

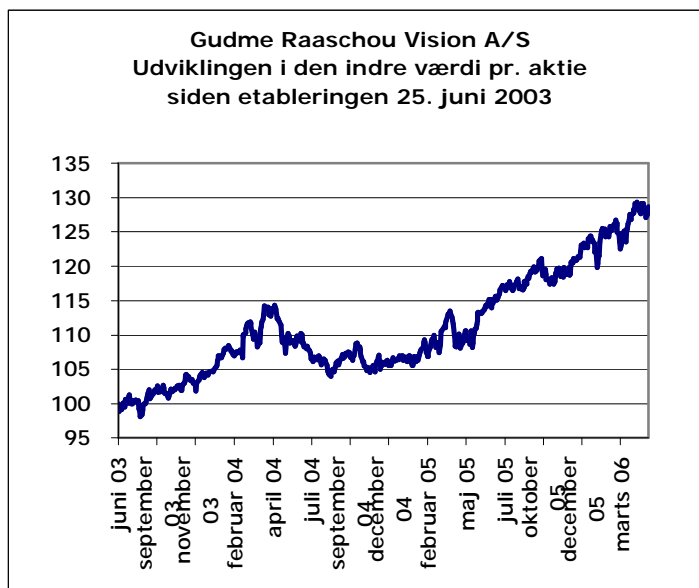
**Kvartalsrapport**  
**1. kvartal 2006**

## Kvartalsrapport for 1. kvartal 2006

Bestyrelsen for Gudme Raaschou Vision A/S har den 3. maj 2006 behandlet og godkendt delårsrapporten for perioden 1. januar – 31. marts 2006.

Følgende hovedpunkter fremhæves:

- I 1. kvartal steg den indre værdi pr. aktie fra 123,09 til 127,31, hvilket svarer til en stigning på 3,4% efter omkostninger og skønnet skat.
- Selskabet havde ved udgangen af 1. kvartal en portefølje med 62,5% obligationer, 27,8% aktier, 13,1% erhvervsobligationer samt 2,1% emerging market-obligationer.
- Selskabet havde fortsat en gearing på ca. tre gange egenkapitalen.
- Aktier gav et pænt afkast i 1. kvartal, mens obligationers bidrag til afkastet var beskedent. Erhvervsobligationer og emerging markets-obligationer gav pæne afkast sammenlignet med traditionelle obligationer.
- Ledelsen fastholder forventningerne til resultatet på 10% af egenkapitalen før skat som angivet i årsrapporten for 2005.



På selskabets hjemmeside er der en direkte henvisning til Københavns Fondsbørs' hjemmeside med opdateret børsinformation om Gudme Raaschou Vision A/S.

Kontaktperson: Direktør, David Huang 33 44 90 00

## Ledelsespåtegning

Bestyrelsen og direktionen har dags dato behandlet og godkendt delårsrapporten for 1. januar – 31. marts 2006 for Gudme Raaschou Vision A/S.

Delårsrapporten er aflagt i overensstemmelse med de krav, som årsregnskabsloven og Københavns Fondsbørs 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 3. maj 2006*

I bestyrelsen:

*Thomas Hartwig*  
Formand

*Kjeld Skov*

*Hans-Henrik Eriksen*

I direktionen:

*David Huang*  
Direktør

## Revision

Delårsrapporten er ikke revideret eller reviewet.

# GUDME RAASCHOU VISION A/S

## Ledelsesberetning

### Hoved- og nøgletal 1. kvartal

<b>Resultatopgørelse (angivet i 1.000 kr.)</b>	<b>2006</b>	<b>2005</b>
Nettoomsætning	-	-
Resultat af primær drift	5.740	943
Finansielle poster, netto	5.740	943
Ekstraordinære poster	-	-
Resultat før skat	5.740	943
<b>Balance (angivet i 1.000 kr.) - pr. 31. marts</b>		
Værdipapirer og likvider	589.453	578.284
Balance (aktiver i alt)	583.443	642.811
Egenkapital	154.372	132.423
<b>Antal aktier (angivet i stk.) - pr. 31. marts</b>		
Udestående antal aktier, ultimo	1.308.625	1.308.625
Udestående antal aktier eksklusive egne aktier, ultimo	1.223.625	1.223.625
<b>Pr. aktie á nom. 100 kr (angivet i kr.)</b>		
Resultat pr. aktie (EPS)	4,69	0,72
Indre værdi (som indberettet til Kbh. Fondsbørs 31. marts)	127,31	111,66
Børskurs (seneste handel 30. marts 2006)	125,50	103,00

*Nøgletal er udarbejdet i overensstemmelse med den Danske Finansanalytikerforenings "Anbefalinger og nøgletal 2005".*

## Periodens resultat og investeringer

Gudme Raaschou Vision A/S opnåede et resultat på 5,7 mio. kr. før skat i 1. kvartal 2006. På denne baggrund fastholder ledelsen resultatforventningerne til 2006.

### Fremmedkapital

Selskabet fortsatte 1. kvartal med en gearing af egenkapitalen på ca. tre gange. Dette bidrog positivt til det samlede resultat, idet investeringsafkastet oversteg de samlede finansieringsomkostninger.

USD-risikoen på investeringerne i erhvervsobligationer samt emerging market-obligationer var afdækket i hele regnskabsperioden. Ved offentliggørelsen af nærværende delårsrapport er denne valutarisiko fortsat afdækket.

Periodevis finansiering i CHF i 1. kvartal gav en beskedent positiv valutakursgevinst.

### Obligationer

Både de korte og lange renter steg meget kraftigt i løbet af 1. kvartal. Det stigende renteniveau påvirkede i perioden porteføljens obligationsafkast negativt. Omvendt gav porteføljens andel af de højere forrentede konverterbare realkreditobligationer positivt et forholdsvist godt afkast sammenlignet med det øvrige obligationsmarked.

Årets første måneder gav de største rentestigninger i mange år. En lokal renteforhøjelse forstærkede rentestigningerne yderligere i Danmark. Den Danske Nationalbank hævede, til stor overraskelse for de finansielle markeder, medio februar pludselig renten med 10

basispunkter. Renteforhøjelsen var en reaktion på længere tids moderat svækkelse af den danske krone.

Primo marts hævede Den Europæiske Centralbank (ECB) renten til 2,50%, og Danmarks Nationalbank fulgte trop med en forhøjelse af den danske rente til 2,75%. Renteforhøjelserne skabte uro i både det korte statsmarked og det konverterbare realkreditsegment, hvor alle kupon-klasser på nær de illikvide 7%- og 8%-obligationer blev ramt.

En af de primære årsager til 1. kvartals store rentestigninger var stærke økonomiske nøgletal - ikke bare fra USA og Europa, men også fra verdens tredjestørste økonomi, Japan. Japan har gennem mange år været præget af depression, deflation og krisestemning. Nu er optimismen imidlertid ved at vende tilbage, inflationen er igen positiv, og huspriserne så småt begyndt at stige. Efter flere års fravær er Japan nu tilbage som en vigtig bidragsyder til det globale vækstbillede.

Også fra den amerikanske økonomi var der godt nyt: den gode stemning i erhvervslivet blev bekræftet af solide erhvervstillidsindikatorer (ISM) kvartalet igennem. Tilliden i både produktions- og serviceledet steg pænt i marts - højere end markedet og analytikerne på forhånd havde ventet.

Ved udgangen af 1. kvartal var obligationernes andel af porteføljen 62,5%.

## **Aktier**

Årets første kvartal bød på flotte kursstigninger. Trods kursudsving og usikkerhed henover kvartalet, sluttede aktiemarkederne godt af som følge af rigelig likviditet, stor konsolideringsaktivitet, stigende risikovillighed samt en generelt flot regnskabssæson. Disse forhold overskyggede de store rentestigninger, som alt andet lige normalt er negativt for aktiemarkederne.

Indtjeningsudviklingen i virksomhederne var i 1. kvartal en anelse bedre end forventet, hvilket understøttede den positive kursudvikling på aktiemarkederne. Den stigende indtjening har dermed ikke gjort værdiansættelsen af aktier mere krævende.

Aktieandelen (ekskl. egne aktier) var ved udgangen af 1. kvartal 27,8%.

## **Erhvervsobligationer**

Det absolutte afkast på erhvervsobligationer var højt i 1. kvartal. Det overraskede flere markedsdeltagere, at markedet for erhvervsobligationer formåede at levere et så højt positivt afkast i en periode, hvor renterne på lange og mellemlange statsobligationer steg betydeligt i både USA og Europa.

Riskopræmien på erhvervsobligationer faldt i 1. kvartal. I USA blev kreditspændet indsnævret med 50 bp. Status på det europæiske marked for erhvervsobligationer var tilsvarende stærk, med en samlet indsnævring af kreditspændet på godt 60 bp. i 1. kvartal. Indsnævringen var størst i Europa på grund af den meget høje andel af obligationer fra bilsektoren i Europa.

Der var bred interesse for alle kreditsegmenter, og investorernes risikovillighed synes at være tiltaget. Afkastet var ligeledes bredt funderet set hen over de forskellige sektorer. Dog gav de cykliske sektorer højere afkast end de sektorer, der er mere stabile og uafhængige af de økonomiske konjunkturer.

Ved udgangen af 1. kvartal var erhvervsobligationernes andel af porteføljen 13,1%.

## **Emerging market -obligationer**

Den stærke udvikling i afkastet på emerging market-obligationer fortsatte i årets første to måneder men bremsede lidt op i marts. I februar måned blev tilbagekøbene af de såkaldte "Brady"-udstedelser accelereret ført an af Brasilien. Dette bidrog positivt til afkastet. Brasilien skønnes at opnå Investment Grade status i løbet af de kommende tre år.

# GUDME RAASCHOU VISION A/S

Latinamerika var den stærkeste region i 1. kvartal. Argentina betalte således gælden på USD 9,5 mia. til IMF tilbage, som annonceret sidste år, hvilket blev opfattet positivt i markedet. Der kom ligeledes positive meldinger om bedre vækstudsigter fra en række mindre lande, herunder Venezuela og Columbia.

I Europa er billedet lidt mere blandet med Polen som den positive overraskelse, mens Bulgarien, Slovakiet og Rumænien enten fik deres kreditvurdering reduceret eller har udsigt til stigende renter.

Ved udgangen af 1. kvartal var porteføljens andel af emerging market-obligationer 2,1%.

# GUDME RAASCHOU VISION A/S

## Porteføljens sammensætning

Porteføljens sammensætning pr. 31. marts 2006 fremgår af nedenstående tabel. Indre værdi pr. aktie i Gudme Raaschou Vision A/S var 127,31 pr. 31. marts 2006, svarende til en stigning på 3,4% i 2006.

Porteføljens sammensætning pr. 31. marts 2006					
PAPIRNAVN	BEHOLDNING Stk.	ANSKF. KURS	MARKEDS KURS	KURSVÆRDI INKL. VEDH. RENTE (1.000 kr.)	ANDEL I %
<b>OBLIGATIONER</b>					
<b>KONVERTERBARE OBLIGATIONER</b>					
5,00% Unikred UNIK ann.19' 19	27.967.064	103,84	102,00	28.872	5,2%
6,00% Totalkr 111 C.s.... 19	6.406.211	105,80	104,65	6.799	1,2%
6,00% Totalkr 111 C.s.22' 22	4.163.498	105,93	104,60	4.417	0,8%
7,00% Totalkr 111 C.s 332' 31	2.927.781	105,24	107,00	3.183	0,6%
5,00% Totalkr 111 C.s22'.. 22	22.024.041	103,00	101,95	22.726	4,1%
5,00% Totalkr 111 C.s.... 25	1.385.674	102,87	101,65	1.426	0,3%
7,00% KD 23C s..... 26	11.003.432	106,87	107,50	12.019	2,2%
8,00% KD 22C s..... 16	7.892.739	111,82	110,25	8.858	1,6%
8,00% KD 23C s..... 26	301.068	112,90	112,15	344	0,1%
9,00% KD 23C s. 26'.. 26	7.963.182	114,04	114,75	9.315	1,7%
7,00% KD 22D s..... 19	10.301.295	106,72	107,75	11.278	2,0%
7,00% KD 23D s..... 29	989.661	106,42	107,70	1.083	0,2%
8,00% KD 23D s..... 29	2.131.563	111,71	110,00	2.387	0,4%
6,00% KD 26D s..... 14	5.704.466	104,14	104,55	6.049	1,1%
5,00% KD 22D s..... 19	19.012.533	103,92	102,20	19.666	3,6%
6,00% KD 22D s..... 22	5.489.028	104,09	104,55	5.820	1,1%
7,00% KD 22D s. 21'.. 21	9.706.264	106,95	108,15	10.665	1,9%
5,00% KD 22D s. 25'.. 25	2.760.406	103,29	101,45	2.835	0,5%
5,00% KD 23D s..... 35	8.874.154	101,86	99,53	8.942	1,6%
8,00% BRFKred 111C..... 26	18.325.934	111,70	112,25	20.933	3,8%
7,00% BRFKred 111C..... 26	6.304.852	107,43	108,00	6.918	1,3%
7,00% BRFKred 111.s..... 29	1.064.790	106,16	107,50	1.163	0,2%
7,00% BRFKred 111 2032 32' 32	5.033.866	105,49	107,33	5.490	1,0%
6,00% BRFKred 111 B. 35'.. 33	2.827.760	102,72	104,23	2.989	0,5%
8,00% Nykred 2C s..... 16	5.891.165	110,41	110,50	6.626	1,2%
8,00% Nykred 3 A..... 24	8.180.899	111,27	114,25	9.508	1,7%
7,00% Nykred 2C s..... 19	42.860	106,72	107,75	47	0,0%
7,00% Nykred 3C s..... 29	73.539	106,43	107,75	81	0,0%
6,00% Nykred 02A..... 22	1.184.622	104,43	104,62	1.257	0,2%
5,00% Nykred 03D. 35'.... 35	24.502.260	102,17	99,45	24.670	4,5%
5,00% Nykred 02D. 25'.... 25	26.568.092	102,84	101,43	27.275	4,9%
<b>VARIABELT FORRENTEDE OBLIGATIONER</b>					
3,07% Totalkr TK122C.s OA. 15	39.723.205	100,93	100,63	40.273	7,3%
<b>OBLIGATIONER I ALT</b>				<b>313.913</b>	<b>56,9%</b>
Heraf vedhængende rente				3.871	
<b>UDRUKNE OBLIGATIONER I ALT</b>				<b>30.860</b>	<b>5,6%</b>
<b>ERHVERVS OBLIGATIONER</b>					
Gudme Raaschou High Yield	716.781	106,45	100,70	72.180	13,1%
<b>ERHVERVS OBLIGATIONER I ALT</b>				<b>72.180</b>	<b>13,1%</b>
<b>EMERGING MARKET DEBT-OBLIGATIONER</b>					
SEB Institutionel EMB Ashmore	110.000	108,66	107,2	11.792	2,1%
<b>EMERGING MARKET DEBT-OBLIGATIONER I ALT</b>				<b>11.792</b>	<b>2,1%</b>
<b>AKTIER</b>					
Gudme Raaschou Selection	2.545.133	48,404	60,30	153.472	27,8%
<b>AKTIER I ALT</b>				<b>153.472</b>	<b>27,8%</b>
<b>KONTANT / LÅN</b>					
<b>KONTANT, LÅN, UDRUKNE OBL. I ALT</b>				<b>(398.926)</b>	
<b>TOTAL PORTEFØLJE (OPGJORT TIL MARKEDSVÆRDI)</b>				<b>551.357</b>	<b>100,0%</b>

Beholdningen af egne aktier indgår ikke i porteføljen ovenfor

# GUDME RAASCHOU VISION A/S

ERHVERVS OBLIGATIONER - 10 største investeringer	
Inergy LP/Inergy Finance Corp	2,9%
Norcraft Cos LP/Norcraft Finan	2,8%
Hexion US Finance Corp/Hexion	2,7%
Mediacom LLC/Mediacom Capital	2,6%
AEP Industries Inc	2,5%
Wheeling Island Gaming Inc	2,4%
Triad Hospitals Inc	2,4%
CanWest Media Inc	2,3%
Innophos Inc	2,3%
Appleton Papers Inc	2,3%

AKTIER - 10 største investeringer	
Cisco Systems Inc	4,5%
Nestle SA	4,3%
Mitsubishi UFJ Financial Group	3,5%
Home Depot Inc	3,5%
Mizuho Financial Group Inc	3,1%
KBC Groep NV	2,9%
Sega Sammy Holdings Inc	2,8%
Nabors Industries Ltd	2,8%
Quadrant AG	2,7%
Gerry Weber International AG	2,7%

## Forventninger til regnskabsåret 2006

### *Forventninger til de finansielle markeder*

#### **Makro- og renteforventninger**

Med mindre den danske krone svækkes yderligere, forventes ikke flere isolerede renteforhøjelser fra dansk side. I øjeblikket tyder intet på, at valutavækkelsen vil fortsætte. Nationalbanken vil dog sandsynligvis følge i Den Europæiske Centralbank, ECBs, fodspor. Det forventes at give yderligere to-tre renteforhøjelser i år.

De forventede renteforhøjelser vil bringe ECB's styringsrente op omkring 3% ved årets udgang og Den Danske Nationalbanks rente op på 3,25%. En sådan udvikling vil være helt i tråd med markedets forventninger. Vi forventer derfor, at volatiliteten i den korte ende af rentemarkedet vil aftage i den kommende periode til stor glæde for de konverterbare realkreditobligationer.

En af de primære årsager til 1. kvartals store rentestigninger var stærke økonomiske nøgletal - ikke bare fra USA og Europa, men også fra verdens tredjestørste økonomi, Japan. Japan har gennem mange år været præget af depression, deflation og krisestemning. Nu er optimismen imidlertid ved at vende tilbage, inflationen er igen positiv, og huspriserne så småt begyndt at stige. Efter flere års fravær er Japan nu tilbage som en vigtig bidragsyder til det globale vækstbillede.

Den amerikanske forbrugertillid viste stor styrke i 1. kvartal. Dette var imponerende – ikke mindst set i lyset af de mange renteforhøjelser fra Den Amerikanske Centralbank (FED) samt de seneste års energiprisstigninger. Der er dog grund til at være varsom, idet forbrugertilliden hænger tæt sammen med udviklingen på det amerikanske boligmarked. Vi har endnu ikke set reelle fald i huspriserne, men stigende "ligge-tider" hos mæglerne og et kraftigt fald i salget af nye boliger giver anledning til en vis bekymring.

#### **Obligationer**

De konverterbare realkreditobligationer har oven på Nationalbankens renteforhøjelse og de kraftige rentestigninger i øvrigt haft det svært i store dele af 1. kvartal. Stort set alle kuponklasser er blevet ramt, og kun de illikvide højere forrentede segmenter gav anstændige afkast.

Udgangspunktet for resten af året er dog ganske gunstigt, idet mange segmenter efter den seneste tids korrektion tilbyder et ganske attraktivt afkastpotentiale.

Vi forventer fortsat, at rentestigningerne fortsætter, om end i et væsentligt mere afdæmpet tempo end set de seneste tre måneder. Scenariet synes positivt for de konverterbare realkreditobligationer, når det tages i betragtning, at der forventes lav konverteringsaktivitet i den kommende periode.



## **Aktier**

Aktiemarkederne har tilsyneladende indregnet et markant højere renteniveau, hvorfor rentestigningerne som sådan ikke rigtig kan tage pusten fra markederne. Rentestigningerne reducerer den relative værdiansættelse mellem aktier og obligationer, selv om den dog fortsat er i aktiers favør. Idet aktiemarkederne nærmer sig en mere "fair" prisfastsættelse, betyder det omvendt også, at aktierne bliver mere udsatte for korrektioner i tilfælde af negative overraskelser for markederne.

Negative overraskelser, udover den altid overhængende fare for terror, krige m.v., kan eksempelvis være yderligere rentestigninger som følge af stigende inflation. Det kan ligeledes være skuffelser på renskabsfronten.

Vi er samlet set fortsat positive på aktiemarkederne, der fortsat er attraktivt værdiansat i forhold til andre aktivtyper. Der er dog - som indikeret ovenfor - lidt flere usikkerhedsmomenter forbundet med aktiemarkederne end tidligere.

## **Erhvervsobligationer**

Isoleret set er renteforhøjelser ikke positivt for erhvervsobligationer. Udsigten til renteforhøjelser skyldes dog lysere økonomiske vækstudsigter samt udsigt til et begrænset inflationært pres i både USA og Europa. Disse udsigter afspejlede sig i en positiv udvikling på aktiemarkederne i 1. kvartal, og det vil være naturligt, såfremt kreditværdigheden blandt udstederne af erhvervsobligationer tilgodeses af de forbedrede økonomiske udsigter, der også bør løfte disse udsteders indtjening. Dette argument understøttes af de seneste udmeldinger fra udstederne af erhvervsobligationer.

## **Emerging market -obligationer**

Ashmore, som forvalter investeringerne i emerging markets-obligationer, har et optimistisk syn på aktivtypen i 2006. Forventningerne til de væsentligste positive temaer er fortsat: En tilstrømning til aktivtypen fra pensionskasser, øgede investeringer fra centralbankerne i en række asiatiske og olieproducerende lande og en styrkelse af valutaerne i emerging market-landene

## ***Forventninger til resultatet***

Ledelsen fastholder forventningerne til resultatet for 2006 som angivet i årsrapporten for 2005. Således forventes fortsat et afkast i 2006 på ca. 10% før skat af egenkapitalen, svarende til ca. 15 mio. kr.

## ***Bestyrelsesbeslutninger***

Der er 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***

Der er ikke indtruffet øvrige begivenheder, som vurderes at påkræve offentliggørelse i nærværende delårsrapport.

# GUDME RAASCHOU VISION A/S

## Resultatopgørelse

(i 1.000 kr.)	2006	2005
	01.01.-31.03	01.01.-31.03
Renteindtægter	4.893	6.077
Kursgevinster	8.591	542
Udbytte	413	11.740
Kurstab	-4.226	-12.790
Renteudgifter	-3.214	-2.960
Transaktionsomkostninger	-92	-19
Lønomkostninger m.v.	-115	-124
Øvrige administrationsomkostninger	-510	-1.523
<b>Resultat før skat</b>	<b>5.740</b>	<b>943</b>

## Balance pr. 31. marts

(i 1.000 kr.)

### AKTIVER

	2006	2005
<b>Anlægsaktiver</b>		
Finansielle anlægsaktiver	153.472	77.316
<b>Anlægsaktiver i alt</b>	<b>153.472</b>	<b>77.316</b>
<b>Omsætningsaktiver</b>		
Finansielle omsætningsaktiver	393.713	485.725
Andre tilgodehavender	35.130	78.408
Acontoskat	560	0
Likvider	569	1.362
<b>Omsætningsaktiver i alt</b>	<b>429.972</b>	<b>565.495</b>
<b>Aktiver i alt</b>	<b>583.443</b>	<b>642.811</b>

### PASSIVER

	2006	2005
<b>Egenkapital</b>		
Aktiekapital	130.863	130.863
Egne aktier	-8.500	0
Overkurs ved emission	0	301
Overført overskud	32.009	1.260
<b>Egenkapital i alt</b>	<b>154.372</b>	<b>132.423</b>
<b>Hensættelser</b>		
Udskudt skat	-2.082	0
<b>Udskudt skat i alt</b>	<b>-2.082</b>	<b>0</b>
<b>Langfristet gæld</b>		
Gæld til pengeinstitutter	430.000	430.000
<b>Langfristet gæld i alt</b>	<b>430.000</b>	<b>430.000</b>
<b>Kortfristet gæld</b>		
Bankgæld	0	0
Selskabsskat	0	768
Anden gæld	1.153	79.619
<b>Kortfristet gæld i alt</b>	<b>1.153</b>	<b>80.387</b>
<b>Gæld i alt</b>	<b>431.153</b>	<b>510.387</b>
<b>Passiver i alt</b>	<b>583.443</b>	<b>642.811</b>

# GUDME RAASCHOU VISION A/S

## Egenkapital pr. 31. marts 2006

(1.000 kr.)	Aktie-kapital	Egne aktier	Overført resultat	Foreslået udbytte for perioden	Overkurs ved emission	Egenkapital i alt
Egenkapital primo	130.863	-8.500	25.968	0	301	148.632
Periodens resultat			5.740			5.740
Overførsel af overkurs ved emission til overført resultat			301 *		-301	0
<b>Egenkapital pr. 31. marts 2006</b>	<b>130.863</b>	<b>-8.500</b>	<b>32.009</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>154.372</b>

Ingen aktier er tillagt særlige rettigheder.

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

Virksomhedskapitalen primo 2005 var 1.308.625 aktier á nominelt DKK 100.

Pr. 21. januar 2005 købte selskabet 85.000 stk. egne aktier.