

SparInvest

Årsrapport 2004 for Investeringsforeningen/Specialforeningen Sparinvest

Bestyrelsen for Sparinvest har i dag behandlet og godkendt årsrapporten 2004. Meddelelsen indeholder følgende hovedelementer:

- Foreningerne i Sparinvest opnåede i 2004 et samlet overskud på 1.259 mio. kr. mod et overskud i 2003 på 1.072 mio. kr. Der er tale om det bedste resultat i Sparinvests historie. Resultatet skyldes positive afkast på såvel obligations- som aktiemarkederne i foreningerne.
- Alle afdelinger i Sparinvest opnåede positive afkast i 2004. Især aktieafdelingerne klarede sig godt med afkast på indtil 30,8%.
- Sparinvest blev igen i 2004 kåret som Danmarks bedste investeringsforening af det internationalt anerkendte analyseinstitut Morningstar. Sparinvest har nu opnået denne hæder tre år i træk, hvilket ingen investeringsforening - i hele verden - nogensinde har præsteret, ifølge Morningstar.
- Den samlede formue i Sparinvest er i 2004 vokset med 5.379 mio. kr. til i alt 16.647 mio. kr., hvilket svarer til en vækst på 48%.
- Sparinvest Value Aktier er nu den største globale aktieafdeling i Danmark med en formue på 3,8 mia. kr.
- Foreningerne i Sparinvest har endvidere i 2004 opnået den internationalt anerkendte blåstempling i form af Gips-certificering.
- Udviklingen i Sparinvest er meget tilfredsstillende.

Resultater

Sparinvests bestyrelse præsenterer her årsrapporten for 2004. Regnskabet er behandlet og godkendt på bestyrelsens møde den 22. februar 2005.

Tilfredsstillende resultat

Sparinvest har igen haft et år med tilfredsstillende resultater. Det konkluderer bestyrelsen ved dels at betragte årets afkast og udviklingen på de internationale obligations- og aktiemarkeder, og dels ved at sammenligne, hvordan foreningens afdelinger klarer sig i forhold til konkurrerende afdelinger.

Driftsresultatet efter kursavancer, kurstab og omkostninger m.v. i Sparinvests afdelinger/foreninger (inklusive de xtramarked/xtralist noterede afdelinger og selvstændige forening Pengemarked), blev 1.269 mio. kr. før skat og DKK 1.259 mio. efter skat (henholdsvis 1.072 mio. kr. før skat og 1.057 mio. kr. efter skat i 2003).

Driftsresultatet i de børsnoterede afdelinger efter kursavancer, kurstab og omkostninger m.v., blev i alt 775 mio. kr. før skat og 765 mio. kr. efter skat (henholdsvis 728 mio. kr. før skat og 713 mio. kr. efter skat i 2003)

I perioden har Sparinvest fastholdt og udbygget sin position som en stærk, uafhængig og kompetent udbyder af langsigtede og stabile investeringsprodukter i Danmark. Det betyder, at vi nøje afvejer forholdet mellem risiko og afkast og ikke går efter hurtige gevinster med høj risiko til følge.

Periodens resultater dokumenterer igen en stabil placering i markedets top. Således er foreningen for tredje gang i træk blevet kåret som den bedste blandt samtlige danske investeringsforeninger hos Morningstar. Morningstar vurderer investeringsforeningerne på baggrund af de seneste tre års afkast, risiko og omkostningsniveau. Ifølge Morningstar er det dem bekendt ikke set før på verdensplan, at en forening kåres tre år i træk. Første pladsen betyder ligeledes, at vi har nået vores overordnede målsætning om at være placeret i den bedste tredjedel af markedet.

Udover årsanalysen har Morningstar DK foretaget en undersøgelse af stabiliteten i afdelingernes resultater. Næsten 62% af de bedømte afdelinger, der ved udgangen af 2001 havde gode resultater, havde ligeledes gode resultater ved udgangen af 2004, hvilket vidner om en meget stor stabilitet i evnen til at fastholde de gode resultater over tid.

Sparinvest hører til blandt de førende investeringshuse, hvad angår bredden og kvaliteten af det samlede produktudbud. Særligt gruppens "flagskib" Sparinvest Value Aktier har opnået flotte resultater og stigende efterspørgsel de senere år. Dette har bl.a. resulteret i, at afdelingen ultimo 2004 havde en formue på 3,8 mia. kr., hvilket gjorde den til største afdeling i Danmark i kategorien Globale Aktier.

Derudover opnåede foreningen den anerkendte Gips-certificering og lever dermed op til den internationale standard for måling og præsentation af afkast. Det er Ernst & Young Statsautoriseret revisionsaktieselskab, der stod bag verificeringen af, at Sparinvest lever op til de internationale krav og standarder for porteføljeformidlere.

Konkurrencedygtige produkter

Generelt har året været præget af stigende aktiekurser og et positivt obligationsmarked. I lyset af den positive udvikling, for investeringsforeningsbranchen generelt, er det tilfredsstillende at konstatere, at afdelingerne i Sparinvest igen har klaret sig bedre end de fleste af de afdelinger, der sammenlignes med. Således har foreningen efterlevet den investeringsstrategi, vi har sat os for at følge.

Den samlede formue i Sparinvests afdelinger/foreninger var 16.647 mio. kr. (inkl. de xtramarked/xtralist noterede afdelinger og selvstændige forening Pengemarked) ultimo 2004 mod 11.277 mio. kr. ved årets begyndelse, svarende til en stigning på 48%.

Af den samlede formue udgjorde de børsnoterede afdelingers formue 6.140 mio. kr. ultimo 2004 mod en tilsvarende formue ultimo 2003 på i alt 3.562 mio. kr.

Konjunkturer og marked

Året 2004 blev investeringsmæssigt igen et forholdsvist tilfredsstillende år, og den økonomiske vækst gav i perioder af året troen på, at det globale opsving var kommet. Det var primært de økonomiske nøgletal fra USA, der lagde grunden til optimismen, men 2004 var også året, hvor den globale økonomi gik fra at være centreret alene omkring udviklingen i USA, til at være fokuseret på både vækstudsigterne for den amerikanske økonomi, og det globale renteniveau. I den forbindelse spillede Kina en overraskende og vigtig rolle i begge temaer.

Kina udviklede sig til en vigtig global handelsnation og stod for 20% af væksten i den globale samhandel i 2004. Men måske mere vigtigt var det, at Kina kom til at spille en central rolle i den globale renteutvikling i løbet af året. På den måde var Kina med til at gøre det økonomiske billede mere komplekst i 2004.

I 2004 begyndte det igen at gå fremad i den økonomiske vækst, ikke kun i USA men også i dele af den øvrige verden. Specielt Kina nød godt af denne udvikling, og i kombination med et lavt renteniveau, medførte det en stærkt accelererende vækst i Kina. Desværre endte det kinesiske opsving i en økonomisk boble med stigende priser på varer og tjenesteydelser. Resultatet blev, at Kina i en periode havde en inflation på over 10%.

Konsekvenserne af dette for den globale økonomi var mærkbare. I mange år havde den vestlige verden haft en relativ lav og kontrolleret inflation blandt andet på grund af billig import fra Kina. Imidlertid betød den stigende inflation i Kina, at også de vestlige økonomier måtte konstatere et vist prispres i løbet af 2004 på grund af stor import af kinesiske varer.

I takt med at inflationen begyndte at stige i de vestlige økonomier, måtte centralbankerne reagere. I USA reagerede man hurtigt og forhøjede den korte rente med i alt 1,25% i løbet af året, mens man i Europa forholdt sig passivt. Renteforhøjelsen satte imidlertid en effektiv stopper for den økonomiske fremgang i USA, samt i det meste af den vestlige verden. Væksten i Kina blev også bremset, idet myndighederne i takt med den stigende inflation strammede kreditpolitikken. Dermed var to af de vigtigste faktorer for global vækst sat på hold, og resultatet blev en nedgang i den globale økonomi i anden halvdel af året.

Asien blev også ramt af nedgangen i den globale økonomiske aktivitet i anden halvdel af året, såvel som SARS epidemien fra år 2003 fortsat påvirkede økonomien i starten af året. Dermed oplevede regionen tilsvarende lave vækstrater i økonomien på trods af gennemgribende og nødvendige reformer samt gode væksttal fra den amerikanske økonomi i perioder af året.

De finansielle markeder i Danmark udviklede sig igen nogenlunde parallelt med de internationale markeder. Dog klarede de danske aktier året en del bedre end hovedparten af de øvrige markeder. Obligationsmarkedet gav overraskende gode resultater. Overraskende fordi de fleste markedsdeltagere havde forventet faldende obligationskurser i 2004. Men opbremsningen i USA i anden halvdel af året fjernede en del af frygten for global inflation og skabte dermed fundamentet for fortsatte kursstigninger på obligationsmarkederne sidst på året.

Overordnet endte 2004 derfor med en global økonomi, der i perioder havde vist tegn på vækst og med tilfredsstillende afkast til investorerne. Det toneangivende Dow Jones indeks faldt med 4,4%, EURO STOXX 50 steg med 9,3%, Nikkei 225 indekset steg med 4,3% og det danske KFX indeks steg med 17,3%.

Afdelingernes resultater

Børsnoterede afdelinger:

	Investerer primært i	2004	2003
Sparinvest afd. 9, Danske Provinsbanker	Aktier i danske provinsbanker og udenlandske aktier	30,8	68,8
Sparinvest afd. 15, S&P 500	Nordamerikanske aktier	0,2	4,4
Sparinvest afd. 16, Cumulus	Danske obligationer og udenlandske aktier	6,7 *	7,3 *
Sparinvest afd. 17, Value Aktier	Aktier i hele verden	19,8	30,7
Sparinvest afd. 18, EURO STOXX 50	Europæiske aktier	8,4	16,7
Sparinvest afd. 19, Fjernøsten Aktier	Fjernøstlige aktier	13,9	20,7
Specialforeningen Sparinvest afd. 2, KFX Aktier	Danske aktier	18,3	22,5
Sparinvest Globale Vækstm. med Etiske Hensyn	Aktier i nye vækstlande	20,5	23,8

* Efter 30% skat i afdelingen

Xtralist/Xtramarked afdelinger/foreninger:

	Investerer primært i	2004	2003
Sparinvest afd. 2, Pantebreve, Udbytte	Pantebreve og danske obligationer	2,9	5,0
Sparinvest afd. 7, Korte Obligationer	Danske obligationer	4,0	4,1
Sparinvest afd. 14, Lange Obligationer	Danske obligationer	8,6	4,7
Sparinvest afd. 20, Danske Obligationer	Danske obligationer	6,4	4,4
Specialforeningen Sparinvest afd. 1, Indeksobligationer	Indeksobligationer	7,4	6,6
Sparinvest Nye obligationsmarkeder	Obligationer i nye vækstlande	5,2	12,2
Investeringsforeningen Sparinvest Bolig	Danske obligationer	6,6	4,1

Som det fremgår af ovenstående, har investeringsklimaet i 2004 været gunstigt. Dog har investorernes aktieafkast i perioden generelt været lidt lavere end niveauet fra sidste år, mens de fleste obligationsafkast har været højere. Sparinvests Value strategi, hvor der købes aktier i virksomheder, der er billige målt på nøgletal, placerede sig også i 2004 i toppen af kategorien af investeringsforeningers afdelinger, der investerer i globale aktier. Sparinvest Value aktier havde både i 2003 og 2004 det andet bedste afkast i denne kategori (ud af 42 i InvesteringsForeningsRådets afkast statistisk). I 2002 var afkastet markedets bedste i kategorien. Afkastet blev på 19,8% mod en stigning i det generelle verdensindeks på 6,4%. Afkastet er endvidere opnået med lavere risiko end i kategorien generelt.

Sparinvest Provinsbanker, hvor der primært investeres i lokalbanker i Danmark, oplevede igen et meget positivt år med et afkast på 30,8%.

De rentebaserede afdelinger, som udgør ca. 65% af den totale formue under administration, opnåede også i år 2004 tilfredsstillende resultater. Afkastene på det danske obligationsmarked var højere end i år 2003.

Sparinvests investeringsprodukter bygger på Asset Allocation teorien, der viser fordelene ved at sprede investeringerne på forskellige typer af aktiver. Som sådan bør foreningens afdelinger derfor betragtes som byggeklodser i en samlet portefølje med god spredning.

Sparinvest internationalt

Sparinvest S.A. Luxembourg har siden etableringen i 2001 udviklet sig til en international udbyder af kapitalforvaltning og rådgivning, såvel som en vigtig del af Sparinvest koncernen.

De 4 investeringsafdelinger, der er etableret i Luxembourg, bliver markedsført i flere centraleuropæiske og skandinaviske lande, og målsætningen er, at der hvert år skal tilføjes nye markedsområder.

Afdelingerne i Luxembourg blev i slutningen af 2004 analyseret og rated af Morningstar og opnåede et samlet gennemsnit på 4 stjerner, ud af 5. Tilsvarende blev afdelingerne vurderet af det verdensomspændende rating institut Standard & Poors, og her opnåede afdelingerne også topkarakterer. Således blev Sparinvest Global Value rated som den bedste globale aktieafdeling på 3 års sigt ud af 527 konkurrerende afdelinger.

På det internationale marked er det også denne femstjernede afdeling som har investorernes og mediernes interesse. Endvidere var der stor efterspørgsel efter de to Fund-of-Funds-afdelinger, der udelukkende investerer i andre investeringsforenings afdelinger. Afdelingernes investeringsstrategi bygger på Asset Allocation tankegangen, der kendetegner hele Sparinvest. En af de store fordele ved disse afdelinger er, at kunder - for endog begrænsede midler - kan opnå en hidtil uset stor spredning af deres investeringer, og dermed minimere risikoen.

Forventninger til fremtiden

Ved indgangen til 2005 er der en række forhold fra 2004, som også vil præge udviklingen i det kommende år.

Den økonomiske aktivitet de sidste par år har i høj grad været præget af de amerikanske forbrugeres villighed til at bruge penge. En let adgang til kapital i USA og et lavt renteniveau har været hovedårsagen til en relativ høj fremgang i den amerikanske økonomi i perioder. På denne måde er der blevet holdt gang i den økonomiske aktivitet, som ellers har været præget af afmatningen indenfor både produktion og direkte investeringer.

Også Kinas stigende betydning i den globale varehandel vil have stor indvirkning på den økonomiske udvikling i det kommende år. Kraftig vækst i Kina og stigende eksport fra landet, i kombination med et lavt renteniveau, medførte at det kinesiske opsving i 2004 endte i en økonomisk boble med stigende priser på varer og tjenesteydelser. Resultatet blev, at frygten for global inflation midlertidigt satte en stopper for rentefaldet og faktisk førte til reelle renteforhøjelser i USA. Dette til trods sluttede 2004 med et forholdsvist positivt syn på de finansielle markeder og fremtiden.

Europa under ét er fortsat i vækstmæssig dvale, og 2004 blev heller ikke året, hvor der for alvor kom rigtig gang i økonomien. Det er fortsat Den Europæiske Centralbanks manglende vilje til at kick-starte økonomien via en rentenedsættelse, samt en stadig stigende EURO, der synes at være de væsentligste faktorer bag den svage vækst.

I starten af 2005 forventes ovennævnte tendenser at fortsætte. Sandsynligvis vil nøgletallene fra den amerikanske økonomi vise et fortsat tilfredsstillende privatforbrug og tilsvarende høj investeringsaktivitet fra de finansielle investorer. Og det forventes således

også, at markederne fortsætter den positive tendens, samt at dollaren stadigvæk vil være under pres.

En del tyder på, at Den Amerikanske Centralbank på denne baggrund vil fremskynde sine planer om igen at hæve renten. Sker dette vil likviditeten stramme til i det amerikanske samfund og gøre det sværere at opnå kreditter for private såvel som virksomheder. Det vil ramme væksten og kombineret med lavere obligationsmarkeder, er der mulighed for svagere aktiekurser hen over sommeren. Imidlertid vil det være positivt for dollaren.

I takt med en mulig opbremsning i den amerikanske vækst hen over sommeren vil der igen være behov for lavere renter, og det forventes således, at renteniveauet igen falder i anden halvdel af 2005. Det tegner således til at blive et år med en del udsving i amerikansk økonomi, hvor forventningerne i det finansielle miljø vil svinge fra optimisme til pessimisme og tilbage til optimisme igen. Og det amerikanske kapitalmarked forventes derfor at være nærmest uforandret ved årets afslutning, men med en del udsving henover året.

Selvom det ikke bliver kommenteret direkte, synes det klart for enhver, at Euroens stigning er et problem for væksten i Europa. Især hvis væksten i USA stopper op midt på året. Faktisk synes dele af Europa allerede at lide en del under den stærke EURO, og specielt de centraleuropæiske lande som Tyskland og Frankrig er negativt påvirket af den svære konkurrencesituation. I modsætning hertil er for eksempelvis Skandinavien og Sydeuropa væsentlig mindre ramt af den stærke Euro, og har acceptable vækstrater.

Det er fortsat opfattelsen at den eneste mulighed for at genskabe væksten i den centraleuropæiske region er gennem finanspolitiske lempelser eller rentenedsættelser. Og det synes mere sandsynlig i 2005 end tidligere. Årsagen er, at der skal afholdes valg i flere af de berørte lande i 2005 og 2006, og ofte er der i den forbindelse større politisk vilje til at understøtte den økonomiske fremgang. Faktisk taler flere faktorer således for en fremgang i den europæiske vækst i 2005. Blandt andet fordi det synes vanskeligt at sætte renten op i Europa på grund af den stærke EURO. Faktisk er en rentenedsættelse nok mere sandsynlig, selvom Den Europæiske Centralbank stædigt har holdt fast i renten igennem flere år på trods af adskillige økonomisk velfunderede argumenter for at sænke den.

Forventningerne til den japanske økonomi er, at 2005 bliver et forholdsvis roligt år med acceptable vækstrater. De seneste økonomiske data har indikeret et mindre fald i den økonomiske aktivitet, men det forventes at rette sig i løbet af året.

I den øvrige del af Asien vil flodbølgekatastrofen præge den økonomiske udvikling på kortere sigt. I første omgang vil turistindustrien givet blive ramt, og det vil være nødvendigt med øgede offentlige investeringer i de berørte regioner. Imidlertid bør tragedien, hvor uhyggelig den end er - ikke kunne ødelægge den tendens til økonomisk fremgang, som der er i regionen.

Generelt forventes 2005 således at blive et år med skift mellem optimisme med hensyn til den globale økonomiske udvikling, og pessimisme. I slutningen af året tyder meget på god fremgang i Asien og Europa, men lavere aktivitet i USA. Ved indgangen til 2005 er situationen omvendt med USA som lokomotivet, og det forventes at skabe nogen ustabilitet midt på året i takt med, at vækstbilledet skifter.

For Sparinvest forventer vi en fortsat positiv udvikling i formuen under administration.

Indkaldelse

Der indkaldes til ordinær generalforsamling i Investeringsforeningen Sparinvest, Specialforeningen Sparinvest, Investeringsforeningen Sparinvest Bolig og Investeringsforeningen Sparinvest Globale Vækstmarkeder,

torsdag, den 31. marts 2005 kl. 10.00 på Scandic Hotel København, Vester Søgade 6, 1601 København V.

Det påhviler det enkelte medlem at godtgøre sin adgangsberettigelse ved at have sine andele noteret på navn i foreningens protokol senest 14 dage før generalforsamlingens afholdelse. Navnenotering foretages gennem det pengeinstitut, hvor andelen ligger i depot.

Adgangs- og stemmekort kan rekvireres ved henvendelse til foreningens kontor. Årsrapporten kan ligeledes rekvireres ved henvendelse til foreningens kontor.

Mere information

Yderligere oplysninger om årsrapporten kan fås ved henvendelse til

Direktør Peter Møller Lassen, Investeringsforeningen Sparinvest

Telefon: 8799 3101

E-mail: pml@sparinvest.dk

Direktør Michael Albrechtslund, Sparinvest Fondsmæglerselskab A/S

Telefon: 3634 7502

E-mail: mia@sparinvest.dk

Yderligere information om Sparinvests resultater og afdelinger kan ses på foreningens

hjemmeside: www.sparinvest.dk

Med venlig hilsen

Ole Bjørn
Formand for bestyrelsen

Peter Møller Lassen
Direktør



Investering med omtanke...

ÅRSRAPPORT 2004

Investeringsforeningen Sparinvest Specialforeningen Sparinvest

Investeringsforeningen Sparinvest Globale Vækstmarkeder

Investeringsforeningen Sparinvest Bolig

Sparinvest

Indholdsfortegnelse

	Side		Side
Sparinvest	4	Afdeling 19, Fjernøsten Aktier	
Årsberetning	5	Beretning og nøgletal	43
Anvendt regnskabspraksis	8	Resultatopgørelse	44
Investeringsforeningen Sparinvest		Status 31.12.2004	44
Påtegninger	11	Noter	45
Afdeling 2, Pantebreve Udbytte		Afdeling 20, Danske Obligationer	
Beretning og nøgletal	12	Beretning og nøgletal	47
Resultatopgørelse	13	Resultatopgørelse	48
Status 31.12.2004	13	Status 31.12.2004	48
Noter	14	Noter	49
Afdeling 7, Korte Obligationer		Specialforeningen Sparinvest	
Beretning og nøgletal	15	Påtegninger	52
Resultatopgørelse	16	Indeksobligationer	
Status 31.12.2004	16	Beretning og nøgletal	53
Noter	17	Resultatopgørelse	54
Afdeling 9, Danske Provinsbanker		Status 31.12.2004	54
Beretning og nøgletal	19	Noter	55
Resultatopgørelse	20	KFX Aktier	
Status 31.12.2004	20	Beretning og nøgletal	56
Noter	21	Resultatopgørelse	57
Afdeling 14, Lange Obligationer		Status 31.12.2004	57
Beretning og nøgletal	23	Noter	58
Resultatopgørelse	24	Investeringsforeningen Sparinvest	
Status 31.12.2004	24	Globale Vækstmarkeder	
Noter	25	Påtegninger	61
Afdeling 15, S&P 500		Globale Vækstmarkeder med Ethiske Hensyn (PAL)	
Beretning og nøgletal	26	Beretning og nøgletal	62
Resultatopgørelse	27	Resultatopgørelse	63
Status 31.12.2004	27	Status 31.12.2004	63
Noter	28	Noter	64
Afdeling 16, Cumulus		Nye Obligationsmarkeder	
Beretning og nøgletal	30	Beretning og nøgletal	66
Resultatopgørelse	31	Resultatopgørelse	67
Status 31.12.2004	31	Status 31.12.2004	67
Noter	32	Noter	68
Afdeling 17, Value Aktier		Investeringsforeningen Sparinvest Bolig	
Beretning og nøgletal	34	Påtegninger	71
Resultatopgørelse	35	Bolig	
Status 31.12.2004	35	Beretning og nøgletal	72
Noter	36	Resultatopgørelse	73
Afdeling 18, EURO STOXX 50		Status 31.12.2004	73
Beretning og nøgletal	39	Noter	74
Resultatopgørelse	40	Fremførbare kurstab	75
Status 31.12.2004	40	Skattebehandling af udbytte	76
Noter	41	Skattekurser på Sparinvestbeviser	76
		Ledelseshverv, direktion og bestyrelse	77

**Investeringsforeningen Sparinvest**

(FT-NR. 11010)

Specialforeningen Sparinvest

(FT-NR. 16008)

Investeringsforeningen**Sparinvest Globale Vækstmarkeder**

(FT-NR. 11103)

Investeringsforeningen Sparinvest Bolig

(FT-NR. 11124)

Adresser:

Hvidesten
Kingosvej 1
2630 Taastrup

Telefon: 36 34 75 00

Telefax: 36 34 75 99

Kontor Jylland:

Baneskellet 1, Hammershøj
8830 Tjele

Telefon: 87 99 31 00

Telefax: 87 99 31 99

E-mail: mail@sparinvest.dk

Web-adresse: www.sparinvest.dk

Bestyrelse:

Professor, cand. jur., Ole Bjørn, formand
Direktør, cand. polit, Flemming Skov Jensen
Advokat, Jørgen Kjældgaard
Salgschef, Finn Jeppe Nielsen
Gårdejer, cand. polit, Verner Puggaard
Købmand, cand. merc., Niels Fog
Rektor, professor, dr. jur., Linda Nielsen

Administration:

ID-Sparinvest A/S

Direktion ID-Sparinvest A/S:

Direktør, Peter Møller Lassen
Direktør, Ulla Heurlin

Depotselskab:

Danske Andelskassers Bank A/S
Telefon: 87 99 30 00

Børsmarkederne

Året 2004 blev investeringsmæssigt igen et forholdsvis tilfredsstillende år, og den økonomiske vækst gav i perioder af året troen på, at det globale opsving var kommet. Det var primært de økonomiske nøgletal fra USA, der lagde grunden til optimismen, men 2004 var også året, hvor den globale økonomi gik fra at være centreret alene omkring udviklingen i USA, til at være fokuseret på både vækststøtterne for den amerikanske økonomi, og det globale renteniveau. I den forbindelse spillede Kina en overraskende og vigtig rolle i begge temaer.

Kina udviklede sig til en vigtig global handelsnation og stod for 20% af væksten i den globale samhandel i 2004. Men måske mere vigtigt var det, at Kina kom til at spille en central rolle i den globale renteudvikling i løbet af året. På den måde var Kina med til at gøre det økonomiske billede mere komplekst i 2004.

I 2004 begyndte det igen at gå fremad i den økonomiske vækst, ikke kun i USA men også i dele af den øvrige verden. Specielt Kina nød godt af denne udvikling, og i kombination med et lavt renteniveau, medførte det en stærkt accelererende vækst i Kina. Desværre endte det kinesiske opsving i en økonomisk boble med stigende priser på varer og tjenesteydelser. Resultatet blev, at Kina i en periode havde en inflation på over 10%.

Konsekvenserne af dette for den globale økonomi var mærkbare. I mange år havde den vestlige verden haft en relativ lav og kontrollerbar inflation, blandt andet på grund af billig import fra Kina. Imidlertid betød den stigende inflation i Kina, at også de vestlige økonomier måtte konstatere et vist prispres i løbet af 2004 på grund af stor import af kinesiske varer.

I takt med at inflationen begyndte at stige i de vestlige økonomier måtte centralbankerne reagere. I USA reagerede man hurtigt og forhøjede den korte rente med i alt 1,25% i løbet af året, mens man i Europa forholdt sig passivt. Renteforhøjelsen satte imidlertid en effektiv stopper for den økonomiske fremgang i USA samt det meste af den vestlige verden. Væksten i Kina blev også bremset, idet myndighederne i takt med den stigende inflation strammede kreditpolitikken. Dermed var to af de vigtigste faktorer for global vækst sat på hold, og resultatet blev en nedgang i den globale økonomi i anden halvdel af året.

Asien blev også ramt af nedgangen i den globale økonomiske aktivitet i anden halvdel af året, såvel som SARS epidemien fra år 2003 fortsat påvirkede økonomien i starten af året. Dermed oplevede regionen tilsvarende lave vækstrater i økonomien på trods af gennemgribende og nødvendige reformer samt gode væksttal fra den amerikanske økonomi i perioder af året.

De finansielle markeder i Danmark udviklede sig igen nogenlunde parallelt med de internationale markeder. Dog klarede de

danske aktier året en del bedre end hovedparten af de øvrige markeder. Obligationsmarkedet gav overraskende gode resultater. Overraskende fordi de fleste markedsdeltagere havde forventet faldende obligationskurser i 2004. Men opbremsningen i USA i anden halvdel af året fjernede en del af frygten for global inflation og skabte dermed fundamentet for fortsatte kursstigninger på obligationsmarkederne.

Overordnet endte 2004 derfor med en global økonomi, der i perioder viste tegn på vækst og med tilfredsstillende afkast til investorerne. Det toneangivende Dow Jones indeks faldt med 4,4%, EURO STOXX 50 steg med 9,3%, Nikkei 225 indekset steg med 4,3%, og det danske KFX indeks steg med 17,3%.

Investeringsstrategi

Investeringsforeningen Sparinvest:

Investeringsforeningen består p.t. af 10 afdelinger.

I de obligationsbaserede afdelinger bygger investeringskonceptet på, at al tilgængelig information allerede er indarbejdet i priserne på danske obligationer. Målsætning er derfor at optimere porteføljen, så der skabes relativ performance uanset markedsudviklingen. Indledningsvist udpeges tre udstedertyper: Statsobligationer, inkonverterbare obligationer og realkreditobligationer, hvor sidstnævnte efterfølgende opdeles i lavkuponer, parkuponer og højkuponer. Sparinvest ønsker at være repræsenteret i alle tre segmenter, for det har også på obligationsområdet vist sig, at det er den overordnede allokering, som bestemmer niveauet for det langsigtede afkast. Denne strategi har også i 2004 bevirket, at afkastet har været meget tilfredsstillende i forhold til de øvrige danske investeringsforeninger.

Strategien i de aktiebaserede afdelinger dækker over Value investering (Afdeling 17) samt en række markedskonforme afdelinger. Den grundlæggende investeringsstrategi i Sparinvest Value Aktier er, at alle børsnoterede virksomheder har en underliggende eller forretningsmæssig værdi, som bestemmes ud fra, hvor meget man vil kunne få for virksomheden i form af et frasalg eller en fusion med en konkurrent. Alternativt kan ejerne betragte den forretningsmæssige værdi som det provenu, der opnås ved at realisere samtlige de aktiver, virksomheden ejer. Derudover har virksomhederne en markedsværdi, som er den værdi, man kan købe selskabets aktier til på børsen. Sparinvest Value Aktier investerer i aktier, hvor markedsværdien ligger markant lavere end den forretningsmæssige værdi, minimum 40% til 50% lavere. Denne forskel mellem den forretningsmæssige værdi og markedsværdien defineres som investeringsens sikkerhedsmargin og er med til at sikre investeringen mod permanent tab af kapital, også selvom kortsigtede kursfald kan og vil forekomme. Investeringerne sælges når markedskursen nærmer sig den forretningsmæssige værdi, og beløbet reinvesteres i andre selskaber, som handles med en stor discount til den for-



retningsmæssige værdi. Denne strategi tager hverken udgangspunkt i sektorer eller lande, men lægger vægt på at minimere risikoen for permanent tab af kapital samtidig med at have muligheden for at opnå et tilfredsstillende afkast.

De markedskonforme afdelinger (afdelingerne S&P 500, EURO STOXX 50 og Fjernøsten Aktier) har til hensigt at matche udviklingen i et givet indeks med en på forhånd defineret tracking-error (udsving i forhold til afdelingens benchmark).

Specialforeningen Sparinvest:

Specialforeningen består p.t. af to afdelinger.

Indeksobligationer:

Afdelingen investerer udelukkende i danske børsnoterede indeksobligationer udstedt før 1. januar 1999 med en samlet varighed på 6-9 år. Ændringer i pensionsafkastbeskatningsloven den 15. december 2000 betød, at afdelingen fra 1. januar 2001 blev omdannet til en lukket afdeling.

KFX Aktier:

Afdelingen investerer udelukkende i danske aktier, der indgår i KFX indekset. Afkastet afspejler derfor den generelle udvikling i KFX indekset.

Investeringsforeningen Sparinvest Globale Vækstmarkeder:

Investeringsforeningen består p.t. af to afdelinger.

Sparinvest Globale Vækstmarkeder med Ethiske Hensyn (PAL):

Afdelingen investerer i aktier, der er hjemmehørende eller har hovedaktivitet i globale vækstmarkeder. Investeringerne foretages under hensyntagen til en række etiske og økologiske forbehold, som afholder afdelingens midler fra at blive investeret i visse selskaber. Afdelingen blev i år 2001 omdannet til en såkaldt PAL afdeling, således at denne ændres fra at være en udloddende afdeling til at være en akkumulerende afdeling, der udelukkende henvender sig til personer, som investerer for pensionsmidler.

Nye Obligationsmarkeder:

Afdelingen investerer i statsobligationer i nye vækstlande. Mindst 70% af porteføljen består af USD eller EUR denominerede statsobligationer, hvor valutaen afdækkes overfor DKK. Risikoen i afdelingen ligger generelt mellem en aktie og en obligation.

Investeringsforeningen Sparinvest Bolig:

Investeringsforeningen består p.t. af en afdeling.

Bolig:

Afdelingen henvender sig udelukkende til almene boligselskaber og investerer i danske obligationer.

Aftale om depotbankfunktionen

Foreningerne har indgået aftale med Danske Andelskassers Bank A/S om, at denne som depotbank opbevarer værdipapirer og likvide midler for hver af foreningernes afdelinger i overensstemmelse med Lov om investeringsforeninger og specialforeninger samt andre kollektive investeringsordninger m.v., samt Finanstilsynets bestemmelser og påtager sig heri fastlagte kontrolopgaver og forpligtelser.

Aftaler om markedsføring og formidling

Foreningerne har indgået aftale med en kreds af pengeinstitutter i Danmark om, at pengeinstitutterne til enhver tid med udgangspunkt i kundernes behov formidler salg af investeringsbeviser i foreningernes afdelinger samt opbevarer investeringsbeviserne, når ejerne ønsker det. Pengeinstitutterne fastlægger selv sine markedsførings tiltag med henblik på at fremme salg af foreningernes investeringsbeviser.

Foreningerne har indgået aftale med Danske Andelskassers Bank A/S om, at banken i forbindelse med nyttegning af andele forestår emissionsaktiviteterne.

Aftale om investeringsrådgivning

Foreningernes administrationselskab ID-Sparinvest A/S har indgået aftaler med henholdsvis Sparinvest Fondsmæglerselskab A/S, Sparinvest SA, HSBC Republic Bank (Suisse) SA. Aftalerne indebærer, at HSBC Republic Bank (Suisse) SA yder rådgivning til ID-Sparinvest A/S om transaktioner, HSBC Republic Bank (Suisse) SA anser som fordelagtige som led i porteføljestyrelsen i Investeringsforeningen Sparinvest Nye Obligationsmarkeder. Sparinvest Fondsmæglerselskab A/S yder rådgivning i alle øvrige foreninger/ afdelinger. Der skal tilstræbes et optimalt afkast med samtidig hensyntagen til fornøden risikospredning. Rådgivningen skal ske i overensstemmelse med de retningslinier, som foreningernes bestyrelse har fastlagt i individuelle investeringsrammer for de enkelte afdelinger. De enkelte forslag til investeringer skal forelægges ID-Sparinvest A/S, som tager stilling til, om de skal føres ud i livet.

Aftale om prisstillelse i markedet

ID-Sparinvest A/S har med Danske Andelskassers Bank A/S indgået aftale om, at banken i bl.a. København Fondsbørs' handelssystemer løbende – med forbehold for særlige situationer – stiller priser i afdelingernes investeringsbeviser med det formål at fremme likviditeten ved handel med beviserne. Prisstillelsen skal ske med såvel købs- som salgspriser og på baggrund af aktuelle emissions- og indløsningspriser.

Aftale om aktiebog

Foreningerne har indgået aftale med ID-Sparinvest A/S om, at administrationselskabet på vegne af foreningerne fører den såkaldte aktiebog, hvori navnenotering af afdelingernes andele foretages.

Aftalen indebærer foruden den løbende registrering af noteringsforhold og ændringer i disse, at administrationsselskabet forestår udstedelse af adgangskort og stemmesedler til foreningernes generalforsamlinger og de hertil knyttede aktiviteter.

Aftale om administration

Foreningerne har indgået aftale med ID-Sparinvest A/S om, at selskabet udfører foreningernes administrative og investeringsmæssige opgaver i overensstemmelse med Lov om investeringsforeninger og specialforeninger samt andre kollektive investeringsordninger m.v., foreningernes vedtægter, anvisninger fra foreningernes bestyrelser, herunder investeringsrammer for de enkelte afdelinger, og aftale om investeringsrådgivning indgået med henholdsvis Sparinvest Fondsmæglerselskab A/S, Sparinvest S.A. samt HSBC Republic Bank (Suisse) S.A. som investeringsrådgivere.

Formue og drift i Sparinvest gruppen

Den samlede formue i Sparinvests afdelinger/foreninger var 16.647 mio. kr. (inkl. de xtramarked/xtralist afdelinger og den selvstændige forening Pengemarked) ultimo 2004 mod 11.277 mio. kr. ved årets begyndelse, svarende til en stigning på 48%.

Af den samlede formue udgjorde de børsnoterede afdelingers formue 6.140 mio. kr. ultimo 2004 mod en tilsvarende formue ultimo 2003 på i alt 3.562 mio. kr.

Driftsresultatet efter kursavancer, kurstab og omkostninger m.v. i Sparinvests afdelinger/foreninger (inklusive de xtramarked/xtralist

afdelinger og den selvstændige forening Pengemarked), blev 1.269 mio. kr. før skat og 1.259 mio. kr. efter skat (henholdsvis 1.072 mio. kr. før skat og 1.057 mio. kr. efter skat i 2003).

Driftsresultatet i de børsnoterede afdelinger efter kursavancer, kurstab og omkostninger m.v., blev i alt 775 mio. kr. før skat og 765 mio. kr. efter skat (henholdsvis 728 mio. kr. før skat og 713 mio. kr. efter skat i 2003).

Forhold af betydning for foreningens medlemmer

Bestyrelsen for Investeringsforeningen Sparinvest, Specialforeningen Sparinvest, Investeringsforeningen Sparinvest Globale Vækstmarkeder samt Investeringsforeningen Sparinvest Bolig stiller bl.a. følgende forslag på generalforsamlingen:

På generalforsamlingen afgår Direktør, cand. polit, Flemming Skov Jensen, Købmand, cand. merc., Niels Fog, Salgschef, Finn Jeppe Nielsen samt Gårdejer, cand. polit, Verner Puggaard.

Siden årsskiftet er Specialforeningen Sparinvest afd. 2, KFX Aktier (placeringsforening) flyttet over under Investeringsforeningen Sparinvest for at opfylde Lov om investeringsforeninger og specialforeninger samt andre kollektive investeringsordninger m.v.

Udsigterne for 2005

Vi forventer en fortsat positiv udvikling i formuen.

Udbytte

Afdeling/forening	Udbytte for 2004 (udbetales i marts 2005) kr./stk.	Udbytte for 2003 (udbetalt i marts 2004) kr./stk.
Investeringsforeningen Sparinvest:		
Afdeling 2, Pantebreve, Udbytte	9,50	10,00
Afdeling 7, Korte Obligationer	3,75	5,25
Afdeling 9, Danske Provinsbanker	23,50	1,00
Afdeling 14, Lange Obligationer	5,50	9,25
Afdeling 15, S&P 500	0,00	0,00
Afdeling 17, Value Aktier	5,75	1,75
Afdeling 18, EURO STOXX 50	2,25	1,50
Afdeling 19, Fjernøsten Aktier	2,75	2,25
Afdeling 20, Danske Obligationer	5,00	7,00
Specialforeningen Sparinvest:		
Afdeling 1, Indeksobligationer (Placeringsforening)	3,50	3,75
Afdeling 2, KFX Aktier (Placeringsforening)	1,50	1,50
Investeringsforeningen Sparinvest Globale Vækstmarkeder:		
Afdeling 2, Nye Obligationsmarkeder	10,50	6,50
Investeringsforeningen Sparinvest Bolig:		
Afdeling, Bolig	4,50	5,75

Investeringsforeningen Sparinvest afdeling 16, Cumulus er en akkumulerende afdeling og betaler derfor ikke udbytte.

Investeringsforeningen Sparinvest Globale Vækstmarkeder med Etiske Hensyn er en akkumulerende PAL afdeling og betaler derfor ikke udbytte.



Årsrapporten for Investeringsforeningen Sparinvest, Specialforeningen Sparinvest, Investeringsforeningen Sparinvest Globale Vækstmarkeder og Investeringsforeningen Sparinvest Bolig er aflagt i henhold til de regler, der gælder ifølge Lov om investeringsforeninger og specialforeninger samt andre kollektive investeringsordninger m.v., bekendtgørelser fra Finanstilsynet samt de krav, Københavns Fondsbørs stiller til regnskabsaflæggelsen.

Ændring af regnskabspraksis:

Danske værdipapirer værdiansættes til lukkekurser, hvilket er i overensstemmelse med ændring til regnskabsbekendtgørelsen for investeringsforeninger. For danske værdipapirer er der i de foregående år anvendt gennemsnitskurser.

Bortset fra ovennævnte ændring, er den anvendte regnskabspraksis uændret i forhold til foregående år.

Resultatopgørelsen

Renter og udbytter

Renteindtægter omfatter renter af obligationer og pantebreve, samt indestående i vort depotselskab Danske Andelskassers Bank A/S. Alle renter er periodiserede.

Kursgevinster og -tab

I resultatopgørelsen medregnes såvel realiserede som urealiserede kursgevinster og -tab på aktiver og passiver.

For værdipapirer opgøres de realiserede kursgevinster/-tab som forskellen mellem salgsværdien fratrukket salgsomkostninger og markedsværdien ved årets begyndelse eller anskaffelsværdien inkl. købsomkostninger ved erhvervelse i regnskabsåret. Urealiserede kursgevinster/-tab opgøres som forskellen mellem markedsværdien på balancedagen og markedsværdien ved årets begyndelse eller anskaffelsværdien inkl. købsomkostninger ved erhvervelse i regnskabsåret.

Ændringen i markedsværdien af afledte finansielle instrumenter, som anvendes til sikring af værdien af aktiver, indgår i resultatopgørelsen under afledte finansielle instrumenter.

Administrationsomkostninger

Afdelingens direkte omkostninger består af omkostninger, som kan henføres direkte til den enkelte afdeling. Andel af fællesomkostninger er afdelingernes andel af de af ID-Sparinvest A/S afholdte udgifter. Fordelingen sker både under hensyntagen til afdelingernes administrationsmæssige ressourceforbrug og til størrelsen af afdelingernes formue.

Udlodning og formuebevægelser

De udloddende afdelinger foretager årligt en udlodning, der opfylder

kravene til minimumsudlodning i Ligningslovens § 16 C. Afdelingerne skal derfor ikke betale skat, men skattepligten påhviler modtageren af udlodningen. Til rådighed for udlodning opgøres på grundlag af de i regnskabsåret;

- indtjente renter og udbytter
- tilbagebetalte refunderbare udbytteskatter fra udlandet
- realiserede nettokursgevinster på obligationer og valutakonti
- realiserede nettokursgevinster på aktier ejet i mindre end tre år
- erhvervede, skattepligtige nettokursgevinster ved anvendelse af afledte finansielle instrumenter samt
- afholdte administrationsomkostninger

Udlodningsprocenten beregnes som beløbet til rådighed for udlodning i procent af de cirkulerende andele i afdelingen på balancedagen. Den beregnede procent nedrundes i overensstemmelse med Ligningslovens § 16 C til nærmeste kvarte procent eller til 0, hvis den beregnede procent er under 1.

Forskellen mellem det regnskabsmæssige resultat og udlodningen tillægges/fradrages den pågældende afdelings formue.

Overført til udlodning næste år består af restbeløbet efter nedrundning af regnskabsposten "Til rådighed for udlodning".

Udlodningsreguleringen beregnes således, at udlodningsprocenten er af samme størrelse før og efter emission og indløsning.

Ved emission beregnes udlodningsreguleringen som en andel af det beløb, der er til rådighed for udlodning på emissionsdagen. Andelen beregnes som emissionens nominelle værdi i forhold til de cirkulerende andele. En del af det ved emissionen indbetalte beløb anvendes således til udbetaling af udlodning.

Ved indløsning foretages beregning, som på tilsvarende vis nedbringer udbetaling af udlodning.

Overført fra sidste år, består af nedrundningen af udlodningsbeløbet fra sidste år.

Balancen

Likvide midler

Likvide midler i fremmed valuta værdiansættes til GMT1600 valutakursen for noterede valutaer. Unoterede valutaer værdiansættes til markedsværdi.

Obligationer og kapitalandele

Noterede værdipapirer værdiansættes til officielt noterede børskurser på balancedagen. Noterede værdipapirer i fremmed valuta omregnes til danske kroner efter GMT1600 valutakurser på noterede valutaer og

til markedsværdi for unoterede valutaer på balancedagen. Udtrukne obligationer værdiansættes til kurs 100. Unoterede værdipapirer værdiansættes til markedsværdien. Obligationer og kapitalandele indgår og udtages på handelsdagen.

Pantebreve

Pantebrevene er optaget til kurser, der giver basis for en fremtidig forentning, svarende til niveauet for tilsvarende pantebreve på pantebrevsmarkedet. Kurserne er fastsat på grundlag af oplysninger fra depotselskabet.

Afledte finansielle instrumenter

Afledte finansielle instrumenter optages første gang i balancen til kostpris og værdiansættes efterfølgende til markedsværdi. Positiv netto markedsværdi af afledte finansielle instrumenter indgår under aktiver og negativ netto markedsværdi under passiver. Gevinst eller tab på afledte finansielle instrumenter opgøres efter lagerprincip.

Andre aktiver

Tilgodehavende renter består af periodiserede renter på balancedagen.

Under andre tilgodehavender indgår bl.a. refunderbar udbytteskat tilbageholdt i udlandet.

Mellemværende vedrørende handelsafvikling består af nettoværdien af provenuet fra salg og køb af aktiver samt fra indløsninger og emissioner før balancedagen, hvor betalingen sker efter balancedagen. Hvis nettoværdien udgør et passiv optages dette under regnskabsposten "Anden gæld".

Skat i akkumulerende afdeling

Investeringsforeningen Sparinvest, Afdeling 16, Cumulus henlægger overskuddet til forøgelse af afdelingens formue. Skattepligten påhviler afdelingen efter tilsvarende regler som i aktieselskaber.

Som følge af forskelle i den regnskabsmæssige og skattemæssige behandling af kursgevinster, svarer årets resultat ikke til den skattepligtige indkomst. I beregningen af årets skattebæring for afdelingen indgår realiserede kursgevinster/-tab for obligationer, og realiserede nettokursgevinster på aktier, for så vidt aktierne har været ejet i mindre end tre år. Selskabsskat er beregnet med 30%. Afdelingen er tilmeldt acontoskatteordningen. Som gæld er der afsat et beløb svarende til den beregnede betalbare skat af årets skattepligtige indkomst med fradrag af aconto betaling.

Udskudt skat optages i resultatopgørelsen og indregnes i balancen med 30% af urealiserede kursgevinster/-tab på obligationer og urealiserede kursgevinster /-tab på aktier som er ejet i mindre end tre år.

Medlemmernes formue

Udlodning fra sidste år vedr. cirkulerende beviser består af den foreslåede udlodning pr. 31. december året før, beregnet som udbytteprocenten ganget med cirkulerende kapital pr. 31. december året før.

Ændring i udbetalt udlodning p.g.a. emission/indløsning består af forskellen mellem den efter generalforsamlingen udbetalte udlodning på grundlag af den på dette tidspunkt cirkulerende kapital og udlodningen beregnet pr. 31. december året før.

Nøgletal

Nøgletallene er opgjort i overensstemmelse med retningslinier fra Finanstilsynet og InvesteringsForeningsRådet.

Årets afkast i %

Det årlige afkast i % på grundlag af den indre værdi. Udbetalt udbytte er forudsat geninvesteret, jf. InvesteringsForeningsRådets anbefaling.

Benchmarkafkast i %

Det årlige afkast i % for det Benchmark som afdelingen kan sammenlignes med, jf. tegningsprospektet.

Årets udlodning pr. andel i kroner

Udbetalt udbytte i kr. pr. andel efter de enkelte regnskabsår.

Årets udbytte skal godkendes på foreningens generalforsamling.

Cirkulerende kapital i 1.000 kroner

Afdelingens cirkulerende (nominelle) kapital ultimo året.

Omsætningshastighed

Kun for handel i forbindelse med den løbende porteføljepleje.

Værdipapiromsætning kursværdi af køb i 1.000 kroner

Der indgår køb af værdipapirer i forbindelse med emissioner samt handel i forbindelse med løbende porteføljepleje.

Værdipapiromsætning kursværdi af salg i 1.000 kroner

Der indgår salg af værdipapirer i forbindelse med indløsninger samt handel i forbindelse med løbende porteføljepleje.

Kurtage m.v. i % af gennemsnitlige formue

Handelsudgifter er afhængige af handelskutymer og er ikke nødvendigvis sammenlignelige med andre afdelinger. I tilfælde af handel til nettopriser angives ingen omkostninger.



Investeringsforeningen Sparinvest

Hammershøj, den 22. februar 2005

Bestyrelsen og direktionen har dags dato behandlet og vedtaget årsrapporten for 2004 for Investeringsforeningen Sparinvest. Årsrapporten er aflagt i overensstemmelse med Lov om investeringsforeninger og specialforeninger samt andre kollektive investeringsordninger m.v., samt de retningslinier, der følger af bekendtgørelsen om investeringsforeningers og specialforeningers regnskaber. Årsrapporten opfylder de af Københavns Fondsbørs stillede krav til regnskabsaflæggelse for investeringsforeninger.

Vi anser den valgte regnskabspraksis for hensigtsmæssig, således at årsrapporten giver et retvisende billede af investeringsforeningens aktiver og passiver, finansielle stilling samt resultatet.

Årsrapporten indstilles til generalforsamlingens godkendelse.

Direktion ID-Sparinvest A/S:

Peter Møller Lassen

Ulla Heurlin

Bestyrelsen:

Ole Bjørn
Formand

Flemming Skov Jensen

Verner Puggaard

Jørgen Kjældgaard

Finn Jeppe Nielsen

Niels Fog

Linda Nielsen

Til medlemmerne i Investeringsforeningen Sparinvest

Vi har revideret årsrapporten 2004 for Investeringsforeningen Sparinvest afdeling 2, 7, 9, 14, 15, 16, 17, 18, 19 og 20, der aflægges efter Lov om investeringsforeninger og specialforeninger samt andre kollektive investeringsordninger m.v. og de krav, som Københavns Fondsbørs i øvrigt stiller til regnskabsaflæggelse for børsnoterede foreninger.

Investeringsforeningens ledelse har ansvaret for årsrapporten. Vores ansvar er på grundlag af vores revision, at udtrykke en konklusion om årsrapporten.

Den udførte revision

Vi har udført vores revision i overensstemmelse med danske revisionsstandarder. Disse standarder kræver, at vi tilrettelægger og udfører revisionen med henblik på at opnå høj grad af sikkerhed for, at årsrapporten ikke indeholder væsentlig fejlinformation. Revisionen omfatter stikprøvevis undersøgelse af information, der understøtter de i årsrapporten anførte beløb og oplysninger. Revisionen omfatter endvidere stillingtagen til den af ledelsen anvendte regnskabspraksis og til de væsentlige skøn, som ledelsen har udøvet, samt vurdering af den samlede præsentation af årsrapporten. Det er vores opfattelse, at den udførte revision giver et tilstrækkeligt grundlag for vor konklusion.

Revisionen har ikke givet anledning til forbehold.

Konklusion

Det er vores opfattelse, at årsrapporten giver et retvisende billede af afdelingernes aktiver, passiver og finansielle stilling pr. 31. december 2004 samt af resultatet af afdelingernes aktiviteter for regnskabsåret 2004 i overensstemmelse med Lov om investeringsforeninger og specialforeninger samt andre kollektive investeringsordninger m.v. og de krav, som Københavns Fondsbørs i øvrigt stiller til regnskabsaflæggelse for børsnoterede foreninger.

Århus, den 22. februar 2005

RSM plus

Statsautoriseret revisionsaktieselskab

København, den 22. februar 2005

Ernst & Young

Statsautoriseret revisionsaktieselskab

Carsten Mikkelsen
Statsautoriseret revisor

Karl-Erik Graversen
Statsautoriseret revisor

Carsten Collin
Statsautoriseret revisor

Poul Mærkedahl
Statsautoriseret revisor



Årsberetning 2004

Indre værdi pr. 31. december 2004 udgjorde 195,51, hvilket svarer til en værdistigning inkl. geninvestering af udbytte (DKK 10,00) på 2,9% i 2004. Benchmark, gennemsnittet af EFFAS 1-3 og EFFAS 3-5, steg 4,6% i perioden. EFFAS 1-3 og 3-5 er danske statsobligationer med en løbetid på henholdsvis 1-3 år og 3-5 år. Indfrielse på pantebrevene har i flere år ligget på et meget højt niveau, hvilket har betydet, at andelen af obligationer i porteføljen er øget.

Fremtiden

Pantebrevsmarkedet har igennem 2004 udvist en fortsat stabil udvikling med gode risikovægtede afkast, og vi forventer, at denne udvikling vil fortsætte. Afdelingen har også i 2004 haft vanskeligt ved at finde tilstrækkeligt med pantebreve af høj kvalitet og har derfor investeret en større del af porteføljen i korte obligationer. Senest er der dog investeret et større beløb i pantebreve, således at vægten igen er på et tilfredsstillende niveau.

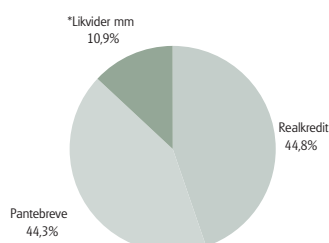
Regnskabsresultat

Afdelingen fik i 2004 et driftsresultat på DKK 15,2 mio., heraf udgør renter DKK 31,6 mio. og kurstab DKK 10,7 mio. De samlede omkostninger udgør DKK 5,7 mio.

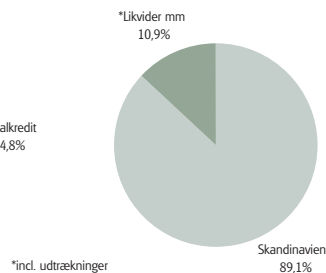
Nøgletal for risiko - 5 år.

Sharpe Ratio	1,81
Standardafvigelse	0,78
Sharpe Ratio (benchmark)	-0,69
Standardafvigelse	17,38

Obligationstyper



Geografisk fordeling



5 største beholdninger

Papir	Nominel værdi	Kurs	Valutakurs	Kursværdi
5,00% BRFkredit 2019	24.593.378	102,40	100,00	25.183.619
5,00% Unikredit 2025	24.293.948	101,83	100,00	24.737.313
7,00% Nykredit 2016	20.048.510	106,70	100,00	21.391.760
6,00% Realk. Danmark 2026	20.181.816	104,15	100,00	21.019.362
6,00% Nordea Kredit 2014	17.559.462	103,50	100,00	18.174.044

Nøgletal

	2004	2003	2002	2001	2000
Årets afkast i %	2,92	5,02	6,37	5,82	5,39
Benchmarkafkast i %	4,59	4,20	8,00	5,88	5,94
Udvikling i indre værdi (inkl. udbytte)	195,51	199,80	200,87	199,71	198,86
Årets nettoresultat i 1.000 kr.	15.153	20.385	21.248	18.318	15.591
Årets udlodning pr. andel i kr.	9,50	10,00	10,75	11,00	10,25
Cirkulerende kapital i 1.000 kr.	278.993	257.033	184.630	163.980	166.504
Medlemmernes formue i 1.000 kr.	545.454	513.550	370.870	327.484	331.112
Årlige omkostninger i % af gennemsnitlig formue	1,05	1,07	1,08	1,06	0,86
Årlige omkostninger i 1.000 kr.	5.696	4.652	3.781	3.429	2.594
Omsætningshastighed	0,44	0,30	0,32	0,06	0,39
Værdipapiromsætning kursværdi af køb i 1.000 kr.	378.212	384.271	190.430	54.752	291.471
Værdipapiromsætning kursværdi af salg i 1.000 kr.	211.067	171.945	118.468	34.854	84.262
Værdipapiromsætning	589.279	556.216	308.899	89.605	375.734
Kurtage m.v. i % af gennemsnitlig formue	0,03	0,01	0,00	0,00	0,00

Resultatopgørelse

Note	2004 i 1.000 kr.	2003 i 1.000 kr.
1 Renter og udbytter:		
Renter (netto)	31.586	26.490
I alt renter og udbytter	31.586	26.490
2 Kursgevinster og -tab:		
Obligationer	-6.916	-1.744
Pantebreve	-3.821	291
I alt kursgevinster og -tab	-10.737	-1.453
Ordinært resultat før omkostning m.v.	20.849	25.037
3 Administrationsomkostninger	5.696	4.652
Årets nettoresultat	15.153	20.385
Formuebevægelser:		
Udlodningsregulering	412	3.995
Overført fra sidste år	234	104
I alt formuebevægelser	646	4.099
Til disposition	15.799	24.484
4 Til rådighed for udlodning	26.536	25.937
Udlodning vedr. cirk. beviser 9,50%	26.504	25.703
Overført til udlodning næste år	32	234
Overført til formuen	-10.737	-1.453

Status

Note	2004 i 1.000 kr.	2003 i 1.000 kr.
Aktiver:		
Likvide midler:		
Indestående i depotselskab	23.999	37.218
I alt likvide midler	23.999	37.218
6 Obligationer:		
Noterede obl. fra danske udstedere	275.071	299.878
I alt obligationer m.v.	275.071	299.878
7 Pantebreve	241.501	171.277
Andre aktiver:		
Tilgodehavende renter, udbytte m.v.	5.016	5.177
I alt andre aktiver	5.016	5.177
Aktiver i alt	545.587	513.550
Passiver:		
5 Medlemmernes formue	545.454	513.550
Anden gæld:		
Skyldige omkostninger	133	0
I alt anden gæld	133	0
Passiver i alt	545.587	513.550



Noter til resultatopgørelsen

Note	2004 i 1.000 kr.	2003 i 1.000 kr.	
1 Renter og udbytte:			
Renter (netto):			
Indestående i depotselskab	404	349	
Noterede obligationer fra danske udstedere	18.791	12.008	
Pantebreve	13.888	15.758	
I alt renteindtægter	33.083	28.115	
Øvrige indtægter	15	20	
Andre renteudgifter	1.512	1.645	
I alt renteudgifter	1.512	1.645	
I alt renter (netto)	31.586	26.490	
2 Kursgevinster og -tab:			
Obligationer			
Noterede obligationer fra danske udstedere	-6.916	-1.744	
I alt kursgevinst og -tab, obligationer	-6.916	-1.744	
Pantebreve	-3.821	291	
I alt kursgevinster og -tab	-10.737	-1.453	
3 Administrationsomkostninger:	Direkte	Fælles	I alt
Honorar til bestyrelse m.v.	0	19	26
Løn til direktion	0	56	56
Løn til personale	0	89	69
Honorar til revisorer	0	33	21
Husleje og intern leje egne ejendomme	0	3	3
Kontorhold m.v.	0	14	23
IT-omkostninger	0	91	104
Markedsføringsomkostninger	0	1.571	1.526
Gebyrer til depotselskab	476	826	1.167
Andre omkostninger i.f.m. formueplejen	0	2.439	1.586
Øvrige omkostninger	0	79	71
I alt opdeltede administrationsomkostninger	476	5.220	
I alt administrationsomkostninger		5.696	4.652
4 Til rådighed for udlodning:			
Renter og udbytte	31.586	26.490	
Kursgevinst til udlodning	0	0	
Administrationsomkostninger til modregning	5.696	4.652	
Udlodningsregulering ved emission/indløsning	412	3.995	
Udlodning overført fra sidste år	234	104	
I alt til rådighed for udlodning netto	26.536	25.937	

Noter til status

Note	Cirkulerende beviser	Formue værdi 2004	Formue værdi 2003
5 Medlemmernes formue:			
Medlemmernes formue (primo)	257.033	513.550	370.870
Udlodning fra sidste år		-25.703	-19.848
Ændring i udbetalt udlodning pga. emission/indløsning		-180	194
Emissioner i året	28.960	56.169	144.801
Indløsninger i året	7.000	-13.654	-3.638
Netto emissionsindtægter/fradrag		119	786
Udlodningsreg. ved emission/indløn.		-412	-3.995
Overført til udlodning fra sidste år		-234	-104
Overført til udlodning næste år		32	234
Foreslået udlodning		26.504	25.703
Overført fra resultatopgørelse		-10.737	-1.453
I alt medlemmernes formue	278.993	545.454	513.550
6 Obligationer:			
Noterede obligationer fra danske udstedere			
Udstedt i danske kroner			
			2004
Papirnavn:	Nom. værdi	Kurs	Kursværdi i 1.000
Danmark		50,43% af formuen	
5,00% BRFKredit 2017	11.347.556	103,00	11.688
5,00% Totalkredit 2019	17.719.572	102,55	18.171
5,00% Totalkredit 2022	3.631.950	102,00	3.705
6,00% BRFKredit 2014	6.493.433	103,95	6.750
7,00% Nykredit 2016	20.048.510	106,70	21.392
7,00% Realk. Danmark 2016	6.911.928	106,50	7.361
6,00% Nordea Kredit 2014	17.559.462	103,50	18.174
5,00% Nordea Kredit 2014	7.445.120	103,40	7.698
6,00% Totalkredit 2014	3.735.649	104,00	3.885
6,00% Realk. Danmark 2016	16.746.611	104,85	17.559
7,00% FIH Realkredit 2022	382.066	106,70	408
5,00% BRFKredit 2019	24.593.378	102,40	25.184
6,00% Totalkredit 2019	12.439.906	103,80	12.913
7,00% Realk. Danmark 2012	263.497	102,50	270
7,00% Realk. Danmark 2019	12.598.217	106,50	13.417
7,00% BRFKredit 2019	7.084.954	105,90	7.503
5,00% Unikredit 2025	24.293.948	101,83	24.737
6,00% Nykredit 2012	2.983.230	104,35	3.113
7,00% Nykredit 2019	9.352.700	106,25	9.937
4,00% Totalkredit 2020	9.731.175	99,28	9.661
6,00% Realk. Danmark 2026	20.181.816	104,15	21.019
Kursværdi obligationer			244.545
Kursværdi udtrukne obligationer			30.526
I alt noterede obligationer fra danske udstedere			275.071
I alt 50,43% af formuen			
			2004
			i 1.000
7 Pantebreve:			
Restgæld			230.022
Kursværdi pantebreve			241.201
Aktiverede omkostninger			300
I alt kursværdi pantebreve			241.501
I alt 44,28 af formuen			

Årsberetning 2004

Indre værdi pr. 31. december 2004 udgjorde 116,75, hvilket svarer til en værdistigning inkl. geninvestering af udbytte (DKK 5,25) på 4,0% i 2004. Benchmark, EFFAS 1-3 steg 3,3% i samme periode. EFFAS 1-3 er danske statsobligationer med en løbetid på 1-3 år.

Regnskabsresultat

Afdelingen fik i 2004 et driftsresultat på DKK 90,9 mio., heraf udgør renter DKK 95,5 mio. og kursgevinster DKK 14,8 mio. De samlede omkostninger udgør DKK 19,5 mio.

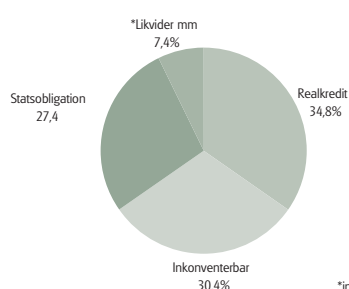
Fremtiden

Renteudviklingen i Danmark har i flere år være præget af den globale renteutvikling, og det vil også være tilfældet for 2005. Udsigterne er uensartede, idet der forventes faldende obligationspriser i midten af 2005, men attraktive kurser først og sidst på året. Stigende inflation var i perioder af 2004 et tema, og det kan tænkes at komme på dagsordenen igen i perioder af 2005 og påvirke obligationsmarkedet.

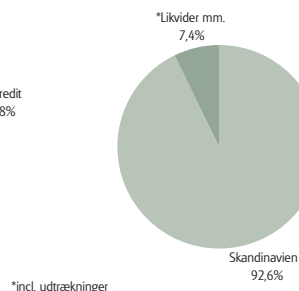
Nøgletal for risiko - 5 år.

Sharpe Ratio	1,34
Standardafvigelse	1,25
Sharpe Ratio (benchmark)	1,04
Standardafvigelse	6,95

Obligationstyper



Geografisk fordeling



5 største beholdninger

Papir	Nominal værdi	Kurs	Valutakurs	Kursværdi
3,00% Dansk Stat 2006	403.000.000	100,87	100,00	406.506.100
4,00% Dansk Stat 2015	273.500.000	101,34	100,00	277.164.900
3,00% Skibskreditfond 2006	238.300.000	100,60	100,00	239.729.800
2,00% Nykredit 2007	225.000.000	99,31	100,00	223.436.250
2,00% Realk. Danmark 2007	161.500.000	99,20	100,00	160.208.000

Nøgletal

	2004	2003	2002	2001	2000
Årets afkast i %	3,97	4,12	7,33	6,22	4,87
Benchmarkafkast i %	3,30	3,98	7,01	5,97	5,03
Udvikling i indre værdi (inkl. udbytte)	116,75	117,43	118,23	116,37	115,45
Årets nettoresultat i 1.000 kr.	90.852	52.297	30.173	16.412	12.994
Årets udlodning pr. andel i kr.	3,75	5,25	5,50	6,25	6,00
Cirkulerende kapital i 1.000 kr.	2.602.472	1.595.932	626.360	258.378	230.701
Medlemmernes formue i 1.000 kr.	3.038.307	1.874.110	740.533	300.670	266.348
Årlige omkostninger i % af gennemsnitlig formue	0,80	0,83	0,82	0,75	0,70
Årlige omkostninger i 1.000 kr.	19.473	12.035	3.530	2.057	1.927
Omsætningshastighed	0,72	1,23	0,32	0,53	0,41
Værdipapiromsætning kursværdi af køb i 1.000 kr.	3.103.140	3.067.479	625.628	232.137	171.581
Værdipapiromsætning kursværdi af salg i 1.000 kr.	1.692.073	1.709.115	124.088	125.932	152.803
Værdipapiromsætning	4.795.213	4.776.594	749.716	358.070	324.384
Kurtage m.v. i % af gennemsnitlig formue	0,00	0,01	0,00	0,01	0,00
Skattekurs	118,17	119,13	120,39	118,70	115,60

**Resultatopgørelse**

Note	2004 i 1.000 kr.	2003 i 1.000 kr.
1 Renter og udbytter:		
Renter (netto)	95.545	70.387
I alt renter og udbytter	95.545	70.387
2 Kursgevinster og -tab:		
Obligationer	14.780	-6.055
I alt kursgevinster og -tab	14.780	-6.055
Ordinært resultat før omkostning m.v.	110.325	64.332
3 Administrationsomkostninger	19.473	12.035
Årets nettoresultat	90.852	52.297
Formuebevægelser:		
Udlodningsregulering	21.527	25.263
Overført fra sidste år	1.286	1.457
I alt formuebevægelser	22.813	26.720
Til disposition	113.665	79.017
4 Til rådighed for udlodning	98.969	85.072
Udlodning vedr. cirk. beviser 3,75%	97.593	83.786
Overført til udlodning næste år	1.376	1.286
Overført til formuen	14.696	-6.055

Status

Note	2004 i 1.000 kr.	2003 i 1.000 kr.
Aktiver:		
Likvide midler:		
Indestående i depotselskab	19.825	3.643
I alt likvide midler	19.825	3.643
6 Obligationer:		
Noterede obl. fra danske udstedere	2.983.419	1.839.165
I alt obligationer m.v.	2.983.419	1.839.165
Andre aktiver:		
Tilgodehavende renter, udbytte m.v.	35.063	31.052
Andre tilgodehavender	0	250
I alt andre aktiver	35.063	31.302
Aktiver i alt	3.038.307	1.874.110
Passiver:		
5 Medlemmernes formue	3.038.307	1.874.110
Passiver i alt	3.038.307	1.874.110

Noter til resultatopgørelsen

Note	2004 i 1.000 kr.	2003 i 1.000 kr.	
1 Renter og udbytte:			
Renter (netto):			
Indestående i depotselskab	637	694	
Noterede obligationer fra danske udstedere	94.908	68.894	
Noterede obligationer fra udenlandske udstedere	0	799	
I alt renteindtægter	95.545	70.387	
I alt renter (netto)	95.545	70.387	
2 Kursgevinster og -tab:			
Obligationer			
Noterede obligationer fra danske udstedere	14.780	-5.925	
Noterede obligationer fra udenlandske udstedere	0	-130	
I alt kursgevinst og -tab, obligationer	14.780	-6.055	
I alt kursgevinster og -tab	14.780	-6.055	
3 Administrationsomkostninger:	Direkte	Fælles	I alt
Honorar til bestyrelse m.v.	0	57	59
Løn til direktion	0	173	127
Løn til personale	0	272	156
Honorar til revisorer	0	101	47
Husleje og intern leje egne ejendomme	0	8	6
Kontorhold m.v.	0	42	53
T-omkostninger	0	277	236
Markedsføringsomkostninger	0	9.552	6.331
Gebyrer til depotselskab	397	1.011	848
Andre omkostninger i.f.m. formueplejen	0	7.340	3.567
Øvrige omkostninger	0	242	605
I alt opdelte administrationsomkostninger	397	19.076	
I alt administrationsomkostninger		19.473	12.035
4 Til rådighed for udlodning:			
Renter og udbytte	95.545	70.387	
Kursgevinst til udlodning	84	0	
Administrationsomkostninger til modregning	19.473	12.035	
Udlodningsregulering ved emission/indløsning	21.527	25.263	
Udlodning overført fra sidste år	1.286	1.457	
I alt til rådighed for udlodning netto	98.969	85.072	

Noter til status

Note	Cirkulerende beviser	Formue værdi 2004	Formue værdi 2003
5 Medlemmernes formue:			
Medlemmernes formue (primo)	1.595.932	1.874.110	740.533
Udlodning fra sidste år		-83.786	-34.450
Ændring i udbetalt udlodning pga. emission/indløsning		-539	-1.241
Emissioner i året	1.015.540	1.167.580	1.124.086
Indløsninger i året	9.000	-10.649	-7.115
Netto emissionsindtægter/fradrag		739	0
Udlodningsreg. ved emission/indløn.		-21.527	-25.263
Overført til udlodning fra sidste år		-1.286	-1.457
Overført til udlodning næste år		1.376	1.286
Foreslået udlodning		97.593	83.786
Overført fra resultatopgørelse		14.696	-6.055
I alt medlemmernes formue	2.602.472	3.038.307	1.874.110
6 Obligationer:			
Noterede obligationer fra danske udstedere			
Udstedt i danske kroner			2004
Papirnavn:	Nom. værdi	Kurs	Kursværdi i 1.000
Danmark	98,19% af formuen		
2,00% Kommunekredit 2024	10.355.000	73,65	7.626
2,00% Nykredit 2007	225.000.000	99,31	223.436
2,00% Realk. Danmark 2007	161.500.000	99,20	160.208
2,00% Skibskreditfond 2013	28.300.000	89,30	25.272
3,00% Skibskreditfond 2006	238.300.000	100,60	239.730
4,00% Kommunekredit 2022	18.435.834	99,00	18.251
4,00% Kommunekredit 2025	10.363.524	98,00	10.156
4,50% BRFkredit 2014	51.889.115	101,00	52.408
5,00% BRFkredit 2017	23.656.119	103,00	24.366
5,00% Totalkredit 2019	56.893.819	102,55	58.345
5,00% Totalkredit 2022	13.763.799	102,00	14.039
6,00% BRFkredit 2014	29.200.357	103,95	30.354
6,00% Realk. Danmark 2014	34.474.950	104,10	35.888
7,00% Nykredit 2016	98.113.851	106,70	104.687
7,00% Realk. Danmark 2016	61.379.884	106,50	65.370
8,00% Realk. Danmark 2026	24.787.215	112,50	27.886
6,00% Nordea Kredit 2014	27.299.722	103,50	28.255
7,00% Lydsk Grundejer 2017	4.234.250	107,50	4.552
8,00% Nykredit 2026	29.401.482	112,00	32.930
8,00% Totalkredit 2016	3.178.929	113,00	3.592
2,00% BRFkredit 2008	41.000.000	98,70	40.467
2,00% Realk. Danmark 2008	7.000.000	98,56	6.899
3,00% Skibskreditfond 2007	42.526.000	100,50	42.739
3,00% Skibskreditfond 2008	14.000.000	100,15	14.021
5,00% Nordea Kredit 2014	13.745.703	103,40	14.213
6,00% Totalkredit 2014	14.388.906	104,00	14.964
7,00% DLR Kredit 2016	16.831.572	105,00	17.673
7,00% Nykredit 2014	12.770.928	106,90	13.652
8,00% Totalkredit 2026	4.379.429	108,75	4.763
4,00% Kommunekredit 2007	7.464.000	102,00	7.613
4,00% Kommunekredit 2008	1.338.543	101,00	1.352
4,00% Kommunekredit 2019	16.035.609	99,90	16.020
4,50% BRFkredit 2009	22.326.247	100,75	22.494
5,00% Grundejerne Hyp. 2014	5.318.596	103,25	5.491
5,00% Ny Lydske Kjøbs. 2015	1.520.717	102,00	1.551
5,00% Østift. Kredit 2017	15.150.157	102,50	15.529
5,00% Østifternes Hyp. 2010	2.817.988	103,35	2.912
5,00% Provinshyp. 2012	1.657.731	103,00	1.707
5,50% BRFkredit 2009	1.974.009	102,50	2.023
5,50% BRFkredit 2017	3.008.166	106,05	3.190
6,00% Fiskeribank 2011	233.542	112,00	262
6,00% Ny Lydsk Grund. 2012	2.915.761	105,00	3.062



Afdeling 7, Korte Obligationer *Noter til status*

Note				2004
6	Papirnavn:	Nom. værdi	Kurs	Kursværdi i 1.000
	6,00% Ny Jydske Kjøbs. 2014	1.487.397	104,40	1.553
	6,00% Provinshyp. 2012	2.423.322	104,10	2.523
	6,00% Realk. Danmark 2012	8.957.573	104,35	9.347
	7,00% BRFkredit 2014	813.136	104,00	846
	7,00% BRFkredit 2016	18.717.012	107,00	20.027
	7,00% Danske Kredit 2014	1.811.246	107,50	1.947
	7,00% FIH Realkredit 2020	473.421	105,00	497
	7,00% FIH Realkredit 2022	593.706	106,70	633
	7,00% Fiskeribank 2016	1.208.533	119,40	1.443
	7,00% Forenede Kredit 2011	116.207	107,50	125
	7,00% Jyllands Kredit 2009	1.782.026	103,75	1.849
	7,00% Jyllands Kredit 2012	702.546	105,40	740
	7,00% Nordea Kredit 2011	4.059.710	106,90	4.340
	7,00% Nykredit 2011	24.161.817	105,75	25.551
	7,00% Østift. Kredit 2017	8.185.317	107,30	8.783
	7,00% Realk. Danmark 2009	2.116.411	106,45	2.253
	7,00% Realk. Danmark 2013	267.382	102,00	273
	8,00% DLR Kredit 2015	241.633	125,05	302
	8,00% Nykredit 2014	2.892.229	109,00	3.153
	4,00% Dansk Stat 2015	273.500.000	101,34	277.165
	6,00% Dansk Stat 2009	100.000	112,67	113
	7,00% BRFkredit 2019	6.954.438	105,90	7.365
	6,00% Dansk Stat 2011	100.000	115,68	116
	2,00% Realk. Danmark 2009	72.500.000	97,25	70.506
	4,00% Realk. Danmark 2025	19.839.754	97,25	19.294
	5,00% Dansk Stat 2005	1.000.000	101,57	1.016
	7,00% Østift. Kredit 2011	18.145.737	106,50	19.325
	2,00% Nykredit 2006	46.000.000	99,65	45.839
	3,00% Dansk Stat 2006	403.000.000	100,87	406.506
	5,00% Byernes Hyp. 2018	6.496.353	103,15	6.701
	7,00% Totalkredit 2019	3.967.221	105,90	4.201
	7,00% Nykredit 2019	14.998.619	106,25	15.936
	4,00% Nykredit 2025	34.363.836	97,33	33.445
	4,00% Realk. Danmark 2035	27.500.000	94,44	25.971
	0,00% SKBV 2005 II	50.000.000	99,31	49.657
	2,00% Nykredit 2009	10.000.000	97,11	9.710
	4,00% Nykredit 2035	10.000.000	94,40	9.440
	4,00% Totalkredit 2025	40.000.000	97,25	38.900
	0,00% SKBV 2005 I	50.000.000	99,84	49.918
	0,00% SKBV 2005 III	50.000.000	98,73	49.364
	3,00% Storebælt 2006	26.400.000	100,25	26.466
	3,50% Ny Jydske Kjøbs. 2022	3.684.623	94,50	3.482
	4,00% Nykredit 2015	9.967.977	98,75	9.843
	5,50% BRFkredit 2014	8.766.069	103,75	9.095
	6,00% BRFkredit 2017	18.400.000	103,50	19.044
	7,00% BRFkredit 2016 111C	66.294.719	106,63	70.687
	7,00% DLR Kredit 2019	20.593.256	106,75	21.983
	7,00% Realk. Danmark 2014 22	4.867.573	104,50	5.087
	7,00% Realk. Danmark 2014 52	2.021.715	107,00	2.163
	Kursværdi obligationer			2.814.471
	Kursværdi udtrukne obligationer			168.948
	I alt noterede obligationer fra danske udstedere			2.983.419
	I alt 98,19% af formuen			

Årsberetning 2004

Indre værdi pr. 31. december 2004 udgjorde 613,41, hvilket svarer til en værdistigning inkl. geninvestering af udbytte (DKK 1,00) på 30,8% i 2004. Københavns Fondsbørs' aktieindeks for børsnoterede banker steg med 25,2% i samme periode.

Regnskabsresultat

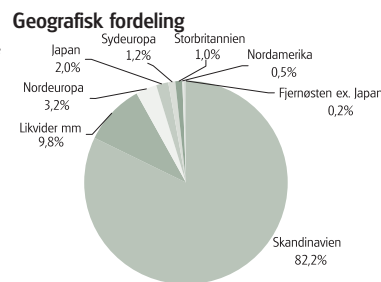
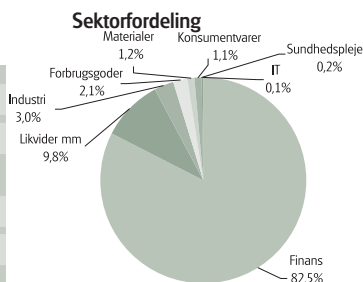
Afdelingen fik i 2004 et driftsresultat på DKK 215,7 mio., heraf udgør renter og udbytter DKK 15,4 mio. og kursgevinster DKK 211,8 mio. De samlede omkostninger udgør DKK 11,5 mio.

Fremtiden

2004 var igen et rigtig godt år for mange pengeinstitutter og også for Afdeling 9. Den underliggende udvikling i investeringsuniverset indikerer et rekordhøjt indtjeningsniveau, og kurserne er steget i takt hermed. Den underliggende indtjening vil sandsynligvis fortsat være høj i 2005, med egenkapitalforrentninger på niveau med eller lidt under 2004. Imidlertid har flere års markante kursstigninger udlignet den discount selskaberne tidligere handledes til, således at det kursmæssige afkast fremadrettet mere forventes at afspejle den underliggende indtjening.

Nøgletal for risiko - 5 år.

Sharpe Ratio	2,49
Standardafvigelse	8,72
Sharpe Ratio (benchmark)	-0,07
Standardafvigelse	20,07



5 største beholdninger

Papir	Antal stk.	Kurs	Valutakurs	Kursværdi
Ringkjøbing Landbobank A/S	35.345	2175,00	100,00	76.875.375
Vestjysk Bank A/S	342.470	222,00	100,00	76.028.340
Jyske Bank	359.600	206,00	100,00	74.077.600
Grønlandsbanken	184.060	398,00	100,00	73.255.880
Sparbank Vest A/S	180.565	275,00	100,00	49.655.375

Nøgletal

	2004	2003	2002	2001	2000
Årets afkast i %	30,83	68,79	19,52	27,47	6,85
Benchmarkafkast i %	25,23	29,76	-10,75	-7,43	51,54
Udvikling i indre værdi (inkl. udbytte)	613,41	469,82	280,13	245,37	195,99
Årets nettoresultat i 1.000 kr.	215.669	235.317	42.656	49.769	12.169
Årets udlodning pr. andel i kr.	23,50	1,00	2,00	11,50	3,75
Cirkulerende kapital i 1.000 kr.	185.154	151.190	92.590	90.962	94.313
Medlemmernes formue i 1.000 kr.	1.135.747	710.323	259.373	223.192	184.844
Årlige omkostninger i % af gennemsnitlig formue	1,50	1,53	1,53	1,43	0,90
Årlige omkostninger i 1.000 kr.	11.517	7.248	3.664	3.109	1.747
Omsætningshastighed	0,08	0,00	0,00	0,08	0,00
Værdipapiromsætning kursværdi af køb i 1.000 kr.	409.396	162.673	18.583	3.052	7.999
Værdipapiromsætning kursværdi af salg i 1.000 kr.	235.411	6.424	9.771	33.561	27.013
Værdipapiromsætning	644.807	169.097	28.354	36.613	35.012
Kurtage m.v. i % af gennemsnitlig formue	0,01	0,00	0,00	0,04	0,00
Skattekurs	615,97	466,73	286,57	245,29	191,16

**Resultatopgørelse**

Note	2004 i 1.000 kr.	2003 i 1.000 kr.
1 Renter og udbytter:		
Renter (netto)	1.025	721
Udbytter	14.361	6.262
I alt renter og udbytter	15.386	6.983
2 Kursgevinster og -tab:		
Kapitalandele	211.800	235.582
I alt kursgevinster og -tab	211.800	235.582
Ordinært resultat før omkostning m.v.	227.186	242.565
3 Administrationsomkostninger	11.517	7.248
Årets nettoresultat	215.669	235.317
Formuebevægelser:		
Udlodningsregulering	12.616	1.840
Overført fra sidste år	84	21
I alt formuebevægelser	12.700	1.861
Til disposition	228.369	237.178
4 Til rådighed for udlodning	43.705	1.596
Udlodning vedr. cirk. beviser 23,50%	43.511	1.512
Overført til udlodning næste år	194	84
Overført til formuen	184.664	235.582

Status

Note	2004 i 1.000 kr.	2003 i 1.000 kr.
Aktiver:		
Likvide midler:		
Indestående i depotselskab	110.357	71.160
I alt likvide midler	110.357	71.160
6 Kapitalandele:		
Noterede aktier fra danske selskaber	930.026	638.270
Noterede aktier fra udenl. selskaber	94.160	0
Unot. kapitalandele fra danske selsk.	1.204	893
I alt kapitalandele	1.025.390	639.163
Aktiver i alt	1.135.747	710.323
Passiver:		
5 Medlemmernes formue	1.135.747	710.323
Passiver i alt	1.135.747	710.323

Noter til resultatopgørelsen

Note	2004 i 1.000 kr.	2003 i 1.000 kr.	
1 Renter og udbytter:			
Renter (netto):			
Indestående i depotselskab	1.025	720	
I alt renteindtægter	1.025	720	
Øvrige indtægter	0	1	
I alt renter (netto)	1.025	721	
Udbytter:			
Noterede aktier fra danske selskaber	15.100	6.750	
Ikke refunderbar udbytteskat	-739	-488	
I alt udbytte	14.361	6.262	
2 Kursgevinster og -tab:			
Kapitalandele			
Noterede aktier fra danske selskaber	205.486	235.429	
Noterede aktier fra udenlandske selskaber	944	0	
Unoterede kapitalandele danske selskaber	347	153	
Unoterede kapitalandele udenlandske selskaber	5.023	0	
I alt kursgevinst og -tab, kapitalandele	211.800	235.582	
I alt kursgevinster og -tab	211.800	235.582	
3 Administrationsomkostninger:	Direkte	Fælles	I alt
Honorar til bestyrelse m.v.	0	57	63
Løn til direktion	0	171	135
Løn til personale	0	269	166
Honorar til revisorer	0	100	51
Husleje og intern leje egne ejendomme	0	8	6
Kontorhold m.v.	0	42	56
IT-omkostninger	0	274	252
Markedsføringsomkostninger	0	4.895	3.006
Gebyrer til depotselskab	131	576	450
Andre omkostninger i.f.m. formueplejen	0	4.755	2.895
Øvrige omkostninger	0	239	168
I alt opdelte administrationsomkostninger	131	11.386	
I alt administrationsomkostninger	11.517	7.248	
4 Til rådighed for udlodning:			
Renter og udbytte	15.386	6.983	
Kursgevinst til udlodning	27.136	0	
Administrationsomkostninger til modregning	11.517	7.248	
Udlodningsregulering ved emission/indløsning	12.616	1.840	
Udlodning overført fra sidste år	84	21	
I alt til rådighed for udlodning netto	43.705	1.596	

6 Kapitalandele:

 Noterede aktier fra danske selskaber - brancheopdelt
 Udstedt i danske kroner

Papirnavn:	Antal stk.	Kurs	2004 Kursværdi i 1.000
Banker			81,66% af formuen
Ringkjøbing Landbobank A/S	35.345	2.175,00	76.875
Grønlandsbanken	184.060	398,00	73.256
Møns Bank	22.555	920,00	20.751
Nørresundby Bank	11.681	2.200,00	25.698
Tønder Bank A/S	1.784	1.250,00	2.230
lyske Bank	359.600	206,00	74.078
Roskilde Bank	77.240	550,00	42.482
Kreditbanken	10.947	1.925,00	21.073
Sparekassen Fåborg A/S	24.105	1.800,00	43.389
Djurslands Bank A/S	95.250	420,00	40.005
Forstædernes Bank A/S	104.400	465,00	48.546
Lollands Bank A/S	23.929	1.195,00	28.595
Nordjyske Bank A/S	34.460	1.170,00	40.318
Østjysk Bank A/S	23.900	740,00	17.686
Ringkjøbing Bank A/S	76.280	518,00	39.513
Skjern Bank	32.950	523,00	17.233
Spar Nord Bank A/S	17.075	728,00	12.431
Sparbank Vest A/S	180.565	275,00	49.655
Svendborg Sparekasse A/S	22.450	1.055,00	23.685
Sydbank A/S	24.060	1.080,00	25.985
Totalbanken A/S	11.382	905,00	10.301
Vestjysk Bank A/S	342.470	222,00	76.028
Vordingborg Bank A/S	8.817	720,00	6.348
DIBA Bank	26.472	1.250,00	33.090
Fionia Bank	5.000	1.040,00	5.200
hvb Bank A/S	118.420	310,00	36.710
Amagerbanken A/S	46.091	787,00	36.274
I alt Banker			927.435
Forsikring			0,09% af formuen
Codan A/S	3.284	306,00	1.005
I alt Forsikring			1.005
Industrivarer			0,14% af formuen
NKT Holding A/S	5.683	159,50	906
FLS Industries A/S B	6.601	103,00	680
I alt Industrivarer			1.586
I alt noterede aktier fra danske selskaber			930.026
I alt 81,89% af formuen			
Noterede aktier fra udenlandske selskaber - landeopdelt Udstedt i anden udenlandsk valuta			

Noter til status

	Cirkulerende beviser	Formue værdi 2004	Formue værdi 2003	2004 Kursværdi i 1.000
5 Medlemmernes formue:				
Medlemmernes formue (primus)	151.190	710.323	259.373	
Udlodning fra sidste år		-1.512	-1.852	
Ændring i udbetalt udlodning pga. emission/indløsning		216	-182	
Emissioner i året	67.404	377.648	236.198	786
Indløsninger i året	33.440	-171.448	-19.998	1.885
Netto emissionsindtægter/fradrag		4.851	1.467	2.671
Udlodningsreg. ved emission/indl. sn.		-12.616	-1.840	
Overført til udlodning fra sidste år		-84	-21	
Overført til udlodning næste år		194	84	1.000
Foreslået udlodning		43.511	1.512	611
Overført fra resultatopgørelse		184.664	235.582	90
I alt medlemmernes formue	185.154	1.135.747	710.323	2.168
Papirnavn:	Antal stk.	Kurs	Valutakurs	2004 Kursværdi i 1.000
Canada - CAD				0,04% af formuen
Fairfax Financial Hldgs Ltd	341	202,24	456,75	315
Int Forest Products	5.313	6,90	456,75	167
I alt Canada				482
Finland - EUR				0,24% af formuen
Finnair OYJ	18.998	5,56	743,86	786
Kesko OYJ	14.117	17,95	743,86	1.885
I alt Finland				2.671
Frankrig - EUR				0,93% af formuen
Bongrain SA	2.520	53,35	743,86	1.000
Fromageries Bel	630	130,50	743,86	611
Fimalac SA	344	35,20	743,86	90
Vallourec	2.650	110,00	743,86	2.168



Afdeling 9, Danske Provinsbanker *Noter til status*

Note				2004	
6	Papirnavn:	Antal stk.	Kurs	Valutakurs	Kursværdi i 1.000
	Eurazeo	1.836	62,15	743,86	849
	Peugeot SA	7.052	46,70	743,86	2.450
	Pinguely-Haulotte	16.379	5,76	743,86	702
	Thomson	18.467	19,45	743,86	2.672
	I alt Frankrig				10.542
	Holland - EUR		0,94% af formuen		
	Crown Van Gelder	2.568	15,99	743,86	306
	Koninklijke Wessanen NV	23.490	9,45	743,86	1.651
	Stork NV	14.416	25,35	743,86	2.718
	Oce NV	18.064	11,26	743,86	1.513
	DSM	7.084	47,62	743,86	2.509
	Boskalis Westminster	10.658	24,90	743,86	1.974
	I alt Holland				10.671
	Italien - EUR - USD		0,27% af formuen		
	Buzzi Unicem SpA	13.460	10,77	743,86	1.078
	Pininfarina SPA	7.209	21,82	743,86	1.170
	Natuzzi Spa ADR	13.058	10,85	547,26	775
	I alt Italien				3.023
	Japan - JPY		1,98% af formuen		
	Sompo Japan Insurance Inc	11.000	1.044,00	5,34	613
	Aida Eng. Ltd.	10.000	492,00	5,34	263
	Nippon Broadcasting	1.450	5.050,00	5,34	391
	Nipponkoa Insurance	59.000	697,00	5,34	2.196
	Tokyo Style Co Ltd	4.000	1.203,00	5,34	257
	Aioi Ins Co Ltd	10.000	473,00	5,34	253
	Amada Co Ltd	16.000	566,00	5,34	484
	Bunka Shutter Co Ltd	5.000	513,00	5,34	137
	Canon Sales Co Inc	20.000	1.531,00	5,34	1.635
	Charle Co Ltd	4.000	808,00	5,34	173
	Chofu Seisakusho Ltd	1.400	1.915,00	5,34	143
	Citizen Watch Co Ltd	28.200	985,00	5,34	1.484
	Daiwa Industries Ltd	6.000	328,00	5,34	105
	Fuji Photo Film	9.600	3.740,00	5,34	1.918
	Fukuda Denshi Co Ltd	8.600	3.380,00	5,34	1.552
	Hitachi Koki Co Ltd	3.000	906,00	5,34	145
	Mandom Corp	2.000	2.780,00	5,34	297
	Millea Holdings Inc	8	1.520.000,00	5,34	649
	Mitsui Sumitomo Ins	42.000	890,00	5,34	1.996
	Nagase & Co Ltd	4.000	884,00	5,34	189
	Nihon Kohden Corp	3.000	1.360,00	5,34	218
	Nissay Dowal Ins	12.000	521,00	5,34	334
	Nisshin F&M Ins.	8.000	378,00	5,34	162
	Nisshinbo Industries	7.000	767,00	5,34	287
	Sangetsu Co Ltd	11.200	2.500,00	5,34	1.495
	Tenma Corp	7.600	1.869,00	5,34	759
	Toyota Industries Corp	7.000	2.560,00	5,34	957
	Showa Corporation	20.600	1.385,00	5,34	1.524
	Toyo Seikan Kaisha	17.000	1.890,00	5,34	1.716
	Sumitomo Elec Ind	2.000	1.115,00	5,34	119
	I alt Japan				22.451
	Schweiz - CHF		0,67% af formuen		
	Bucher Industries AG	741	253,00	481,27	902
	Daetwyler Holding AG	33	2.675,00	481,27	425
	Rieter Holding AG	1.473	330,00	481,27	2.339
	Conzzeta Holding AG	161	1.325,00	481,27	1.027
	Kuoni Reisen Holding	906	500,00	481,27	2.180
	Loeb Holding AG	188	183,00	481,27	166
	Metall Zug AG	12	3.125,00	481,27	180
	AFG Arbonia-Forster	386	181,90	481,27	338
	I alt Schweiz				7.557

Note				2004	
6	Papirnavn:	Antal stk.	Kurs	Valutakurs	Kursværdi i 1.000
	Storbritannien - GBP		1,02% af formuen		
	Alfred McAlpine Plc	54.616	3,05	1.050,68	1.750
	David S. Smith Hlds. Plc	79.856	1,56	1.050,68	1.307
	Hardys & Hansons Plc	7.068	5,54	1.050,68	411
	Molins Plc	14.812	1,40	1.050,68	217
	TT Electronics Plc	9.097	1,93	1.050,68	184
	PZ Cussons Plc A	5.764	11,05	1.050,68	669
	Somerfield Plc	51.681	1,57	1.050,68	854
	Avon Rubber Plc	13.363	2,03	1.050,68	284
	Alumasc Group Plc	13.685	1,62	1.050,68	232
	Berkeley Group	4.830	8,09	1.050,68	411
	Burtonwood Brewery Plc	38.463	5,72	1.050,68	2.312
	De Vere Group Plc	20.256	4,70	1.050,68	1.000
	Sainsbury Plc (I)	70.357	2,71	1.050,68	2.000
	I alt Storbritannien				11.631
	Sverige - DKK		0,04% af formuen		
	SAS AB	8.855	50,50	100,00	447
	I alt Sverige				447
	Tyskland - EUR		1,19% af formuen		
	Krones AG	1.708	86,53	743,86	1.099
	Salzgitter AG	23.570	14,25	743,86	2.499
	Douglas Holding AG	12.678	26,00	743,86	2.452
	Axel Springer AG	233	87,00	743,86	151
	KSB AG	436	126,50	743,86	410
	MAN AG	10.224	28,34	743,86	2.155
	Villeroy & Boch AG Pfd	13.089	9,26	743,86	902
	Cewe Color Holding	5.828	21,03	743,86	912
	Hochtief Ag	14.442	23,99	743,86	2.577
	Koenig & Bauer	3.066	16,15	743,86	368
	I alt Tyskland				13.525
	USA - USD		0,43% af formuen		
	American National Insurance	403	104,16	547,26	230
	National Presto Industries	2.946	45,50	547,26	733
	Syms Corp	5.522	12,15	547,26	367
	Insurance Auto Auctions Inc	2.222	22,42	547,26	273
	Tommy Hilfiger Corp	13.927	11,28	547,26	860
	FPIC Insurance Group Inc	6.166	35,38	547,26	1.194
	Rayonier Inc	1.772	48,91	547,26	474
	National Western Life Ins	703	166,50	547,26	640
	Tecumseh Products Co B	370	45,77	547,26	93
	I alt USA				4.864
	New Zealand - NZD		0,15% af formuen		
	Carter Holt Harvey Ltd	206.982	2,07	395,28	1.694
	I alt New Zealand				1.694
	Belgien - EUR		0,41% af formuen		
	AGFA Gevaert NV	13.348	24,96	743,86	2.478
	Umicore	4.122	69,25	743,86	2.124
	I alt Belgien				4.602
	I alt noterede aktier fra udenlandske selskaber				94.160
	I alt 8,29% af formuen				
	Unoterede kapitalandele fra danske selskaber				
	Udstedt i danske kroner				
					2004
	Papirnavn:	Antal stk.	Kurs	Kursværdi i 1.000	
					0,11% af formuen
	Sparinvest Holding	573	2.101,54	1.204	
	I alt unoterede kapitalandele fra danske selskaber				1.204
	I alt 0,11% af formuen				

Årsberetning 2004

Indre værdi pr. 31. december 2004 udgjorde 116,48, hvilket svarer til en værdistigning inkl. geninvestering af udbytte (DKK 9,25) på 8,6% i 2004. Benchmark, EFFAS 7-10 steg 10,0% i samme periode. EFFAS 7-10 er danske statsobligationer med en løbetid på 7-10 år.

Regnskabsresultat

Afdelingen fik i 2004 et driftsresultat på DKK 115,7 mio., heraf udgør renter DKK 49,6 mio. og kursgevinster DKK 78,0 mio. De samlede omkostninger udgør DKK 11,9 mio.

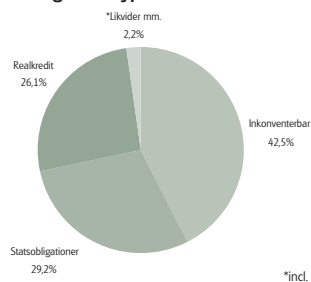
Fremtiden

Renteudviklingen i Danmark har i flere år være præget af den globale renteutvikling, og det vil også være tilfældet for 2005. Udsigterne er uensartede, idet der forventes faldende obligationspriser i midten af 2005, men attraktive kurser først og sidst på året. Stigende inflation var i perioder af 2004 et tema, og det kan tænkes at komme på dagsordenen igen i perioder af 2005 og påvirke obligationsmarkedet.

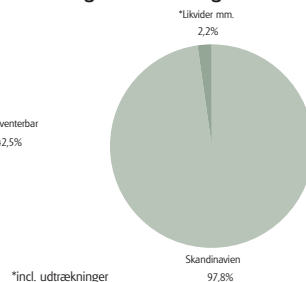
Nøgletal for risiko - 5 år.

Sharpe Ratio	1,05
Standardafvigelse	3,38
Sharpe Ratio (benchmark)	1,05
Standardafvigelse	2,91

Obligationstyper



Geografisk fordeling



5 største beholdninger

Papir	Nominel værdi	Kurs	Valutakurs	Kursværdi
4,00% Dansk Stat 2015	531.100.000	101,34	100,00	538.216.740
2,00% Skibskreditfond 2013	184.750.000	89,30	100,00	164.981.750
4,00% Totalkredit 2025	121.485.591	97,25	100,00	118.144.737
4,00% Realk. Danmark 2009	88.750.000	103,28	100,00	91.661.000
3,00% Skibskreditfond 2009	88.250.000	99,65	100,00	87.941.125

Nøgletal

	2004	2003	2002	2001	2000
Årets afkast i %	8,55	4,70	10,27	6,52	6,83
Benchmarkafkast i %	10,00	5,20	11,13	5,25	-8,87
Udvikling i indre værdi (inkl. udbytte)	116,48	116,25	116,70	112,11	110,35
Årets nettoresultat i 1.000 kr.	115.720	28.880	45.805	29.209	20.094
Årets udlodning pr. andel i kr.	5,50	9,25	5,75	6,25	5,25
Cirkulerende kapital i 1.000 kr.	1.642.696	819.487	437.194	440.505	304.023
Medlemmernes formue i 1.000 kr.	1.913.392	952.685	510.218	493.865	335.480
Årlige omkostninger i % af gennemsnitlig formue	0,85	0,87	0,87	0,80	0,70
Årlige omkostninger i 1.000 kr.	11.851	5.311	4.020	3.854	2.063
Omsætningshastighed	1,14	1,77	0,61	0,55	0,28
Værdipapiromsætning kursværdi af køb i 1.000 kr.	2.487.674	1.594.548	409.523	542.223	206.269
Værdipapiromsætning kursværdi af salg i 1.000 kr.	1.699.487	1.148.916	404.635	358.708	106.670
Værdipapiromsætning	4.187.161	2.743.463	814.157	900.930	312.939
Kurtage m.v. i % af gennemsnitlig formue	0,00	0,01	0,01	0,01	0,00
Skattekurs	117,88	117,74	118,51	114,50	112,60

Afdelingen er fusioneret med afd. 5, Europæiske Obligationer den 5.5.2004



Resultatopgørelse

Note	2004 i 1.000 kr.	2003 i 1.000 kr.
1 Renter og udbytter:		
Renter (netto)	49.611	25.661
I alt renter og udbytter	49.611	25.661
2 Kursgevinster og -tab:		
Obligationer	78.177	8.530
Øvrige aktiver/passiver	-217	0
I alt kursgevinster og -tab	77.960	8.530
Ordinært resultat før omkostning m.v.	127.571	34.191
3 Administrationsomkostninger	11.851	5.311
Årets nettoresultat	115.720	28.880
Formuebevægelser:		
Udlodningsregulering	19.538	34.818
Overført fra sidste år	258	967
I alt formuebevægelser	19.796	35.785
Til disposition	135.516	64.665
4 Til rådighed for udlodning	92.877	75.935
Udlodning vedr. cirk. beviser 5,50%	90.348	75.802
Overført til udlodning næste år	2.529	133
Overført til formuen	42.639	-11.270

Status

Note	2004 i 1.000 kr.	2003 i 1.000 kr.
Aktiver:		
Likvide midler:		
Indestående i depotselskab	8.393	12.830
I alt likvide midler	8.393	12.830
6 Obligationer:		
Noterede obl. fra danske udstedere	1.878.069	924.787
I alt obligationer m.v.	1.878.069	924.787
Andre aktiver:		
Tilgodehavende renter, udbytte m.v.	26.930	15.068
I alt andre aktiver	26.930	15.068
Aktiver i alt	1.913.392	952.685
Passiver:		
5 Medlemmernes formue	1.913.392	952.685
Passiver i alt	1.913.392	952.685

Afdeling 14, Lange Obligationer *Noter til resultatopgørelse og status*

Noter til resultatopgørelsen

Note	2004 i 1.000 kr.	2003 i 1.000 kr.
1 Renter og udbytter:		
Renter (netto):		
Indestående i depotselskab	220	178
Noterede obligationer fra danske udstedere	46.844	25.483
Noterede obligationer fra udenlandske udstedere	2.547	0
I alt renteindtægter	49.611	25.661
I alt renter (netto)	49.611	25.661
2 Kursgevinster og -tab:		
Obligationer		
Noterede obligationer fra danske udstedere	76.438	8.530
Noterede obligationer fra udenlandske udstedere	1.739	0
I alt kursgevinst og -tab, obligationer	78.177	8.530
Øvrige aktiver og passiver	-217	0
I alt kursgevinster og -tab	77.960	8.530
3 Administrationsomkostninger:		
Direkte	Fælles	I alt
Honorar til bestyrelse m.v.	0	46
Løn til direktion	0	137
Løn til personale	0	217
Honorar til revisorer	0	81
Husleje og intern leje egne ejendomme	0	6
Kontorhold m.v.	0	33
IT-omkostninger	0	221
Markedsføringsomkostninger	0	5.414
Gebyrer til depotselskab	139	615
Andre omkostninger i.f.m. formueplejen	0	4.749
Øvrige omkostninger	0	193
I alt opdelte administrationsomkostninger	139	11.712
I alt administrationsomkostninger	11.851	5.311
4 Til rådighed for udlodning:		
Renter og udbytte	49.611	25.661
Kursgevinst til udlodning	35.321	19.800
Administrationsomkostninger til modregning	11.851	5.311
Udlodningsregulering ved emission/indløsning	19.538	34.818
Udlodning overført fra sidste år	258	967
I alt til rådighed for udlodning netto	92.877	75.935

Noter til status

	Cirkulerende beviser	Formue værdi 2004	Formue værdi 2003
5 Medlemmernes formue:			
Medlemmernes formue (primo)	819.487	952.685	510.218
Korrektion ved fusion eller spaltning (+/-)	115.319	123.254	0
Udlodning fra sidste år		-75.802	-25.139
Ændring i udbetalt udlodning pga. emission/indløsning		-9.322	2.434
Emissioner i året	732.990	834.725	497.270
Indløsninger i året	25.100	-28.937	-61.155
Netto emissionsindtægter/fradrag		1.069	177
Udlodningsreg. ved emission/indløsning		-19.538	-34.818
Overført til udlodning fra sidste år heraf 125 fra afd. 5		-258	-967
Overført til udlodning næste år		2.529	133
Foreslået udlodning		90.348	75.802
Overført fra resultatopgørelse		42.639	-11.270
I alt medlemmernes formue	1.642.696	1.913.392	952.685

Note

6 Obligationer:

Noterede obligationer fra danske udstedere
Udstedt i danske kroner

Papirnavn:	Nom. værdi i 1.000	Kurs	2004 Kursværdi i 1.000
Danmark			98,15% af formuen
2,00% Kommunekredit 2024	44.000	73,65	32.406
2,00% Skibskreditfond 2013	184.750	89,30	164.982
4,00% BRFKredit 2008	30.000	103,02	30.906
4,00% Kommunekredit 2022	80.314	99,00	79.511
4,00% Kommunekredit 2025	15.875	98,00	15.558
5,00% Totalkredit 2019	6.386	102,55	6.549
5,00% Totalkredit 2025	81.188	101,85	82.690
8,00% Realk. Danmark 2026	4.030	112,50	4.534
4,00% Realk. Danmark 2009	88.750	103,28	91.661
2,00% BRFKredit 2008	30.000	98,70	29.610
2,00% Nykredit 2008	21.250	98,90	21.016
2,00% Realk. Danmark 2008	39.700	98,56	39.128
2,00% Storebælt 2023	18.500	72,77	13.462
3,00% Skibskreditfond 2009	88.250	99,65	87.941
4,00% Nykredit 2011	6.300	103,49	6.520
4,00% Kommunekredit 2019	23.537	99,90	23.513
5,50% BRFKredit 2017	8.450	106,05	8.962
10,00% DLR Kredit 2007	842	112,25	945
10,00% Fiskeribank 2009	395	120,00	474
4,00% Jydsk Grundejer 2030	2.182	92,75	2.024
4,00% Kbh's Kredit 2025	6.754	94,00	6.349
4,00% Kommunekredit 2016	15.583	100,55	15.669
4,00% Kommunekredit 2029	42.659	97,00	41.379
4,00% Ny Jydsk Kjøbs. 2023	4.056	98,50	3.995
4,00% Nykredit 2010	5.500	103,22	5.677
4,00% Nykredit 2013	40.000	101,80	40.720
4,00% Realk. Danmark 2008	37.150	103,17	38.328
4,50% Kbh's Kredit 2021	1.746	97,25	1.698
5,00% Købstadshyp. 2022	3.007	100,00	3.007
6,00% Jydsk Kredit 2021	138	102,00	140
8,00% Fiskeribank 2014	843	120,40	1.015
4,00% Dansk Stat 2015	531.100	101,34	538.217
6,00% Dansk Stat 2009	100	112,67	113
6,00% Dansk Stat 2011	100	115,68	116
2,00% Realk. Danmark 2009	25.000	97,25	24.312
4,00% Realk. Danmark 2025	34.720	97,25	33.765
5,00% Dansk Stat 2005	100	101,57	102
7,00% Dansk Stat 2007	100	111,55	112
4,00% Nykredit 2014	29.900	100,55	30.064
4,00% Realk. Danmark 2035	20.000	94,44	18.888
0,00% SKBV 2005 II	20.000	99,31	19.863
2,00% Nykredit 2009	79.000	97,11	76.713
4,00% Nykredit 2035	11.000	94,40	10.384
4,00% Totalkredit 2025	121.486	97,25	118.145
4,00% Nykredit 2015	13.756	98,75	13.584
3,00% Skibskreditfond 2012	9.890	97,25	9.618
4,00% BRFKredit 2010	55.000	103,08	56.694
4,00% DLR Kredit 2015	10.000	97,00	9.700
4,00% Ørestad 2015	9.715	101,40	9.851
5,00% Dansk Stat 2013	100	110,03	110
Kursværdi obligationer			1.870.720
Kursværdi udtrukne obligationer			7.349
I alt noterede obligationer fra danske udstedere			1.878.069
I alt 98,15% af formuen			



Årsberetning 2004

Indre værdi pr. 31. december 2004 udgjorde 64,23, hvilket svarer til en værdistigning inkl. geninvestering af udbytte (DKK 0) på 0,2% i 2004. Benchmark, S&P 500 steg i samme periode 2,8%. S&P 500 er et bredt udsnit af de 500 største amerikanske selskaber.

Regnskabsresultat

Afdelingen fik i 2004 et driftsresultat på DKK -0,6 mio., heraf udgør renter og udbytter DKK 3,0 mio. og kurstab DKK 1,2 mio. De samlede omkostninger udgør DKK 2,4 mio.

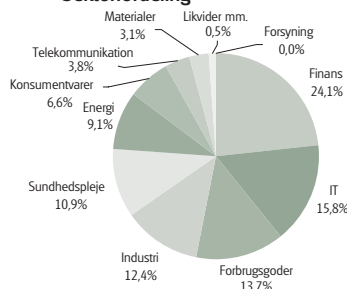
Fremtiden

Efter en fornuftig start på 2005 forventes en mindre opbremsning i den amerikanske vækst hen over sommeren, og det kan muligvis skabe behov for lavere renter igen i anden halvdel af 2005. Det tegner således til at blive et år med en del udsving i amerikansk økonomi, hvor forventningerne i det finansielle miljø vil svinge fra optimisme til pessimisme og tilbage til optimisme igen. Det amerikanske kapitalmarked forventes derfor at være nærmest uforandret ved årets afslutning, men med en del udsving henover året.

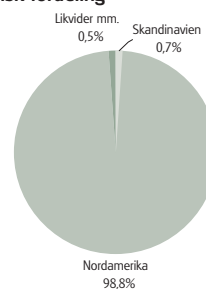
Nøgletal for risiko - 5 år.

Sharpe Ratio	-0,71
Standardafvigelse	19,34
Sharpe Ratio (benchmark)	-0,43
Standardafvigelse	3,88

Sektorfordeling



Geografisk fordeling



5 største beholdninger

Papir	Antal stk.	Kurs	Valutakurs	Kursværdi
General Electric Co	28.834	36,50	547,26	5.759.536
Cigna Corp	11.722	81,57	547,26	5.232.653
Bank of America Corp	19.154	46,99	547,26	4.925.549
Microsoft Corp	32.528	26,72	547,26	4.756.457
Johnson & Johnson	12.860	63,42	547,26	4.463.309

Nøgletal

	2004	2003	2002	2001	2000
Årets afkast i %	0,15	4,41	-34,04	-9,42	-3,55
Benchmarkafkast i %	2,79	7,26	-34,40	-7,61	-1,47
Udvikling i indre værdi (inkl. udbytte)	64,23	64,13	61,42	96,54	159,74
Årets nettoresultat i 1.000 kr.	-615	5.855	-36.796	-11.592	2.737
Årets udlodning pr. andel i kr.	0,00	0,00	0,00	3,50	47,75
Cirkulerende kapital i 1.000 kr.	264.540	207.040	156.740	104.089	77.364
Medlemmernes formue i 1.000 kr.	169.904	132.769	96.265	100.489	123.583
Årlige omkostninger i % af gennemsnitlig formue	1,50	1,53	1,54	1,25	1,20
Årlige omkostninger i 1.000 kr.	2.386	1.794	1.389	1.199	1.995
Omsætningshastighed	0,01	0,00	0,04	0,07	0,89
Værdipapiromsætning kursværdi af køb i 1.000 kr.	43.293	41.890	47.908	27.289	156.943
Værdipapiromsætning kursværdi af salg i 1.000 kr.	4.319	9.185	9.195	44.106	220.963
Værdipapiromsætning	47.612	51.075	57.103	71.395	377.906
Kurtage m.v. i % af gennemsnitlig formue	0,01	0,00	0,04	0,07	0,12
Skattekurs	65,50	66,00	64,05	99,70	158,80

Resultatopgørelse

Note	2004 i 1.000 kr.	2003 i 1.000 kr.
1 Renter og udbytter:		
Renter (netto)	78	64
Udbytter	2.888	2.004
I alt renter og udbytter	2.966	2.068
2 Kursgevinster og -tab:		
Kapitalandele	-1.127	5.778
Øvrige aktiver/passiver	-68	-197
I alt kursgevinster og -tab	-1.195	5.581
Ordinært resultat før omkostning m.v.	1.771	7.649
3 Administrationsomkostninger	2.386	1.794
Årets nettoresultat	-615	5.855
Formuebevægelser:		
Udlodningsregulering	112	112
Overført fra sidste år	596	407
I alt formuebevægelser	708	519
Til disposition	93	6.374
4 Til rådighed for udlodning	1.218	596
Udlodning vedr. cirk. beviser 0,00%	0	0
Overført til udlodning næste år	1.218	596
Overført til formuen	-1.125	5.778

Status

Note	2004 i 1.000 kr.	2003 i 1.000 kr.
Aktiver:		
Likvide midler:		
Indestående i depotselskab	642	1.539
I alt likvide midler	642	1.539
6 Kapitalandele:		
Not. aktier fra udenlandske selskaber	167.891	130.131
Unot. kapitalandele fra danske selsk.	1.204	893
I alt kapitalandele	169.095	131.024
Andre aktiver:		
Tilgodehavende renter, udbytte m.v.	180	229
Andre tilgodehavender	42	44
I alt andre aktiver	222	273
Aktiver i alt	169.959	132.836
Passiver:		
5 Medlemmernes formue	169.904	132.769
Anden gæld:		
Ikke hævet udlodning tidligere år	55	67
I alt anden gæld	55	67
Passiver i alt	169.959	132.836



Noter til resultatopgørelsen

Note	2004 i 1.000 kr.	2003 i 1.000 kr.	
1 Renter og udbytter:			
Renter (netto):			
Indestående i depotselskab	65	48	
I alt renteindtægter	65	48	
Øvrige indtægter	13	16	
I alt renter (netto)	78	64	
Udbytter:			
Noterede aktier fra udenlandske selskaber	3.387	2.360	
Refunderbar udbytteskat til senere udlodning	2	0	
Ikke refunderbar udbytteskat	-501	-356	
I alt udbytte	2.888	2.004	
2 Kursgevinster og -tab:			
Kapitalandele			
Noterede aktier fra udenlandske selskaber	-1.474	5.625	
Unoterede kapitalandele danske selskaber	347	153	
I alt kursgevinst og -tab, kapitalandele	-1.127	5.778	
Øvrige aktiver og passiver	-68	-197	
I alt kursgevinster og -tab	-1.195	5.581	
3 Administrationsomkostninger:	Direkte	Fælles	I alt
Honorar til bestyrelse m.v.	0	9	13
Løn til direktion	0	28	29
Løn til personale	0	44	35
Honorar til revisorer	0	16	11
Husleje og intern leje egne ejendomme	0	1	1
Kontorhold m.v.	0	7	12
IT-omkostninger	0	45	54
Markedsføringsomkostninger	1	1.128	597
Gebyrer til depotselskab	39	165	153
Andre omkostninger i.f.m. formueplejen	65	799	851
Øvrige omkostninger	0	39	38
I alt opdeltede administrationsomkostninger	105	2.281	
I alt administrationsomkostninger	2.386	1.794	
4 Til rådighed for udlodning:			
Renter og udbytte	2.964	2.068	
Kursgevinst til udlodning	-68	-197	
Administrationsomkostninger til modregning	2.386	1.794	
Udlodningsregulering ved emission/indløsning	112	112	
Udlodning overført fra sidste år	596	407	
I alt til rådighed for udlodning netto	1.218	596	

Noter til status

	Cirkulerende beviser	Formue værdi 2004	Formue værdi 2003
5 Medlemmernes formue:			
Medlemmernes formue (primo)	207.040	132.769	96.265
Udlodning fra sidste år		0	0
Ændring i udbetalt udlodning pga. emission/indløsning		0	0
Emissioner i året	61.500	40.205	50.940
Indløsninger i året	4.000	-2.648	-20.746
Netto emissionsindtægter/fradrag		193	455
Udlodningsreg. ved emission/indløsning		-112	-112
Overført til udlodning fra sidste år		-596	-407
Overført til udlodning næste år		1.218	596
Foreslået udlodning		0	0
Overført fra resultatopgørelse		-1.125	5.778
I alt medlemmernes formue	264.540	169.904	132.769

6 Kapitalandele:	
Noterede aktier fra udenlandske selskaber - landeopdelt	
Udstedt i anden udenlandsk valuta	

Papirnavn:	Antal stk.	Kurs	Valutakurs	2004 Kursværdi i 1.000
------------	------------	------	------------	------------------------------

USA - USD		98,82% af formuen		
Allstate Corp	713	51,72	547,26	202
Amgen Inc	4.103	64,15	547,26	1.441
Analog Devices	629	36,92	547,26	127
Automatic Data Processing	5.649	44,35	547,26	1.371
Cardinal Health Inc	921	58,15	547,26	293
Cigna Corp	11.722	81,57	547,26	5.233
Cisco Systems Inc	19.650	19,32	547,26	2.078
Dow Chemical	1.074	49,51	547,26	291
Du Pont El De Nemours	12.237	49,05	547,26	3.285
Enron Corp	536	0,04	547,26	0
Fannie Mae	2.993	71,21	547,26	1.166
Firstenergy Corp	2.810	39,51	547,26	608
Johnson & Johnson	12.860	63,42	547,26	4.463
Marsh & McLennan	2.026	32,90	547,26	365
Merrill Lynch & Co Inc	5.278	59,77	547,26	1.726
Motorola Inc	4.181	17,20	547,26	394
Nextel Communications Inc	1.784	30,01	547,26	293
Solectron Corp	2.443	5,33	547,26	71
Target Corp	1.793	51,93	547,26	510
Wachovia Corp	7.518	52,60	547,26	2.164
Worldcom Inc-MCI Group	206	0,01	547,26	0
3M Company	2.618	82,07	547,26	1.176
Wyeth	4.738	42,59	547,26	1.104
Peoples Energy Corp	10.000	43,95	547,26	2.405
Abbott Laboratories	4.500	46,65	547,26	1.149
Agilent Technologies Inc	1.457	24,10	547,26	192
Allegheny Technologies Inc	20.300	21,67	547,26	2.407
Altria Group Inc	5.546	61,10	547,26	1.855
Amerada Hess Corp	1.830	82,38	547,26	825
American Express Co	8.404	56,37	547,26	2.593
American Int Group	11.007	65,67	547,26	3.956
Anheuser-Busch Inc	10.859	50,73	547,26	3.015
Applied Materials Inc	6.248	17,10	547,26	585
Ashland Inc	5.100	58,38	547,26	1.629
Bank of America Corp	19.154	46,99	547,26	4.926
Bank of New York Co Inc	2.129	33,42	547,26	389
Baxter International Inc	1.006	34,54	547,26	190
Bell South Corp	1.552	27,79	547,26	236
Boeing Co	1.604	51,77	547,26	454
Bristol-Myers Squibb Co	3.582	25,62	547,26	502
Broadcom Corp	460	32,28	547,26	81
Burlington Northern St. Fe	4.030	47,31	547,26	1.043



Årsberetning 2004

Indre værdi pr. 31. december 2004 udgjorde 137,88, hvilket svarer til en stigning på 6,7% i 2004 efter betalt skat i afdelingen. Benchmark, 60% JP Morgan Danmark efter skat og 40% MSCI World Cap steg i samme periode 4,8%. JP Morgan Danmark er alle danske statsobligationer. Varigheden på dette indeks svinger mellem 4-5 år. MSCI World Cap er et indeks, der repræsenterer ændringer i markedsværdien af et bredt udsnit af hele verdens noterede selskaber.

Regnskabsresultat

Afdelingen fik i 2004 et driftsresultat før skat på DKK 47,5 mio., heraf udgør renter og udbytter DKK 22,0 mio. og kursgevinster DKK 33,5 mio. De samlede omkostninger udgør DKK 8,0 mio.,

samt beregnet skat DKK 9,9 mio. Afdelingen er akkumulerende og udbetaler derfor ikke udbytte, men forøger formuen med den del af overskuddet, som bliver tilbage efter skat.

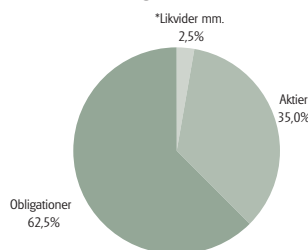
Fremtiden

Afdelingens investeringer består af en blanding af obligationer, pantebreve og aktier (primært Value aktier). Temaet for afdelingen er således en bred portefølje, som udnytter spredningens fordele kombineret med muligheden for et højere afkast på de enkelte aktivtyper. Samlet set forventes de rentebærende aktiver at bidrage med det direkte afkast, mens de nøje udvalgte Value aktier også i 2005 antages at bidrage væsentligt til afkastet.

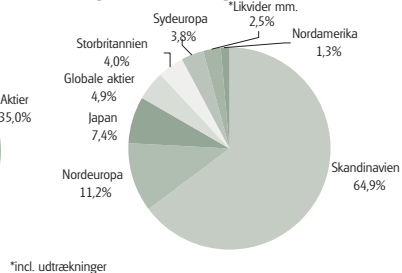
Nøgletal for risiko - 5 år.

Sharpe Ratio	0,00
Standardafvigelse	0,00
Sharpe Ratio (benchmark)	-0,64
Standardafvigelse	4,38

Aktivfordeling



Geografisk fordeling



5 største beholdninger

Papir	Nominal værdi/ Antal stk.	Kurs	Valutakurs	Kursværdi
4,00% Dansk Stat 2015	73.000.000	101,34	100,00	73.978.200
2,00% Realk. Danmark 2007	36.000.000	99,20	100,00	35.712.000
Sparinvest Sicav Global Value	30.309	127,09	743,86	28.653.123
4,00% Realk. Danmark 2009	25.000.000	103,28	100,00	25.820.000
4,00% Realk. Danmark 2008	22.000.000	103,17	100,00	22.697.400

Nøgletal

	2004	2003	2002	2001	2000
Årets afkast i %	6,71	7,33	3,29	1,82	5,06
Benchmarkafkast i %	4,83	10,61	-1,84	-2,49	-0,81
Udvikling i indre værdi (inkl. udbytte)	137,88	129,21	120,39	466,23	454,10
Årets nettoresultat i 1.000 kr.	37.672	40.208	19.124	16.182	32.288
Årets udlodning pr. andel i kr.*					
Cirkulerende kapital i 1.000 kr.	423.161	444.461	479.261	128.190	138.747
Medlemmernes formue i 1.000 kr.	583.452	574.282	576.982	597.658	630.058
Årlige omkostninger i % af gennemsnitlig formue	1,40	1,43	1,43	1,31	0,88
Årlige omkostninger i 1.000 kr.	8.017	7.922	8.396	8.014	5.901
Omsætningshastighed	0,49	0,67	0,32	0,43	0,27
Værdipapiromsætning kursværdi af køb i 1.000 kr.	317.739	421.329	239.586	314.114	262.093
Værdipapiromsætning kursværdi af salg i 1.000 kr.	298.025	388.095	209.207	282.218	285.992
Værdipapiromsætning	615.764	809.424	448.793	596.333	548.085
Kurtage m.v. i % af gennemsnitlig formue	0,09	0,03	0,02	0,11	0,00
Skattekurs	134,90	127,10	116,80	456,90	446,72

I år 2002 er der tildelt fondsaktier i forholdet 4 for 1

* Afdelingen er akkumulerende

Resultatopgørelse

Note	2004 i 1.000 kr.	2003 i 1.000 kr.
1 Renter og udbytter:		
Renter (netto)	17.546	20.777
Udbytter	4.468	2.404
I alt renter og udbytter	22.014	23.181
2 Kursgevinster og -tab:		
Obligationer	10.522	-817
Kapitalandele	23.027	40.724
Pantebreve	30	63
Øvrige aktiver/passiver	-52	0
I alt kursgevinster og -tab	33.527	39.970
Ordinært resultat før omkostninger m.v.	55.541	63.151
3 Administrationsomkostninger	8.017	7.922
Resultat før skat og ekstraord. poster	47.524	55.229
4 Skat af ordinært resultat:		
Aktuel skat af årets ordinære resultat	4.069	5.693
Udskudt skat af årets ordinære resultat	5.783	9.251
Efterregulering af tidligere års skat	0	77
I alt skat	9.852	15.021
Årets nettoresultat	37.672	40.208

Status

Note	2004 i 1.000 kr.	2003 i 1.000 kr.
Aktiver:		
Likvide midler:		
Indestående i depotselskab	7.470	8.502
Øvrige likvide midler	0	3.036
I alt likvide midler	7.470	11.538
6 Obligationer:		
Noterede obl. fra danske udstedere	374.951	377.216
I alt obligationer m.v.	374.951	377.216
7 Kapitalandele:		
Noterede aktier fra danske selskaber	0	12.282
Noterede aktier fra udenl. selskaber	169.657	138.531
Unot. kapitalandele danske selskaber	5.925	5.544
Investeringsbeviser i dk investeringsfor.	0	16.715
Investeringsbeviser i udenl. investeringsfor.	28.820	10.938
I alt kapitalandele	204.402	184.010
Andre aktiver:		
Tilgodehavende renter, udbytte m.v.	7.688	6.494
Andre tilgodehavender	360	128
Tilgodehavende selskabsskat	539	1.071
I alt andre aktiver	8.587	7.693
Aktiver i alt	595.410	580.457
Passiver:		
5 Medlemmernes formue	583.452	574.282
Anden gæld:		
4 Udskudt skat	11.958	6.175
I alt anden gæld	11.958	6.175
Passiver i alt	595.410	580.457



Noter til resultatopgørelsen

Note	2004 i 1.000 kr.	2003 i 1.000 kr.	
1 Renter og udbytter:			
Renter (netto):			
Indestående i depotselskab	228	354	
Noterede obligationer fra danske udstedere	17.303	20.379	
Andre renteindtægter	15	44	
I alt renteindtægter	17.546	20.777	
I alt renter (netto)	17.546	20.777	
Udbytter:			
Noterede aktier fra danske selskaber	43	31	
Noterede aktier fra udenlandske selskaber	3.935	2.594	
Unoterede kapitalandele danske selskaber	3	61	
Investeringsbeviser i dk investeringsfor. og specialfor.	599	78	
Investeringsbeviser i udenl. investeringsfor. og specialfor.	125	0	
Ikke refunderbar udbytteskat	-237	-360	
I alt udbytte	4.468	2.404	
2 Kursgevinster og -tab:			
Obligationer			
Noterede obligationer fra danske udstedere	10.522	-817	
I alt kursgevinst og -tab, obligationer	10.522	-817	
Kapitalandele			
Noterede aktier fra danske selskaber	764	7.156	
Noterede aktier fra udenlandske selskaber	19.550	29.278	
Unoterede kapitalandele danske selskaber	347	1.992	
Investeringsbeviser i dk investeringsfor. og specialfor.	116	3.171	
Investeringsbeviser i udenl. investeringsfor. og specialfor.	2.250	-873	
I alt kursgevinst og -tab, kapitalandele	23.027	40.724	
Pantebreve	30	63	
Øvrige aktiver og passiver	-52	0	
I alt kursgevinster og -tab	33.527	39.970	
3 Administrationsomkostninger:	Direkte	Fælles	I alt
Honorar til bestyrelse m.v.	0	54	77
Løn til direktion	0	164	164
Løn til personale	0	258	201
Honorar til revisorer	0	96	62
Husleje og intern leje egne ejendomme	0	7	8
Kontorhold m.v.	0	40	68
IT-omkostninger	0	263	305
Markedsføringsomkostninger	0	2.323	2.499
Gebyrer til depotselskab	98	676	742
Andre omkostninger i.f.m. formueplejen	0	3.809	3.592
Øvrige omkostninger	0	229	204
I alt opdeltede administrationsomkostninger	98	7.919	
I alt administrationsomkostninger		8.017	7.922
4 Skat af ordinært resultat	Selsksskat	Udskudt skat	Res.opg.
Tilgodehavende 01.01.2004	1.078	-6.175	
Udbetalt 2004	1.078		
Årets skat	4.069	5.783	9.852
Skat af ekstraordinær resultat	0		15.021
Årets skat/hensættelser 2004	4.069	11.958	
Heraf indbetalt	4.608		
Periodiseret rentegodtgørelse	0		
Forudbetalt skat 31.12.2004	539		
Selskabsskat og udskudt skat er beregnet med 30%			

Noter til status

	Cirkulerende beviser	Formue værdi 2004	Formue værdi 2003
5 Medlemmernes formue:			
Medlemmernes formue (primo)	444.461	574.282	576.982
Emissioner i året	2.200	2.888	2.471
Indløsninger i året	23.500	-31.482	-45.472
Netto emissionsindtægter/fradrag		92	93
Periodens resultat		37.672	40.208
I alt medlemmernes formue	423.161	583.452	574.282
6 Obligationer:			
Noterede obligationer fra danske udstedere			
Udstedt i danske kroner			
			2004
Papirnavn:	Nom. værdi i 1.000	Kurs	Kursværdi i 1.000
Danmark		64,26% af formuen	
2,00% Kommunekredit 2024	15.500	73,65	11.416
2,00% Nykredit 2007	5.000	99,31	4.965
2,00% Realk. Danmark 2007	36.000	99,20	35.712
2,00% Skibskreditfond 2013	17.350	89,30	15.493
3,00% Skibskreditfond 2006	18.000	100,60	18.108
4,00% BRFkredit 2008	14.000	103,02	14.423
4,00% Kommunekredit 2022	7.390	99,00	7.316
4,00% Kommunekredit 2025	7.620	98,00	7.467
4,00% Nykredit 2009	6.000	103,32	6.199
5,00% BRFkredit 2017	1.163	103,00	1.198
5,00% Totalkredit 2019	10.026	102,55	10.282
5,00% Totalkredit 2022	16.008	102,00	16.329
5,00% Totalkredit 2025	8.435	101,85	8.591
6,00% Realk. Danmark 2014	6.562	104,10	6.831
7,00% Nykredit 2016	9.192	106,70	9.808
8,00% Realk. Danmark 2026	1.113	112,50	1.253
10,00% DLR Kredit 2009	5.163	122,19	6.309
10,00% DLR Kredit 2019	440	108,00	475
10,00% DLR Kredit 2021	268	108,00	290
11,00% Keops 2014	10.000	106,25	10.625
4,00% Realk. Danmark 2009	25.000	103,28	25.820
5,77% Forstæderne 2008	5.000	102,00	5.100
6,00% FIH 2009	5.000	105,05	5.253
6,00% Nordea Kredit 2014	4.216	103,50	4.363
6,00% Østift. Kredit 2011	2.385	102,50	2.444
7,00% Danske Kredit 2011	1.083	105,50	1.142
7,00% Forenede Kredit 2013	548	105,00	575
7,00% lydsk Grundejer 2017	6.717	107,50	7.221
8,00% Nykredit 2007	612	105,42	645
8,00% Nykredit 2017	1.895	106,50	2.019
8,00% Nykredit 2026	3.125	112,00	3.500
8,00% Totalkredit 2016	3.998	113,00	4.518
9,00% DLR Kredit 2023	300	110,93	333
4,00% Realk. Danmark 2008	22.000	103,17	22.697
4,00% Dansk Stat 2015	73.000	101,34	73.978
6,00% Dansk Stat 2009	100	112,67	113
6,00% Dansk Stat 2011	10.000	115,68	11.568
Kursværdi obligationer			364.379
Kursværdi udtrukne obligationer			10.572
I alt noterede obligationer fra danske udstedere			374.951
I alt 64,26% af formuen			

Afdeling 16, Cumulus *Noter til status*

Note

7 Kapitalandele: Noterede aktier fra udenlandske selskaber - landeopdelt Udstedt i anden udenlandsk valuta				2004 Kursværdi i 1.000
Papirnavn:	Antal stk.	Kurs	Valutakurs	
Finland - EUR				1,43% af formuen
Finnair OY	100.000	5,56	743,86	4.136
Kesko OY	31.300	17,95	743,86	4.179
I alt Finland				8.315
Frankrig - EUR				3,49% af formuen
Bongrain SA	4.400	53,35	743,86	1.746
NSC Groupe	7.629	60,15	743,86	3.413
Vallourec	4.900	110,00	743,86	4.009
Peugeot SA	13.500	46,70	743,86	4.690
Thomson	45.000	19,45	743,86	6.511
I alt Frankrig				20.369
Holland - EUR				3,52% af formuen
Koninklijke Wessanen NV	75.000	9,45	743,86	5.272
Stork NV	45.000	25,35	743,86	8.486
Boskalis Westminster	36.500	24,90	743,86	6.760
I alt Holland				20.518
Japan - JPY				7,40% af formuen
Aida Eng. Ltd.	175.000	492,00	5,34	4.598
Nippon Broadcasting	20.000	5.050,00	5,34	5.394
Nipponkoa Insurance	150.000	697,00	5,34	5.584
Tokyo Style Co Ltd	83.000	1.203,00	5,34	5.333
Fuji Photo Film	30.000	3.740,00	5,34	5.992
Fukuda Denshi Co Ltd	33.000	3.380,00	5,34	5.957
Mitsui Sumitomo Ins	100.000	890,00	5,34	4.753
Toyo Seikan Kaisha	55.000	1.890,00	5,34	5.552
I alt Japan				43.163
Schweiz - CHF				3,10% af formuen
Bucher Industries AG	5.000	253,00	481,27	6.088
Daetwyler Holding AG	500	2.675,00	481,27	6.437
Rieter Holding AG	3.500	330,00	481,27	5.559
I alt Schweiz				18.084
Storbritannien - GBP				4,03% af formuen
Alfred McAlpine Plc	110.000	3,05	1.050,68	3.525
David S. Smith Hlds. Plc	137.100	1,56	1.050,68	2.243
Somerfield Plc	400.000	1,57	1.050,68	6.609
Avon Rubber Plc	36.000	2,03	1.050,68	766
BAA Plc	100.000	5,84	1.050,68	6.136
Sainsbury Plc (I)	148.750	2,71	1.050,68	4.228
I alt Storbritannien				23.507
Tyskland - EUR				3,07% af formuen
Salzgitter AG	60.000	14,25	743,86	6.360
MAN AG	23.000	28,34	743,86	4.848
Hochtief Ag	37.500	23,99	743,86	6.692
I alt Tyskland				17.900
USA - USD				0,48% af formuen
Alico Inc	8.800	58,50	547,26	2.817
I alt USA				2.817
Canada - CAD				0,83% af formuen
Fairfax Financial Hldgs Ltd	2.908	202,24	456,75	2.686
Int Forest Products	68.275	6,90	456,75	2.152
I alt Canada				4.838

Note

7					2004 Kursværdi i 1.000
Papirnavn:	Antal stk.	Kurs	Valutakurs		
Italien - EUR					0,26% af formuen
Pininfarina SPA	9.500	21,82	743,86	1.542	
I alt Italien					1.542
Belgien - EUR					1,47% af formuen
AGFA Gevaert NV	7.500	24,96	743,86	1.392	
Umicore	14.000	69,25	743,86	7.212	
I alt Belgien					8.604
I alt noterede aktier fra udenlandske selskaber					169.657
I alt 29,08% af formuen					
Unoterede kapitalandele fra danske selskaber Udstedt i danske kroner					
Papirnavn:					2004 Kursværdi i 1.000
	Antal stk.	Kurs			
1,02% af formuen					
Sparinvest Holding	642	2.101,54		1.349	
DSK A/S	20.000	150,19		3.004	
Keops EjendomObli A/S	725	2.167,76		1.572	
I alt unoterede kapitalandele fra danske selskaber					5.925
I alt 1,02% af formuen					
Investeringsbeviser i udenlandske investeringsfor. og specialfor. - landeopdelt Udstedt i anden udenlandsk valuta					
Papirnavn:					2004 Kursværdi i 1.000
	Antal stk.	Kurs	Valutakurs		
Luxembourg - EUR					4,94% af formuen
Sparinvest Global Value	30.309	127,83	743,86	28.820	
I alt Luxembourg					28.820
I alt investeringsbeviser i udenlandske investeringsfor. og specialfor.					28.820
I alt 4,94% af formuen					



Årsberetning 2004

Indre værdi pr. 31. december 2004 udgjorde 308,06, hvilket svarer til en stigning inkl. geninvestering af udbytte (DKK 1,75) på 19,8% i 2004. Benchmark, MSCI World Cap steg i samme periode 6,4%. MSCI World Cap er et indeks, der repræsenterer ændringer i markedsværdien af et bredt udsnit af hele verdens noterede selskaber.

Regnskabsresultat

Afdelingen fik i 2004 et driftsresultat på DKK 449,7 mio., heraf udgør renter og udbytter DKK 77,2 mio. og kursgevinster DKK 414,9 mio. De samlede omkostninger udgør DKK 42,4 mio.

Fremtiden

2004 gav tilfredsstillende afkast til aktieinvestorerne, og den økono-

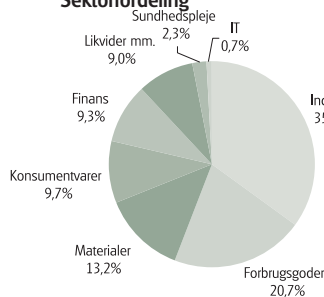
miske vækst gav i perioder af året troen på, at det globale opsving var kommet. I begyndelse af 2005 forventes denne tendens at fortsætte, med forbehold for en opbremsning midt på året. Markederne kan således ventes at svinge en del hen over året, dog med forudsigelsen om at slutte året ganske pænt.

For Value aktier er den generelle markedsudvikling dog ikke den bestemmende faktor, og de seneste års udvikling er et godt eksempel på den forholdsvis stabile udvikling i afdelingens afkast uanset de realøkonomiske tendenser. Som altid vil fokus i Value afdelingen, også i 2005, være på indtjeningen i virksomhederne samt de reelle forretningsmæssige værdier. Resultatet for 2004 viser, at denne tilgang til aktieinvesteringer skaber et stabilt og højt langsigtet afkast.

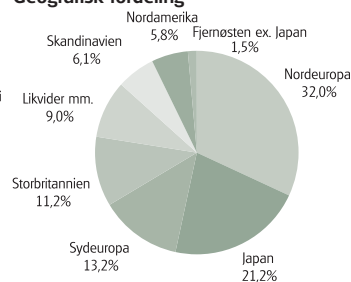
Nøgletal for risiko - 5 år.

Sharpe Ratio	0,66
Standardafvigelse	11,32
Sharpe Ratio (benchmark)	-0,55
Standardafvigelse	10,66

Sektorfordeling



Geografisk fordeling



5 største beholdninger

Papir	Antal stk.	Kurs	Valutakurs	Kursværdi
Stork NV	553.657	25,35	743,86	104.401.741
Salzgitter AG	903.000	14,25	743,86	95.717.555
Thomson	648.000	19,45	743,86	93.752.659
Douglas Holding AG	432.686	26,00	743,86	83.682.602
Peugeot SA	238.000	46,70	743,86	82.676.640

Nøgletal

	2004	2003	2002	2001	2000
Årets afkast i %	19,81	30,66	-9,67	11,83	10,43
Benchmarkafkast i %	6,35	10,95	-32,53	-12,79	-5,88
Udvikling i indre værdi (inkl. udbytte)	308,06	258,70	200,09	233,51	228,14
Årets nettoresultat i 1.000 kr.	449.652	352.736	-117.093	72.054	58.195
Årets udlodning pr. andel i kr.	5,75	1,75	2,00	12,75	20,75
Cirkulerende kapital i 1.000 kr.	1.232.229	655.464	524.108	387.795	288.056
Medlemmernes formue i 1.000 kr.	3.795.987	1.695.700	1.048.704	905.546	657.177
Årlige omkostninger i % af gennemsnitlig formue	1,50	1,53	1,53	1,45	1,05
Årlige omkostninger i 1.000 kr.	42.434	20.105	15.971	11.839	6.446
Omsætningshastighed	0,05	0,10	0,00	0,09	0,18
Værdipapiromsætning kursværdi af køb i 1.000 kr.	1.628.174	476.784	249.803	199.234	196.625
Værdipapiromsætning kursværdi af salg i 1.000 kr.	143.690	143.995	21.164	132.859	145.146
Værdipapiromsætning	1.771.864	620.779	270.967	332.093	341.771
Kurtage m.v. i % af gennemsnitlig formue	0,03	0,07	0,00	0,05	0,01
Skattekurs	312,53	264,34	204,90	238,96	233,52

Resultatopgørelse

Note	2004 i 1.000 kr.	2003 i 1.000 kr.
1 Renter og udbytter:		
Renter (netto)	4.882	2.625
Udbytter	72.311	26.346
I alt renter og udbytter	77.193	28.971
2 Kursgevinster og -tab:		
Kapitalandele	416.327	343.948
Øvrige aktiver/passiver	-1.434	-78
I alt kursgevinster og -tab	414.893	343.870
Ordinært resultat før omkostning m.v.	492.086	372.841
3 Administrationsomkostninger	42.434	20.105
Årets nettoresultat	449.652	352.736
Formuebevægelser:		
Udlodningsregulering	24.659	2.691
Overført fra sidste år	999	991
I alt formuebevægelser	25.658	3.682
Til disposition	475.310	356.418
4 Til rådighed for udlodning	72.643	12.470
Udlodning vedr. cirk. beviser 5,75%	70.853	11.471
Overført til udlodning næste år	1.790	999
Overført til formuen	402.667	343.948

Status

Note	2004 i 1.000 kr.	2003 i 1.000 kr.
Aktiver:		
Likvide midler:		
Indestående i depotselskab	331.212	142.827
I alt likvide midler	331.212	142.827
6 Kapitalandele:		
Noterede aktier fra danske selskaber	106.579	75.958
Noterede aktier fra udenl. selskaber	3.343.834	1.469.131
Unot. kapitalandele fra dk selskaber	7.346	5.890
I alt kapitalandele	3.457.759	1.550.979
Andre aktiver:		
Tilgodehavende renter, udbytte m.v.	1.513	473
Andre tilgodehavender	5.568	1.514
I alt andre aktiver	7.081	1.987
Aktiver i alt	3.796.052	1.695.793
Passiver:		
5 Medlemmernes formue	3.795.987	1.695.700
Anden gæld:		
Ikke hævet udlodning tidligere år	65	93
I alt anden gæld	65	93
Passiver i alt	3.796.052	1.695.793



Noter til resultatopgørelsen

Note	2004 i 1.000 kr.	2003 i 1.000 kr.	
1 Renter og udbytter:			
Renter (netto):			
Indestående i depotselskab	4.845	2.594	
Andre renteindtægter	7	0	
I alt renteindtægter	4.852	2.594	
Øvrige indtægter	30	31	
I alt renter (netto)	4.882	2.625	
Udbytter:			
Noterede aktier fra danske selskaber	2.281	1.221	
Noterede aktier fra udenlandske selskaber	69.460	28.293	
Unoterede kapitalandele danske selskaber	1	20	
Refunderbar udbytteskat til senere udlodning	4.888	0	
Ikke refunderbar udbytteskat	-4.319	-3.188	
I alt udbytte	72.311	26.346	
2 Kursgevinster og -tab:			
Kapitalandele			
Noterede aktier fra danske selskaber	34.638	42.760	
Noterede aktier fra udenlandske selskaber	380.126	299.889	
Unoterede kapitalandele danske selskaber	1.563	1.299	
I alt kursgevinst og -tab, kapitalandele	416.327	343.948	
Øvrige aktiver og passiver	-1.434	-78	
I alt kursgevinster og -tab	414.893	343.870	
3 Administrationsomkostninger:	Direkte	Fælles	I alt
Honorar til bestyrelse m.v.	0	174	106
Løn til direktion	0	524	228
Løn til personale	0	826	280
Honorar til revisorer	0	308	85
Husleje og intern leje egne ejendomme	0	23	11
Kontorhold m.v.	1	128	95
IT-omkostninger	0	843	424
Markedsføringsomkostninger	2	17.972	8.494
Gebyrer til depotselskab	530	2.951	1.690
Andre omkostninger i.f.m. formueplejen	0	17.418	8.409
Øvrige omkostninger	0	734	283
I alt opdelte administrationsomkostninger	533	41.901	
I alt administrationsomkostninger		42.434	20.105
4 Til rådighed for udlodning:			
Renter og udbytte	72.305	28.971	
Kursgevinst til udlodning	17.114	-78	
Administrationsomkostninger til modregning	42.434	20.105	
Udlodningsregulering ved emission/indløsning	24.659	2.691	
Udlodning overført fra sidste år	999	991	
I alt til rådighed for udlodning netto	72.643	12.470	

Noter til status

5 Medlemmernes formue:				
Medlemmernes formue (primo)	655.464	1.695.700	1.048.704	
Udlodning fra sidste år		-11.471	-10.482	
Ændring i udbetalt udlodning				
pga. emission/indløsning		-2.405	-330	
Emissioner i året	576.765	1.654.534	302.870	
Indløsninger i året	0	0	0	
Netto emissionsindtægter/fradrag		9.977	2.202	
Udlodningsreg. ved emission/indl. n.		-24.659	-2.691	
Overført til udlodning fra sidste år		-999	-991	
Overført til udlodning næste år		1.790	999	
Foreslået udlodning		70.853	11.471	
Overført fra resultatopgørelse		402.667	343.948	
I alt medlemmernes formue	1.232.229	3.795.987	1.695.700	
6 Kapitalandele:				
Noterede aktier fra danske selskaber - brancheopdelt				
Udstedt i danske kroner				
Papirnavn:	Antal stk.	Kurs		2004 Kursværdi i 1.000
Forsikring		1,25% af formuen		
Alm. Brand A/S	35.750	207,50	7.418	
Codan A/S	130.315	306,00	39.876	
I alt Finans			47.294	
Industrivarer		1,56% af formuen		
NKT Holding A/S	219.935	159,50	35.080	
FLS Industries A/S B	235.000	103,00	24.205	
I alt Industrivarer			59.285	
I alt noterede aktier fra danske selskaber			106.579	
I alt 2,81% af formuen				
Noterede aktier fra udenlandske selskaber - landeopdelt				
Udstedt i anden udenlandsk valuta				
Papirnavn:	Antal stk.	Kurs	Valutakurs	2004 Kursværdi i 1.000
Canada - CAD			0,57% af formuen	
Fairfax Financial Hldgs Ltd	19.152	202,24	456,75	17.691
Int Forest Products	122.925	6,90	456,75	3.874
I alt Canada				21.565
Finland - EUR			2,58% af formuen	
Finnair OYJ	690.000	5,56	743,86	28.537
Kesko OYJ	518.619	17,95	743,86	69.247
I alt Finland				97.784
Frankrig - EUR			10,50% af formuen	
Bongrain SA	71.437	53,35	743,86	28.349
Fromageries Bel	24.260	130,50	743,86	23.550
NSC Groupe	12.249	60,15	743,86	5.481
Exacompta Clairefontaine	5.902	199,00	743,86	8.737
Fimalac SA	19.880	35,20	743,86	5.205
Vallourec	80.843	110,00	743,86	66.149
Devermois SA	5.971	138,00	743,86	6.129
Eurazeo	56.829	62,15	743,86	26.272
FFP	11.789	160,00	743,86	14.031
Peugeot SA	238.000	46,70	743,86	82.677
Pinguely-Haulotte	764.130	5,76	743,86	32.740
Lisi SA	17.000	43,36	743,86	5.483
Thomson	648.000	19,45	743,86	93.753
I alt Frankrig				398.556

Afdeling 17, Value Aktier *Noter til status*

Note
6

Papirnavn:	Antal stk.	Kurs	Valutakurs	2004 Kursværdi i 1.000
Holland - EUR 9,63% af formuen				
Crown Van Gelder	145.100	15,99	743,86	17.259
Koninklijke Wessanen NV	738.000	9,45	743,86	51.877
Stork NV	553.657	25,35	743,86	104.402
Oce NV	534.100	11,26	743,86	44.735
DSM	232.000	47,62	743,86	82.180
Boskalis Westminster	352.000	24,90	743,86	65.197
I alt Holland				365.650
Italien - EUR - USD 2,68% af formuen				
Maffei Spa	513.000	1,70	743,86	6.487
Buzzi Unicem SpA	422.418	10,77	743,86	33.832
Pininfarina SPA	210.350	21,82	743,86	34.142
Natuzzi Spa ADR	460.696	10,85	547,26	27.355
I alt Italien				101.816
Japan - JPY 21,24% af formuen				
Sompo Japan Insurance Inc	422.800	1.044,00	5,34	23.574
Aida Eng. Ltd.	324.000	492,00	5,34	8.513
Nippon Broadcasting	42.000	5.050,00	5,34	11.327
Nipponkoa Insurance	2.099.000	697,00	5,34	78.134
Tokyo Style Co Ltd	90.000	1.203,00	5,34	5.782
Aioi Ins Co Ltd	387.700	473,00	5,34	9.794
Amada Co Ltd	597.340	566,00	5,34	18.056
Bunka Shutter Co Ltd	172.000	513,00	5,34	4.712
Canon Sales Co Inc	702.790	1.531,00	5,34	57.464
Charle Co Ltd	101.000	808,00	5,34	4.358
Chofu Seisakusho Ltd	66.000	1.915,00	5,34	6.750
Citizen Watch Co Ltd	914.000	985,00	5,34	48.081
Daiwa Industries Ltd	178.000	328,00	5,34	3.118
Denkyosha Co Ltd	69.000	876,00	5,34	3.228
DMW Corp	11.000	4.100,00	5,34	2.409
Fuji Photo Film	307.000	3.740,00	5,34	61.320
Fukuda Denshi Co Ltd	293.980	3.380,00	5,34	53.067
Hitachi Koki Co Ltd	230.000	906,00	5,34	11.129
Horipro Inc	89.400	902,00	5,34	4.307
Mandom Corp	41.000	2.780,00	5,34	6.087
Matsumoto Yushi-Sei.	47.000	2.700,00	5,34	6.777
Millea Holdings Inc	214	1.520.000,00	5,34	17.372
Mitsui Sumitomo Ins	1.411.500	890,00	5,34	67.091
Nagase & Co Ltd	235.000	884,00	5,34	11.095
Nihon Kohden Corp	199.000	1.360,00	5,34	14.454
Nissay Dowal Ins	390.000	521,00	5,34	10.852
Nissei Corp	37.000	1.060,00	5,34	2.095
Nisshin F&M Ins.	366.000	378,00	5,34	7.389
Nisshinbo Industries	275.000	767,00	5,34	11.265
Sangetsu Co Ltd	388.600	2.500,00	5,34	51.884
Sanyu Construction	46.000	654,00	5,34	1.607
Sonton Food Industry	51.000	1.120,00	5,34	3.051
Tachi-S Co Ltd	30.000	1.520,00	5,34	2.435
Teikoku Hormone MFG	63.000	970,00	5,34	3.264
Tenma Corp	291.800	1.869,00	5,34	29.126
Toyota Industries Corp	225.000	2.560,00	5,34	30.762
Yonex Co Ltd	100.000	819,00	5,34	4.374
Showa Corporation	637.500	1.385,00	5,34	47.154
Toyo Seikan Kaisha	554.000	1.890,00	5,34	55.920
Sumitomo Elec Ind	100.096	1.115,00	5,34	5.961
Tokyo Dome Corp	39.440	483,00	5,34	1.017
I alt Japan				806.155

Note
6

Papirnavn:	Antal stk.	Kurs	Valutakurs	2004 Kursværdi i 1.000
Schweiz - CHF 6,51% af formuen				
Bucher Industries AG	29.240	253,00	481,27	35.603
Daetwyler Holding AG	1.240	2.675,00	481,27	15.964
Rieter Holding AG	46.000	330,00	481,27	73.057
Conzeta Holding AG	4.400	1.325,00	481,27	28.058
Kuoni Reisen Holding	33.500	500,00	481,27	80.613
Loeb Holding AG	5.270	183,00	481,27	4.642
Metall Zug AG	600	3.125,00	481,27	9.024
I alt Schweiz				246.961
Storbritannien - GBP 11,18% af formuen				
Alfred McAlpine Plc	1.660.947	3,05	1.050,68	53.226
David S. Smith Hlds. Plc	2.788.000	1,56	1.050,68	45.624
Hardys & Hansons Plc	269.000	5,54	1.050,68	15.644
Molins Plc	564.400	1,40	1.050,68	8.272
Portmeirion Potteries Plc.	74.000	1,70	1.050,68	1.322
TT Electronics Plc	251.331	1,93	1.050,68	5.096
Scapa Group	292.500	0,29	1.050,68	876
AP LETTERS OG ENTITLEMENT	1.320.000	0,00	1.050,68	0
PZ Cussons Plc A	90.000	11,05	1.050,68	10.449
PZ Cussons Plc.	150.000	13,23	1.050,68	20.851
Somerfield Plc	2.014.000	1,57	1.050,68	33.275
Avon Rubber Plc	546.000	2,03	1.050,68	11.617
BAA Plc	1.228.000	5,84	1.050,68	75.349
Alumasc Group Plc	263.000	1,62	1.050,68	4.463
Berkeley Group	162.000	8,09	1.050,68	13.770
Burtonwood Brewery Plc	336.000	5,72	1.050,68	20.193
De Vere Group Plc	488.839	4,70	1.050,68	24.140
Raven Mount Plc	822.252	0,72	1.050,68	6.177
Sainsbury Plc (J)	2.607.503	2,71	1.050,68	74.107
I alt Storbritannien				424.451
Sverige - DKK 0,65% af formuen				
SAS AB	488.000	50,50	100,00	24.644
I alt Sverige				24.644
Tyskland - EUR 12,00% af formuen				
Krones AG	63.983	86,53	743,86	41.183
Salzgitter AG	903.000	14,25	743,86	95.718
Douglas Holding AG	432.686	26,00	743,86	83.683
Axel Springer AG	6.490	87,00	743,86	4.200
KSB AG	3.707	126,50	743,86	3.488
KSB AG Pfd	10.600	116,00	743,86	9.146
MAN AG	291.000	28,34	743,86	61.345
Villeroy & Boch AG Pfd	342.250	9,26	743,86	23.575
Cewe Color Holding	200.000	21,03	743,86	31.287
Hochtief Ag	462.000	23,99	743,86	82.444
Koenig & Bauer	162.085	16,15	743,86	19.472
I alt Tyskland				455.541
USA - USD 5,21% af formuen				
American National Insurance	16.200	104,16	547,26	9.234
National Presto Industries	80.200	45,50	547,26	19.970
Syms Corp	226.700	12,15	547,26	15.074
Insurance Auto Auctions Inc	131.421	22,42	547,26	16.125
Tommy Hilfiger Corp	507.500	11,28	547,26	31.328
Alico Inc	46.913	58,50	547,26	15.019
FPIC Insurance Group Inc	227.000	35,38	547,26	43.951
Rayonier Inc	70.861	48,91	547,26	18.967
Grey Global Group Inc	1.000	1.099,99	547,26	6.020
National Western Life Ins	18.868	166,50	547,26	17.192
Tecumseh Products Co B	20.000	45,77	547,26	5.010
I alt USA				197.890



Afdeling 17, Value Aktier *Noter til status*

Note

6

Papirnavn:	Antal stk.	Kurs	Valutakurs	2004 Kursværdi i 1.000
------------	------------	------	------------	------------------------------

New Zealand - NZD **1,48% af formuen**

Carter Holt Harvey Ltd	6.852.500	2,07	395,28	56.069
I alt New Zealand				56.069

Belgien - EUR **3,87% af formuen**

AGFA Gevaert NV	407.533	24,96	743,86	75.665
Umicore	138.000	69,25	743,86	71.087
I alt Belgien				146.752

I alt noterede aktier fra udenlandske selskaber **3.343.834**
I alt 88,09% af formuen

Unoterede kapitalandele fra danske selskaber
Udstedt i danske kroner

Papirnavn:	Antal stk.	Kurs	2004 Kursværdi i 1.000
------------	------------	------	------------------------------

0,19% af formuen

Sparinvest Holding	1.709	2.101,54	3.591
DSK A/S	25.000	150,19	3.755
I alt unoterede kapitalandele fra danske selskaber			7.346
I alt 0,19% af formuen			

Årsberetning 2004

Indre værdi pr. 31. december 2004 udgjorde 167,37, hvilket svarer til en værdistigning inkl. geninvestering af udbytte (DKK 1,5) på 8,4% i 2004. Benchmark, EURO STOXX 50 steg i samme periode 9,3%. EURO STOXX 50 er et indeks af de halvtreds største selskaber i de 11 Eurolande fordelt på 19 brancher.

Regnskabsresultat

Afdelingen fik i 2004 et driftsresultat på DKK 8,4 mio., heraf udgør renter og udbytter DKK 3,5 mio. og kursgevinster DKK 6,5 mio. De samlede omkostninger udgør DKK 1,6 mio.

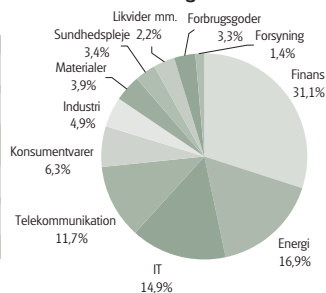
Fremtiden

De europæiske økonomier er endnu ikke rigtig i vækst, men aktiemarkederne forventer, at 2005 kan blive året, hvor et mindre opsving begynder. Forhåbningerne knytter sig til en længe ventet rentenedsættelse i Europa samt mulige finanspolitiske lempelser i forbindelse med valgene i flere europæiske lande i 2005. I slutningen af året tyder en del på fremgang i Europa, men lavere aktivitet i USA. Ved indgangen til 2005 er situationen omvendt, hvor Europa har et vækstmæssigt efterslæb, og det forventes at skabe nogen ustabilitet midt på året i takt med, at vækstbilledet skifter.

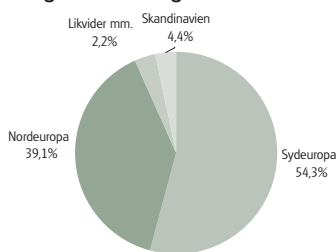
Nøgletal for risiko - 5 år.

Sharpe Ratio	0,00
Standardafvigelse	0,00
Sharpe Ratio (benchmark)	-0,69
Standardafvigelse	17,36

Sektorfordeling



Geografisk fordeling



5 største beholdninger

Papir	Antal stk.	Kurs	Valutakurs	Kursværdi
Total SA	5.737	160,70	743,86	6.857.877
Royal Dutch Petroleum	19.366	42,35	743,86	6.100.737
Telefonica SA	39.681	13,86	743,86	4.091.050
Sanofi-Aventis	8.812	58,80	743,86	3.854.258
Nokia OYJ	42.891	11,62	743,86	3.707.330

Nøgletal

	2004	2003	2002	2001	2000
Årets afkast i %	8,38	16,68	-35,69	-17,85	-5,70
Benchmarkafkast i %	9,27	18,77	-36,21	-19,44	*
Udvikling i indre værdi (inkl. udbytte)	167,37	155,93	135,33	211,45	322,89
Årets nettoresultat i 1.000 kr.	8.428	12.598	-55.352	-31.084	-7.534
Årets udlodning pr. andel i kr.	2,25	1,50	1,50	1,00	56,25
Cirkulerende kapital i 1.000 kr.	66.944	67.620	74.721	68.104	43.303
Medlemmernes formue i 1.000 kr.	112.044	105.443	101.120	144.008	139.823
Årlige omkostninger i % af gennemsnitlig formue	1,50	1,53	1,54	1,30	0,98
Årlige omkostninger i 1.000 kr.	1.623	1.397	1.944	1.849	975
Omsætningshastighed	-0,01	0,01	0,00	0,00	0,81
Værdipapiromsætning kursværdi af køb i 1.000 kr.	12.719	19.403	33.544	56.257	151.839
Værdipapiromsætning kursværdi af salg i 1.000 kr.	12.980	27.644	10.483	26.822	83.742
Værdipapiromsætning	25.699	47.047	44.027	83.079	235.581
Kurtage m.v. i % af gennemsnitlig formue	-0,01	0,00	0,01	0,04	0,03
Skattekurs	166,00	157,90	137,48	215,58	330,28

*Afdelingen har skiftet investeringsstrategi 4.kvartal 2000

**Resultatopgørelse**

Note	2004 i 1.000 kr.	2003 i 1.000 kr.
1 Renter og udbytter:		
Renter (netto)	29	24
Udbytter	3.477	2.252
I alt renter og udbytter	3.506	2.276
2 Kursgevinster og -tab:		
Kapitalandele	6.556	11.575
Afledte finansielle instrumenter	0	144
Øvrige aktiver/passiver	-11	0
I alt kursgevinster og -tab	6.545	11.719
Ordinært resultat før omkostning m.v.	10.051	13.995
3 Administrationsomkostninger	1.623	1.397
Årets nettoresultat	8.428	12.598
Formuebevægelser:		
Udlodningsregulering	-76	204
Overført fra sidste år	120	51
I alt formuebevægelser	44	255
Til disposition	8.472	12.853
4 Til rådighed for udlodning	1.564	1.134
Udlodning vedr. cirk. beviser 2,25%	1.506	1.014
Overført til udlodning næste år	58	120
Overført til formuen	6.908	11.719

Status

Note	2004 i 1.000 kr.	2003 i 1.000 kr.
Aktiver:		
Likvide midler:		
Indestående i depotselskab	2.028	1.985
I alt likvide midler	2.028	1.985
6 Kapitalandele:		
Noterede aktier fra udenl. selskaber	108.401	102.286
Unot. kapitalandele fra danske selsk.	1.204	893
I alt kapitalandele	109.605	103.179
Andre aktiver:		
Andre tilgodehavender	421	290
I alt andre aktiver	421	290
Aktiver i alt	112.054	105.454
Passiver:		
5 Medlemmernes formue	112.044	105.443
Anden gæld:		
Ikke hævet udlodning tidligere år	10	11
I alt anden gæld	10	11
Passiver i alt	112.054	105.454

Noter til resultatopgørelsen

Note	2004 i 1.000 kr.	2003 i 1.000 kr.	
1 Renter og udbytter:			
Renter (netto):			
Indestående i depotselskab	28	22	
I alt renteindtægter	28	22	
Øvrige indtægter	1	2	
I alt renter (netto)	29	24	
Udbytter:			
Noterede aktier fra udenlandske selskaber	3.501	2.528	
Refunderbar udbytteskat til senere udlodning	352	0	
Ikke refunderbar udbytteskat	-376	-276	
I alt udbytte	3.477	2.252	
2 Kursgevinster og -tab:			
Kapitalandele			
Noterede aktier fra danske selskaber	347	153	
Noterede aktier fra udenlandske selskaber	6.209	11.422	
I alt kursgevinst og -tab, kapitalandele	6.556	11.575	
Afledte finansielle instrumenter:			
Warrants	0	144	
I alt kursgevinst og -tab, finansielle instrumenter	0	144	
Øvrige aktiver og passiver	-11	0	
I alt kursgevinster og -tab	6.545	11.719	
3 Administrationsomkostninger:	Direkte	Fælles	I alt
Honorar til bestyrelse m.v.	0	4	5
Løn til direktion	0	13	10
Løn til personale	0	21	12
Honorar til revisorer	0	8	4
Husleje og intern leje egne ejendomme	0	1	0
Kontorhold m.v.	0	3	4
IT-omkostninger	0	21	18
Markedsføringsomkostninger	0	831	693
Gebyrer til depotselskab	58	111	174
Andre omkostninger i.f.m. formueplejen	75	459	465
Øvrige omkostninger	0	18	12
I alt opdelte administrationsomkostninger	133	1.490	
I alt administrationsomkostninger	1.623	1.397	
4 Til rådighed for udlodning:			
Renter og udbytte	3.154	2.276	
Kursgevinst til udlodning	-11	0	
Administrationsomkostninger til modregning	1.623	1.397	
Udlodningsregulering ved emission/indløsning	-76	204	
Udlodning overført fra sidste år	120	51	
I alt til rådighed for udlodning netto	1.564	1.134	

Noter til status

Note	Cirkulerende beviser	Formue værdi 2004	Formue værdi 2003
5 Medlemmernes formue:			
Medlemmernes formue (primo)	67.620	105.443	101.122
Udlodning fra sidste år		-1.014	-1.121
Ændring i udbetalt udlodning pga. emission/indløsning		-9	-14
Emissioner i året	7.624	12.019	18.046
Indløsninger i året	8.300	-12.996	-25.659
Netto emissionsindtægter/fradrag		173	471
Udlodningsreg. ved emission/indløn.		76	-204
Overført til udlodning fra sidste år		-120	-51
Overført til udlodning næste år		58	120
Foreslået udlodning		1.506	1.014
Overført fra resultatopgørelse		6.908	11.719
I alt medlemmernes formue	66.944	112.044	105.443
6 Kapitalandele:			
Noterede aktier fra udenlandske selskaber - landeopdelt			
Udstedt i anden udenlandsk valuta			2004
Papirnavn:	Antal stk.	Kurs	Valutakurs
			Kursværdi i 1.000
Finland - EUR		3,31% af formuen	
Nokia OY	42.891	11,62	743,86
I alt Finland			3.707
Frankrig - EUR		31,54% af formuen	
Air Liquide	1.258	136,00	743,86
Groupe Danone	2.164	67,95	743,86
LVMH Moët Hennessy Louis V	2.408	56,35	743,86
Societe Generale	4.402	74,45	743,86
Lafarge SA	1.600	71,00	743,86
Alcatel SA	12.626	11,45	743,86
Axa	15.876	18,18	743,86
BNP Paribas	7.602	53,30	743,86
Carrefour SA	6.581	35,04	743,86
Compagnie de Saint-Gobain	3.452	44,32	743,86
France Telecom SA	14.813	24,36	743,86
L'Oreal	3.523	55,85	743,86
Suez SA	10.787	19,62	743,86
Total SA	5.737	160,70	743,86
Vivendi Universal SA	11.428	23,49	743,86
Credit Agricole Sa	7.000	22,20	743,86
Sanofi-Aventis	8.812	58,80	743,86
I alt Frankrig			35.335
Holland - EUR		15,50% af formuen	
Royal Dutch Petroleum	19.366	42,35	743,86
Koninklijke Ahold NV	14.195	5,70	743,86
ABN AMRO Holding NV	16.656	19,49	743,86
Aegon NV	14.560	10,03	743,86
ING Groep NV	18.358	22,26	743,86
Philips Electronic NV	13.217	19,51	743,86
Unilever NV	6.000	49,33	743,86
I alt Holland			17.363



Note

6

Papirnavn:	Antal stk.	Kurs	Valutakurs	2004 Kursværdi i 1.000
------------	------------	------	------------	------------------------------

Italien - EUR**10,60% af formuen**

Telecom Italia Spa	90.513	3,01	743,86	2.026
Assicurazioni Generali	9.127	24,97	743,86	1.695
Enel Spa	21.774	7,23	743,86	1.171
Eni Spa	23.111	18,42	743,86	3.167
Sanpaolo IMI Spa	11.552	10,60	743,86	911
TIM SPA	41.650	5,50	743,86	1.704
Unicredito Italiano SPA	38.063	4,23	743,86	1.198

I alt Italien**11.872****Spanien - EUR****12,21% af formuen**

Telefonica SA	39.681	13,86	743,86	4.091
Banco Bilbao Vizcaya Arg.	29.976	13,05	743,86	2.910
Banco Santander Ctrl Hisp.	47.000	9,13	743,86	3.192
Endesa SA	6.821	17,29	743,86	877
Iberdrola SA	8.000	18,70	743,86	1.113
Repsol SA	10.538	19,16	743,86	1.502

I alt Spanien**13.685****Tyskland - EUR****21,83% af formuen**

Deutsche Bank AG	5.497	65,32	743,86	2.671
Deutsche Telekom AG	21.089	16,65	743,86	2.612
Allianz AG	3.725	97,60	743,86	2.704
BASF AG	4.654	53,00	743,86	1.835
Bayer AG	7.752	24,94	743,86	1.438
DaimlerChrysler AG	6.589	35,26	743,86	1.728
E.ON AG	7.003	67,06	743,86	3.493
Muenchener Rueckver AG	1.484	90,45	743,86	999
RWE AG	4.098	40,70	743,86	1.241
Siemens AG	7.743	62,38	743,86	3.593
SAP AG	2.200	131,40	743,86	2.150

I alt Tyskland**24.464****Belgien - EUR****1,76% af formuen**

Fortis	13.044	20,35	743,86	1.975
--------	--------	-------	--------	-------

I alt Belgien**1.975****I alt noterede aktier fra udenlandske selskaber****108.401****I alt 96,75% af formuen**Unoterede kapitalandele fra danske selskaber
Udstedt i danske kroner

Papirnavn:	Antal stk.	Kurs	2004 Kursværdi i 1.000
------------	------------	------	------------------------------

1,07% af formuen

Sparinvest Holding	573	2.101,54	1.204
--------------------	-----	----------	-------

I alt unoterede kapitalandele fra danske selskaber**1.204****I alt 1,07% af formuen**

Årsberetning 2003

Indre værdi pr. 31. december 2004 udgjorde 154,42, hvilket svarer til en værdistigning inkl. geninvestering af udbytte (DKK 2,25) på 13,9% i 2004. Benchmark, MSCI AC Pacific free ex. Japan steg i samme periode 10,4%. MSCI AC Pacific free ex. Japan er et indeks, der repræsenterer landene i Fjernøsten eksklusiv Japan.

Regnskabsresultat

Afdelingen fik i 2004 et driftsresultat på DKK 14,8 mio., heraf udgifter renter og udbytter DKK 4,1 mio. og kursgevinster DKK 12,5 mio. De samlede omkostninger udgør DKK 1,7 mio.

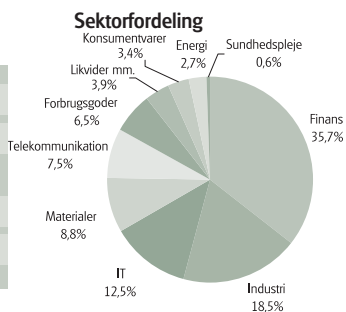
Fremtiden

Asien vil i en periode fremover være præget af flodbølgekatastrofen. I første omgang vil turistindustrien givet blive ramt, og det vil være nødvendigt med øgede offentlige investeringer i de berørte regioner. Imidlertid bør tragedien, hvor uhyggelig den end er – ikke kunne ødelægge den tendens til økonomisk fremgang, som der er i regionen.

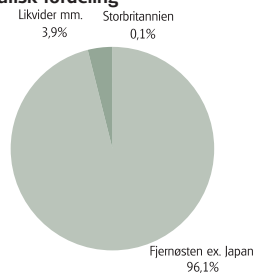
Det forventes således, at fjernøsten vil spille en stadig større rolle i det globale vækstbillede i 2005.

Nøgletal for risiko - 5 år.

Sharpe Ratio	-0,43
Standardafvigelse	19,09
Sharpe Ratio (benchmark)	-0,55
Standardafvigelse	21,59



Geografisk fordeling



5 største beholdninger

Papir	Antal stk.	Kurs	Valutakurs	Kursværdi
Samsung Electronics GDR	4.308	219,00	547,26	5.163.088
Hon Hai Precision GDR	36.431	9,43	547,26	1.880.064
Taiwan Semiconductor ADR	30.027	8,49	547,26	1.395.113
Kookmin Bank ADR	6.500	39,08	547,26	1.390.137
Posco ADR	5.500	44,53	547,26	1.340.310

Nøgletal

	2004	2003	2002	2001	2000
Årets afkast i %	13,87	20,74	-24,34	1,76	-25,50
Benchmarkafkast i %	10,39	18,81	-22,49	1,28	*
Udvikling i indre værdi (inkl. udbytte)	154,42	137,71	115,61	155,39	213,86
Årets nettoresultat i 1.000 kr.	14.840	13.275	-23.346	971	-48.026
Årets udlodning pr. andel i kr.	2,75	2,25	1,50	2,75	59,50
Cirkulerende kapital i 1.000 kr.	79.092	67.350	58.750	63.357	63.004
Medlemmernes formue i 1.000 kr.	122.130	92.750	67.922	98.447	134.739
Årlige omkostninger i % af gennemsnitlig formue	1,50	1,53	1,53	1,25	1,19
Årlige omkostninger i 1.000 kr.	1.697	1.149	1.349	1.262	2.098
Omsætningshastighed	-0,05	0,08	0,08	0,07	1,48
Værdipapiromsætning kursværdi af køb i 1.000 kr.	26.965	20.321	12.464	17.113	276.115
Værdipapiromsætning kursværdi af salg i 1.000 kr.	4.978	13.442	14.856	51.543	322.724
Værdipapiromsætning	31.944	33.763	27.320	68.655	598.839
Kurtage m.v. i % af gennemsnitlig formue	-0,03	0,07	0,07	0,07	0,55
Skattekurs	155,00	140,90	117,40	156,60	210,90

*Afdelingen har skiftet investeringsstrategi 3. kvartal 2000

Afdelingen er fusioneret med afd. 10, Sparindex Far East Index den 5.5.2004

**Resultatopgørelse**

Note	2004 i 1.000 kr.	2003 i 1.000 kr.
1 Renter og udbytter:		
Renter (netto)	64	49
Udbytter	4.020	2.520
I alt renter og udbytter	4.084	2.569
2 Kursgevinster og -tab:		
Kapitalandele	12.459	11.863
Øvrige aktiver/passiver	-6	-8
I alt kursgevinster og -tab	12.453	11.855
Ordinært resultat før omkostning m.v.	16.537	14.424
3 Administrationsomkostninger	1.697	1.149
Årets nettoresultat	14.840	13.275
Formuebevægelser:		
Udlodningsregulering	-223	196
Overført fra sidste år	110	17
I alt formuebevægelser	-113	213
Til disposition	14.727	13.488
4 Til rådighed for udlodning	2.268	1.625
Udlodning vedr. cirk. beviser 2,75%	2.175	1.515
Overført til udlodning næste år	93	110
Overført til formuen	12.459	11.863

Status

Note	2003 i 1.000 kr.	2002 i 1.000 kr.
Aktiver:		
Likvide midler:		
Indestående i depotselskab	3.366	8.030
I alt likvide midler	3.366	8.030
6 Kapitalandele:		
Noterede aktier fra udenl. selskaber	117.390	83.755
Unot. kapitalandele fra dk selskaber	1.204	893
I alt kapitalandele	118.594	84.648
Andre aktiver:		
Tilgodehavende renter, udbytte m.v.	148	77
Andre tilgodehavender	27	0
I alt andre aktiver	175	77
Aktiver i alt	122.135	92.755
Passiver:		
5 Medlemmernes formue	122.130	92.750
Anden gæld:		
Ikke hævet udlodning tidligere år	5	5
I alt anden gæld	5	5
Passiver i alt	122.135	92.755

Noter til resultatopgørelsen

Note	2004 i 1.000 kr.	2003 i 1.000 kr.	
1 Renter og udbytter:			
Renter (netto):			
Indestående i depotselskab	64	49	
I alt renteindtægter	64	49	
I alt renter (netto)	64	49	
Udbytter:			
Noterede aktier fra udenlandske selskaber	4.260	2.619	
Ikke refunderbar udbytteskat	-240	-99	
I alt udbytte	4.020	2.520	
2 Kursgevinster og -tab:			
Kapitalandele			
Noterede aktier fra udenlandske selskaber	12.112	11.710	
Unoterede kapitalandele danske selskaber	347	153	
I alt kursgevinst og -tab, kapitalandele	12.459	11.863	
Øvrige aktiver og passiver	-6	-8	
I alt kursgevinster og -tab	12.453	11.855	
3 Administrationsomkostninger:	Direkte	Fælles	I alt
Honorar til bestyrelse m.v.	0	8	8
Løn til direktion	0	23	17
Løn til personale	0	37	21
Honorar til revisorer	0	14	6
Husleje og intern leje egne ejendomme	0	1	1
Kontorhold m.v.	0	6	7
IT-omkostninger	0	38	32
Markedsføringsomkostninger	0	714	420
Gebyrer til depotselskab	71	129	144
Andre omkostninger i.f.m. formueplejen	0	623	472
Øvrige omkostninger	0	33	21
I alt opdelte administrationsomkostninger	71	1.626	
I alt administrationsomkostninger	1.697	1.149	
4 Til rådighed for udlodning:			
Renter og udbytte	4.084	2.569	
Kursgevinst til udlodning	-6	-8	
Administrationsomkostninger til modregning	1.697	1.149	
Udlodningsreg. vedr. skattepligtig fusion (Sparindex afd. 10)	-123	0	
Udlodningsregulering ved emission/indløsning	-100	196	
Udlodning overført fra sidste år	110	17	
I alt til rådighed for udlodning netto	2.268	1.625	

Note

6 Kapitalandele:

Noterede aktier fra udenlandske selskaber - landeopdelt
Udstedt i anden udenlandsk valuta

Papirnavn:	Antal stk.	Kurs	Valutakurs	2004 Kursværdi i 1.000
Australien - AUD				42,45% af formuen
Commonwealth Bank of Austr.	26.294	32,10	428,99	3.621
Brambles Industries	9.486	6,95	428,99	283
Fosters Group	14.975	5,79	428,99	372
Gandel Retail Trust	213.809	1,60	428,99	1.468
General Property Trust	96.501	3,74	428,99	1.548
AMP Ltd	16.238	7,26	428,99	506
ANZ Banking Group	40.800	20,59	428,99	3.604
BHP Billiton Ltd	68.859	15,34	428,99	4.532
Coles Myer Ltd	58.621	9,86	428,99	2.480
CSL Limited	5.772	29,25	428,99	724
Lend Lease Corp Limited	13.572	13,25	428,99	771
Macquarie Bank Ltd	10.454	46,50	428,99	2.085
National Australia Bank Ltd	25.784	28,82	428,99	3.188
Rinker Group Ltd	30.000	10,65	428,99	1.371
Rio Tinto Ltd	12.812	39,12	428,99	2.150
Santos Ltd	37.506	8,48	428,99	1.364
Stockland	47.777	5,99	428,99	1.228
Suncorp-Metway Ltd	36.388	17,38	428,99	2.713
Telstra Corp Ltd	16.832	4,91	428,99	355
Wesfarmers Ltd	14.242	39,80	428,99	2.432
Westpac Banking Corporation	40.301	19,49	428,99	3.370
Woolworths Ltd	17.174	15,01	428,99	1.106
Aristocrat Leisures	1.860	9,95	428,99	79
Australian Stock Exchange	12.495	20,40	428,99	1.093
Computershare Limited	1.825	5,67	428,99	44
Insurance Australia Group	50.599	6,43	428,99	1.396
James Hardie Industries	9.300	6,70	428,99	267
Macquarie Infrastructure	7.897	3,40	428,99	115
Mayne Group Ltd	3.422	4,26	428,99	63
Orica Limited	4.100	20,37	428,99	358
QBE Insurance Group Ltd	22.174	15,35	428,99	1.460
South Corp Ltd	2.620	4,29	428,99	48
Tabcorp Holdings LTD	3.200	17,29	428,99	237
Woodside Petroleum Ltd	1.032	20,10	428,99	89
Bluescope Steel Limited	2.566	8,25	428,99	91
News Corp. Inc-Cdi	15.031	23,80	428,99	1.535
News Corp. Inc-Cdi Class B	15.639	24,51	428,99	1.644
Westfield Group	29.125	16,43	428,99	2.053
I alt Australien				51.843
Hong Kong - HKD				23,53% af formuen
Sun Hung Kai Properties	10.434	77,75	70,41	571
Bank of East Asia	106.286	24,15	70,41	1.807
Cathay Pacific Airways	83.019	14,70	70,41	859
PCCW Ltd	54.609	4,93	70,41	189
Beijing Enterprises Hlds	101.553	11,55	70,41	826
China Merchants Hlds Int	268.000	14,65	70,41	2.764
China Mobile Ltd	200.000	26,35	70,41	3.711
China Southern Airlines	370.000	3,08	70,41	801
Citic Pacific Ltd	155.217	22,10	70,41	2.415
Cosco Pacific Limited	300.000	16,10	70,41	3.401
Digital China Holdings Ltd	17.400	2,13	70,41	26
Guangshen Railway	464.000	3,18	70,41	1.037
Hang Seng Bank Ltd	17.418	108,00	70,41	1.325
Henderson Land Development	29.369	40,40	70,41	835
Hutchison Whampoa Ltd	40.097	72,75	70,41	2.054
I Cable Comm Ltd	3.473	2,90	70,41	7
Johnson Electric Holdings	73.719	7,55	70,41	392
Li & Fung Ltd	47.036	13,10	70,41	434
PetroChina Co Ltd	588.351	4,15	70,41	1.719
Swire Pacific Ltd A	32.055	65,00	70,41	1.467
Wharf Holdings Ltd	34.732	27,20	70,41	665

Noter til status

	Cirkulerende beviser	Formue værdi 2004	Formue værdi 2003
5 Medlemmernes formue:			
Medlemmernes formue (primo)	67.350	92.750	67.922
Korrektion ved fusion eller spaltning (+/-)	11.459	15.517	0
Udlodning fra sidste år		-1.515	-881
Ændring i udbetalt udlodning pga. emission/indløsning		-117	-26
Emissioner i året	6.562	9.418	19.043
Indløsninger i året	6.279	-8.866	-6.815
Netto emissionsindtægter/fradrag		103	232
Udlodningsreg. ved emission/indl.øsn.		223	-196
Overført til udlodning fra sidste år		-110	-17
Overført til udlodning næste år		93	110
Foreslået udlodning		2.175	1.515
Overført fra resultatopgørelse		12.459	11.863
I alt medlemmernes formue	79.092	122.130	92.750



Afdeling 19, Fjernøsten Aktier *Noter til status*

Note					2004	Note					2004
6	Papirnavn:	Antal stk.	Kurs	Valutakurs	Kursværdi i 1.000	6	Papirnavn:	Antal stk.	Kurs	Valutakurs	Kursværdi i 1.000
	Cheung Kong (Hldgs)	7.974	77,50	70,41	435		Thailand - THB				1,16% af formuen
	CLP Holding Ltd.	5.798	44,70	70,41	183		Siam Commercial Bank	203.700	49,25	14,09	1.413
	Hong Kong & China Gas Co.	15.401	16,05	70,41	174		I alt Thailand				1.413
	Hong Kong Electric	7.764	35,50	70,41	194		Taiwan - USD				5,42% af formuen
	New World Development	5.850	8,70	70,41	36		United Microelectronics ADR	28.098	3,53	547,26	543
	Shangri-La Asia	7.532	11,15	70,41	59		Asustek Computer Inc GDR	54.077	2,62	547,26	776
	Sino Land Co	11.177	7,65	70,41	60		China Steel GDR	9.296	22,30	547,26	1.135
	Lenovo Group Limited	174.000	2,33	70,41	285		Hon Hai Precision GDR	36.431	9,43	547,26	1.880
	I alt Hong Kong				28.731		Taiwan Semiconductor ADR	30.027	8,49	547,26	1.395
							Advanced Semiconduct GDR	42.296	3,76	547,26	870
	Storbritannien - AUD		0,08% af formuen				Mosel Vitelic Inc	3.690	0,95	547,26	19
	HHG Plc	16.238	1,44	428,99	100		I alt Taiwan				6.618
	I alt Storbritannien				100		I alt noterede aktier fra udenlandske selskaber				117.390
							I alt 96,12% af formuen				
	New Zealand - NZD		3,83% af formuen				Unoterede kapitalandele fra danske selskaber				
	Carter Holt Harvey Ltd	8.735	2,07	395,28	71		Udstedt i danske kroner				
	Telecom Corp of New Zealand	90.104	6,15	395,28	2.190						
	Sky City Entertainment Group	113.450	5,38	395,28	2.413						
	I alt New Zealand				4.674						
	Singapore - SGD		4,55% af formuen								
	Singapore Techn.Engineering	7.189	2,33	335,25	56		Papirnavn:	Antal stk.	Kurs	Kursværdi i 1.000	
	Chartered Semiconductor	30.734	0,98	335,25	101						
	City Developments Ltd	35.513	7,10	335,25	845						
	DBS Group Holdings Ltd	17.024	16,10	335,25	919						
	Haw Par Corp Ltd	1.365	5,15	335,25	23						
	Overseas Chinese Bank Corp	16.761	13,50	335,25	759						
	Singapore Press Holding Ltd	61.604	4,60	335,25	950						
	United Overseas Bank Ltd	33.407	13,80	335,25	1.546						
	Capita Commercial Trust	1.318	1,27	335,25	6						
	Capitaland Ltd	6.592	2,13	335,25	47						
	City Development Warrants	3.551	4,56	335,25	54						
	Keppel Corp	3.321	8,60	335,25	96						
	Venture Corp. Ltd.	699	15,90	335,25	37						
	Singapore Telecom Ltd	14.661	2,38	335,25	117						
	I alt Singapore				5.556						
	Sydkorea - USD		9,48% af formuen								
	Korea Elec Power Corp ADR	16.762	13,24	547,26	1.214						
	Posco ADR	5.500	44,53	547,26	1.340						
	Kookmin Bank ADR	6.500	39,08	547,26	1.390						
	KT Corp ADR	4.382	21,81	547,26	523						
	LG Electronics Inc GDR	9.172	13,00	547,26	653						
	Samsung Electronics GDR	4.308	219,00	547,26	5.163						
	Samsung SDI Co Ltd GDR	6.348	27,25	547,26	947						
	SK Telecom Co Ltd ADR	2.838	22,25	547,26	346						
	I alt Sydkorea				11.576						
	Malaysia - MYR		4,63% af formuen								
	Malayan Banking	60.069	11,80	144,38	1.024						
	Resorts World	68.000	10,00	144,38	982						
	Sime Darby	64.456	6,00	144,38	558						
	Guinness Anchor	13.000	5,15	144,38	97						
	Malaysia Int Shipping Corp	70.000	15,30	144,38	1.546						
	Telekom Malaysia	48.718	11,60	144,38	816						
	Tenaga Nasional	40.303	10,90	144,38	634						
	I alt Malaysia				5.657						
	Philippinerne - PHP		1,00% af formuen								
	Metropolitan Bank & Trust	113.900	26,50	9,75	294						
	Philippine Long Dist. Tele.	7.000	1.360,00	9,75	928						
	I alt Philippinerne				1.222						

Årsberetning 2004

Indre værdi pr. 31. december 2004 udgjorde 113,12, hvilket svarer til en værdistigning inkl. geninvestering af udbytte (DKK 7,0) på 6,4% i 2004. Benchmark, JP Morgan Danmark steg 7,3% i samme periode. JP Morgan Danmark er et indeks baseret på danske statsobligationer. Varigheden på dette indeks svinger mellem 4-5 år.

Regnskabsresultat

Afdelingen fik i 2004 et driftsresultat på DKK 159,1 mio., heraf udgør renter DKK 100,5 mio. og kursgevinster DKK 80,2 mio. De samlede omkostninger udgør DKK 21,7 mio.

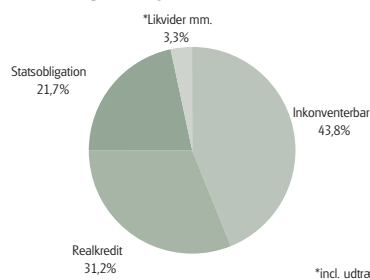
Fremtiden

Renteudviklingen i Danmark har i flere år være præget af den globale renteutvikling, og det vil også være tilfældet for 2005. Udsigterne er uensartede, idet der forventes faldende obligationspriser i midten af 2005, men attraktive kurser først og sidst på året. Stigende inflation var i perioder af 2004 et tema, og det kan tænkes at komme på dagsordenen igen i perioder af 2005 og påvirke obligationsmarkedet.

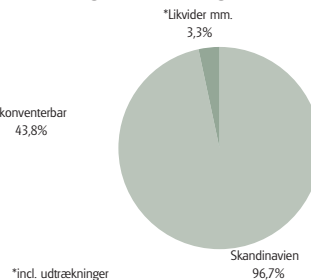
Nøgletal for risiko - 5 år.

Sharpe Ratio	1,16
Standardafvigelse	2,31
Sharpe Ratio (benchmark)	1,05
Standardafvigelse	2,91

Obligationstyper



Geografisk fordeling



5 største beholdninger

Papir	Nominal værdi	Kurs	Valutakurs	Kursværdi
4,00% Dansk Stat 2015	494.000.000	101,34	100,00	500.619.600
2,00% Skibskreditfond 2013	245.100.000	89,30	100,00	218.874.300
2,00% Realk. Danmark 2007	151.700.000	99,20	100,00	150.486.400
3,00% Skibskreditfond 2006	118.000.000	100,60	100,00	118.708.000
3,00% Skibskreditfond 2007	106.600.000	100,50	100,00	107.133.000

Nøgletal

	2004	2003	2002	2001	2000
Årets afkast i %	6,39	4,38	8,90	6,42	6,07
Benchmarkafkast i %	7,29	4,55	9,64	5,48	7,22
Udvikling i indre værdi (inkl. udbytte)	113,12	113,13	113,82	165,28	162,40
Årets nettoresultat i 1.000 kr.	159.066	82.675	130.070	70.104	52.406
Årets udlodning pr. andel i kr.	5,00	7,00	5,50	8,50	7,25
Cirkulerende kapital i 1.000 kr.	2.469.783	1.972.947	1.600.785	762.184	593.891
Medlemmernes formue i 1.000 kr.	2.793.866	2.232.086	1.822.051	1.259.712	964.468
Årlige omkostninger i % af gennemsnitlig formue	0,85	0,87	0,86	0,75	0,71
Årlige omkostninger i 1.000 kr.	21.652	17.129	12.849	8.630	6.050
Omsætningshastighed	0,79	1,45	0,49	0,47	0,15
Værdipapiromsætning kursværdi af køb i 1.000 kr.	2.902.398	3.727.301	1.369.470	990.929	453.131
Værdipapiromsætning kursværdi af salg i 1.000 kr.	2.257.330	2.976.281	777.719	496.184	166.488
Værdipapiromsætning	5.159.728	6.703.582	2.147.188	1.487.112	619.619
Kurtage m.v. i % af gennemsnitlig formue	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Skattekurs	114,38	114,70	115,62	168,60	165,60

I år 2002 er der tildelt fondsaktier i forholdet 3 for 2

**Resultatopgørelse**

Note	2004 i 1.000 kr.	2003 i 1.000 kr.
1 Renter og udbytter:		
Renter (netto)	100.478	95.404
I alt renter og udbytter	100.478	95.404
2 Kursgevinster og -tab:		
Obligationer	80.240	4.400
I alt kursgevinster og -tab	80.240	4.400
Ordinært resultat før omkostning m.v.	180.718	99.804
3 Administrationsomkostninger	21.652	17.129
Årets nettoresultat	159.066	82.675
Formuebevægelser:		
Udlodningsregulering	8.606	21.314
Overført fra sidste år	2.184	1.303
I alt formuebevægelser	10.790	22.617
Til disposition	169.856	105.292
4 Til rådighed for udlodning	128.579	140.290
Udlodning vedr. cirk. beviser 5,00%	123.489	138.106
Overført til udlodning næste år	5.090	2.184
Overført til formuen	41.277	-34.998

Status

Note	2004 i 1.000 kr.	2003 i 1.000 kr.
Aktiver:		
Likvide midler:		
Indestående i depotselskab	18.584	5.572
I alt likvide midler	18.584	5.572
6 Obligationer:		
Noterede obl. fra dk udstedere	2.741.901	2.193.805
I alt obligationer m.v.	2.741.901	2.193.805
Andre aktiver:		
Tilgodehavende renter, udbytte m.v.	33.395	32.623
Andre tilgodehavender	0	100
I alt andre aktiver	33.395	32.723
Aktiver i alt	2.793.880	2.232.100
Passiver:		
5 Medlemmernes formue	2.793.866	2.232.086
Anden gæld:		
Ikke hævet udlodning tidligere år	14	14
I alt anden gæld	14	14
Passiver i alt	2.793.880	2.232.100

Noter til resultatopgørelsen

Note	2004 i 1.000 kr.	2003 i 1.000 kr.	
1 Renter og udbytter:			
Renter (netto):			
Indestående i depotselskab	413	536	
Noterede obligationer fra danske udstedere	100.062	94.806	
Noterede obligationer fra udenlandske udstedere	0	58	
I alt renteindtægter	100.475	95.400	
Øvrige indtægter	3	4	
I alt renter (netto)	100.478	95.404	
2 Kursgevinster og -tab:			
Obligationer			
Noterede obligationer fra danske udstedere	80.240	4.391	
Noterede obligationer fra udenlandske udstedere	0	9	
I alt kursgevinst og -tab, obligationer	80.240	4.400	
I alt kursgevinster og -tab	80.240	4.400	
3 Administrationsomkostninger:	Direkte	Fælles	I alt
Honorar til bestyrelse m.v.	0	51	88
Løn til direktion	0	154	188
Løn til personale	0	244	231
Honorar til revisorer	0	91	71
Husleje og intern leje egne ejendomme	0	7	9
Kontorhold m.v.	0	38	78
IT-omkostninger	0	248	350
Markedsføringsomkostninger	0	11.787	9.404
Gebyrer til depotselskab	460	1.052	1.137
Andre omkostninger i.f.m. formueplejen	0	7.304	5.102
Øvrige omkostninger	0	216	471
I alt opdelte administrationsomkostninger	460	21.192	
I alt administrationsomkostninger		21.652	17.129
4 Til rådighed for udlodning:			
Renter og udbytte	100.478	95.404	
Kursgevinst til udlodning	38.963	39.398	
Administrationsomkostninger til modregning	21.652	17.129	
Udlodningsregulering ved emission/indløsning	8.606	21.314	
Udlodning overført fra sidste år	2.184	1.303	
I alt til rådighed for udlodning netto	128.579	140.290	

Noter til status

	Cirkulerende beviser	Formue værdi 2004	Formue værdi 2003
5 Medlemmernes formue:			
Medlemmernes formue (primo)	1.972.947	2.232.086	1.822.051
Udlodning fra sidste år		-138.106	-88.043
Ændring i udbetalt udlodning pga. emission/indløsning		5.689	10.039
Emissioner i året	697.609	763.160	630.407
Indløsninger i året	200.773	-228.552	-225.043
Netto emissionsindtægter/fradrag		523	0
Udlodningsreg. ved emission/indløs.		-8.606	-21.314
Overført til udlodning fra sidste år		-2.184	-1.303
Overført til udlodning næste år		5.090	2.184
Foreslået udlodning		123.489	138.106
Overført fra resultatopgørelse		41.277	-34.998
I alt medlemmernes formue	2.469.783	2.793.866	2.232.086
6 Obligationer:			
Noterede obligationer fra danske udstedere			
Udstedt i danske kroner			
			2004
Papirnavn:	Nom. værdi i 1.000	Kurs	Kursværdi i 1.000
Danmark		98,14% af formuen	
2,00% Kommunekredit 2024	69.000	73,65	50.819
2,00% Nykredit 2007	40.000	99,31	39.722
2,00% Realk. Danmark 2007	151.700	99,20	150.486
2,00% Skibskreditfond 2013	245.100	89,30	218.874
3,00% Skibskreditfond 2006	118.000	100,60	118.708
4,00% Kommunekredit 2022	48.722	99,00	48.235
4,00% Kommunekredit 2025	3.876	98,00	3.798
4,50% BRFKredit 2014	13.235	101,00	13.368
5,00% BRFKredit 2017	60.096	103,00	61.899
5,00% Totalkredit 2019	43.282	102,55	44.386
5,00% Totalkredit 2022	14.407	102,00	14.695
5,00% Totalkredit 2025	91.113	101,85	92.798
6,00% Realk. Danmark 2014	34.187	104,10	35.588
7,00% Jydsk Husmands 2011	877	104,50	916
7,00% Nykredit 2016	75.917	106,70	81.003
7,00% Realk. Danmark 2016	36.707	106,50	39.093
8,00% Realk. Danmark 2026	23.468	112,50	26.401
5,00% Totalkredit 2014	45.637	103,55	47.257
7,00% Danske Kredit 2011	1.783	105,50	1.881
8,00% Nykredit 2026	26.260	112,00	29.411
2,00% BRFKredit 2008	11.000	98,70	10.857
2,00% Nykredit 2008	21.250	98,90	21.016
2,00% Realk. Danmark 2008	84.000	98,56	82.790
2,00% Storebælt 2023	30.000	72,77	21.830
3,00% Skibskreditfond 2007	106.600	100,50	107.133
3,00% Skibskreditfond 2008	27.500	100,15	27.541
3,00% Skibskreditfond 2009	69.100	99,65	68.858
4,00% Husejerne Kredit 2024	8.227	97,50	8.021
4,00% Nordea Kredit 2008	83.000	103,25	85.698
4,00% Nykredit 2011	500	102,52	513
4,00% Realk. Danmark 2011	29.630	102,84	30.471
4,50% Københavns Hyp. 2007	2.090	102,10	2.134
5,00% BRFKredit 2005	3	101,30	3
5,00% Danske Kredit 2009	2.951	101,00	2.981
5,00% DLR Kredit 2022	13.729	102,00	14.004
5,00% Jydsk Hyp. 2007	278	100,50	279
5,00% Københavns Hyp. 2007	2.099	101,00	2.120
5,00% Nordea Kredit 2014	18.291	103,40	18.913
5,00% Nykredit 2016	4.080	102,00	4.162
6,00% BRFKredit 2012	7.058	104,15	7.351
6,00% DLR Kredit 2014	6.873	106,00	7.286
6,00% Østift. Kredit 2017	1.805	104,00	1.877
6,00% Totalkredit 2014	16.755	104,00	17.425



Afdeling 20, Danske Obligationer *Noter til status*

Note			2004
6	Papirnavn:	Nom. værdi i 1.000	Kurs Kursværdi i 1.000
	7,00% BRFkredit 2009	1.166	103,25 1.204
	7,00% DLR Kredit 2016	19.336	105,00 20.303
	7,00% Jyllands Kredit 2013	278	104,90 292
	7,00% Kbh's Kredit 2017	2.032	108,50 2.204
	7,00% Nykredit 2014	7.202	106,90 7.699
	7,00% Realk. Danmark 2011	14.172	105,75 14.987
	8,00% Totalkredit 2026	4.672	108,75 5.081
	4,00% Dansk Stat 2008	54.850	103,69 56.874
	4,00% Dansk Stat 2015	494.000	101,34 500.620
	4,00% Nordea Kredit 2014	24.000	101,78 24.427
	6,00% Dansk Stat 2009	100	112,67 113
	7,00% BRFkredit 2019	18.905	105,90 20.020
	2,00% Realk. Danmark 2009	50.000	97,25 48.625
	4,00% Realk. Danmark 2025	4.800	97,25 4.668
	5,00% Dansk Stat 2005	100	101,57 102
	7,00% Dansk Stat 2007	100	111,55 112
	7,00% Østif. Kredit 2011	18.134	106,50 19.313
	4,00% Nykredit 2025	84.680	97,33 82.414
	4,00% Realk. Danmark 2035	27.500	94,44 25.971
	0,00% SKBV 2005 II	50.000	99,31 49.657
	2,00% BRFkredit 2009	65.000	97,25 63.212
	2,00% Nykredit 2009	52.500	97,11 50.980
	4,00% Nykredit 2035	17.500	94,40 16.520
	4,00% Totalkredit 2025	25.000	97,25 24.312
	Kursværdi obligationer		2.702.311
	Kursværdi udtrukne obligationer		39.590
	I alt noterede obligationer fra danske udstedere		2.741.901
	I alt 98,14% af formuen		

Specialforeningen Sparinvest



Hammershøj, den 22. februar 2004

Bestyrelsen og direktionen har dags dato behandlet og vedtaget årsrapporten for 2004 for Specialforeningen Sparinvest. Årsrapporten er aflagt i overensstemmelse med Lov om investeringsforeninger og specialforeninger samt andre kollektive investeringsordninger m.v., samt de retningslinier, der følger af bekendtgørelsen om investeringsforeningers og specialforeningers regnskaber. Årsrapporten opfylder de af Københavns Fondsbørs stillede krav til regnskabsaflæggelse for investeringsforeninger.

Vi anser den valgte regnskabspraksis for hensigtsmæssig, således at årsrapporten giver et retvisende billede af specialforeningens aktiver og passiver, finansielle stilling samt resultatet.

Årsrapporten indstilles til generalforsamlingens godkendelse.

Direktion ID-Sparinvest A/S:

Peter Møller Lassen

Ulla Heurlin

Bestyrelsen:

Ole Bjørn
Formand

Flemming Skov Jensen

Verner Puggaard

Jørgen Kjældgaard

Finn Jeppe Nielsen

Niels Fog

Linda Nielsen

Til medlemmerne i Specialforeningen Sparinvest

Vi har revideret årsrapporten 2004 for Specialforeningen Sparinvest, Afdeling 1, Indeksobligationer og Afdeling 2, KFX Aktier, der aflægges efter Lov om investeringsforeninger og specialforeninger samt andre kollektive investeringsordninger m.v. og de krav, som Københavns Fondsbørs i øvrigt stiller til regnskabsaflæggelse for børsnoterede foreninger.

Specialforeningens ledelse har ansvaret for årsrapporten. Vores ansvar er på grundlag af vores revision, at udtrykke en konklusion om årsrapporten.

Den udførte revision

Vi har udført vores revision i overensstemmelse med danske revisionsstandarder. Disse standarder kræver, at vi tilrettelægger og udfører revisionen med henblik på at opnå høj grad af sikkerhed for, at årsrapporten ikke indeholder væsentlig fejlinformation. Revisionen omfatter stikprøvevis undersøgelse af information, der understøtter de i årsrapporten anførte beløb og oplysninger. Revisionen omfatter endvidere stillingtagen til den af ledelsen anvendte regnskabspraksis og til de væsentlige skøn, som ledelsen har udøvet, samt vurdering af den samlede præsentation af årsrapporten. Det er vores opfattelse, at den udførte revision giver et tilstrækkeligt grundlag for vor konklusion.

Revisionen har ikke givet anledning til forbehold.

Konklusion

Det er vores opfattelse, at årsrapporten giver et retvisende billede af afdelingernes aktiver, passiver og finansielle stilling pr. 31. december 2004 samt af resultatet af afdelingernes aktiviteter for regnskabsåret 2004 i overensstemmelse med Lov om investeringsforeninger og specialforeninger samt andre kollektive investeringsordninger m.v. og de krav, som Københavns Fondsbørs i øvrigt stiller til regnskabsaflæggelse for børsnoterede foreninger.

Århus, den 22. februar 2005

RSM plus

Statsautoriseret revisionsaktieselskab

København, den 22. februar 2005

Ernst & Young

Statsautoriseret revisionsaktieselskab

Carsten Mikkelsen
Statsautoriseret revisor

Karl-Erik Graversen
Statsautoriseret revisor

Carsten Collin
Statsautoriseret revisor

Poul Mærkedahl
Statsautoriseret revisor

Årsberetning 2004

Indre værdi pr. 31. december 2004 udgjorde 159,69, hvilket svarer til en værdistigning inkl. geninvestering af udbytte (DKK 3,75) på 7,4% i 2004. Indeksobligationen 2,5% RD 2026 steg med 6,9% i samme periode.

Regnskabsresultat

Afdelingen fik i 2004 et driftsresultat på DKK 30,9 mio., heraf udgør renter DKK 10,7 mio. og kursgevinster DKK 23,9 mio. De samlede omkostninger udgør DKK 3,7 mio.

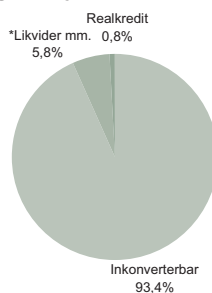
Fremtiden

Renteudviklingen i Danmark har i flere år være præget af den globale renteutvikling, og det vil også være tilfældet for 2005. Udsigterne er uensartede, idet der forventes faldende obligationspriser i midten af 2005, men attraktive kurser først og sidst på året. Stigende inflation var i perioder af 2004 et tema, og det kan tænkes at komme på dagsordenen igen i perioder af 2005 og påvirke obligationsmarkedet.

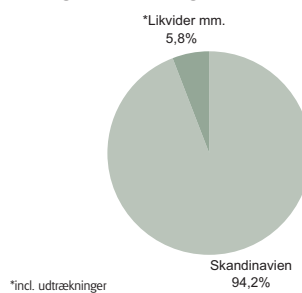
Nøgletal for risiko - 5 år.

Sharpe Ratio	1,04
Standardafvigelse	2,03
Sharpe Ratio (benchmark)	1,01
Standardafvigelse	4,16

Obligationstyper



Geografisk fordeling



5 største beholdninger

Papir	Nominel værdi	Kurs	Valutakurs	Kursværdi
2,50% Nykredit 2041	25.168.264	224,12	100,00	56.406.527
2,50% Landsbank. Real 2050	18.533.913	232,68	100,00	43.124.427
2,50% Realk. Danmark 2026	16.915.629	233,34	100,00	39.470.422
2,50% Kommunekredit 2050	16.493.473	230,90	100,00	38.084.229
2,50% Realk. Danmark 2046	13.609.210	233,34	100,00	31.755.324

Nøgletal

	2004	2003	2002	2001	2000
Årets afkast i %	7,35	6,55	7,95	6,00	2,12
Benchmarkafkast i %	6,86	6,28	11,21	5,21	2,17
Udvikling i indre værdi (inkl. udbytte)	159,69	152,44	147,46	139,85	135,67
Årets nettoresultat i 1.000 kr.	30.947	26.731	31.621	23.813	4.111
Årets udlodning pr. andel i kr.	3,50	3,75	4,50	3,25	3,75
Cirkulerende kapital i 1.000 kr.	281.217	281.217	291.217	293.717	308.716
Medlemmernes formue i 1.000 kr.	449.080	428.679	429.436	410.803	418.827
Årlige omkostninger i % af gennemsnitlig formue	0,85	0,87	0,86	0,78	0,70
Årlige omkostninger i 1.000 kr.	3.696	3.677	3.548	3.217	1.548
Omsætningshastighed	0,04	0,00	0,17	0,09	0,33
Værdipapiromsætning kursværdi af køb i 1.000 kr.	38.668	17.226	90.669	62.397	312.264
Værdipapiromsætning kursværdi af salg i 1.000 kr.	10.911	6.204	66.999	57.828	78.736
Værdipapiromsætning	49.580	23.430	157.668	120.225	391.000
Kurtage m.v. i % af gennemsnitlig formue	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Skattekurs	159,00	151,80	147,46	139,90	135,70



Resultatopgørelse

Note	2004 i 1.000 kr.	2003 i 1.000 kr.
1 Renter og udbytter:		
Renter (netto)	10.730	10.727
I alt renter og udbytter	10.730	10.727
2 Kursgevinster og -tab:		
Obligationer	23.913	19.681
I alt kursgevinster og -tab	23.913	19.681
Ordinært resultat før omkostning m.v.	34.643	30.408
3 Administrationsomkostninger	3.696	3.677
Årets nettoresultat	30.947	26.731
Formuebevægelser:		
Udlodningsregulering	0	-51
Overført fra sidste år	104	483
I alt formuebevægelser	104	432
Til disposition	31.051	27.163
4 Til rådighed for udlodning	10.544	10.650
Udlodning vedr. cirk. beviser 3,50%	9.843	10.546
Overført til udlodning næste år	701	104
Overført til formuen	20.507	16.513

Status

Note	2004 i 1.000 kr.	2003 i 1.000 kr.
Aktiver:		
Likvide midler:		
Indestående i depotselskab	3.323	1.409
I alt likvide midler	3.323	1.409
Obligationer:		
6 Noterede obl. fra danske udstedere	440.468	421.985
I alt obligationer m.v.	440.468	421.985
Andre aktiver:		
Tilgodehavende renter, udbytte m.v.	5.289	5.285
I alt andre aktiver	5.289	5.285
Aktiver i alt	449.080	428.679
Passiver:		
5 Medlemmernes formue	449.080	428.679
Passiver i alt	449.080	428.679

Noter til resultatopgørelsen

Note	2004		2003	
	i 1.000 kr.		i 1.000 kr.	
1 Renter og udbytte:				
Renter (netto):				
Indestående i depotselskab	92	104		
Noterede obligationer fra danske udstedere	10.638	10.623		
I alt renteindtægter	10.730	10.727		
I alt renter (netto)	10.730	10.727		
2 Kursgevinster og -tab:				
Obligationer				
Noterede obligationer fra danske udstedere	23.913	19.681		
I alt kursgevinst og -tab, obligationer	23.913	19.681		
I alt kursgevinster og -tab	23.913	19.681		
3 Administrationsomkostninger:	Direkte	Fælles	I alt	
Honorar til bestyrelse m.v.	0	25	38	
Løn til direktion	0	75	81	
Løn til personale	0	118	99	
Honorar til revisorer	0	44	30	
Husleje og intern leje egne ejendomme	0	3	4	
Kontorhold m.v.	0	18	33	
IT-omkostninger	0	120	150	
Markedsføringsomkostninger	0	1.011	1.137	
Gebyrer til depotselskab	39	191	236	
Andre omkostninger i.f.m. formueplejen	0	1.947	1.769	
Øvrige omkostninger	0	105	100	
I alt opdelte administrationsomkostninger	39	3.657	3.677	
I alt administrationsomkostninger		3.696	3.677	
4 Til rådighed for udlodning:				
Renter og udbytte	10.730	10.727		
Kursgevinst til udlodning	3.406	3.168		
Administrationsomkostninger til modregning	3.696	3.677		
Udlodningsregulering ved emission/indløsning	0	-51		
Udlodning overført fra sidste år	104	483		
I alt til rådighed for udlodning netto	10.544	10.650		

Noter til status

	Cirkulerende beviser	Formue	
		værdi 2004	Formue værdi 2003
5 Medlemmernes formue:			
Medlemmernes formue (primo)	281.217	428.679	429.436
Udlodning fra sidste år		-10.546	-13.105
Ændring i udbetalt udlodning pga. emission/indløsning		0	450
Emissioner i året	0	0	0
Indløsninger i året	0	0	-14.848
Netto emissionsindtægter/fradrag		0	15
Udlodningsreg. ved emission/indløn.		0	51
Overført til udlodning fra sidste år		-104	-483
Overført til udlodning næste år		701	104
Foreslået udlodning		9.843	10.546
Overført fra resultatopgørelse		20.507	16.513
I alt medlemmernes formue	281.217	449.080	428.679
6 Obligationer:			
Noterede obligationer fra danske udstedere - Indeksfaktor 219,51			
Udstedt i danske kroner			
			2004
Papirnavn:	Nom. værdi i 1.000	Kurs	Kursværdi i 1.000
Danmark		98,08% af formuen	
2,50% BRFKredit 2011	263	106,90	617
2,50% BRFKredit 2018	282	100,00	618
2,50% BRFKredit 2020	607	104,00	1.385
2,50% BRFKredit 2023	3.000	105,65	6.958
2,50% BRFKredit 2026	8.907	106,75	20.871
2,50% BRFKredit 2044	849	106,00	1.976
2,50% BRFKredit 2047	7.434	105,90	17.282
2,50% BRFKredit 2050	11.007	105,75	25.551
2,50% DLR Kredit 2007	748	102,50	1.683
2,50% IRF 2010	113	101,15	251
2,50% Jyllands Kredit 2020	303	104,15	692
2,50% Kommunekredit 2009	795	102,90	1.796
2,50% Kommunekredit 2014	7.021	107,00	16.491
2,50% Kommunekredit 2017	6.500	107,60	15.352
2,50% Kommunekredit 2026	651	105,85	1.512
2,50% Kommunekredit 2047	4.246	105,90	9.869
2,50% Kommunekredit 2050	16.493	105,19	38.085
2,50% Landsbank. Real 2050	18.534	106,00	43.125
2,50% Nykredit 2010	1.441	112,00	3.542
2,50% Nykredit 2026	5.714	106,30	13.334
2,50% Nykredit 2041	25.168	102,10	56.407
2,50% Nykredit 2044	1.044	106,10	2.432
2,50% Realk. Danmark 2010	1.302	111,00	3.173
2,50% Realk. Danmark 2020	1.787	104,00	4.079
2,50% Realk. Danmark 2023	4.323	105,45	10.007
2,50% Realk. Danmark 2026	16.916	106,30	39.471
2,50% Realk. Danmark 2046	13.609	106,30	31.756
2,50% Skibskreditfond 2008	2.574	103,00	5.820
2,50% Skibskreditfond 2009	2.613	102,90	5.902
2,50% Skibskreditfond 2010	6.848	104,00	15.633
4,00% Skibskreditfond 2007	1.498	102,50	3.369
4,00% Skibskreditfond 2008	1.563	104,50	3.586
4,00% Skibskreditfond 2009	932	104,85	2.145
2,50% Nykredit 2047	7.872	105,50	18.230
Kursværdi obligationer			423.000
Kursværdi udtrukne obligationer			17.468
I alt noterede obligationer fra danske udstedere			440.468
I alt 98,08% af formuen			



Årsberetning 2004

Indre værdi pr. 31. december 2004 udgjorde 180,90, hvilket svarer til en værdistigning inkl. geninvestering af udbytte (DKK 1,5) på 18,3% i 2004. Benchmark, Københavns Fondsbørs' KFX-indeks steg i samme periode 17,3%. KFX-indekset er Københavns Fondsbørs' ledende aktieindeks. Det består af de 20 aktier, som er de mest omsatte i handelssystemet i den forudgående periode.

Fremtiden

Forventningerne til et muligt europæisk rentefald i 2005, kombineret med gode vækstudsigter regionalt, kan betyde fortsat fremgang i den økonomiske udvikling i Danmark. Aktiemarkedene har i en vis udstrækning allerede taget højde for dette gennem pæne stigninger de sidste to år, og derfor kan markederne, især midt på året, blive noget svingende.

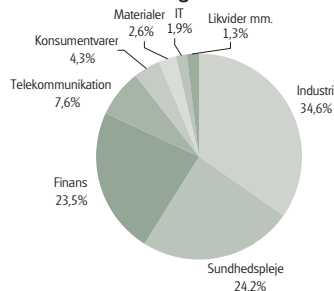
Regnskabsresultat

Afdelingen fik i 2004 et driftsresultat på DKK 32,1 mio., heraf udgør renter og udbytter DKK 3,9 mio. og kursgevinster DKK 30,2 mio. De samlede omkostninger udgør DKK 2,0 mio.

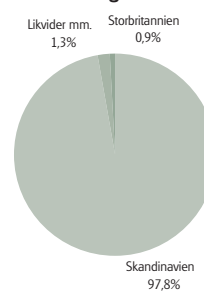
Nøgletal for risiko - 5 år.

Sharpe Ratio	-0,02
Standardafvigelse	19,57
Sharpe Ratio (benchmark)	-0,28
Standardafvigelse	22,63

Sektorfordeling



Geografisk fordeling



5 største beholdninger

Papir	Antal stk.	Kurs	Valutakurs	Kursværdi
Danske Bank A/S	209.108	167,75	100,00	35.077.867
A.P. Møller-Mærsk B	678	45200,00	100,00	30.645.600
A.P. Møller-Mærsk A	680	44900,00	100,00	30.532.000
Novo Nordisk A/S B	93.223	299,00	100,00	27.873.677
TDC A/S	68.129	231,75	100,00	15.788.896

Nøgletal

	2004	2003	2002	2001	2000
Årets afkast i %	18,32	22,51	-25,17	-12,01	22,48
Benchmarkafkast i %	17,32	22,49	-26,32	-13,75	22,77
Udvikling i indre værdi (inkl. udbytte)	180,90	154,25	127,23	171,75	196,55
Årets nettoresultat i 1.000 kr.	32.133	38.195	-50.901	-23.946	29.495
Årets udlodning pr. andel i kr.	1,50	1,50	1,25	1,75	1,25
Cirkulerende kapital i 1.000 kr.	115.335	112.975	123.675	114.275	84.397
Medlemmernes formue i 1.000 kr.	208.640	174.263	157.355	196.273	165.881
Årlige omkostninger i % af gennemsnitlig formue	1,00	1,03	1,03	0,95	0,90
Årlige omkostninger i 1.000 kr.	1.994	1.811	1.824	1.781	1.403
Omsætningshastighed	0,04	0,19	0,03	0,01	0,47
Værdipapiromsætning kursværdi af køb i 1.000 kr.	20.667	63.372	32.605	50.527	80.720
Værdipapiromsætning kursværdi af salg i 1.000 kr.	18.911	79.780	6.899	2.560	79.139
Værdipapiromsætning	39.579	143.152	39.505	53.087	159.859
Kurtage m.v. i % af gennemsnitlig formue	0,02	0,09	0,01	0,00	0,00
Skattekurs	182,47	156,40	130,37	174,68	200,48

Resultatopgørelse

Note	2004 i 1.000 kr.	2003 i 1.000 kr.
1 Renter og udbytter:		
Renter (netto)	32	116
Udbytter	3.882	3.510
I alt renter og udbytter	3.914	3.626
2 Kursgevinster og -tab:		
Kapitalandele	30.213	36.380
I alt kursgevinster og -tab	30.213	36.380
Ordinært resultat før omkostning m.v.	34.127	40.006
3 Administrationsomkostninger	1.994	1.811
Årets nettoresultat	32.133	38.195
Formuebevægelser:		
Udlodningsregulering	-45	-279
Overført fra sidste år	125	284
I alt formuebevægelser	80	5
Til disposition	32.213	38.200
4 Til rådighed for udlodning	2.000	1.820
Udlodning vedr. cirk. beviser 1,50%	1.730	1.695
Overført til udlodning næste år	270	125
Overført til formuen	30.213	36.380

Status

Note	2004 i 1.000 kr.	2003 i 1.000 kr.
Aktiver:		
Likvide midler:		
Indestående i depotselskab	2.662	361
I alt likvide midler	2.662	361
6 Kapitalandele:		
Noterede aktier fra danske selskaber	197.624	167.581
Noterede aktier fra udenl. selskaber	7.186	5.470
Unot. kapitalandele fra danske selsk.	1.204	893
I alt kapitalandele	206.014	173.944
Aktiver i alt	208.676	174.305
Passiver:		
5 Medlemmernes formue	208.640	174.263
Anden gæld:		
Ikke hævet udlodning tidligere år	36	42
I alt anden gæld	36	42
Passiver i alt	208.676	174.305



Noter til resultatopgørelsen

Note	2004 i 1.000 kr.	2003 i 1.000 kr.	
1 Renter og udbytte:			
Renter (netto):			
Indestående i depotselskab	19	27	
I alt renteindtægter	19	27	
Øvrige indtægter	13	89	
I alt renter (netto)	32	116	
Udbytte:			
Noterede aktier fra danske selskaber	3.646	3.265	
Noterede aktier fra udenlandske selskaber	277	284	
Unoterede kapitalandele danske selskaber	0	4	
Ikke refunderbar udbytteskat	-41	-43	
I alt udbytte	3.882	3.510	
2 Kursgevinster og -tab:			
Kapitalandele			
Noterede aktier fra danske selskaber	29.239	34.417	
Noterede aktier fra udenlandske selskaber	974	1.705	
Unoterede kapitalandele danske selskaber	0	258	
I alt kursgevinst og -tab, kapitalandele	30.213	36.380	
I alt kursgevinster og -tab	30.213	36.380	
3 Administrationsomkostninger:	Direkte	Fælles	I alt
Honorar til bestyrelse m.v.	0	9	10
Løn til direktion	0	26	22
Løn til personale	0	42	27
Honorar til revisorer	0	16	8
Husleje og intern leje egne ejendomme	0	1	1
Kontorhold m.v.	0	6	9
IT-omkostninger	0	43	41
Markedsføringsomkostninger	0	679	665
Gebyrer til depotselskab	110	145	273
Andre omkostninger i.f.m. formueplejen	0	880	726
Øvrige omkostninger	0	37	29
I alt opdelte administrationsomkostninger	110	1.884	1.811
I alt administrationsomkostninger	1.994	1.811	
4 Til rådighed for udlodning:			
Renter og udbytte	3.914	3.626	
Kursgevinst til udlodning	0	0	
Administrationsomkostninger til modregning	1.994	1.811	
Udlodningsregulering ved emission/indløsning	-45	-279	
Udlodning overført fra sidste år	125	284	
I alt til rådighed for udlodning netto	2.000	1.820	

Noter til status

	Cirkulerende beviser	Formue værdi 2004	Formue værdi 2003
5 Medlemmernes formue:			
Medlemmernes formue (primo)	112.975	174.263	157.355
Udlodning fra sidste år		-1.695	-1.546
Ændring i udbetalt udlodning pga. emission/indløsning		-65	-35
Emissioner i året	8.060	13.807	24.053
Indløsninger i året	5.700	-9.930	-44.051
Netto emissionsindtægter/fradrag		127	292
Udlodningsreg. ved emission/indløn.		45	279
Overført til udlodning fra sidste år		-125	-284
Overført til udlodning næste år		270	125
Foreslået udlodning		1.730	1.695
Overført fra resultatopgørelse		30.213	36.380
I alt medlemmernes formue	115.335	208.640	174.263
6 Kapitalandele:			
Noterede aktier fra danske selskaber - brancheopdelt			
Udstedt i danske kroner			2004
Papirnavn:	Antal stk.	Kurs	Kursværdi i 1.000
Materialer		2,58% af formuen	
Novozymes A/S B	19.389	278,00	5.390
I alt materialer			5.390
Industrivarer		1,90% af formuen	
Vestas Wind Systems A/S	58.365	68,00	3.969
I alt industrivarer			3.969
Kommercielle serviceleverandører		1,94% af formuen	
ISS A/S	13.255	305,50	4.049
I alt kommercielle serviceleverandører			4.049
Transport		31,81% af formuen	
A.P. Møller-Mærsk A	680	44.900,00	30.532
A.P. Møller-Mærsk B	678	45.200,00	30.646
DSV B	6.225	371,00	2.309
Københavns Lufthavne	2.480	1.163,00	2.884
I alt transport			66.371
Fødevarer, drikkevarer & tobak		4,32% af formuen	
Carlsberg A/S B	13.333	277,00	3.693
Danisco A/S	15.945	334,00	5.326
I alt fødevarer, drikkevarer & tobak			9.019
Sundhedsartikler		6,52% af formuen	
Coloplast B	14.288	300,50	4.294
GN Store Nord A/S	65.872	59,00	3.886
William Demant Holding	21.069	257,00	5.415
I alt sundhedsartikler			13.595
Medicin & bioteknologi		17,63% af formuen	
H. Lundbeck A/S	73.059	122,00	8.913
Novo Nordisk A/S B	93.223	299,00	27.874
I alt medicin & bioteknologi			36.787
Banker		19,03% af formuen	
Danske Bank A/S	209.108	167,75	35.078
Iyske Bank	22.480	206,00	4.631
I alt banker			39.709
Forsikring		1,41% af formuen	
Topdanmark A/S	6.835	431,00	2.946
I alt forsikring			2.946

Note
6

Papirnavn:	Antal stk.	Kurs	2004 Kursværdi i 1.000
Telekommunikationsservice	7,57% af formuen		
TDC A/S	68.129	231,75	15.789
I alt telekommunikationsservice			15.789
I alt noterede aktier fra danske selskaber			197.624
I alt 94,76% af formuen			

Noterede aktier fra udenlandske selskaber - lande- & brancheopdelt
Udstedt i danske kroner

Papirnavn:	Antal stk.	Kurs	2004 Kursværdi i 1.000
Sverige - Banker	2,53% af formuen		
Nordea AB	95.245	55,50	5.286
I alt Sverige - Banker			5.286

Storbritannien - Kommercielle serviceleverandører 0,91% af formuen

Group 4 Securicor	128.398	14,80	1.900
I alt Storbritannien - Kommercielle serviceleverandører			1.900
I alt noterede aktier fra udenlandske selskaber			7.186
I alt 3,44% af formuen			

Unoterede kapitalandele fra danske selskaber
Udstedt i danske kroner

Papirnavn:	Antal stk.	Kurs	2004 Kursværdi i 1.000
	0,58% af formuen		
Sparinvest Holding	573	2.101,54	1.204
I alt unoterede kapitalandele fra danske selskaber			1.204
I alt 0,58% af formuen			



Investeringsforeningen Sparinvest Globale Vækstmarkeder

Hammershøj, den 22. februar 2005

Bestyrelsen og direktionen har dags dato behandlet og vedtaget årsrapporten for 2004 for Investeringsforeningen Sparinvest Globale Vækstmarkeder. Årsrapporten er aflagt i overensstemmelse med Lov om investeringsforeninger og specialforeninger samt andre kollektive investeringsordninger m.v., samt de retningslinier, der følger af bekendtgørelsen om investeringsforeningers og specialforeningers regnskaber. Årsrapporten opfylder de af Københavns Fondsbørs stillede krav til regnskabsaflæggelse for investeringsforeninger.

Vi anser den valgte regnskabspraksis for hensigtsmæssig, således at årsrapporten giver et retvisende billede af investeringsforeningens aktiver og passiver, finansielle stilling samt resultatet.

Årsrapporten indstilles til generalforsamlingens godkendelse.

Direktion ID-Sparinvest A/S:

Peter Møller Lassen

Ulla Heurlin

Bestyrelsen:

Ole Bjørn
Formand

Flemming Skov Jensen

Verner Puggaard

Jørgen Kjældgaard

Finn Jeppe Nielsen

Niels Fog

Linda Nielsen

Til medlemmerne i Investeringsforeningen Sparinvest Globale Vækstmarkeder

Vi har revideret årsrapporten 2004 for Investeringsforeningen Sparinvest Globale Vækstmarkeder, Afdeling 1, Globale Vækstmarkeder med Etiske Hensyn og Afdeling 2, Nye Obligationsmarkeder, der aflægges efter Lov om investeringsforeninger og specialforeninger samt andre kollektive investeringsordninger m.v. og de krav, som Københavns Fondsbørs i øvrigt stiller til regnskabsaflæggelse for børsnoterede foreninger.

Investeringsforeningens ledelse har ansvaret for årsrapporten. Vores ansvar er på grundlag af vores revision, at udtrykke en konklusion om årsrapporten.

Den udførte revision

Vi har udført vores revision i overensstemmelse med danske revisionsstandarder. Disse standarder kræver, at vi tilrettelægger og udfører revisionen med henblik på at opnå høj grad af sikkerhed for, at årsrapporten ikke indeholder væsentlig fejlinformation. Revisionen omfatter stikprøvevis undersøgelse af information, der understøtter de i årsrapporten anførte beløb og oplysninger. Revisionen omfatter endvidere stillingtagen til den af ledelsen anvendte regnskabspraksis og til de væsentlige skøn, som ledelsen har udøvet, samt vurdering af den samlede præsentation af årsrapporten. Det er vores opfattelse, at den udførte revision giver et tilstrækkeligt grundlag for vor konklusion.

Revisionen har ikke givet anledning til forbehold.

Konklusion

Det er vores opfattelse, at årsrapporten giver et retvisende billede af afdelingernes aktiver, passiver og finansielle stilling pr. 31. december 2004 samt af resultatet af afdelingernes aktiviteter for regnskabsåret 2004 i overensstemmelse med Lov om investeringsforeninger og specialforeninger samt andre kollektive investeringsordninger m.v. og de krav, som Københavns Fondsbørs i øvrigt stiller til regnskabsaflæggelse for børsnoterede foreninger.

Århus, den 22. februar 2005

RSM plus

Statsautoriseret revisionsaktieselskab

Carsten Mikkelsen
Statsautoriseret revisor

Karl-Erik Graversen
Statsautoriseret revisor

København, den 22. februar 2005

Ernst & Young

Statsautoriseret revisionsaktieselskab

Carsten Collin
Statsautoriseret revisor

Poul Mærkedahl
Statsautoriseret revisor



Globale Vækstmarkeder med Etiske Hensyn (PAL)

Beretning og nøgletal

Årsberetning 2004

Indre værdi pr. 31. december 2004 udgjorde 99,91, hvilket svarer til en værdistigning på 20,5% i 2004. Benchmark, IFCI Emerging Market steg i samme periode 15,4%. IFCI Emerging Market er et bredt udsnit af aktier i vækstmarkeder. Vækstmarkeder er defineret af Verdensbanken som lande, hvor bruttonationalproduktet pr. indbygger ikke overstiger 9.656 USD (1997).

Regnskabsresultat

Afdelingen fik i 2004 et driftsresultat på DKK 7,0 mio., heraf udgør renter og udbytter DKK 1,5 mio. og kursgevinster DKK 6,3 mio. De samlede omkostninger udgør DKK 0,8 mio. Afdelingen er akkumulerende og henvender sig udelukkende til pensionsopsparere og er derfor skattefri.

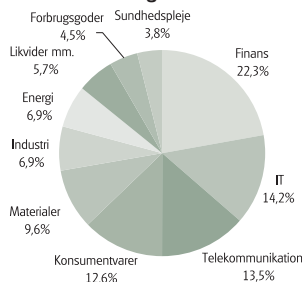
Fremtiden

De globale vækstmarkeder oplevede også i 2004 pæne fremgange. Tiltroen til en generel global økonomisk fremgang skabte optimisme på markederne, og det ventes at fortsætte specielt i første halvdel af 2005. Vækst i vesten vil fortsat være den drivende faktor for yderligere fremgange på vækstmarkederne, og en forventet opbremsning midt på året vil derfor kunne dæmpe den positive udvikling på disse markeder.

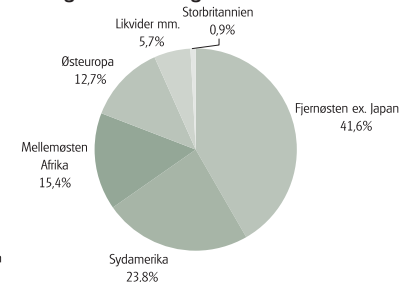
Nøgletal for risiko - 5 år.

Sharpe Ratio	-0,34
Standardafvigelse	21,33
Sharpe Ratio (benchmark)	0,57
Standardafvigelse	18,59

Sektorfordeling



Geografisk fordeling



5 største beholdninger

Papir	Antal stk.	Kurs	Valutakurs	Kursværdi
Samsung Electronics GDR	790	219,00	547,26	946.806
Petroleo Brasileiro SA ADR	2.700	36,21	547,26	535.035
HDFC Bank Ltd ADR	1.900	45,36	547,26	471.646
America Movil ADR	1.306	52,35	547,26	374.153
Cia Vale do Rio Doce ADR	2.500	24,38	547,26	333.552

Nøgletal

	2004	2003	2002	2001	2000
Årets afkast i %	20,45	23,76	-21,39	-4,58	-29,15
Benchmarkafkast i %	15,39	27,03	-20,83	3,78	-27,40
Udvikling i indre værdi (inkl. udbytte)	99,91	82,95	67,02	85,26	92,28
Årets nettoresultat i 1.000 kr.	6.997	14.665	-12.467	-8.736	-40.959
Årets udlodning pr. andel i kr. *	-	-	-	-	2,75
Cirkulerende kapital i 1.000 kr.	12.031	92.067	92.367	143.742	112.329
Medlemmernes formue i 1.000 kr.	12.021	76.365	61.905	122.558	103.655
Årlige omkostninger i % af gennemsnitlig formue	1,85	1,85	1,85	1,85	1,82
Årlige omkostninger i 1.000 kr.	785	1.228	1.571	2.212	2.248
Omsætningshastighed	0,09	0,28	0,18	0,40	1,07
Værdipapiromsætning kursværdi af køb i 1.000 kr.	6.362	17.719	17.908	91.122	146.160
Værdipapiromsætning kursværdi af salg i 1.000 kr.	75.646	18.785	67.191	56.685	137.037
Værdipapiromsætning	82.009	36.504	85.100	147.807	283.197
Kurtage m.v. i % af gennemsnitlig formue	0,14	0,67	0,31	0,54	1,06
Skattekurs	97,10	80,60	67,50	110,40	93,50

* Afdelingen blev omdannet til en PAL afdeling i 2001 og udbetaler ikke udbytte længere.

Globale Vækstmarkeder med Etske Hensyn (PAL)

Resultatopgørelse og status for regnskabsåret 2004

Resultatopgørelse

Note	2004 i 1.000 kr.	2003 i 1.000 kr.
1 Renter og udbytter:		
Renter (netto)	48	48
Udbytter	1.430	1.804
I alt renter og udbytter	1.478	1.852
2 Kursgevinster og -tab:		
Kapitalandele	6.331	14.051
Øvrige aktiver/passiver	-27	-10
I alt kursgevinster og -tab	6.304	14.041
Ordinært resultat før omkostninger m.v.	7.782	15.893
3 Administrationsomkostninger	785	1.228
Årets nettoresultat	6.997	14.665

Status

Note	2004 i 1.000 kr.	2003 i 1.000 kr.
Aktiver:		
Likvide midler:		
Indestående i depotselskab	610	2.753
I alt likvide midler	610	2.753
Kapitalandele:		
5 Noterede aktier fra udenl. selskaber	11.341	73.577
I alt kapitalandele	11.341	73.577
Andre aktiver:		
Tilgodehavende renter, udbytte m.v.	90	167
Andre tilgodehavender	0	1
I alt andre aktiver	90	168
Aktiver i alt	12.041	76.498
Passiver:		
4 Medlemmernes formue	12.021	76.365
Anden gæld:		
Skyldige omkostninger	20	133
I alt anden gæld	20	133
Passiver i alt	12.041	76.498



Globale Vækstmarkeder med Etske Hensyn (PAL)

Noter til resultatopgørelse og status

Noter til resultatopgørelsen

Note	2004 i 1.000 kr.	2003 i 1.000 kr.	
1 Renter og udbytter:			
Renter (netto):			
Indestående i depotselskab	48	48	
I alt renteindtægter	48	48	
I alt renter (netto)	48	48	
Udbytter:			
Noterede aktier fra udenlandske selskaber	1.660	1.970	
Ikke refunderbar udbytteskat	-230	-166	
I alt udbytte	1.430	1.804	
2 Kursgevinster og -tab:			
Kapitalandele			
Noterede aktier fra udenlandske selskaber	6.331	14.051	
I alt kursgevinst og -tab, kapitalandele	6.331	14.051	
Øvrige aktiver og passiver	-27	-10	
I alt kursgevinster og -tab	6.304	14.041	
3 Administrationsomkostninger:	Direkte	Fælles	I alt
Honorar til bestyrelse m.v.	0	4	8
Løn til direktion	0	11	18
Løn til personale	0	18	22
Honorar til revisorer	0	6	7
Husleje og intern leje egne ejendomme	0	1	1
Kontorhold m.v.	0	3	7
IT-omkostninger	0	18	33
Markedsføringsomkostninger	0	143	203
Gebyrer til depotselskab	27	87	157
Andre omkostninger i.f.m. formueplejen	288	163	750
Øvrige omkostninger	0	16	22
I alt opdeltede administrationsomkostninger	315	470	
I alt administrationsomkostninger		785	1.228

Noter til status

	Cirkulerende beviser	Formue værdi 2004	Formue værdi 2003	
4 Medlemmernes formue:				
Medlemmernes formue (primo)	92.067	76.365	61.905	
Emissioner i året	300	283	0	
Indløsninger i året	80.336	-72.152	-205	
Netto emissionsindtægter/fradrag		528	0	
Periodens resultat		6.997	14.665	
I alt medlemmernes formue	12.031	12.021	76.365	
5 Kapitalandele:				
Noterede aktier fra udenlandske selskaber - landeopdelt				
Udstedt i anden udenlandsk valuta				
Papirnavn:	Antal stk.	Kurs	Valutakurs	2004 Kursværdi i 1.000
Hong Kong - HKD				4,18% af formuen
China Mobile Ltd	7.000	26,35	70,41	130
Esprit Holdings Ltd	6.000	47,00	70,41	198
Picc Property & Casualty Co	9.278	2,70	70,41	18
Anhui Conch Cement Co Ltd	12.000	8,45	70,41	71
Gome Electrical App.Holding	6.000	7,05	70,41	30
Tsingtao Brewery Co	10.000	7,85	70,41	55
I alt Hong Kong				502
Storbritannien - GBP				0,90% af formuen
Anglo American PLC	833	12,32	1.050,68	108
I alt Storbritannien				108
Sydkorea - USD				17,90% af formuen
Hyundai Motor Co. GDR	1.300	26,00	547,26	185
Kookmin Bank ADR	1.315	39,08	547,26	281
KT Corp ADR	1.000	21,81	547,26	119
Samsung Electronics GDR	790	219,00	547,26	947
SK Telecom Co Ltd ADR	2.639	22,25	547,26	321
KT&G Corp GDR	3.700	14,70	547,26	298
I alt Sydkorea				2.151
Malaysia - MYR				2,09% af formuen
Resorts World	4.100	10,00	144,38	59
British American Tobacco	2.900	45,75	144,38	192
I alt Malaysia				251
Thailand - THB				0,39% af formuen
BEC World PCL - Foreign	21.100	15,70	14,09	47
I alt Thailand				47
Taiwan - USD				6,52% af formuen
Hon Hai Precision GDR	5.457	9,43	547,26	282
Taiwan Semiconductor ADR	4.744	8,49	547,26	220
Fubon Financial Holding GDR	3.200	10,05	547,26	176
Synnex Technology Intl. GDR	3.260	5,95	547,26	106
I alt Taiwan				784
Brasilien - USD				13,97% af formuen
Banco Itau Holding ADR	800	75,17	547,26	329
Cia Vale do Rio Doce ADR	2.500	24,38	547,26	334
Companhia de Bebidas ADR	1.000	28,33	547,26	155
Empresa Brasil de Aero ADR	1.100	33,44	547,26	201
Petroleo Brasileiro SA ADR	2.700	36,21	547,26	535
Unibanco ADR	724	31,72	547,26	126
I alt Brasilien				1.680
Egypten - USD				1,83% af formuen
Orascom Telecom Holding	1.900	21,12	547,26	220
I alt Egypten				220

Globale Vækstmarkeder med Etske Hensyn (PAL)

Noter til status

Note

Papirnavn:	Antal stk.	Kurs	Valutakurs	Kursværdi i 1.000
Ungarn - USD 3,92% af formuen				
Gedeon Richter GDR	300	124,00	547,26	204
OTP Bank GDR	800	61,00	547,26	267
I alt Ungarn				471
Indonesien - IDR - USD 2,40% af formuen				
Unilever Indonesia Tbk PT	83.500	3.300,00	0,06	162
Telekomunikasi Indonesia	1.100	21,02	547,26	127
I alt Indonesien				289
Indien - USD 8,11% af formuen				
HDFC Bank Ltd ADR	1.900	45,36	547,26	472
Infosys Technologies ADR	400	69,31	547,26	152
Ranbaxy Laboratories GDR	800	29,11	547,26	127
Reliance Industries GDR	1.600	25,62	547,26	224
I alt Indien				975
Mexico - MXN - USD 7,27% af formuen				
Wal-Mart De Mexico	13.483	38,29	49,09	254
Alfa S.A	6.000	57,00	49,09	168
America Movil ADR	1.306	52,35	547,26	374
Grupo Modelo SA	5.200	30,66	49,09	78
I alt Mexico				874
Polen - USD 1,27% af formuen				
Bank Pekao SA GDR	600	46,38	547,26	152
I alt Polen				152
Tyrkiet - TRL 2,35% af formuen				
Akbank	3.876.000	8.350,00	0,0004	131
Anadolu Efes Biracilik	1.365.000	27.250,00	0,0004	151
I alt Tyrkiet				282
Sydafrika - ZAR 13,55% af formuen				
African Bank Investment Ltd	13.232	18,30	97,14	235
Impala Platinum Hldgs Ltd	500	479,00	97,14	233
Imperial Holdings Ltd	1.565	104,00	97,14	158
Sappi Ltd	1.100	83,00	97,14	89
Standard Bank Group Ltd	5.091	65,80	97,14	325
Steinhoff Int Holdings Ltd	27.900	12,60	97,14	342
Massmart Holdings Ltd.	5.625	45,29	97,14	247
I alt Sydafrika				1.629
Argentina - USD 1,11% af formuen				
Tenaris SA Adr	500	48,90	547,26	134
I alt Argentina				134
Kroatien - USD 1,08% af formuen				
Pliva DD GDR	1.900	12,50	547,26	130
I alt Kroatien				130
Marokko - EUR 0,08% af formuen				
Maroc Telecom Com	162	8,41	743,86	10
I alt Marokko				10
Rusland - USD 4,03% af formuen				
Gazprom (Rao) Ads	800	35,50	547,26	155
Mobile Telesystems ADR	200	138,51	547,26	152
VimpelCom ADR	900	36,14	547,26	178
I alt Rusland				485
Chile - USD 1,39% af formuen				
Banco Santander-Chile ADR	900	33,86	547,26	167
I alt Chile				167
I alt noterede aktier fra udenlandske selskaber				11.341
I alt 94,34% af formuen				



Årsberetning 2004

Indre værdi pr. 31. december 2004 udgjorde 108,83, hvilket svarer til en værdistigning inkl. geninvestering af udbytte (DKK 6,5) på 5,2% i 2004. Benchmark, 70% JP Morgan EMBI Global Constrained og 30% JP Morgan ELMI+ (USD) steg i samme periode 9,3%. JP Morgan Global Constrained er statsobligationer i nye vækstmarkeder udstedt i USD. JP Morgan ELMI+ er statsobligationer i nye vækstmarkeder udstedt i lokal valuta.

Regnskabsresultat

Afdelingen fik i 2004 et driftsresultat på DKK 71,8 mio., heraf udgør renter DKK 72,9 mio. og kursgevinster DKK 23,8 mio. De samlede omkostninger udgør DKK 24,9 mio.

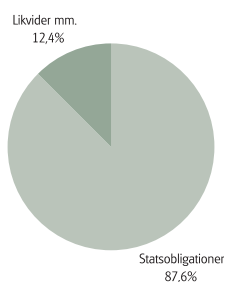
Fremtiden

2004 var generelt et positivt år for denne aktivklasse, dog mere positivt for visse regioner end andre. Mange midler blev fortsat investeret i de nye obligationsmarkeder i løbet af året, hvilket var med til at generere det positive billede. Tendensen kan fortsætte i 2005, omend stigende renter i vesten midt på året kan ramme nogle af de større markeder i denne aktivklasse. For andre regioner i aktivklassen er udsigterne dog mere entydigt positive. Finansieringsbehovene i disse lande er stadig dalende, og den økonomiske vækst er for opadgående, hvilket er positivt for obligationsmarkederne.

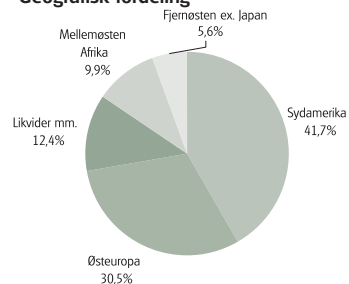
Nøgletal for risiko - 5 år.

Sharpe Ratio	1,07
Standardafvigelse	2,25
Sharpe Ratio (benchmark)	0,00
Standardafvigelse	0,39

Obligationstyper



Geografisk fordeling



5 største beholdninger

Papir	Nominal værdi	Kurs	Valutakurs	Kursværdi
4,625% Mexico 08-10-2008	16.000.000	101,16	547,26	88.576.505
2,75% Bulgaria 28-07-2011	15.000.000	90,91	547,26	74.625.681
11,25% Brazil 26-07-2007	8.000.000	115,00	547,26	50.347.460
14,50% Brazil 15-10-2009	6.000.000	132,36	547,26	43.460.803
10,00% Russia 26-06-2007	7.000.000	113,00	547,26	43.287.871

Nøgletal

	2004	2003	2002	2001	2000
Årets afkast i %	5,21	12,18	8,41	16,00	6,94
Benchmarkafkast i %	9,30	16,77	9,50	9,46	12,44
Udvikling i indre værdi (inkl. udbytte)	108,83	109,85	104,54	110,27	107,27
Årets nettoresultat i 1.000 kr.	71.761	127.513	62.754	77.308	24.821
Årets udlodning pr. andel i kr.	10,50	6,50	6,75	14,50	12,75
Cirkulerende kapital i 1.000 kr.	1.324.989	1.234.045	834.659	605.051	443.261
Medlemmernes formue i 1.000 kr.	1.441.938	1.355.646	872.540	667.199	475.473
Årlige omkostninger i % af gennemsnitlig formue	1,75	1,75	1,75	1,75	1,75
Årlige omkostninger i 1.000 kr.	24.947	20.723	13.751	9.393	7.344
Omsætningshastighed	0,76	2,29	2,49	1,58	1,51
Værdipapiromsætning kursværdi af køb i 1.000 kr.	1.435.941	3.228.965	2.296.901	1.010.554	808.298
Værdipapiromsætning kursværdi af salg i 1.000 kr.	1.219.963	2.648.049	1.829.277	884.174	680.394
Værdipapiromsætning	2.655.904	5.877.014	4.126.178	1.894.728	1.488.693
Kurtage m.v. i % af gennemsnitlig formue	0,18	0,58	0,60	0,09	0,00
Skattekurs	108,66	111,24	105,96	112,50	110,40

Resultatopgørelse

Note	2004 i 1.000 kr.	2003 i 1.000 kr.
1 Renter og udbytter:		
Renter (netto)	72.915	62.444
I alt renter og udbytter	72.915	62.444
2 Kursgevinster og -tab:		
Obligationer	-45.341	-63.250
Afledte finansielle instrumenter	78.220	169.284
Øvrige aktiver/passiver	-9.086	-20.242
I alt kursgevinster og -tab	23.793	85.792
Ordinært resultat før omkostning m.v.	96.708	148.236
3 Administrationsomkostninger	24.947	20.723
Årets nettoresultat	71.761	127.513
Formuebevægelser:		
Udlodningsregulering	-297	2.246
Overført fra sidste år	2.169	492
I alt formuebevægelser	1.872	2.738
Til disposition	73.633	130.251
4 Til rådighed for udlodning	139.374	82.382
Udlodning vedr. cirk. beviser 10,50%	139.124	80.213
Overført til udlodning næste år	250	2.169
Overført til formuen	-65.741	47.869

Status

Note	2004 i 1.000 kr.	2003 i 1.000 kr.
Aktiver:		
Likvide midler:		
Indestående i depotselskab	129.545	183.404
I alt likvide midler	129.545	183.404
6 Obligationer:		
Not. obl. fra udenlandske udstedere	1.254.505	1.039.385
Unoterede obligationer	8.993	83.630
I alt obligationer m.v.	1.263.498	1.123.015
Afledte finansielle instrumenter	20.952	31.253
Andre aktiver:		
Tilgodehavende renter, udbytte m.v.	28.835	18.472
Mellemværende vedr. handelsafvikling	0	387
I alt andre aktiver	28.835	18.859
Aktiver i alt	1.442.830	1.356.531
Passiver:		
5 Medlemmernes formue	1.441.938	1.355.646
Anden gæld:		
Skyldige omkostninger	892	885
I alt anden gæld	892	885
Passiver i alt	1.442.830	1.356.531



Noter til resultatopgørelsen

Note	2004 i 1.000 kr.	2003 i 1.000 kr.	
1 Renter og udbytter:			
Renter (netto):			
Indestående i depotselskab	1.239	1.137	
Noterede obligationer fra udenlandske udstedere	71.465	60.685	
Unoterede obligationer	211	457	
Andre renteindtægter	0	165	
I alt renteindtægter	72.915	62.444	
I alt renter (netto)	72.915	62.444	
2 Kursgevinster og -tab:			
Obligationer			
Noterede obligationer fra udenlandske udstedere	-53.975	-55.231	
Unoterede obligationer	8.634	-8.019	
I alt kursgevinst og -tab, obligationer	-45.341	-63.250	
Afledte finansielle instrumenter:			
Valutatermisforretninger/futures	78.220	169.284	
I alt kursgevinst og -tab, finansielle instrumenter	78.220	169.284	
Øvrige aktiver og passiver	-9.086	-20.242	
I alt kursgevinster og -tab	23.793	85.792	
3 Administrationsomkostninger:	Direkte	Fælles	I alt
Honorar til bestyrelse m.v.	0	200	210
Løn til direktion	0	604	449
Løn til personale	0	952	552
Honorar til revisorer	0	355	168
Husleje og intern leje egne ejendomme	0	27	21
Kontorhold m.v.	0	147	187
IT-omkostninger	0	970	836
Markedsføringsomkostninger	0	7.682	5.633
Gebyrer til depotselskab	67	847	721
Andre omkostninger i.f.m. formueplejen	3.556	8.694	11.386
Øvrige omkostninger	0	846	560
I alt opdelte administrationsomkostninger	3.623	21.324	
I alt administrationsomkostninger	24.947	20.723	
4 Til rådighed for udlodning:			
Renter og udbytte	72.915	62.444	
Kursgevinst til udlodning	89.534	37.923	
Administrationsomkostninger til modregning	24.947	20.723	
Udlodningsregulering ved emission/indløsning	-297	2.246	
Udlodning overført fra sidste år	2.169	492	
I alt til rådighed for udlodning netto	139.374	82.382	

Noter til status

Note	Cirkulerende beviser	Formue værdi 2004	Formue værdi 2003
5 Medlemmernes formue:			
Medlemmernes formue (primo)	1.234.045	1.355.646	872.540
Udlodning fra sidste år		-80.213	-56.339
Ændring i udbetalt udlodning			
pga. emission/indløsning		1.814	-959
Emissioner i året	207.844	217.437	412.197
Indløsninger i året	116.900	-125.237	-106
Netto emissionsindtægter/fradrag		730	800
Udlodningsreg. ved emission/indløn.		297	-2.246
Overført til udlodning fra sidste år		-2.169	-492
Overført til udlodning næste år		250	2.169
Foreslået udlodning		139.124	80.213
Overført fra resultatopgørelse		-65.741	47.869
I alt medlemmernes formue	1.324.989	1.441.938	1.355.646
6 Obligationer:			
Noterede obligationer fra udenlandske udstedere - landeopdelt			
Udstedt i anden udenlandsk valuta			
Papirnavn:	Nom. værdi	Kurs	Valutakurs
			2004 Kursværdi i 1.000
Philippinerne - USD - EUR		4,40% af formuen	
8,875% Philipp. 15-04-08	4.000.000	107,92	547,26
9,375% Philipp. 07-12-06	5.000.000	107,05	743,86
I alt Philippinerne			63.439
Brasilien - USD		7,40% af formuen	
11,25% Brazil 26-07-07	8.000.000	115,00	547,26
14,50% Brazil 15-10-09	6.000.000	132,36	547,26
8,29875% Brazil 29-06-09	2.000.000	118,50	547,26
I alt Brasilien			106.778
Mexico - MXN - USD		12,77% af formuen	
4,625% Mexico 08-10-08	16.000.000	101,16	547,26
2,7525% Mexico 13-01-09	5.000.000	101,50	547,26
6,75% Mexico 27-09-34	8.000.000	98,37	547,26
9,00% Mexico 27-12-07	50.000.000	100,74	49,09
I alt Mexico			184.145
Polen - PLN		3,75% af formuen	
5,75% Poland 24-06-08	30.000.000	98,63	182,70
I alt Polen			54.059
Tyrkiet - USD		2,14% af formuen	
9,875% Turkey 19-03-08	5.000.000	112,99	547,26
I alt Tyrkiet			30.917
Bulgarien - USD		5,18% af formuen	
2,75% Bulgaria 28-07-11	15.000.000	100,00	547,26
I alt Bulgarien			74.626
Columbia - USD - EUR		3,31% af formuen	
10,50% Colombia 09-07-10	4.000.000	116,50	547,26
11,375% Colombia 31-01-08	2.500.000	119,75	743,86
I alt Columbia			47.771
Kroatien - USD - EUR		1,91% af formuen	
4,625% Croatia 24-02-10	2.000.000	105,02	743,86
2,8125% Croatia 31-07-06	1.000.000	100,00	547,26
2,8125% Croatia 31-07-10	3.500.000	100,00	547,26
I alt Kroatien			27.598

Nye Obligationsmarkeder *Noter til status*

Note					2004	Note					2004
6	Papirnavn:	Nom. værdi	Kurs	Valutakurs	Kursværdi i 1.000	6	Papirnavn:	Nom. værdi	Kurs	Valutakurs	Kursværdi i 1.000
	Marokko - EUR				1,61% af formuen		Panama - USD				2,24% af formuen
	5,00% Morocco 08-07-08	3.000.000	104,10	743,86	23.231		9,625% Panama 08-02-11	5.000.000	118,06	547,26	32.303
	I alt Marokko				23.231		I alt Panama				32.303
	Peru - USD				1,84% af formuen		Uruguay - USD				1,50% af formuen
	9,125% Peru 15-01-08	1.000.000	113,79	547,26	6.227		7,25% Uruguay 15-02-11	4.000.000	98,65	547,26	21.595
	4,50% Peru 07-03-17	4.000.000	92,81	547,26	20.316		I alt Uruguay				21.595
	I alt Peru				26.543		I alt noterede obl. fra udenlandske udstedere				1.254.505
	Qatar - USD				3,20% af formuen		I alt 87,00% af formuen				
	9,50% Qatar 21-05-09	800.000	120,71	547,26	5.285		Unoterede obligationer fra udenlandske udstedere - landeopdelt				
	2,64% Qatar 09-10-10	7.480.000	99,70	547,26	40.812		Udstedt i anden udenlandsk valuta				
	I alt Qatar				46.097						
	Rusland - USD - EUR				8,65% af formuen						2004
	8,25% Russia 31-03-10	7.000.000	110,50	547,26	42.330		Papirnavn:	Nom. værdi	Kurs	Valutakurs	Kursværdi
	10,00% Russia 26-06-07	7.000.000	113,00	547,26	43.288						i 1.000
	5,426% Aries Vermogen 07	5.000.000	105,25	743,86	39.145		Marokko - USD				0,62% af formuen
	I alt Rusland				124.763		203125% Morocco 01-01-09	3.000.000	97,50	547,26	8.993
	Ukraine - USD				5,07% af formuen		I alt Marokko				8.993
	11,00% Ukraine 15-03-07	14.000.000	107,19	547,26	38.376		I alt unoterede obligationer fra udenlandske udstedere				8.993
	5,33% Ukraine 05-08-09	6.000.000	105,62	547,26	34.681		I alt 0,62% af formuen				
	I alt Ukraine				73.057						
	Venezuela - USD - EUR				6,18% af formuen						
	10,50% Venezuela 23-03-05	5.250.000	101,90	743,86	39.794						
	9,125% Venezuela 18-06-07	3.000.000	109,00	547,26	17.895						
	11,125% Venezuela 25-07-11	3.000.000	124,55	743,86	27.794						
	8,50% Venezuela 08-10-04	620.000	105,56	547,26	3.582						
	I alt Venezuela				89.065						
	Rumænien - EUR				1,12% af formuen						
	5,75% Romania 02-07-10	2.000.000	108,98	743,86	16.213						
	I alt Rumænien				16.213						
	Chile - USD				4,29% af formuen						
	5,625% Chile 23-07-07	6.000.000	104,22	547,26	34.221						
	2,51938% Chile 28-01-08	5.000.000	100,84	547,26	27.593						
	I alt Chile				61.814						
	Nigeria - USD				2,17% af formuen						
	5,092% Nigeria 05-01-10	16.000.000	35,75	547,26	31.303						
	I alt Nigeria				31.303						
	Slovakiet - SKK				2,68% af formuen						
	9,00% Slovakia 06-04-05	100.000.000	101,18	19,18	19.410						
	4,90% Slovakia 12-02-05	100.000.000	100,12	19,18	19.206						
	I alt Slovakiet				38.616						
	Elfenbenskysten - USD				0,66% af formuen						
	2,00% Ivory Coast 29-03-18	10.000.000	17,31	547,26	9.473						
	I alt Elfenbenskysten				9.473						
	Iran - EUR				1,64% af formuen						
	7,75% Iran 21-04-08	3.000.000	106,09	743,86	23.675						
	I alt Iran				23.675						
	Pakistan - USD				1,16% af formuen						
	6,75% Pakistan 19-02-09	3.000.000	101,56	547,26	16.674						
	I alt Pakistan				16.674						
	Costa Rica - USD				2,13% af formuen						
	9,335% Costa Rica 15-05-09	5.000.000	112,38	547,26	30.750						
	I alt Costa Rica				30.750						



Investeringsforeningen Sparinvest Bolig

Hammershøj, den 22. februar 2005

Bestyrelsen og direktionen har dags dato behandlet og vedtaget årsrapporten for 2004 for Investeringsforeningen Sparinvest Bolig. Årsrapporten er aflagt i overensstemmelse med Lov om investeringsforeninger og specialforeninger samt andre kollektive investeringsordninger m.v., samt de retningslinier, der følger af bekendtgørelsen om investeringsforeningers og specialforeningers regnskaber. Årsrapporten opfylder de af Københavns Fondsbørs stillede krav til regnskabsaflæggelse for investeringsforeninger.

Vi anser den valgte regnskabspraksis for hensigtsmæssig, således at årsrapporten giver et retvisende billede af investeringsforeningens aktiver og passiver, finansielle stilling samt resultatet.

Årsrapporten indstilles til generalforsamlingens godkendelse.

Direktion ID-Sparinvest A/S:

Peter Møller Lassen

Ulla Heurlin

Bestyrelsen:

Ole Bjørn
Formand

Flemming Skov Jensen

Verner Puggaard

Jørgen Kjældgaard

Finn Jeppe Nielsen

Niels Fog

Linda Nielsen

Til medlemmerne i Investeringsforeningen Sparinvest Bolig

Vi har revideret årsrapporten 2004 for Investeringsforeningen Sparinvest Bolig, der aflægges efter Lov om investeringsforeninger og specialforeninger samt andre kollektive investeringsordninger m.v. og de krav, som Københavns Fondsbørs i øvrigt stiller til regnskabsaflæggelse for børsnoterede foreninger.

Investeringsforeningens ledelse har ansvaret for årsrapporten. Vores ansvar er på grundlag af vores revision, at udtrykke en konklusion om årsrapporten.

Den udførte revision

Vi har udført vores revision i overensstemmelse med danske revisionsstandarder. Disse standarder kræver, at vi tilrettelægger og udfører revisionen med henblik på at opnå høj grad af sikkerhed for, at årsrapporten ikke indeholder væsentlig fejlinformation. Revisionen omfatter stikprøvevis undersøgelse af information, der understøtter de i årsrapporten anførte beløb og oplysninger. Revisionen omfatter endvidere stillingtagen til den af ledelsen anvendte regnskabspraksis og til de væsentlige skøn, som ledelsen har udøvet, samt vurdering af den samlede præsentation af årsrapporten. Det er vores opfattelse, at den udførte revision giver et tilstrækkeligt grundlag for vor konklusion.

Revisionen har ikke givet anledning til forbehold.

Konklusion

Det er vores opfattelse, at årsrapporten giver et retvisende billede af afdelingens aktiver, passiver og finansielle stilling pr. 31. december 2004 samt af resultatet af afdelingens aktiviteter for regnskabsåret 2004 i overensstemmelse med Lov om investeringsforeninger og specialforeninger samt andre kollektive investeringsordninger m.v. og de krav, som Københavns Fondsbørs i øvrigt stiller til regnskabsaflæggelse for børsnoterede foreninger.

Århus, den 22. februar 2005

RSM plus

Statsautoriseret revisionsaktieselskab

Carsten Mikkelsen
Statsautoriseret revisor

Karl-Erik Graversen
Statsautoriseret revisor

København, den 22. februar 2005

Ernst & Young

Statsautoriseret revisionsaktieselskab

Carsten Collin
Statsautoriseret revisor

Poul Mærkedahl
Statsautoriseret revisor



Årsberetning 2004

Indre værdi pr. 31. december 2004 udgjorde 110,94, hvilket svarer til en værdistigning inkl. geninvestering af udbytte (DKK 5,75) på 6,6% i 2004. Benchmark, JP Morgan Danmark steg 7,3% i samme periode. JP Morgan Danmark er et indeks baseret på danske statsobligationer. Varigheden på dette indeks svinger mellem 4-5 år.

Regnskabsresultat

Afdelingen fik i 2004 et driftsresultat på DKK 8,8 mio., heraf udgør renter DKK 5,4 mio. og kursgevinster DKK 4,3 mio. De samlede omkostninger udgjorde DKK 0,9 mio.

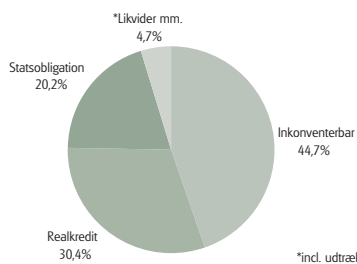
Fremtiden

Renteudviklingen i Danmark har i flere år været præget af den globale renteutvikling, og det vil også være tilfældet for 2005. Udsigterne er uensartede, idet der forventes faldende obligationspriser i midten af 2005, men attraktive kurser først og sidst på året. Stigende inflation var i perioder af 2004 et tema, og det kan tænkes at komme på dagsordenen igen i perioder af 2005 og påvirke obligationsmarkedet.

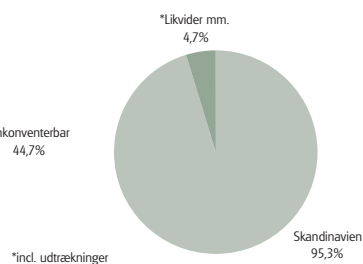
Nøgletal for risiko - 5 år.

Sharpe Ratio	0,00
Standardafvigelse	0,00
Sharpe Ratio (benchmark)	1,05
Standardafvigelse	2,91

Obligationstyper



Geografisk fordeling



5 største beholdninger

Papir	Nominel værdi	Kurs	Valutakurs	Kursværdi
4,00% Dansk Stat 2015	32.550.000	101,34	100,00	32.986.170
4,00% BRFkredit 2008	17.500.000	103,02	100,00	18.028.500
4,00% Nykredit 2008	14.050.000	102,91	100,00	14.458.855
4,00% Realk. Danmark 2008	10.000.000	103,17	100,00	10.317.000
2,00% Skibskreditfond 2013	11.100.000	89,30	100,00	9.912.300

Nøgletal

	2004	2003	2002	2001	2000
Årets afkast i %	6,55	4,06	8,65	6,47	3,52
Benchmarkafkast i %	7,29	4,55	9,64	5,48	4,65
Udvikling i indre værdi (inkl. udbytte)	110,94	109,71	110,63	108,58	103,45
Årets nettoresultat i 1.000 kr.	8.777	3.120	4.954	2.822	1.379
Årets udlodning pr. andel i kr.	4,50	5,75	5,25	6,75	1,50
Cirkulerende kapital i 1.000 kr.	153.410	92.192	57.707	46.939	47.671
Medlemmernes formue i 1.000 kr.	170.196	101.148	63.840	50.965	49.317
Årlige omkostninger i % af gennemsnitlig formue	0,70	0,88	0,87	0,75	0,73
Årlige omkostninger i 1.000 kr.	924	729	497	357	119
Omsætningshastighed	0,29	1,13	0,51	0,46	0,00
Værdipapiromsætning kursværdi af køb i 1.000 kr.	134.139	139.775	46.712	39.665	47.206
Værdipapiromsætning kursværdi af salg i 1.000 kr.	59.468	89.345	28.417	29.741	0
Værdipapiromsætning	193.607	229.120	75.129	69.406	47.206
Kurtage m.v. i % af gennemsnitlig formue	0,01	0,03	0,02	0,01	0,00
Skattekurs	111,00	110,80	110,63	110,70	104,50

Afdelingen er opstartet 28.08.2000

Resultatopgørelse

Note	2004 i 1.000 kr.	2003 i 1.000 kr.
1 Renter og udbytter:		
Renter (netto)	5.374	3.987
I alt renter og udbytter	5.374	3.987
2 Kursgevinster og -tab:		
Obligationer	4.327	-138
I alt kursgevinster og -tab	4.327	-138
Ordinært resultat før omkostning m.v.	9.701	3.849
3 Administrationsomkostninger	924	729
Årets nettoresultat	8.777	3.120
Formuebevægelser:		
Udlodningsregulering	1.701	1.259
Overført fra sidste år	122	71
I alt formuebevægelser	1.823	1.330
Til disposition	10.600	4.450
4 Til rådighed for udlodning	6.995	5.423
Udlodning vedr. cirk. beviser 4,50%	6.903	5.301
Overført til udlodning næste år	92	122
Overført til formuen	3.605	-973

Status

Note	2004 i 1.000 kr.	2003 i 1.000 kr.
Aktiver:		
Likvide midler:		
Indestående i depotselskab	709	1.149
I alt likvide midler	709	1.149
6 Obligationer:		
Noterede obl. fra danske udstedere	166.179	98.370
I alt obligationer m.v.	166.179	98.370
Andre aktiver:		
Tilgodehavende renter, udbytte m.v.	3.308	1.629
I alt andre aktiver	3.308	1.629
Aktiver i alt	170.196	101.148
Passiver:		
5 Medlemmernes formue	170.196	101.148
Passiver i alt	170.196	101.148



Noter til resultatopgørelsen

Note	2004 i 1.000 kr.	2003 i 1.000 kr.	
1 Renter og udbytter:			
Renter (netto):			
Indestående i depotselskab	36	41	
Noterede obligationer fra danske udstedere	5.338	3.931	
Noterede obligationer fra udenlandske udstedere	0	15	
I alt renteindtægter	5.374	3.987	
I alt renter (netto)	5.374	3.987	
2 Kursgevinster og -tab:			
Obligationer			
Noterede obligationer fra danske udstedere	4.327	-142	
Noterede obligationer fra udenlandske udstedere	0	4	
I alt kursgevinst og -tab, obligationer	4.327	-138	
I alt kursgevinster og -tab	4.327	-138	
3 Administrationsomkostninger:	Direkte	Fælles	I alt
Honorar til bestyrelse m.v.	0	0	5
Løn til direktion	0	0	10
Løn til personale	0	0	12
Honorar til revisorer	0	0	4
Husleje og intern leje egne ejendomme	0	0	0
Kontorhold m.v.	0	0	4
IT-omkostninger	0	0	18
Markedsføringsomkostninger	0	606	384
Gebyrer til depotselskab	1	53	32
Andre omkostninger i.f.m. formueplejen	0	264	248
Øvrige omkostninger	0	0	12
I alt opdeltede administrationsomkostninger	1	923	
I alt administrationsomkostninger		924	729
4 Til rådighed for udlodning:			
Renter og udbytte	5.374	3.987	
Kursgevinst til udlodning	722	835	
Administrationsomkostninger til modregning	924	729	
Udlodningsregulering ved emission/indløsning	1.701	1.259	
Udlodning overført fra sidste år	122	71	
I alt til rådighed for udlodning netto	6.995	5.423	

Noter til status

	Cirkulerende beviser	Formue værdi 2004	Formue værdi 2003
5 Medlemmernes formue:			
Medlemmernes formue (primo)	92.192	101.148	63.840
Udlodning fra sidste år		-5.301	-3.030
Ændring i udbetalt udlodning pga. emission/indløsning		0	0
Emissioner i året	81.250	87.332	37.207
Indløsninger i året	20.032	-21.855	0
Netto emissionsindtægter/fradrag		95	11
Udlodningsreg. ved emission/indløn.		-1.701	-1.259
Overført til udlodning fra sidste år		-122	-71
Overført til udlodning næste år		92	122
Foreslået udlodning		6.903	5.301
Overført fra resultatopgørelse		3.605	-973
I alt medlemmernes formue	153.410	170.196	101.148
6 Obligationer:			
Noterede obligationer fra danske udstedere			
Udstedt i danske kroner			
			2004
Papirnavn:	Nom. værdi i 1.000	Kurs	Kursværdi i 1.000
Danmark		97,64% af formuen	
2,00% Kommunekredit 2024	3.000	73,65	2.210
2,00% Nykredit 2007	3.000	99,31	2.979
2,00% Realk. Danmark 2007	2.500	99,20	2.480
2,00% Skibskreditfond 2013	11.100	89,30	9.912
3,00% Skibskreditfond 2006	2.000	100,60	2.012
4,00% BRFkredit 2008	17.500	103,02	18.029
4,00% Kommunekredit 2022	2.215	99,00	2.192
4,00% Kommunekredit 2025	1.905	98,00	1.867
4,50% BRFkredit 2014	1.972	101,00	1.992
5,00% BRFkredit 2017	3.635	103,00	3.744
5,00% Totalkredit 2019	2.766	102,55	2.836
5,00% Totalkredit 2022	2.353	102,00	2.400
5,00% Totalkredit 2025	7.807	101,85	7.951
6,00% BRFkredit 2014	1.141	103,95	1.186
6,00% Realk. Danmark 2014	6.688	104,10	6.962
7,00% Jydsk Husmands 2011	1.019	104,50	1.065
7,00% Nykredit 2016	3.187	106,70	3.400
7,00% Realk. Danmark 2016	1.536	106,50	1.636
8,00% Realk. Danmark 2026	1.481	112,50	1.666
4,00% Nykredit 2008	14.050	102,91	14.459
4,00% Realk. Danmark 2011	6.900	102,84	7.096
4,00% Realk. Danmark 2008	10.000	103,17	10.317
4,00% Dansk Stat 2015	32.550	101,34	32.986
4,00% Nordea Kredit 2014	3.500	101,78	3.562
6,00% Dansk Stat 2009	1.100	112,67	1.239
7,00% BRFkredit 2019	2.599	105,90	2.753
8,00% Dansk Stat 2006	100	106,51	107
4,00% Nykredit 2025	8.492	97,33	8.265
4,00% Realk. Danmark 2035	2.000	94,44	1.889
4,00% Totalkredit 2009	3.000	103,11	3.093
Kursværdi obligationer			162.285
Kursværdi udtrukne obligationer			3.894
I alt noterede obligationer fra danske udstedere			166.179
I alt 97,64% af formuen			

Fremførbare kurstab

Specifikation af fremførbare kurstab på aktier:

	Afd. 15, S&P 500	Afd. 16, Cumulus	Afd. 17 Value Aktier	Afd.18, EURO STOXX 50	Afd. 19, Fjernøsten Aktier	Afd. 2, Spec. for. KFX Aktier	Afd. 1, Globale Vækst- markeder
i 1000 kr.							
Realiserede tab primo 2004	3.750	14.155	15.929	23.755	16.699	24.319	16.053
Årets realiserede nettotab	0	0	0	44	0	0	0
Reg. i.f.m. emissioner/indløsninger	917	0	2.106	-239	2.912	502	-7.476
Årets realiserede nettogevinst	-1.609	-12.998	-36.583	0	-43	-1.286	-7.758
Nettogevinst til udlodning	0	0	18.548	0	0	0	0
Forældede realiserede tab	0	0	0	0	0	-7.232	0
Realiserede tab til modregning i senere regnskabsår	3.058	1.157	0	23.560	19.568	16.303	819

De realiserede tab skal senest modregnes med følgende beløb i regnskabsåret:

2005	0	0	0	0	0	10.320	0
2006	0	0	0	3.865	8.475	1.539	0
2007 og fremover	3.058	1.157	0	19.695	11.093	4.444	819
I alt	3.058	1.157	0	23.560	19.568	16.303	819



Skattebehandling og skattekurser

Skattebehandling af udbytte:

	Årets udbytte (Kr. pr. andel)	Heraf: Kapital- indkomst (Kr. pr. andel)	Heraf: Aktie- indkomst (Kr. pr. andel)	Heraf: Skattefri indkomst (Kr. pr. andel)
Afdeling 2, Pantebreve Udbytte	9,50	9,50	0,00	0,00
Afdeling 7, Korte Obligationer	3,75	3,75	0,00	0,00
Afdeling 9, Danske Provinsbanker	23,50	15,44	8,06	0,00
Afdeling 14, Lange Obligationer	5,50	3,65	0,00	1,85
Afdeling 15, S&P 500	0,00	0,00	0,00	0,00
Afdeling 17, Value Aktier	5,75	1,51	4,24	0,00
Afdeling 18, EURO STOXX 50	2,25	0,02	2,23	0,00
Afdeling 19, Fjernøsten Aktier	2,75	0,04	2,71	0,00
Afdeling 20, Danske Obligationer	5,00	3,65	0,00	1,35
Spec.for. Indeksobligationer	3,50	2,66	0,00	0,84
Spec.for. KFX Aktier	1,50	0,02	1,48	0,00
Nye Obligationsmarkeder	10,50	10,50	0,00	0,00
Sparinvest Bolig	4,50	-	-	-

Skattekurser på Sparinvestbeviser:

	19.05.93	Specielle oplysninger	År	Bytteforhold	Korr. Kurs 19.05.93
Afdeling 1, Pantebreve akk.	348,50	Fusion med afd. 16	1999	1,1562019	301,42
Afdeling 1, Pantebreve akk.		Fondsaktier 4 for 1	2002		75,36
Afdeling 2, Pantebreve Udbytte	196,00				
Afdeling 3, Europæiske aktier	108,25	Fusion med afd. 17	2000	0,870156	124,40
EUROPA	86,25	Fusion med afd. 3	1998	0,907690	95,02
Afdeling 5, Europæiske Obligationer	91,75	Fusion med afd. 14	2004	0,894327	102,59
Afdeling 7, Korte Obligationer	111,00				
Afdeling 8, Højt udbytte	108,00	Fusion med afd. 17	1999	0,5366407	201,25
Afdeling 9, Danske Provinsbanker	Ny				
Afdeling 11, Korte obligationer	Ny	Fusion med afd. 7	1999	0,8533913	Ny
Afdeling 14, Lange Obligationer	Ny				
Afdeling 15, S&P 500	74,88				
Afdeling 16, Cumulus	285,00	Fondsaktier 4 for 1	2002		71,25
Afdeling 17, Value Aktier	131,75				
Afdeling 18, EURO STOXX 50	147,50				
Afdeling 19, Fjernøsten Aktier	201,00				
Afdeling 20, Danske Obligationer	163,50	Fondsaktier 3 for 2	2002		109,00
Afdeling 22, Japanske aktier	Ny	Fusion med afd. 17	2000	0,612082	Ny
Spec.for. Indeksobligationer	115,75				
Spec.for. KFX Aktier	136,25	Tidligere afd. 21			
Globale Vækstmarkeder (PAL)	Ny				
Nye Obligationsmarkeder	Ny				
Sparinvest Bolig	Ny				

Ledelseshverv, direktion og bestyrelse

Bestyrelse og direktion:

Om bestyrelsesmedlemmer i Investeringsforeningen Sparinvest, Specialforeningen Sparinvest, Investeringsforeningen Sparinvest Globale Vækstmarkeder, Investeringsforeningen Sparinvest Bolig samt direktionen i ID-Sparinvest A/S er følgende ledelseshverv oplyst:

Bestyrelse:

Professor, cand. jur., Ole Bjørn, formand:

Direktør for:

SDA Invest A/S

Kuva Invest Viborg ApS

Direktør, cand. polit,

Flemming Skov Jensen:

Formand for bestyrelsen for:

Helsingør Fællesbageri

Folkets Hus Helsingør

Kelsen Bisca A/S

DCI A/S

Medlem af bestyrelsen for:

Lån og Spar Bank A/S

Dansk Erhvervsinvestering A/S

Dansk Innovationsinvestering P/S

Rådgiver for:

Lønmodtagernes Dyrtidsfond

Advokat, Jørgen Kjældgaard:

Formand for bestyrelsen for:

A/S Albertsen & Holm

Delta Holding A/S

FRC Tapecrete A/S

AH Byg A/S

Medlem af bestyrelsen for:

City Self Storage A/S

MDS Proteomics A/S

DSK A/S

Salgschef, Finn Jeppe Nielsen:

Medlem af bestyrelsen for:

Andelskassen Egebjerg

Gårdejer, cand. polit, Verner Puggaard:

Næstformand for bestyrelsen for:

Andelskassen Sydvestjylland

Købmand, cand. merc., Niels Fog:

Formand for bestyrelsen for:

Centralkøb Holding A/S

Super Best Amba

Næstformand for bestyrelsen for:

Supergros A/S

Johannes Fog A/S

Johannes Fog Holding A/S

Seas Distribution A/S

Medlem af bestyrelsen for:

Seas Transmission A/S

Seas/Strømmens Elforsyning

Lokalbanen A/S

Direktør for:

Fog Fødevarer A/S

Fog Anlæg A/S

Rektor, professor, dr. jur., Linda Nielsen:

Formand for bestyrelsen for:

Aller Fonden

Medlem af bestyrelsen for:

Kollegiefonden Bikuben

Direktion ID-Sparinvest A/S:

Direktør Peter Møller Lassen:

Medlem af bestyrelsen for:

C. Mærsk-Andersen's Eftf. A/S

Direktør Ulla Heurlin:

Ingen andre ledelseshverv

WWW.SPARNVEST.DK

Sparinvest

Hvidesten
Kingsvej 1
2630 Taastrup
Telefon: 36 34 75 00
Telefax: 36 34 75 99
E-mail: mail@sparinvest.dk

Sparinvest

Baneskellet 1
Hammershøj
8830 Tjele
Telefon: 87 99 31 00
Telefax: 87 99 31 99
E-mail: mail@sparinvest.dk

Sparinvest S.A.

2, Grand-Rue
L-1660 Luxembourg
Postadresse:
1a, rue du Nord
L-2229 Luxembourg
Telefon: +352 26 27 47 1
Telefax: +352 26 27 47 99
E-mail: mail@sparinvest.lu

Sparinvest