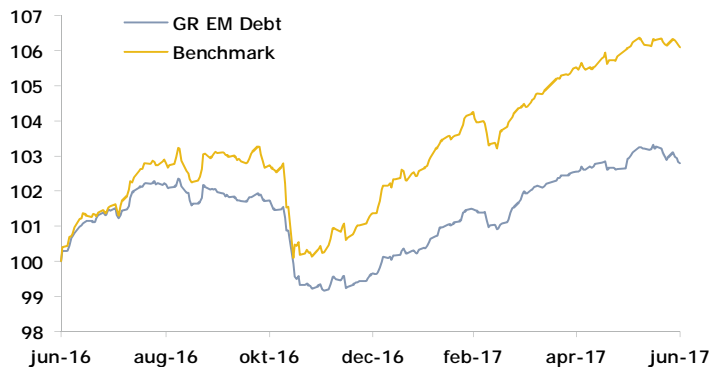


Afkast seneste kvartal: 0,8%  
 Afkast år-til-dato: 3,1%  
 Afkast seneste 12 måneder: 2,8%

## Kursudvikling



## Fakta om GR EM Debt pr. ultimo juni 2017

Opstart af produkt:	December 2010
Investeringsunivers:	Emerging Markets
Benchmark:	BoFa Merrill Lynch US Emerging Markets Liquid Index (EMCL)
Rådgiver:	Muzinich
Formue:	179.689.741
Nominal værdi:	179.205.885
Indre værdi:	100,27

## Porteføljerisiko\*:

Standardafvigelse 5 år	5,7%
Sharpe Ratio 5 år	0,2

\*) Kilde: InvesteringsFondsBranchen (IFB)

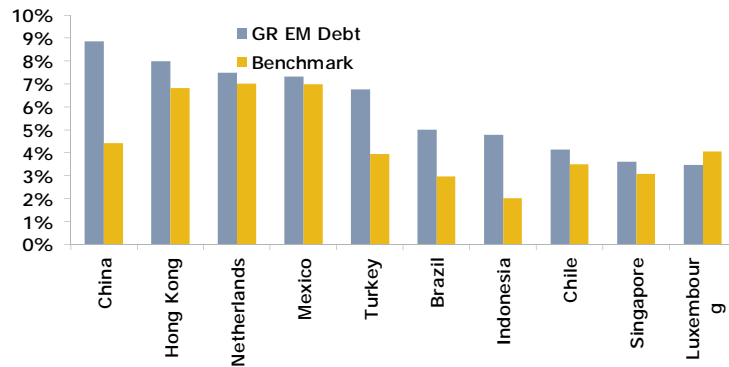
## Stadig positiv udvikling på emerging markets kredit

Afdeling Emerging Market Debt gav i 2. kvartal et afkast på 0,83%. Afdelingens benchmark steg 1,6%. Afkastet i 1. halvår har dermed været 3,15%, hvilket er på niveau som benchmark korrigeret for valutaafdækningen, der koster ca. 1% på afkastet.

Årsagen til det pæne afkast i første halvår skal findes i en solid efterspørgsel blandt investorerne efter erhvervsobligationer, der bl.a. er forstærket af den generelt meget lempelige pengepolitik der føres af en række af de store centralbanker. Men også pæn økonomisk fremgang i den globale økonomi, der også kommer virksomhederne i emerging markeds til gode.

Stabiliseringen af råvarepriserne og generelt pænt vækstmomentum i Kina og de øvrige emerging market lande har givet medvind til aktivklassen. Stort set alle sektorer har leveret fine positive afkast i løbet af første halvår. Målt på rating er der ikke den store spredning, men dog en tendens til at selskaberne med CC og B rating har givet de bedste afkast i perioden. Den Amerikanske Centralbank, FED, fortsatte kursen med at normalisere pengepolitikken, og styringsrenten er hævet både i marts og juni, begge gange med 0,25%. Til gengæld er de lange amerikanske renter faldet en smule i løbet af året, og den 10-årige amerikanske statsrente ligger ved udgangen af juni på niveauet 2,3%.

## 10 største landepositioner i porteføljen



## 10 største positioner i porteføljen\*:

1	Petroleos Mexicanos	2,2%
2	Vale Overseas Limited	2,1%
3	SMC Global Power Holdings	2,0%
4	Digicel Limited	1,8%
5	Grupo Bimbo Sab de CV	1,7%
6	HT Global IT Solutions	1,6%
7	AKBank TAS	1,6%
8	Trust F/ 1401	1,5%
9	China Evergrande Group	1,5%
10	Perusahaan Listrik Negar	1,5%

\*) De 10 største positioner og landepositioner er opgjort pr. ultimo juni 2017

## Attraktivt afkastpotentiale

Emerging Market Debt erhvervsobligationer udstedt i US-dollar indeholder på trods af den p.t. dyre valutakursafdækning stadig et afkastpotentiale, der sammenlignet med danske stats- og realkreditobligationer, er fornuftigt. Kreditspændet er dog indsnævret en del i løbet af det seneste halve år, hvilket øger sandsynligheden for negativt afkast i en eventuel periode med negative markedsbevægelser. Kreditspændet på Emerging Market Debt erhvervsobligationer, der er indsnævret ca. 0,5% i løbet af årets første halvdel, er nu nede under 3% og handler med en direkte rente, korrigeret for valutaafdækning, på ca. 3%.

Bevægelsen i det amerikanske renteniveau har stor betydning for afdelingens afkastudvikling. Fortsætter fremgangen i amerikansk økonomi samtidig med at inflationen viser en fortsat stigende tendens, forventes FED at fortsætte sit strammingsforløb, ligesom de lange renter sandsynligvis vil trække højere. Dette vil alt andet lige forventes at trække afkastet i negativ retning. Til gengæld vil virksomhederne i emerging market landene blive positivt påvirket af den økonomiske fremgang, hvilket vil trække afkastet i positiv retning.



## Profil for Gudme Raaschou Emerging Markets Debt

Gudme Raaschou Emerging Markets debt investerer i obligationer, primært erhvervsobligationer, udstedt af virksomheder i emerging markets lande. Der investeres i obligationer både med ratings under investement grade samt med investment grade rating, som er denomineret i USD. Der kan endvidere i mindre grad investeres i erhvervsobligationer uden rating.

Investeringsprocessen bygger på to grundpiller, en grundig og struktureret lande- samt kreditanalyse. Det vil sige, at investeringsbeslutningerne tager udgangspunkt i en overordnet landeanalyse samt en kreditvurdering af den enkelte udstedelse. Benchmark består af emerging markets erhvervsobligationer udstedt i USD (BoFa Merrill Lynch US Emerging Markets Liquid Coporate Plus Index (EMCL)).

### Rådgiver

Muzinich Inc. er tilknyttet Gudme Raaschou Emerging Markets Debt som finansiel rådgiver. Muzinich er en kapitalforvalter med 100 % fokus på og speciale i obligationsinvesteringer, herunder investering i erhvervsobligationer fra emerging markets.

Gudme Raaschou Emerging Markets Debt er udbyttebetalende og egner sig til investorer med en investeringshorisont på minimum tre år og anbefales til investering af pensionsmidler. Afdelingen egner sig ligeledes til investorer, der er skattepligtige i henhold til selskabsskatteoven eller fondsbeskatningsloven. For en fuldstændig afklaring af de skattemæssige forhold henvises til egen revisor eller skatterådgiver.

Investeringsforeningen Gudme Raaschou er en selvstændig forening med otte afdelinger: Danske Aktier, Selection, Nordic Alpha, Classics, Emerging Markets Aktier, EU High Yield, US High Yield og Emerging Markets Debt. Bestyrelsen består af Lisa Herold Ferbing, Kjeld Iversen, Niels Mazanti og Jes Damsted.



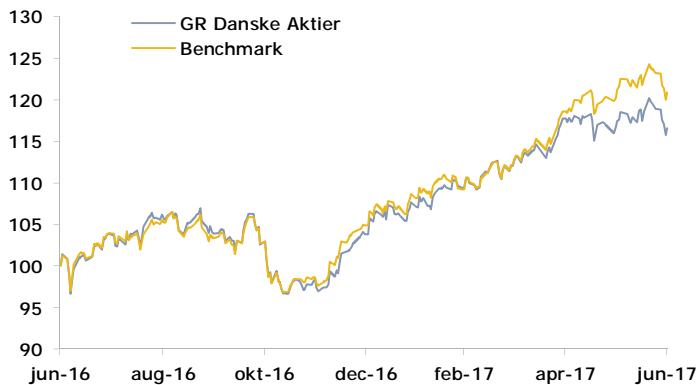
### Disclaimer

Dette materiale er udarbejdet af Gudme Raaschou Asset Management, der er rådgiver for investeringsforeningen Gudme Raaschou. Materialet er udelukkende med henblik på at orientere investorer og andre interesserede. Nærværende materiale er ikke og skal ikke opfattes som et tilbud eller opfordring til at købe eller sælge investeringsbeviser. Information, beregninger, vurderinger, skøn og forventninger i dette materiale træder ikke i stedet for læserens eget skøn over, hvorledes der bør disponeres.

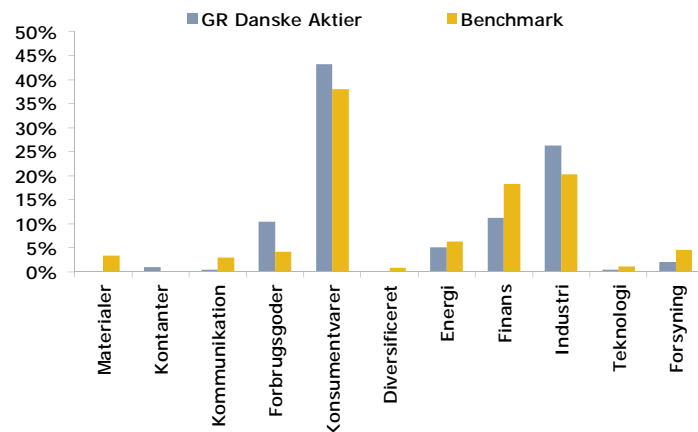
Gudme Raaschou Asset Management har forsøgt at sikre sig, at information i dette materiale er korrekt og retvisende. Gudme Raaschou Asset Management påtager sig imidlertid ikke noget ansvar for materialets nøjagtighed og fuldkommenhed, ligesom Gudme Raaschou Asset Management ikke påtager sig noget ansvar for eventuelle tab, der måtte følge af dispositioner foretaget på baggrund af information i dette materiale. Det skal fremhæves, at historiske afkast ikke er nogen garanti for fremtidige afkast. Materialet er beskyttet af lov om ophavsret, hvorfor materialet eller dele heraf ikke må gengives uden tilladelse fra Gudme Raaschou Asset Management eller Lån & Spar Bank, som ejer Gudme Raaschou. Asset Management .

Afkast seneste kvartal: 2,9%  
Afkast år-til-dato: 12,2%  
Afkast seneste 12 måneder: 16,6%

## Kursudvikling



## Porteføljens sektorfordeling



## Fakta om GR Danske Aktier pr. ultimo juni 2017

Opstart af produkt:	November 2007
Investeringsunivers:	Danske Aktier
Benchmark:	OMXCCAP
Formue:	502.121.368
Nominel værdi:	358.223.134
Indre værdi:	140,17

### Porteføljrisiko:\*

Standardafvigelse 5 år	11,2%
Sharpe Ratio 5 år	1,8

\*) Kilde: InvesteringsFondsBranchen (IFB)

## 10 største positioner i porteføljen:\*

Rank	Position	Andel
1	AP Møller - Mærsk A A/S	9,9%
2	Novo Nordisk	9,4%
3	Pandora A/S	8,2%
4	Coloplast B A/S	7,8%
5	Vestas	5,1%
6	Nordea Bank AB	4,8%
7	Danske Bank A/S	4,7%
8	ISS	4,6%
9	DFDS A/S	4,5%
10	Genmab A/S	4,1%

\*) De 10 største positioner og sektorfordeling er opgjort pr. ultimo juni 2017

## Afkastkommentar 2. kvartal 2017

### Store stigninger på de danske aktier

Danske aktier fortsatte i 2. kvartal den positive udvikling, men kunne dog ikke vise helt samme høje afkast som i 1. kvartal. Afdelingen gavede et afkast på knap 3% i kvartalet, mens benchmark steg 6,7%. Årsagen til forskel i afkast i forhold til benchmark skyldes primært positionen i Pandora, der noget overraskende fortsatte sit fald i 2. kvartal. Det samlede afkast for 1. halvår er dog imponerende med et afkast på godt 12%.

Som i 1. kvartal har afkastet i 2. kvartal været relativt bredt funderet og fordelt på en lang række selskaber og industrier. Efter et skidt start på året fik Novo Nordisk et stærkt 2. kvartal (+16%) og har for hele 1. halvår nu givet et afkast på 12%. I modsat retning har Pandora alene i 2. kvartal alene givet et negativt afkast -20% og for hele 1. halvår et negativt afkast på -32%. Årsagen er især en vigende trafik af kunder i amerikanske storcentre, hvilket har ramt alle selskaber, der er eksponeret til amerikansk detailhandel.

## Forventninger til det kommende kvartal

### Generel optimisme - stadig positive forventninger

Afkastforventningerne til danske aktier er stadig positive, men der forventes lavere afkast i 2. halvår 2017. De positive forventninger knytter sig til, at væksten i verdensøkonomien er opadgående med et synkroniseret opsving i alle de store økonomier.

I Europa er optimismen endog yderligere forstærket af valget af en reformvenlig præsident. Den positive tendens i den globale økonomi ser ud til at kunne fortsætte i resten af 2017, hvilket vil være understøttende for det danske aktiemarked. De væsentligste risici knytter sig til om væksten i USA aftager, en generelt høj værdiansættelse af aktiemarkedet samt stramning af pengepolitikken.

Det høje afkast for danske aktier relativt til globale aktier tilskrives dels bedre vækstudsigter for europæisk økonomi, dels at danske selskaber generelt har leveret bedre end ventede regnskabsresultater.



## Profil for Gudme Raaschou Danske Aktier

Afdeling Danske Aktier er en aktieafdeling, der investerer i danske selskaber.

Afdelingen har fokus på høje absolutte afkast. Strategien er at skabe en meget fokuseret, men stadigvæk diversificeret portefølje af undervurderede danske selskaber af høj kvalitet. Fokus vil være på selskaber, der tilbyder et stærkt cash flow, en ledende markedsposition, en dygtig og visionær ledelse samt viljen og evnen til at håndtere globaliseringen. Ligeledes lægges der ved udvælgelsen vægt på, at selskaberne har en aktionærvenlig politik, og at de nyder godt af langsigtede globale trends.

Aktieudvælgelsen foregår primært via selskabsbesøg, hvor attraktive investeringer identificeres. Porteføljen vil typisk bestå af 25-30 danske aktier, der handler under deres rette værdi. Porteføljeselskaberne er alle blevet gennemanalyseret af investeringsrådgiveren og bliver løbende overvåget.

Afdelingen er udbyttebetalende.

Afdelingen egner sig til investorer med en investeringshorisont på minimum fem år og anbefales til investering af både fri opsparing og pensionsmidler.

Udover Danske Aktier har Investeringsforeningen Gudme Raaschou følgende afdelinger: Selection, Nordic Alpha, Classics, Emerging Markets Aktier, EU High Yield, US High Yield og Emerging Markets Debt.

Bestyrelsen består af af Lisa Herold Ferbing, Kjeld Iversen, Niels Mazanti og Jes Damsted.



## Disclaimer

Dette materiale er udarbejdet af Gudme Raaschou Asset Management, der er rådgiver for investeringsforeningen Gudme Raaschou. Materialet er udarbejdet udelukkende med henblik på at orientere investorer og andre interesserede. Nærværende materiale er ikke og skal ikke opfattes som et tilbud eller opfordring til at købe eller sælge investeringsbeviser. Information, beregninger, vurderinger, skøn og forventninger i dette materiale træder ikke i stedet for læserens eget skøn over, hvorledes der bør disponeres.

Gudme Raaschou Asset Management har forsøgt at sikre sig, at information i dette materiale er korrekt og retvisende. Gudme Raaschou Asset Management påtager sig imidlertid ikke noget ansvar for materialets nøjagtighed og fuldkommenhed, ligesom Gudme Raaschou Asset Management ikke påtager sig noget ansvar for eventuelle tab, der måtte følge af dispositioner foretaget på baggrund af information i dette materiale. Det skal fremhæves, at historiske afkast ikke er nogen garanti for fremtidige afkast. Materialet er beskyttet af lov om ophavsret, hvorfor materialet eller dele heraf ikke må gengives uden tilladelse fra Gudme Raaschou Asset Management eller Lån & Spar Bank, som ejer Gudme Raaschou. Asset Management .

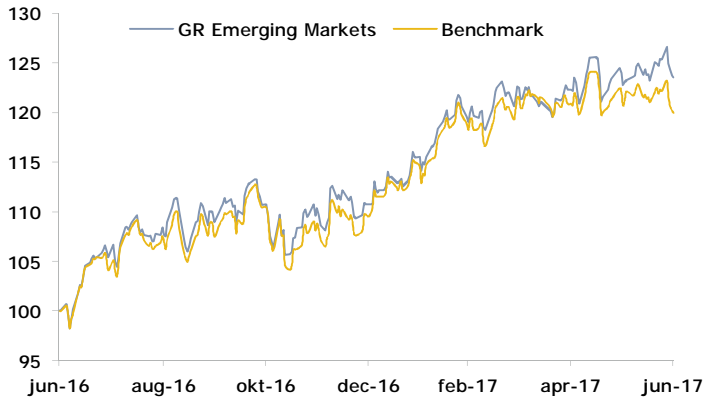


Kvartalsorientering

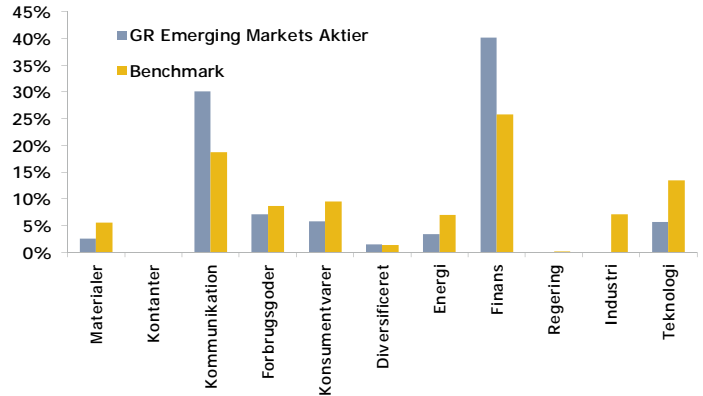
Investeringsforeningen Gudme Raaschou, afd. Emerging Markets Aktier  
2. kvartal 2017

Afkast seneste kvartal: 1,8%  
Afkast år-til-dato: 11,5%  
Afkast seneste 12 måneder: 23,5%

## Kursudvikling



## Porteføljens sektorfordeling



## Fakta om afd. Emerging Markets Aktier

Opstart af produkt:	juni 2009
Investeringsunivers:	Emerging Markets
Benchmark:	MSCI Emerging Markets
Rådgiver:	JP Morgan Asset Management
Formue:	244.974.790
Nominel værdi:	180.353.965
Indre værdi:	135,83

## Porteføljerisiko\*:

Standardafvigelse 5 år	13,4%
Sharpe Ratio 5 år	0,4

\*) Kilde: InvesteringsFondsBranchen (IFB)

## 10 største positioner i porteføljen:\*

1	Tencent Holdings Ltd	6,1%
2	Samsung Electronics Co Ltd	3,9%
3	Housing Development Finance	3,5%
4	AIA Group Ltd	3,0%
5	Taiwan Semiconductor Manufac	2,4%
6	Naspers Ltd-N SHS	2,4%
7	Samsung Electronics - pref	2,1%
8	China Merchants Bank-H	2,1%
9	Sberbank Sponsored Adr	1,9%
10	Magnit OJSC-Spon GDR	1,9%

\*) De 10 største positioner og sektorfordeling er opgjort pr. juni 2017

## Afkastkommentar 2. kvartal 2017

### Gode udsigter for væksten i emerging markets

Afdelingen Emerging Markets steg 1,8% i 2. kvartal 2017, mens benchmark faldt 0,4%. Afkastet i 1. halvår har dermed været 11,5% i 1. halvår 2017, mens benchmark er steget 9,5%. Svækkelsen af den amerikanske dollar trak ned i afkastopgørelsen, der foretages i danske kroner.

Kursudviklingen på emerging markets-aktierne har dermed været en spejling af de øvrige globale aktiemarkeder. Vækstindikatorerne for verdensøkonomien er stadig positive, men de viser en udfladende tendens. Det har bl.a. afspejlet sig i udviklingen i råvarpriserne herunder udviklingen i olieprisen, der i 2. kvartal faldt yderligere til knap 46 dollar. Olie- og råvarepriserne er dermed faldet ca. 10% i år.

På tværs af regioner var det de sydøstasiatiske lande, der i 2. kvartal bidrog mest positivt til afkastet. I 1. halvår 2017 har Kina, Korea, Indien, Taiwan og Indonesien givet de højeste afkast i niveauet 10-18%. Mexico er eneste land udenfor regionen, der med et afkast på 13,5% har kunnet blande sig i toppen af afkasttabellen. I Brasilien blussede den politiske uro op igen, hvorved de sydamerikanske aktier havde det svært i 2. kvartal.

## Forventninger til næste kvartal

### Cyklisk opsving giver positive forventninger

Positiv momentum i de økonomiske nøgletal for verdensøkonomien er positivt for forventningerne til emerging markets-aktierne. Dog synes momentum i den økonomiske fremgang at være aftaget lidt. Og det samme er derfor afkastforventningerne til den kommende periode. Forventningerne er dog stadig positive, men vi forventer ikke en gentagelse af det seneste års afkast, hvor emerging markets-aktierne er steget næsten 25%.

Fokus har i de senere år været på vækstforløbet i Kina. Offentliggørelsen af en vækst i 1. kvartal på 7,1% er positivt for forventningerne. Hvert 5. år afholder Kina sin partikongres og næste gang er til efteråret. Præsident Xi forventes at blive genvalgt, hvilket betragtes som en stabiliserende faktor for forventningerne. Xi har indikeret, at stabil vækst prioriteres højere end reformer, selv om der er stigende fokus på det stigende gældniveau.



Kvartalsorientering

Investeringsforeningen Gudme Raaschou, afd. Emerging Markets Aktier

2. kvartal 2017

## Profil for Gudme Raaschou Emerging Markets Aktier

Afdeling Emerging Markets Aktier er en aktieafdeling, der investerer globalt i aktier i selskaber, som er baseret i eller har deres primære aktiviteter i emerging markets-lande.

Afdelingen investerer i aktier, der er noteret på et reguleret marked eller et marked, som er medlem af "World Federation of Exchanges" (WFE) eller Full Members eller Associate Members af "Federation of European Securities Exchanges" (FESE).

Afdelingen har fokus på reelt høje absolutte afkast. Aktieudvælgelsen foregår med udgangspunkt i en bottom-up, fundamental analyse af de enkelte selskaber. Strategien er ikke at følge referenceindekset MSCI Emerging Markets, og porteføljen kan være betydeligt forskellige for referenceindekset.

Afdelingen er udbyttebetalende.

Afdelingen egner sig til investorer med en investeringshorisont på minimum fem år og anbefales til investering af både fri opsparing og pensionsmidler.

Udover Emerging Markets Aktier har Investeringsforeningen Gudme Raaschou følgende afdelinger: Selection, Nordic Alpha, Classics, Danske Aktier, EU High Yield og US High Yield samt Emerging Markets Debt.

Bestyrelsen består af Lisa Herold Ferbing, Kjeld Iversen, Niels Mazanti og Jes Damsted.



## Disclaimer

Dette materiale er udarbejdet af Gudme Raaschou Asset Management, der er rådgiver for Investeringsforeningen Gudme Raaschou. Materialet er udarbejdet udelukkende med henblik på at orientere investorer og andre interesserede. Nærværende materiale er ikke og skal ikke opfattes som et tilbud eller opfordring til at købe eller sælge investeringsbeviser. Information, beregninger, vurderinger, skøn og forventninger i dette materiale træder ikke i stedet for læserens eget skøn over, hvorledes der bør disponeres.

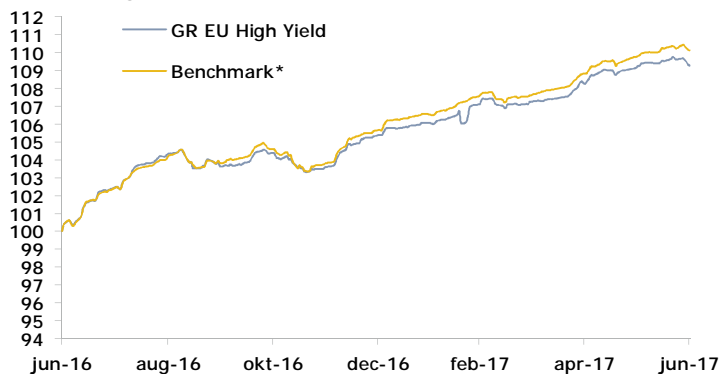
Gudme Raaschou Asset Management har forsøgt at sikre sig, at informationen i dette materiale er korrekt og retvisende. Gudme Raaschou Asset Management påtager sig imidlertid ikke noget ansvar for materialets nøjagtighed og fuldkommenhed, ligesom Gudme Raaschou Asset Management ikke påtager sig noget ansvar for eventuelle tab, der måtte følge af dispositioner foretaget på baggrund af information i dette materiale. Det skal fremhæves, at historiske afkast ikke er nogen garanti for fremtidige afkast. Materialet er beskyttet af lov om ophavsret, hvorfor materialet eller dele heraf ikke må gengives uden tilladelse fra Gudme Raaschou Asset Management eller Lån & Spar Bank, som ejer Gudme Raaschou Asset Management .



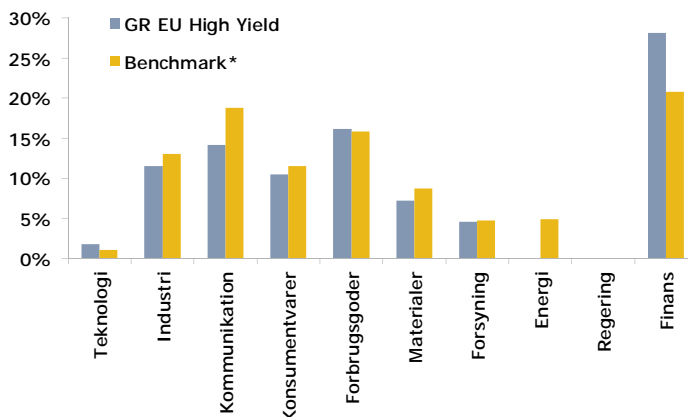
Kvartalsorientering  
 Investeringsforeningen Gudme Raaschou, afd. EU High Yield  
 2. kvartal 2017

Afkast seneste kvartal: 1,8%  
 Afkast år-til-dato 3,7%  
 Afkast seneste 12 måneder: 9,3%

## Kursudvikling



## Porteføljens sektorfordeling



\* The BofA Merrill Lynch Euro Fixed & Floating Rate High Yield Constrained Index

## Fakta pr. ultimo juni 2017

Opstart af produkt:	Juni 2002
Investeringsunivers:	Europæiske high yield obligationer
Benchmark:	Barclays Pan-European High Yield Index *
Rådgiver:	Robeco
Formue:	2.654.850.633
Nominal værdi:	2.311.983.483
Indre værdi:	114,83

## Porteføljrisiko:\*\*

Standardafvigelse 5 år	4,4%
Sharpe Ratio 5 år	1,8

\*) Barclays Pan-European High Yield Index,  
 2,5 % issuer constraint (including financials) - Hedged

\*\*\*) Kilde: InvesteringsFondsBranchen (IFB)

## 10 største positioner i porteføljen:\*

1	Lincoln Finance Ltd	1,7%
2	BPCE SA	1,5%
3	Royal Bank Scotland GRP Plc	1,5%
4	Wind Acquisition Fin SA	1,4%
5	Intesa Sanpaolo Spa	1,4%
6	Ziggo Secured Finance BV	1,4%
7	Koninklijke Kpn NV	1,2%
8	Tesco Plc	1,2%
9	Unicredit Spa	1,1%
10	Caixabank SA	1,1%

\*) De 10 største positioner og sektorfordeling er opgjort pr. ultimo juni 2017

## Fremgang i Europa

Afdeling European High Yield gav i 2. kvartal et afkast på 1,85%. Afdelingens benchmark steg i samme periode 2,9%. For halvåret som helhed blev afkastet på 3,68%, mens benchmark steg 4,93%. Med det meget lave renteniveau in mente er det tilfredsstillende afkast.

Årsagen til det pæne afkast i første halvår skal findes i en solid efterspørgsel blandt investorerne efter erhvervsobligationer, der bl.a. er forstærket af Den Europæiske Centralbanks opkøbsprogram. Men også stor økonomisk optimisme blandt virksomheder og forbrugere har påvirket markedsstemningen i positiv retning. Den europæiske økonomi er generelt i fremgang, og tillidsindikatorerne for de europæiske virksomheder har halvåret igennem vist en stigende tendens, og ligger aktuelt på et højt niveau.

Stort set alle sektorer har leveret positive afkast målt over årets første halvdel, hvor finanssektoren, der vægter over 20% i porteføljen, har gjort det særligt godt. Det europæiske renteniveau har været relativt stabilt i perioden, dog med små rentestigninger i niveauet 0,2%. Den 2-årige tyske statsrente ligger henimod udgangen af halvåret på ca. minus 0,6%, mens den 10-årige ligger i niveauet 0,4%. Den moderate rentestigning er blevet neutraliseret af en indsnævring af kreditspændet.

## Stadig potentiale i europæisk high yield

Europæiske erhvervsobligationer indeholder stadig et afkastpotentiale, der sammenlignet med stats- og realkreditobligationer, stadig er interessant. Kreditspændet er dog indsnævret yderligere i løbet af de seneste måneder, hvilket øger sårbarheden ved negative markedsbevægelser. Det europæiske high yield kreditspænd, der er indsnævret ca. 1% i løbet af første halvår, er nu nede under 3% og handler med en direkte rente på ca. 2,5%. Det er absolut set et lavt niveau, men det skal ses i forhold til det lave renteniveau.

En fortsat positiv driver for europæiske erhvervsobligationer er den meget lempelige pengepolitik i Europa. Den Europæiske Centralbank, der fra årets start reducerede opkøbsprogrammet fra euro 80 mia. pr. måned til nu euro 60 mia., forventes at fastholde programmet ind i 2018, dog i en yderligere reduceret form. Først når opkøbsprogrammet er helt udfaset, vil ECB hæve styringsrenterne. Denne meget langsomme normalisering af pengepolitikken vil understøtte det europæiske marked for erhvervsobligationer.

Kvartalsorientering

Investeringsforeningen Gudme Raaschou, afd. EU High Yield

2. kvartal 2017

## Profil for Gudme Raaschou EU High Yield

Investeringsuniverset i Gudme Raaschou EU High Yield er erhvervsobligationer med ratings under investment grade, som er udstedt i EUR.

Obligationsinvesteringer og kontantbeholdninger i EUR valutakurssikres ikke. Der tillades beholdning af kontanter i DKK.

Investeringsprocessen bygger på en ren "bottom-up"-metode. Det vil sige, at investeringsbeslutningerne tager udgangspunkt i en kreditvurdering af den enkelte udstedelse. Den sektor- og ratingmæssige sammensætning af porteføljen er en følge af denne individuelle udvælgelsesmetode og er ikke en konsekvens af en på forhånd ønsket sammensætning.

Benchmark består af europæiske high yield-obligationer udstedt i EUR (Merrill Lynch Euro Fixed-Floating High Yield Constrained Index).

Gudme Raaschou EU High Yield er en afdeling i Investeringsforeningen Gudme Raaschou. Foreningen har endvidere følgende afdelinger: Selection, Nordic Alpha, Danske Aktier, Classics, Emerging Markets Aktier, Emerging Markets Debt og US High Yield.

Bestyrelsen i Investeringsforeningen Gudme Raaschou består af Lisa Herold Ferbing, Kjeld Iversen, Niels Mazanti og Jes Damsted.

## Rådgiver

Robeco er tilknyttet Gudme Raaschou EU High Yield som rådgiver. Robeco, der er stiftet i 1929, er hjemmørende i Rotterdam i Holland. Robeco har 1.500 ansatte og forvalter en samlet formue på mere end EUR 180 mia.

Gudme Raaschou EU High Yield er udbyttebetalende og egner sig til investorer med en investeringshorisont på minimum tre år og anbefales til investering af pensionsmidler.

Afdelingen egner sig ligeledes til investorer, der er skattepligtige i henhold til selskabsskatteoven eller fondsbeskatningsloven. For en fuldstændig afklaring af de skattemæssige forhold henvises til egen revisor eller skatterådgiver.



## Disclaimer

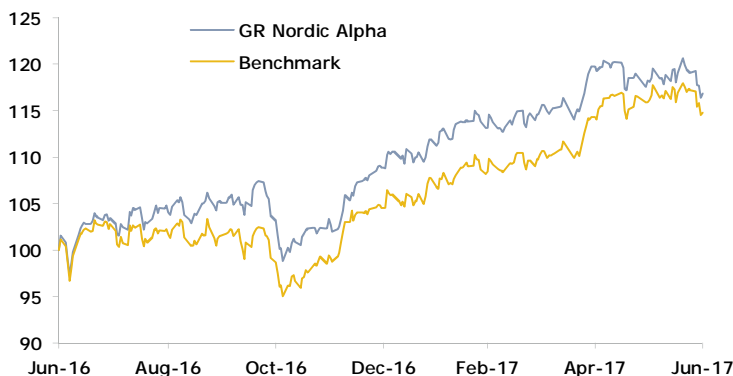
Dette materiale er udarbejdet af Gudme Raaschou Asset Management, der er rådgiver for investeringsforeningen Gudme Raaschou. Materialet er udelukkende med henblik på at orientere investorer og andre interesserede. Nærværende materiale er ikke og skal ikke opfattes som et tilbud eller opfordring til at købe eller sælge investeringsbeviser. Information, beregninger, vurderinger, skøn og forventninger i dette materiale træder ikke i stedet for læserens eget skøn over, hvorledes der bør disponeres.

Gudme Raaschou Asset Management har forsøgt at sikre sig, at information i dette materiale er korrekt og retvisende. Gudme Raaschou Asset Management påtager sig imidlertid ikke noget ansvar for materialets nøjagtighed og fuldkommenhed, ligesom Gudme Raaschou Asset Management ikke påtager sig noget ansvar for eventuelle tab, der måtte følge af dispositioner foretaget på baggrund af information i dette materiale. Det skal fremhæves, at historiske afkast ikke er nogen garanti for fremtidige afkast. Materialet er beskyttet af lov om ophavsret, hvorfor materialet eller dele heraf ikke må gengives uden tilladelse fra Gudme Raaschou Asset Management eller Lån & Spar Bank, som ejer Gudme Raaschou Asset Management .

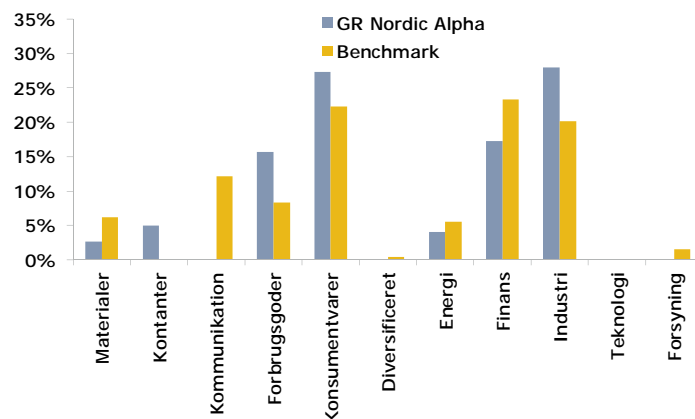


Afkast seneste kvartal:	1,1%
Afkast år-til-dato:	7,4%
Afkast seneste 12 måneder:	16,9%

## Kursudvikling



## Porteføljens sektorfordeling



## Fakta om afd. Nordic Alpha pr. ultimo juni 2017

Opstart af produkt:	februar 2005
Investeringsunivers:	Aktier inden for Norden
Benchmark:	MSCI Nordic [udbyttebetalende]
Formue:	153.526.285
Nominal Værdi:	104.375.746
Indre Værdi:	147,09

## Porteføljerisiko: \*

Standardafvigelse 5 år	11,4%
Sharpe Ratio 5 år	1,0

\*) Kilde: InvesteringsFondsBranchen (IFB)

## Afkastkommentar 2. kvartal 2017

### Igen et stærkt kvartal for de nordiske aktier

Gudme Raaschou Nordic Alpha gav i 2. kvartal et afkast på +1% mens benchmark steg med 3,7%. I løbet af det seneste år har afkastet således været imponerende 16,9%, mens benchmark er steget 14,8%

Blandt de nordiske aktiemarkeder har det danske marked igen klaret sig bedst med en stigning på 15,3%. Stigningerne har været bredt funderet, men især kursstigninger i FLSmidth, William Demant og Vestas har løftet markedet.

Det finske marked har klaret sig næst bedst med kursstigninger på 11,4%, efterfulgt af Sverige med 8,3%, mens stigningerne på det norske aktiemarked har været beskedne 1,2% i norske kroner, men -3,7% justeret for et fald på knap 5% i norske kroner. Norge har været presset af et udfordrende oliemarked hvor både Statoil og de fleste olieserviceselskaber har oplevet kursfald, hvilket kun delvist opvejes af et positivt shippingmarked.

Sektormæssigt har det nordiske marked været trukket af en stærk udvikling i industriselskaber og IT, som begge har nydt godt af forventningerne om en højere global økonomisk vækst, Derudover har Health Care generelt haft det godt efter et noget udfordrende 2016.

## 10 største positioner i porteføljen:\*

1	AP Møller - Mærsk A A/S	9,7%
2	Novo Nordisk	9,5%
3	Pandora A/S	9,5%
4	Nordea Bank AB	8,1%
5	Coloplast B A/S	4,4%
6	ISS	4,2%
7	DFDS A/S	3,4%
8	Trelleborg AB - SHS	3,4%
9	Atlas Copco AB - B	2,9%
10	Torm Plc	2,9%

\*) De 10 største positioner og sektorfordeling er opgjort pr. ultimo juni 2017

## Forventninger til det kommende kvartal

### Vækst i verdensøkonomien giver positive forventninger

Foreløbig har 2017 levet op til vores forventninger om et positivt afkast for nordiske aktier. Kvartalet har således bekræftet, at de nordiske aktiemarkeder, med den store andel af industri- og råvareselskaber, står velpositioneret til at få glæde af stigende global vækst.

De makroøkonomiske indikatorer har vist positive tal for industriproduktionen i alle de store økonomier, hvilket kombineret med stigende råvarepriser, vil være meget positiv for nordiske aktier. En fortsat lempelig pengepolitik understøtter aktierne. Værdiansættelsen af de globale aktiemarkeder er ikke billig, men værdiansættelsen af de europæiske aktier er dog lavere end for amerikanske aktier, der er på all-time-high. Aktiemarkederne er derfor ekstra følsomme overfor, om selskaberne leverer den lovede indtjening.

Med udsigt til et synkroniseret opsving i de store økonomier ser vi fortsat positivt på udsigterne for de nordiske aktiemarkeder for den resterende del af 2017, men meget vil afhænge af udfaldet af udviklingen i Brexit forhandlinger samt Donald Trump's muligheder for at gennemføre valglofter om lavere selskabsskatter og investeringer i infrastruktur.



## Profil for Gudme Raaschou Nordic Alpha

Afdeling Nordic Alpha er en aktieafdeling, der investerer i nordiske selskaber og har fokus på høje absolutte risiko-justerede afkast.

Strategien er at skabe en meget fokuseret, men stadigvæk diversificeret portefølje af undervurderede nordiske selskaber af høj kvalitet.

Fokus vil være på selskaber, der tilbyder et stærkt cash flow, en ledende markedsposition, en dygtig og visionær ledelse, viljen og evnen til at håndtere globaliseringen, en aktionærvenlig politik samt nyder godt af langsigtede globale trends.

Aktieudvælgelsen foregår primært via selskabsbesøg, hvor attraktive investeringer identificeres. Kernen i porteføljen vil typisk være 30-35 nordiske aktier. Porteføljeselskaberne er alle blevet gennemanalyseret og bliver løbende overvåget.

Afdelingen er udbyttebetalende. Foreningen egner sig til investorer med en investeringshorisont på minimum fem år og anbefales til investering af både fri opsparing og pensionsmidler.

Investeringsforeningen Gudme Raaschou er en selvstændig forening med følgende afdelinger: Nordic Alpha, Selection, Classics, Danske Aktier, Emerging Markets Aktier, US High Yield, Eur High Yield samt Emerging Markets Debt.

Bestyrelsen består af af Lisa Herold Ferbing, Kjeld Iversen, Niels Mazanti og Jes Damsted.



## Disclaimer

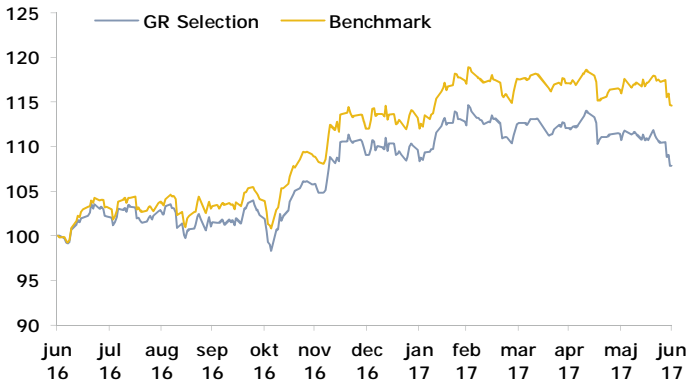
Dette materiale er udarbejdet af Gudme Raaschou Asset Management, der er rådgiver for investeringsforeningen Gudme Raaschou. Materialet er udarbejdet udelukkende med henblik på at orientere investorer og andre interesserede. Nærværende materiale er ikke og skal ikke opfattes som et tilbud eller opfordring til at købe eller sælge investeringsbeviser. Information, beregninger, vurderinger, skøn og forventninger i dette materiale træder ikke i stedet for læserens eget skøn over, hvorledes der bør disponeres.

Gudme Raaschou Asset Management har forsøgt at sikre sig, at information i dette materiale er korrekt og retvisende. Gudme Raaschou Asset Management påtager sig imidlertid ikke noget ansvar for materialets nøjagtighed og fuldkommenhed, ligesom Gudme Raaschou Asset Management ikke påtager sig noget ansvar for eventuelle tab, der måtte følge af dispositioner foretaget på baggrund af information i dette materiale. Det skal fremhæves, at historiske afkast ikke er nogen garanti for fremtidige afkast. Materialet er beskyttet af lov om ophavsret, hvorfor materialet eller dele heraf ikke må gengives uden tilladelse fra Gudme Raaschou Asset Management eller Lån & Spar Bank, som ejer Gudme Raaschou. Asset Management .

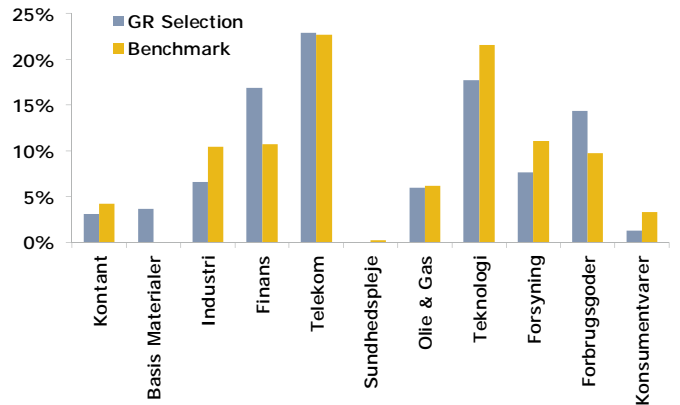


Afkast seneste kvartal:	-4,3%
Afkast år-til-dato:	-1,1%
Afkast seneste 12 måneder:	7,8%

## Kursudvikling



## Porteføljens sektorfordeling\*



## Fakta om afd. Selection pr. ultimo juni 2017

Opstart af produkt:	December 2000
Investeringsunivers:	Globale aktier
Benchmark:	MSCI World Index
Formue:	325.173.676
Nominal værdi:	336.340.170
Indre værdi:	96,68

## Porteføljensrisiko:\*

Standardafvigelse 5 år	10,5%
Sharpe Ratio 5 år	0,9

\*) Kilde: InvesteringsFondsBranchen (IFB)

## 10 største positioner i porteføljen:\*

1	Newell Brands Inc	3,0%
2	Johnson & Johnson	2,6%
3	Apple Inc	2,5%
4	Danaher Corp	2,5%
5	Microsoft Corp	2,5%
6	Seven & I Holdings	2,4%
7	Recordati Spa	2,4%
8	JP Morgan Chase & Co	2,3%
9	Central Japan Railway	2,3%
10	Total SA	2,3%

\*) De 10 største positioner og sektorfordeling er opgjort pr. ultimo juni 2017

## Afkastkommentar 2. kvartal 2017

### Positive afkast på de globale aktiemarkeder

Afdeling Selection gav i 2. kvartal 2017 et afkast på 4,3% mens benchmark faldt 2,5%. Det samlede afkast for 1. halvår blev dermed -1,11%, mens benchmark er steget 2,3%. Det var især dollarens fald på 6,3%, der medvirkede til, at afkastet opgjort i danske kroner blev negativt. Svækkelse af dollaren, schweizerfrancens, den svenske- og norske krone samt det britiske pund overfor euro'en betød, at de euro-relaterede aktieindeks herunder den danske krone fik et ikke ubetydeligt valutarisk bidrag. De amerikanske aktier har således i 1. halvår givet et afkast på godt 1% opgjort i danske kroner, men godt 9% opgjort i dollar. MSCI Europa opgjort i danske kroner gav et afkast på knap 7% i 1. halvår.

Olieprisen faldt i 1. halvår og var årsagen til, at energisektoren gav det laveste afkast i 2. kvartal, mens de største stigninger var indenfor teknologisektoren. Således steg det teknologitunge Nasdaq-indeks med godt 10% opgjort i danske kroner. De dominerende selskaber, Facebook, Apple, Amazon, Netflix og Google (FAANG-aktierne), der tilsammen vejer godt 10% af S&P500-indeks steg samlet knap 19% opgjort i danske kroner, hvilket forklarer en del af afkastet på de amerikanske aktier.

På den geopolitiske scene har USA's præsident Trumps forventede investeringer i infrastruktur og skattelettelser endnu ikke udmøntet sig i konkrete forslag. Frankrig fik ny præsident i den politiske uerfarne Macron, hvis nystiftede moderate parti 'En Marche!' (betyder 'fremad') fik overvældende opbakning ved parlamentsvalget. Det giver håb om reformer især i det franske arbejdsmarked.

## Forventninger til det kommende kvartal

### Synkront opsving i verdensøkonomien

Der er positive forventninger til udviklingen på de globale aktiemarkeder og især til Europa, hvor indtjeningen ventes at stige markant. Men den relativt høje værdiansættelse af aktier gør kursdannelsen mere følsomme overfor skuffelser. Det er positivt, at der er et synkront opsving i USA, Europa og emerging markets, og at virksomhederne generelt har en fremgang i indtjeningen.

I USA er det især håbet om øgede investeringer og skattereform, der kan medvirke til at drive aktiekurserne højere. En fortsat lempelig amerikansk pengepolitik vil understøtte optimismen. Risiciene er, at centralbanken hæver renten for hurtigt, og at forventningerne til indtjeningen er for optimistiske.

Konsensus er stadig, at virksomhederne i både Europa og USA leverer en fremgang i indtjeningen på +20%. Analyseres disse forventninger sektor for sektor og selskab for selskab, er det ikke urealistisk, da bl.a. sammenligningsgrundlaget i 2016 var præget af ekstraordinære begivenheder. I forhold til tidligere konjunkturcykler er forventningerne heller ikke urealistiske. Spørgsmålet er, om momentum i indeværende opsving er stærkt nok.



Kvartalsorientering  
Investeringsforeningen Gudme Raaschou, afd. Selection  
2. kvartal 2017

## Profil for Gudme Raaschou Selection

Målsætningen for Gudme Raaschou Selection er at opnå et attraktivt afkast sammenlignet med benchmark (MSCI World Index). Gudme Raaschou Selection har opdelt det globale investeringsunivers i følgende sektorer:

- Daglige Forbrugsgoder
- Health Care
- Handel & Service
- Konjunkturfølsomme Aktier
- Finans
- Teknologi & Telekommunikation

Porteføljens investeringer spredes på disse sektorer med henblik på at opnå både et højt afkast og stabilitet for foreningens medlemmer. De enkelte selskaber vælges ud fra en global sammenlignende analyse, og der er derfor ikke på forhånd fastlagt en ramme for den geografiske fordeling.

Investeringskonceptet i Gudme Raaschou Selection er at investere i vækstelskaber med en attraktiv prisfastsættelse. Investeringsstilen er således ikke ren vækstorienteret, ej heller ren value-orienteret.

Investeringsforeningen Gudme Raaschou er en selvstændig forening med følgende afdelinger: Selection, Nordic Alpha, Danske Aktier, Classics, Emerging Markets Aktier, EU High Yield og US High Yield samt Emerging Markets Debt. Bestyrelsen består af Lisa Herold Ferbing, Kjeld Iversen, Niels Mazanti og Jes Damsted.

Afdelingen er udbyttebetalende, men afkastet søges primært opnået i form af kursgevinster på investeringsbeviserne. Afdelingen egner sig til investorer med en investeringshorisont på minimum fem år og anbefales til investering af både fri opsparing og virksomhedsmidler.



### Disclaimer

Dette materiale er udarbejdet af Gudme Raaschou Asset Management, der er rådgiver for investeringsforeningen Gudme Raaschou. Materialet er udelukkende med henblik på at orientere investorer og andre interesserede. Nærværende materiale er ikke og skal ikke opfattes som et tilbud eller opfordring til at købe eller sælge investeringsbeviser. Information, beregninger, vurderinger, skøn og forventninger i dette materiale træder ikke i stedet for læserens eget skøn over, hvorledes der bør disponeres.

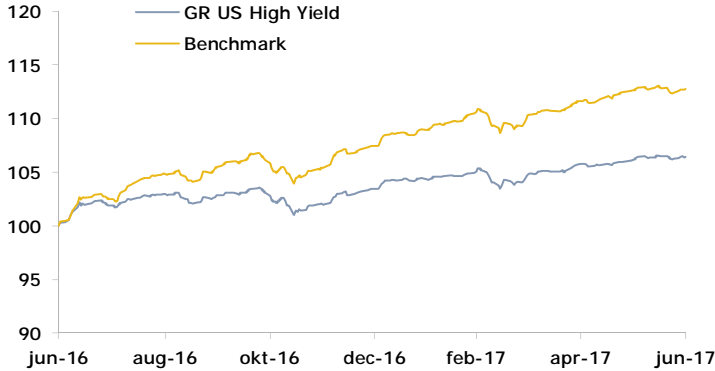
Gudme Raaschou Asset Management har forsøgt at sikre sig, at information i dette materiale er korrekt og retvisende. Gudme Raaschou Asset Management påtager sig imidlertid ikke noget ansvar for materialets nøjagtighed og fuldkommenhed, ligesom Gudme Raaschou Asset Management ikke påtager sig noget ansvar for eventuelle tab, der måtte følge af dispositioner foretaget på baggrund af information i dette materiale. Det skal fremhæves, at historiske afkast ikke er nogen garanti for fremtidige afkast. Materialet er beskyttet af lov om ophavsret, hvorfor materialet eller dele heraf ikke må gengives uden tilladelse fra Gudme Raaschou Asset Management eller Lån & Spar



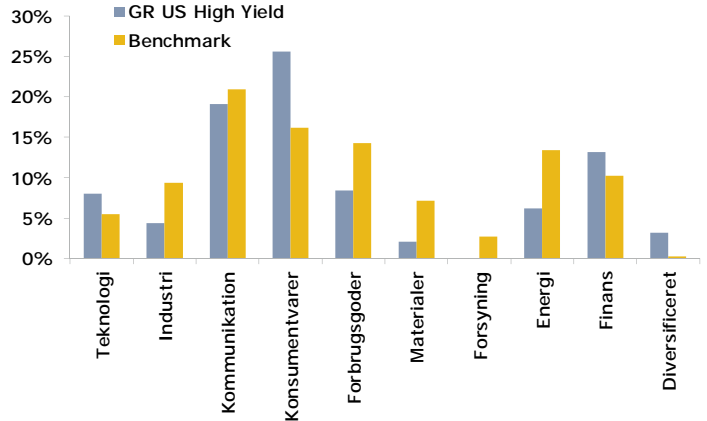
Kvartalsorientering  
 Investeringsforeningen Gudme Raaschou, afd. US High Yield  
 2. kvartal 2017

Afkast seneste kvartal: 1,5%  
 Afkast år-til-dato: 2,9%  
 Afkast seneste 12 måneder: 6,4%

## Kursudvikling



## Porteføljens sektorfordeling



## Fakta om afd. US High Yield pr. ultimo juni 2017

Opstart af produkt:	December 2006
Investeringsunivers:	Amerikanske high yield obligationer
Benchmark:	Merrill Lynch US High Yield Constrained Index
Rådgiver:	Post Advisory Group
Formue:	438.352.669
Nominal værdi:	3.759.779
Indre værdi:	116,59

## Porteføljorisiko:

Standardafvigelse 5 år	3,8%
Sharpe Ratio 5 år	1,3

\*) Kilde: InvesteringsFondsBranchen (IFB)

## Stabilt afkast

Afdeling US High Yield gav i 2. kvartal et afkast på 1,49%. Afdelingens benchmark steg 2,14%. Det samlede afkast i 1. halvår har dermed været 2,9%, hvilket er på niveau med benchmark, når der korrigeres for omkostninger til valutaafdækning.

I USA har Præsident Trump fået megen opmærksomhed det seneste halve år. Mediebilledet har ofte været præget af de lidt mere kulørte historier fra amerikansk politik, mens finansmarkederne har haft større fokus på linjen i den økonomiske politik. Den bebudede skattereform lader vente på sig, ligesom den nye og reducerede version af ObamaCare lader vente på sig. Alt imens har Den Amerikanske Centralbank FED fortsat kursen med at normalisere pengepolitikken, og styringsrente er hævet både i marts og juni, begge gange med 0,25%. Der er fint momentum i amerikansk økonomi, arbejdsløsheden er lav og virksomhederne er præget af optimisme, hvilket har påvirket erhvervsobligationsmarkedet i positiv retning.

Alle sektorer har over en bred kam leveret høje og positive afkast i år, bl.a. selskaber indenfor sektorerne finans og forbrug har klaret sig særligt godt. Målt på ratings er det især obligationer med de laveste ratings som B, CCC og C, der har klaret sig bedst i 1. halvår.

## 10 største positioner i porteføljen: \*

1	HRG Group Inc	2,6%
2	Post Holdings	1,5%
3	Eagle Holding Co II Llc	1,5%
4	Davita Inc	1,4%
5	Davita Healthcare Partner	1,3%
6	SS&C Tech Holdings Inc	1,3%
7	Alliance Data Systems Co	1,2%
8	Numericable Group SA	1,2%
9	Ensembles Merger SUB In	1,2%
10	Regionalcare Hospital PR	1,2%

\*) De 10 største positioner og sektorfordeling er opgjort pr. ultimo juni 2017

## High yield indeholder godt afkastpotentiale

Aktuelt er der god gang i amerikansk økonomi, men den politiske risiko er relativ høj. Lykkedes det ikke for Præsident Trump at få gennemført sin økonomiske politik, kan dette medføre skuffelse blandt investorerne, og dermed føre til et stemningsskifte på de finansielle markeder, hvilket kan risikere at påvirke afdelingens afkast negativt. Så længe amerikansk økonomi er i fremdrift og inflationen stigende vurderes det, at centralbanken vil fortsætte med at hæve renten, dog maksimalt én gang yderligere i indeværende år.

Amerikanske erhvervsobligationer indeholder på trods af den aktuelt dyre valutaafdækning stadig et afkastpotentiale, der sammenlignet med stats- og realkreditobligationer, er interessant. Kreditspændet er dog indsnævret yderligere i løbet af det seneste halve år, hvilket øger risikoen ved negative markedsbevægelser. Det amerikanske high yield kreditspænd, der er indsnævret ca. 0,5% i løbet af første halvår, er nu nede under 4% og handler med en direkte rente, korrigeret for valutaafdækning, på godt 3%.



Kvartalsorientering

Investeringsforeningen Gudme Raaschou, afd. US High Yield

2. kvartal 2017

## Profil for Gudme Raaschou US High Yield

Gudme Raaschou US High Yield investerer i erhvervsobligationer med ratings under investement grade, som er denomineret i USD. Der kan endvidere investeres i erhvervsobligationer uden rating, som vurderes at have tilsvarende kreditværdighed.

Investeringsprocessen bygger på en ren "bottom-up"-metodik. Det vil sige, at investeringsbeslutningerne tager udgangspunkt i en kreditvurdering af den enkelte udstedelse. Den sektor- og ratingmæssige sammensætning af porteføljen er en følge af denne individuelle udvælgelsesmetode og er ikke en konsekvens af en på forhånd ønsket sammensætning.

Benchmark består af amerikanske high yield-obligationer udstedt i USD (Merrill Lynch US High Yield Constrained Index).

### Rådgiver

Post Advisory Group er tilknyttet Gudme Raaschou US High Yield som finansiel rådgiver. Post er en kapitalforvalter med speciale i erhvervsobligationer. Gudme Raaschou US High Yield er udbyttebetalende og egner sig til investorer med en investeringshorisont på minimum tre år og anbefales til investering af pensionsmidler. Afdelingen egner sig ligeledes til investorer, der er skattepligtige i henhold til selskabsskatteoven eller fondsbeskatningsloven. For en fuldstændig afklaring af de skattemæssige forhold henvises til egen revisor eller skatterådgiver.

Investeringsforeningen Gudme Raaschou er en selvstændig forening med følgende afdelinger: Danske Aktier, Selection, Nordic Alpha, Classics, Emerging Markets Aktier, Emerging Markets Debt, EU High Yield og US High Yield.

Bestyrelsen består af Lisa Herold Ferbing, Kjeld Iversen, Niels Mazanti og Jes Damsted.



### Disclaimer

Dette materiale er udarbejdet af Gudme Raaschou Asset Management, der er rådgiver for investeringsforeningen Gudme Raaschou. Materialet er udarbejdet udelukkende med henblik på at orientere investorer og andre interesserede. Nærværende materiale er ikke og skal ikke opfattes som et tilbud eller opfordring til at købe eller sælge investeringsbeviser. Information, beregninger, vurderinger, skøn og forventninger i dette materiale træder ikke i stedet for læserens eget skøn over, hvorledes der bør disponeres.

Gudme Raaschou Asset Management har forsøgt at sikre sig, at information i dette materiale er korrekt og retvisende. Gudme Raaschou Asset Management påtager sig imidlertid ikke noget ansvar for materialets nøjagtighed og fuldkommenhed, ligesom Gudme Raaschou Asset Management ikke påtager sig noget ansvar for eventuelle tab, der måtte følge af dispositioner foretaget på baggrund af information i dette materiale. Det skal fremhæves, at historiske afkast ikke er nogen garanti for fremtidige afkast. Materialet er beskyttet af lov om ophavsret, hvorfor materialet eller dele heraf ikke må gengives uden tilladelse fra Gudme Raaschou Asset Management eller Lån & Spar Bank, som ejer Gudme Raaschou. Asset Management .