008	1.-3. kvartal 2007	2007
8 Andre tilgodehavender			
Tilgodehavende renter	5.175	5.369	5.054
Positiv værdi af afledte finansielle instrumenter	0	0	5.508
Øvrige aktiver	0	46	103
	<u>5.175</u>	<u>5.415</u>	<u>10.665</u>
9 Egenkapital			
Aktiekapital	130.863	130.863	130.863
Egne aktier	-8.355	-8.355	-8.355
Overført resultat	-4.054	36.089	26.414
	<u>81.966</u>	<u>158.597</u>	<u>148.922</u>

10 Gæld til kreditinstitutter

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

Selskabet har pr. 30. september 2008 trukket 401 mio. kr. via denne kreditfacilitet, som forfalder inden for et år.

Selskabet har stillet værdipapirer til en kursværdi af 443 mio. kr. til sikkerhed for gæld til kreditinstitutter.

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

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

11 Pengestrømsopgørelse - reguleringer

Urealiserede kursreguleringer (netto)	60.839	-13.646	-7.432
Betalt skat	60	-122	366
Skat af årets resultat	-3.948	-1.931	-1.232
	<u>56.951</u>	<u>-15.699</u>	<u>-8.298</u>

12 Pengestrømsopgørelse - ændring i driftskapital

Ændring i tilgodehavender	5.430	12.693	13.073
Ændring i gældsforpligtelser mv.	-39.899	-9.090	-6.653
	<u>-34.469</u>	<u>3.603</u>	<u>6.420</u>

13 Nærtstående parter

Selskabet har en nærtstående part med bestemmende indflydelse: Gudme Raaschou Bank A/S.

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

Selskabet har optaget lån hos Nordea Bank på markedsmæssige vilkår.

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

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

SELSKABSOPLYSNINGER

Adresse

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

Hjemstedskommune
København

Hjemmeside
www.grvision.dk

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

Bestyrelse

Flemming H. Jensen (Formand), født 1950.
Valgt til bestyrelsen første gang i 2008.
Direktør i Gudme Raaschou Bank A/S.
Bestyrelsesmedlem i Gudme Raaschou Invest A/S (formand) og
Nordic Asset Management Fondsmæglerselskab A/S (formand).

Niels Mazanti, født 1961.
Valgt til bestyrelsen første gang i 2008.
Finansdirektør, C. L. Davids Fond og Samling.
Bestyrelsesmedlem i Livercyte Ltd. (UK). Desuden
bestyrelsesformand i en række ikke-erhvervsdrivende fonde og
legater.

Michael Vilhelm Nielsen, født 1951.
Valgt til bestyrelsen første gang i 2008.
Advokat, Partner i Plesner.
Bestyrelsesmedlem i Gudme Raaschou Bank A/S, TTIT A/S,
TTIT Ejendomme A/S, Nerve A/S, Johs. Rasmussen, Svebølle
Holding Aps, Svebølle Auto Service Aps. Johs. Rasmussen,
Svebølle A/S, Vognmand Johs. Rasmussen, Svebølle og Ruth
Rasmussens fond, Sola Nordic A/S og Erik Magnussen Design,
Klampenborg A/S.

Direktion
David Huang
Direktør

Depotselskab
Nordea.

Bankforbindelse
Nordea.

Aktiebog
VP Aktiebog

Revision
Deloitte, Statsautoriseret Revisionsaktieselskab. Deloitte blev
genvalgt på den ordinære generalforsamling den 22. april 2008.

Advokat
Gorrissen Federspiel Kierkegaard

Køb og salg af aktier
Aktier i Gudme Raaschou Vision A/S kan handles som ethvert
andet værdipapir. Det vil sige ved henvendelse til eget
pengeinstitut eller børsrådgiver. Børskursen vil være resultatet
af udbud og efterspørgsel på aktiemarkedet.

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

Online information om Gudme Raaschou Vision A/S
På selskabets hjemmeside, www.grvision.dk, offentliggøres års-
og delårsrapporter. Via et direkte link til NASDAQ OMX
Copenhagens hjemmeside kan børsinformation fås.
Meddelelser om selskabets indre værdi kan ligeledes findes på
selskabets hjemmeside under menupunktet "Kurs".

www.grvision.dk

Gudme Raaschou Vision A/s
Tietgens Hus
Børgsgade 4-8
DK-1215 København K
Danmark

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