

**Investeringselskabet Artha Max A/S**  
**Strandvejen 58**  
**2900 Hellerup**  
**CVR-nr. 34 69 70 78**

**Årsrapport 2025**

Årsrapporten er fremlagt og godkendt på selskabets ordinære generalforsamling den 23. april 2026

---

Dirigent

Klaus T.W. Lund



## Indholdsfortegnelse

	<b><u>Side</u></b>
Selskabsoplysninger	1
Ledelsespåtegning	2
Den uafhængige revisors revisionspåtegning	3
Ledelsesberetning	5
Resultatopgørelse	18
Balance	19
Egenkapitalopgørelse	20
Pengestrømsopgørelse	21
Noteoversigt	22

## Selskabsoplysninger

### Selskab

Investeringselskabet Artha Max A/S  
Strandvejen 58  
2900 Hellerup

CVR-nr.: 34 69 70 78  
Stiftelsesdato: 27.08.2012  
Hjemsted: Gentofte  
Regnskabsår: 01.01.2025 - 31.12.2025

LEI-kode: 5493002D1RKPJ5DR0204  
ISIN: DK0061541661  
FT-nr.: Selskabet er registreret i Finanstilsynet under FT-nr. 24173

Telefon: +45 70 25 00 05  
Hjemmeside: arthamax.dk

### Forvalter

ArthaScope Kapitalforvaltning A/S, CVR-nr. 36042362, FT-nr. 23049, Strandvejen 58, 2900 Hellerup

### Depositar

Artha Fondsmæglerselskab A/S, CVR-nr. 31853044, FT-nr. 8254, Strandvejen 58, 2900 Hellerup

### Bestyrelse

Michael Kjær, formand  
Carsten Kenneth Jensen  
Henrik Christiansen  
Klaus Thorsten Wollesen Lund

### Direktion

Kristian Væver Myrup

### Revision

EY Godkendt Revisionspartnerselskab  
Dirch Passers Allé 36  
2000 Frederiksberg

## Ledelsespåtegning

Bestyrelsen og direktionen har dags dato behandlet og godkendt årsrapporten for regnskabsåret 01.01.2025 – 31.12. 2025 for Investeringsselskabet Artha Max A/S.

Årsrapporten aflægges i overensstemmelse med IFRS Accounting Standards som godkendt af EU og yderligere krav i årsregnskabsloven.

Det er vores opfattelse, at årsregnskabet giver et retvisende billede af selskabets aktiver, passiver og finansielle stilling pr. 31.12.2025 samt af resultatet af selskabets aktiviteter og pengestrømme for regnskabsåret 01.01.2025 - 31.12.2025.

Ledelsesberetningen indeholder efter vores opfattelse en retvisende redegørelse for udviklingen i selskabets aktiviteter og økonomiske forhold, årets resultater, pengestrømme og finansielle stilling samt en beskrivelse af de væsentligste risici og usikkerhedsfaktorer, som selskabet står overfor.

Årsrapporten indstilles til generalforsamlingens godkendelse.

Hellerup, den 31.03.2026

### Direktion

Kristian Væver Myrup  
Direktør

### Bestyrelse

Michael Kjær  
Formand

Carsten K. Jensen

Henrik Christiansen

Klaus T. W. Lund

## Den uafhængige revisors revisionspåtegning

### Til kapitalejerne i Investeringsselskabet Artha Max A/S

#### Konklusion

Vi har revideret årsregnskabet for Investeringsselskabet Artha Max A/S for regnskabsåret 1. januar – 31. december 2025, der omfatter resultatopgørelse, totalindkomstopgørelse, balance, egenkapitalopgørelse, pengestrømsopgørelse og noter, herunder oplysning om anvendt regnskabspraksis. Årsregnskabet udarbejdes efter IFRS Accounting Standards som godkendt af EU og yderligere krav i årsregnskabsloven.

Det er vores opfattelse, at årsregnskabet giver et retvisende billede af selskabets aktiver, passiver og finansielle stilling pr. 31. december 2025 samt af resultatet af selskabets aktiviteter og pengestrømme for regnskabsåret 1. januar – 31. december 2025 i overensstemmelse med IFRS Accounting Standards som godkendt af EU og yderligere krav i årsregnskabsloven.

#### Grundlag for konklusion

Vi har udført vores revision i overensstemmelse med internationale standarder om revision og de yderligere krav, der er gældende i Danmark. Vores ansvar ifølge disse standarder og krav er nærmere beskrevet i revisionspåtegningens afsnit "Revisors ansvar for revisionen af årsregnskabet". Det er vores opfattelse, at det opnåede revisionsbevis er tilstrækkeligt og egnet som grundlag for vores konklusion.

#### Uafhængighed

Vi er uafhængige af selskabet i overensstemmelse med International Ethics Standards Board for Accountants' internationale retningslinjer for revisorers etiske adfærd (IESBA Code) og de yderligere etiske krav, der er gældende i Danmark, ligesom vi har opfyldt vores øvrige etiske forpligtelser i henhold til disse krav og IESBA Code.

#### Udtalelse om ledelsesberetningen

Ledelsen er ansvarlig for ledelsesberetningen.

Vores konklusion om årsregnskabet omfatter ikke ledelsesberetningen, og vi udtrykker ingen form for konklusion med sikkerhed om ledelsesberetningen.

I tilknytning til vores revision af årsregnskabet er det vores ansvar at læse ledelsesberetningen og i den forbindelse overveje, om ledelsesberetningen er væsentligt inkonsistent med årsregnskabet eller vores viden opnået ved revisionen eller på anden måde synes at indeholde væsentlig fejlinformation.

Vores ansvar er derudover at overveje, om ledelsesberetningen indeholder krævede oplysninger i henhold til relevant lovgivning.

Baseret på det udførte arbejde er det vores opfattelse, at ledelsesberetningen er i overensstemmelse med årsregnskabet og er udarbejdet i overensstemmelse med relevant lovgivning. Vi har ikke fundet væsentlig fejlinformation i ledelsesberetningen.

## Den uafhængige revisors revisionspåtegning (fortsat)

### Ledelsens ansvar for årsregnskabet

Ledelsen har ansvaret for udarbejdelsen af et årsregnskab, der giver et retvisende billede i overensstemmelse med IFRS Accounting Standards som godkendt af EU og yderligere krav i årsregnskabsloven. Ledelsen har endvidere ansvaret for den interne kontrol, som ledelsen anser for nødvendig for at udarbejde et årsregnskab uden væsentlig fejlinformation, uanset om denne skyldes besvigelser eller fejl.

Ved udarbejdelsen af årsregnskabet er ledelsen ansvarlig for at vurdere selskabets evne til at fortsætte driften; at oplyse om forhold vedrørende fortsat drift, hvor dette er relevant; samt at udarbejde årsregnskabet på grundlag af regnskabsprincippet om fortsat drift, medmindre ledelsen enten har til hensigt at likvidere selskabet, indstille driften eller ikke har andet realistisk alternativ end at gøre dette.

### Revisors ansvar for revisionen af årsregnskabet

Vores mål er at opnå høj grad af sikkerhed for, om årsregnskabet som helhed er uden væsentlig fejlinformation, uanset om denne skyldes besvigelser eller fejl, og at afgive en revisionspåtegning med en konklusion. Høj grad af sikkerhed er et højt niveau af sikkerhed, men er ikke en garanti for, at en revision, der udføres i overensstemmelse med internationale standarder om revision og de yderligere krav, der er gældende i Danmark, altid vil afdække væsentlig fejlinformation, når sådan findes. Fejlinformationer kan opstå som følge af besvigelser eller fejl og kan betragtes som væsentlige, hvis det med rimelighed kan forventes, at de enkeltvis eller samlet har indflydelse på de økonomiske beslutninger, som regnskabsbrugerne træffer på grundlag af årsregnskabet.

Som led i en revision, der udføres i overensstemmelse med internationale standarder om revision og de yderligere krav, der er gældende i Danmark, foretager vi faglige vurderinger og opretholder professionel skepsis under revisionen. Herudover:

- ▶ Identificerer og vurderer vi risikoen for væsentlig fejlinformation i årsregnskabet, uanset om denne skyldes besvigelser eller fejl, udformer og udfører revisionshandlinger som reaktion på disse risici samt opnår revisionsbevis, der er tilstrækkeligt og egnet til at danne grundlag for vores konklusion. Risikoen for ikke at opdage væsentlig fejlinformation forårsaget af besvigelser er højere end ved væsentlig fejlinformation forårsaget af fejl, idet besvigelser kan omfatte sammensværgelser, dokumentfalsk, bevidste udeladelser, vildledning eller tilsidesættelse af intern kontrol.
- ▶ Opnår vi forståelse af den interne kontrol med relevans for revisionen for at kunne udforme revisionshandlinger, der er passende efter omstændighederne, men ikke for at kunne udtrykke en konklusion om effektiviteten af selskabets interne kontrol.
- ▶ Tager vi stilling til, om den regnskabspraksis, som er anvendt af ledelsen, er passende, samt om de regnskabsmæssige skøn og tilknyttede oplysninger, som ledelsen har udarbejdet, er rimelige.
- ▶ Konkluderer vi, om ledelsens udarbejdelse af årsregnskabet på grundlag af regnskabsprincippet om fortsat drift er passende, samt om der på grundlag af det opnåede revisionsbevis er væsentlig usikkerhed forbundet med begivenheder eller forhold, der kan skabe betydelig tvivl om selskabets evne til at fortsætte driften. Hvis vi konkluderer, at der er en væsentlig usikkerhed, skal vi i vores revisionspåtegning gøre opmærksom på oplysninger herom i årsregnskabet eller, hvis sådanne oplysninger ikke er tilstrækkelige, modificere vores konklusion. Vores konklusion er baseret på det revisionsbevis, der er opnået frem til datoen for vores revisionspåtegning. Fremtidige begivenheder eller forhold kan dog medføre, at selskabet ikke længere kan fortsætte driften.
- ▶ Tager vi stilling til den samlede præsentation, struktur og indhold af årsregnskabet, herunder noteoplysningerne, samt om årsregnskabet afspejler de underliggende transaktioner og begivenheder på en sådan måde, at der gives et retvisende billede heraf.

## Den uafhængige revisors revisionspåtegning (fortsat)

Vi kommunikerer med den øverste ledelse om bl.a. det planlagte omfang og den tidsmæssige placering af revisionen samt betydelige revisionsmæssige observationer, herunder eventuelle betydelige mangler i intern kontrol, som vi identificerer under revisionen.

København, den 31. marts 2026

EY Godkendt Revisionspartnerselskab  
CVR-nr. 30 70 02 28

Thomas Hjortkjær Petersen  
statsaut. revisor  
mne33748

Anders Hoberg Hedegaard  
statsaut. Revisor  
mne45895

## Ledelsesberetning

### Hoved- og nøgletal

Hoved- og nøgletal (t.kr)	2025	2024	2023	2022	2021
Resultat af investeringsvirksomhed	281.478	243.525	269.491	-361.940	352.731
Årets resultat	246.277	207.341	235.566	-391.022	315.801
Værdipapirer og kapitalandele	4.685.066	4.248.815	4.418.524	4.229.659	4.624.627
Aktiver i alt	4.823.622	4.422.183	4.590.430	4.359.594	4.661.482
Egenkapital	2.755.695	2.633.660	2.574.919	2.292.068	2.689.992
Gældsforpligtelser	2.067.927	1.788.523	2.015.511	2.067.526	1.971.490
Soliditetsgrad	57%	60%	56%	53%	58%
Antal aktier ultimo	357.426	357.426	356.157	347.138	337.376
Indre værdi pr. aktie*	9.032	8.199	7.573	6.872	7.973
Periodens ændring i indre værdi	10,16%	8,25%	10,21%	-13,81%	15,73%

\* korrigeret for egne aktier

### Hovedaktivitet

Investeringsselskabet Artha Max' formål er at henvende sig til investorer, der ønsker høj risiko. Det er selskabets målsætning på lang sigt at levere et afkast svarende til en portefølje med 80% aktier og 20% realkreditobligationer, men med lavere risiko via betydelig spredning. Selskabet investerer i en bred vifte af primært børsnoterede værdipapirer, fonde og finansielle instrumenter og anvender gearing for at udnytte dette risikobudget bedst muligt til at opnå et godt forhold mellem afkast og risiko. Risikomæssigt har fonden historisk svaret til en investering i 60% aktier og 40% realkreditobligationer.

I gennemsnit forventer selskabet at investere 52 % af egenkapitalen i aktier, 27 % af egenkapitalen i højrenteobligationer, 39 % af egenkapitalen i alternative investeringer samt 150 % i realkreditobligationer via repoforretninger. De alternative investeringer vil primært være i Private Debt, Private Equity og ejendomme. Selskabet forventer i gennemsnit en aktivmasse, som er på 268 % af egenkapitalen.

Siden etableringen af selskabet i oktober 2012 er det gennemsnitlige afkast på 8,7 % p.a. og dette med en overskuelig risiko. For de kommende år forventes et afkast på et tilsvarende niveau som i perioden fra 2012-2025. Selskabets dynamiske allokering på aktivklasser, samt udvælgelse af de operationelle investeringer, forventes at bidrage positivt til selskabets afkast. Standardafvigelsen på de månedlige afkast siden oktober 2012 har været 8,1 %. Selskabet forventer i gennemsnit samme risiko de kommende år, som der har været i perioden fra 2012-2025. Perioden dækker over såvel rolige som volatile perioder på de finansielle markeder – sidstnævnte især i forbindelse med Coronakrisen i 2020-21 og rentestigningerne i 2022.

## Ledelsesberetning (fortsat)

Sharpe Ratio er 1,0, når der måles på månedlige data siden oktober 2012. Sharpe Ratio viser, hvor stort merafkastet er i forholdet til merrisikoen. Begge dele i forhold til en kort pengemarkedsplacering. Sharpe Ratio skal være positiv for, at der er skabt et merafkast, og en Sharpe Ratio på 1,0 vurderes som meget tilfredsstillende, især da det dækker over en lang periode med både op- og nedture.

De overordnede investeringsrammer fremgår af selskabets vedtægter og kan kun ændres på en generalforsamling. Investeringsrammerne skal være overholdt på indgåelsestidspunktet for hver enkel investering, og der må ikke foretages nye investeringer indenfor en ramme, hvis denne er overskredet:

1. Aktieandel på maksimalt 75 % af egenkapitalen
2. Obligationsandel udover stats- og realkreditobligationer på maksimalt 75 % af egenkapitalen
3. Alternative investeringer på maksimalt 50 % af egenkapitalen
4. Ingen udsteder i ovenstående aktivklasser udgør mere end 15 % af egenkapitalen.
5. Gearing af egenkapital på maksimalt 300 %.

Derudover kan selskabets bestyrelse fastlægge investeringsrammer, som er mere snævre end de overordnede rammer. Den faktiske udnyttelse af rammerne i 2025 er beskrevet nedenfor i afsnittet om balancen.

## Udvikling i aktiviteter og økonomiske forhold

### Periodens resultat

Selskabets resultat afhænger af udviklingen på de finansielle markeder, idet selskabets investeringer for en stor del består af langsigtede positioner i finansielle aktiver. Selskabet har dog også i begrænset omfang kortsigtede og mere opportunistiske investeringer, som eksempelvis deltagelse i kapitaludvidelser og børsnoteringer. Der er fokus på, at den enkelte position ikke skal kunne påvirke det samlede resultat markant. Dette for at kunne leve op til selskabets risikoprofil.

Årets resultat før omkostninger på 281,5 mio.kr. svarer til et investeringsafkast på 11,5 %. Til sammenligning ville en risikomæssig tilsvarende placering i 2025 på 80 % globale aktier og 20 % realkreditobligationer have givet et afkast på 7,4 % før omkostninger. Efter omkostninger er resultatet 246,3 mio.kr. svarende til en ændring i Selskabets indre værdi pr. aktie på 10,2 %.

Investeringsafkastet på 11,5 % i 2025 kan sammenholdes med afkastforventningerne på 7,9 % jf. afsnittet om den forventede udvikling i 2025 i årsrapporten fra 2024. Det realiserede investeringsafkast har således været højere end forventet ved indgangen til året.

## Ledelsesberetning (fortsat)

Årets investeringsresultat på 281,5 mio.kr. er fordelt med 129,0 mio.kr. på aktier, 18,4 mio.kr. på real-kreditobligationer, 34,7 mio.kr. på virksomheds- og statsobligationer og 99,4 mio.kr. på øvrige investeringer.

Aktiemarkedene udviklede sig positivt i 2025, idet danske aktier steg 10 % og globale aktier steg 9 %. Selskabet fik et aktieafkast på danske aktier, som var 2,6 %-point bedre end markedsafkastet. Strategisk blev danske aktier overvægtet det meste af året, mens udenlandske aktier var undervægtet. På udenlandske aktier var afkastet på niveau med markedsafkastet. En stor del af aktieinvesteringerne ligger tæt op ad de relevante markedsindeks med fokus på lave omkostninger.

Realkreditobligationer gav et afkast på 1,3 % efter finansieringsomkostninger. Dette er tilfredsstillende. Nykredit Realkreditindeks steg 2,75 % i 2025, men er uden finansieringsomkostninger. Porteføljen består primært af en kombination af nye og ældre højtforrentede obligationer.

Kreditobligationer gav et positivt afkast i 2025 på 34,7 mio.kr. svarende til et afkast på 6 %. Afkastet var lidt bedre end markedsudviklingen. En del af porteføljen er obligationer udstedt af lokale danske pengeinstitutter som enten ansvarlige lån eller senior-non-preferred. Disse obligationer er ofte variabelt forrentet, har forholdsvis kort restløbetid og bærer en fornuftig rente, som alt sammen bidrager til at stabilisere porteføljen. De øvrige obligationer er primært danske og nordiske virksomhedsudstedelser, som ligeledes ofte er variabelt forrentet og har en forholdsvis kort restløbetid på 1-5 år. Der er blandt andet udstedelser fra Eurowind, SFL, NKT, European Energy, Bonheur, Intrum, Castellum mv.

Private Equity gav et tilfredsstillende afkast på 65,7 mio.kr. Der var positive afkast fra både de unoterede fonde, de børsnoterede fonde og fra de direkte investeringer. En langsigtet strategisk aktiepost i ISS bidrog særdeles positivt i 2025. Målsætningen med positionen i ISS var at fordoble den investerede kapital på minimum 7 år svarende til et årligt afkast på 10 % p.a. Mål om fordobling er stort set nået på under to år. Positionen er under afvikling. Der er i 2025 opbygget positioner i GN og i mindre omfang i Novo med samme langsigtede strategiske målsætning. Disse positioner er adskilt fra de øvrige danske børsnoterede aktier, da disse har en anden strategisk målsætning – nemlig at gøre det bedre end KAX-indekset på årlig basis jf. ovenfor. Artha Norcod, Artha Sol og Artha Energi trak ned i afkastet med 10,9 mio.kr., mens PWT gav et positivt afkast på 10,4 mio.kr.

Private Debt gav et afkast på 18,0 mio.kr. svarende til et meget tilfredsstillende afkast på 9 % drevet af enkelte projekter med en forholdsvis høj rente og få nedskrivninger. Der var ultimo 2025 eksponering til syv forskellige selskaber - primært som 1. prioritet og som ansvarlige lån til ejendomsprojekter. Alle lånene er til selskaber formidlet af ArthaScope. Alle vilkår og rentesatser er på markedsvilkår mellem uafhængige parter.

## Ledelsesberetning (fortsat)

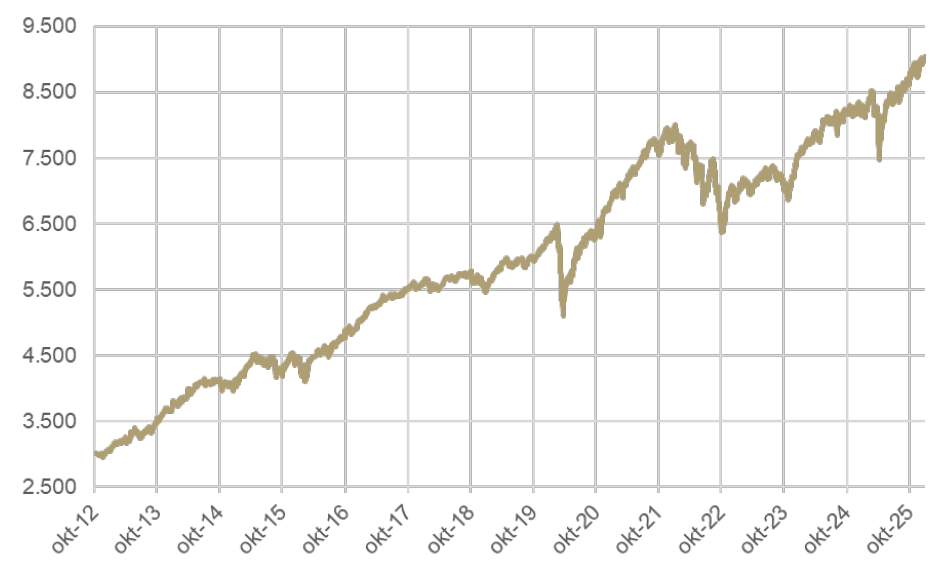
Ejendomme gav et positivt resultat på 28,5 mio.kr., som primært kan henføres til en ejendomsinvestering i det børsnoterede selskab Fast Ejendom, som steg 83 %. De øvrige 17 ejendomsinvesteringer i porteføljen er selskaber formidlet af ArthaScope. De har samlet set givet et positivt afkast på 1 %. Der er i årets løb sket et salg af 4 ejendomsselskaber, hvilket har trukket op i afkastet. Omvendt har der måtte foretages en nedskrivning på projektet vedr. Ørsteds hovedsæde, hvilket har trukket ned i det samlede afkast. Der har ikke været nye ejendomsinvesteringer i 2025.

Øvrige investeringer gav et afkast på -12,9 mio.kr. Afkastet kan henføres til dels fundingomkostninger på 9,9 mio. og dels et tab på øvrige investeringer på 3,1 mio.kr. primært fra en USD denomineret investering i amerikanske livsforsikringspolicer gennem fonden Ress Life Investments A/S.

Periodens omkostninger på 35,2 mio.kr. dækker over udgifter til ArthaScope for forvaltning af selskabets investeringsstrategi samt udgifter til øvrige omkostninger. Udgifter til kapitalforvaltning udgjorde et fast honorar til ArthaScope Kapitalforvaltning A/S på 0,95 % p.a. af selskabets egenkapital plus 0,15 % p.a. af gearingen. Udgifter til øvrige omkostninger dækker depositar, revision, depotgebyr, værdipapircentralregistrering m.v. Depositar har kostet 0,25 % af egenkapitalen til Artha Fondsmæglerselskab A/S. Revision, depotgebyr, VP-registrering samt øvrige omkostninger har udgjort tilsammen 0,04 % af egenkapitalen. Den løbende omkostningsprocent kan opgøres til 1,37 % af egenkapitalen i 2025.

Selskabet har siden 2012 haft Selskabets aktier registreret i Værdipapircentralen samt lavet aftale med Fundcollect A/S som løbende sikrer opdatering af Selskabets indre værdi i bankernes IT-systemer. Herved kan aktionærer følge Selskabets kursudvikling i egen netbank, ligesom merudgifterne i Selskabet mere end rigeligt modsvares af lavere depot- og handelsomkostninger for aktionærernes beholdninger af Artha Max i eget depot.

Figur 1: Daglig indre værdi for Investeringsselskabet Artha Max fra oktober 2012



## Ledelsesberetning (fortsat)

Selskabets indre værdi pr. aktie blev i 2025 øget fra 8.199 kr. primo til 9.032 kr. ultimo året svarende til en stigning på 10,2 %.

Den indre værdi opgøres dagligt som led i selskabets risikostyring samt til brug for handel i selskabets aktier, jf. nedenfor. Den foreløbige indre værdi ultimo 2025 opgjort i Faktaarket udsendt primo 2026 var 9.032 kr. Der er således god overensstemmelse mellem den daglige opgørelse og den reviderede opgørelse pr. ultimo 2025, idet disse er identiske.

## Balance

Porteføljens gennemsnitlige sammensætning hen over regnskabsåret fremgår af tabel 1 nedenfor.

Tabel 1: Risikorammer og faktisk udnyttelse af disse i 2025

Risikorammer	Gennemsnit 2025	Interval 2025	Inv. strategi	Maks. ramme
Gearing, Nettogæld/EK	78,6%	68,8% - 87,5%	168%	300%
Aktieandel i pct. af EK	50,2%	48,2% - 51,5%	52%	75%
Obl. stat + real i pct. af EK	68,3%	58,0% - 75,2%	150%	Ingen ramme
Obl. ej stat + real i pct. af EK	23,4%	21,7% - 24,4%	27%	75%
Særlig/unot i pct. af EK	36,7%	32,9% - 40,3%	39%	50%

Note: EK er selskabets egenkapital. Tal er fra månedlige Faktaark.

Selskabets gennemsnitlige aktieandel på 50 % af egenkapitalen var lidt under den stipulerede strategi. Der var en mindre undervægt af udenlandske aktier, mens danske aktier var stort set tilsvarende overvægtet. Aktiebeholdningen består primært af individuelle danske aktier kombineret med ETF'ere på udenlandske aktier. Beholdningen af danske aktier er for en stor dels vedkommende indekseret til passivt at følge Kax Cap indekset. Beholdningen af udenlandske aktier er placeret i globale ETF'ere. Dette for at holde omkostningerne nede.

Den gennemsnitlige obligationsandel på 68 % var markant lavere end den stipulerede strategi med 150 % realkreditobligationer. Gearingen var i gennemsnit på 79 % og dermed også en del under den langsigtede gennemsnitlige målsætning på 168 %.

Andelen af virksomheds- og udenlandske obligationer var i gennemsnit 23 % og dermed lidt lavere end strategien på 27 %. De foregående år har eksponeringen været højere end stipuleret, men markant lavere merafkast på aktivklassen gør denne lidt mindre interessant i forhold til tidligere. Virksomhedsobligationerne er primært individuelle danske udstedelser eller udstedelser relateret til nordiske virksomheder. Der er en del obligationer udstedt af lokale danske pengeinstitutter. Nogle af disse er unoterede og kan kun købes af investorer, der regulativt kategoriseres som professionelle.

## Ledelsesberetning (fortsat)

De særlige/unoterede investeringer dækker over investeringer i Private Debt, Private Equity, ejendomme og øvrige. Disse udgjorde i gennemsnit 37 % af egenkapitalen og dermed lidt lavere end strategien på 39 %. De 13 % kan henføres til selskaber formidlet af ArthaScope. Primært ejendomme og Private Debt.

Private Debt er primært udlån til ejendomsselskaber formidlet af ArthaScope. Private Equity er fordelt på fire fund-of-funds, tre direkte investeringer formidlet af ArthaScope og fem direkte investeringer i form af minoritets-poster. Øvrige investeringer dækker over én vindmølleinvestering og én investering i fond med amerikanske livsforsikringspolicer. Ejendomme er seksten unoterede ejendomsinvesteringer og én børsnoteret ejendomsinvestering.

### Usikkerhed ved indregning og måling

Børsnoterede værdipapirer optages til børskurs. For illikvide værdipapirer anvendes estimeret dagsværdi. Finansielle instrumenter optages til aktuel markedsværdi. Fonde og unoterede aktier optages til estimeret dagsværdi. For alle værdipapirer kan værdien ved handel afvige fra værdien i regnskabet, især hvis der skal realiseres med kort varsel. Der er størst usikkerhed på de illikvide og unoterede værdipapirer. Disse er nærmere beskrevet i note 13, hvortil der henvises. Den samlede usikkerhed på porteføljeniveau vurderes dog at være acceptabel og forholdsvis beskedent.

### Risikofaktorer

Selskabets primære risiko er knyttet til afkastet af de investeringer, der foretages. Denne risiko består blandt andet af aktierisiko, renterisiko, valutarisiko, kreditrisiko, likviditetsrisiko og afviklingsrisiko. Afkastet, på såvel enkeltinvesteringer som på hele egenkapitalen, kan blive negativ. Selskabet anvender gearing dels via lån i banker og via afledte instrumenter. Det er vigtigt for selskabet, at der etableres rammer med selskabets bankforbindelser, som i betydelig grad sikrer selskabets handlefrihed. En solid og stram likviditets- og risikostyring er derfor vigtig for selskabet. Selskabet har i 2025 reduceret antallet af bankforbindelser fra tre til to.

De største kommercielle risici relaterer sig således til udviklingen i Selskabets investeringer. Forvalteren overvåger og tilpasser løbende investeringerne. Enhver investeringsbeslutning er baseret på forvalterens forventninger til fremtiden, såvel overordnet som i forhold til den konkrete investering. Forvalteren forsøger at tilvejebringe så fyldestgørende et beslutningsgrundlag som muligt, inden investering foretages. Børsnoterede investeringer besluttet af Selskabets forvalter, mens unoterede investeringer godkendes af Selskabets bestyrelse baseret på indstilling fra forvalteren.

## Ledelsesberetning (fortsat)

Forvalteren har implementeret forretningsgange og kontrolsystemer til minimering af fejl og besvigelser. Der arbejdes løbende på at udvikle og styrke systemerne. Derudover kontrolleres alle beholdninger og transaktioner på såvel værdipapirer som konti af Selskabets depositar, som er uafhængig af Selskabet og forvalteren, og som er selvstændig juridisk ansvarlig for disse kontroller.

Forvalterens bogførings-, rapporterings-, styring- og kontrolsystemer består af en kombination af eksternt og internt udviklede systemer. På baggrund af disse systemer beregnes daglige indre værdier og risikorapporter. Selskabets ledelse vurderer ikke, at der er væsentlige risici forbundet med måling og rapportering.

Selskabet anvender ekstern assistance fra Deloitte Danmark til opstilling af regnskaber ud fra de til enhver tid gældende regnskabsstandarder for Selskabet. Regnskabet revideres årligt af selskabets eksterne revision, og det er de samme metoder og principper, som er godkendt i årsrapporten af Selskabets revisorer, som anvendes ved den daglige beregning af indre værdi og bekræfter denne på statusdagen.

Virksomhedens bestyrelse består af fire medlemmer. Bestyrelsen har valgt en formand, som leder bestyrelsens arbejde. Der er ingen særskilte underudvalg i bestyrelsen, og alle emner behandles af den samlede bestyrelse.

Selskabets aktier er noterede, og den handlebare værdi kan derfor afvige fra selskabets indre værdi.

Ændring i skatteregler for investorerne placering i selskabet, samt evt. ændring i selskabets status og skattemæssige behandling som investeringsselskab, er ligeledes en risikofaktor.

### Skat

Selskabet er et investeringsselskab, og det er derfor skattefrit, bortset fra at der betales 15 % skat af modtagne aktieudbytter fra danske selskaber. Der gøres opmærksom på, at aktionærer i Selskabet skal opgøre gevinst og tab på aktierne i Selskabet efter lagerprincippet. Beløbet beskattes som kapitalindkomst for private investorer og som selskabsindkomst for selskaber. Det er indre værdi, som skal anvendes ved skatteopgørelsen.

### Aktiekapital

Der er kun én aktieklasser, og alle aktier har samme rettigheder. Aktierne er frit omsættelige. Selskabets indre værdi offentliggøres dagligt via selskabets hjemmeside arthamax.dk.

Antallet af aktier ejet af kunder er ændret fra 321.233 stk. primo til 305.111 stk. ultimo. Selskabet beholdning af egne aktier er steget fra 36.193 stk. primo til 52.315 stk. ultimo 2025. Årets resultat fratrukket opkøb af egne aktier har netto øget egenkapitalen fra 2.633,7 mio.kr. til 2.755,7 mio.kr.

## Ledelsesberetning (fortsat)

Det er meget vigtigt for Selskabets ledelse, at aktionærerne til enhver tid kan handle og disponere over deres formue. Aktietilbagekøb kræver dog, at selskabet opbygger en reserve, hvor egenkapitalen overstiger aktiekapitalen.

Sidstnævnte er årsagen til at aktiernes nominelle størrelse ved stiftelsen var halvdelen af emissionskursen, hvilket tilsammen med det løbende resultat har skabt betydelige reserver, som vil kunne håndtere eventuelle fremtidige indløsninger i selv meget ekstreme situationer. Såfremt der skulle komme meget store tilbagesalg, vil der dog kunne indføres et spekulationsværn for at beskytte de tilbageværende aktionærer.

Indløsningsproceduren er nærmere beskrevet i Selskabets vedtægter. Spekulationsværnet betyder at bestyrelsen kan forlange indløsning udsat indtil Selskabet har realiseret de til indløsningen nødvendige aktiver. Indløsning kan også suspenderes, hvis bestyrelsen skønner, at der ikke kan opgøres en forsvarlig indløsningspris. Hvis en aktionær ønsker at gøre retten til indløsning i henhold til vedtægterne gældende, skal aktionæren give selskabet skriftlig meddelelse herom, inklusive antallet af aktier, som ønskes indløst, med et varsel på mindst 20 dage.

Selskabet ledes af en bestyrelse på 3-5 personer, som vælges på generalforsamlingen. Alle medlemmer er på valg årligt, og der er aktuelt fire personer i bestyrelsen. Selskabets vedtægter kan ændres på generalforsamlingen, hvilket kræver tilladelse af mindst 2/3 af såvel afgivne stemmer, som af den på generalforsamlingen repræsenterede stemmeberettigede kapital.

Ledelsen har stående beføjelser, jf. vedtægterne, til at udstede og erhverve egne aktier. Hensigten med beføjelserne er at kunne tilpasse kapitalen til efterspørgslen efter Selskabets aktier på ethvert tidspunkt både i opadgående og nedadgående retning. Selskabet er en åben fond og styres efter, at der, i det omfang det er muligt, altid skal kunne udstedes nye aktier, såfremt der er efterspørgsel efter dette, ligesom Selskabet altid skal kunne tilbagekøbe aktier fra enhver aktionær, som ønsker at realisere sin investering i Selskabet.

Ordre om handler afgivet i tidsrummet mellem kl. 0.00 og kl. 14.00 dansk tid afregnes med udgangspunkt i indre værdi på næste handelsdag, der så bliver ordredag. Indre værdi beregnes ud fra seneste officielle lukkekurser tilgængelige på ordredagen. Ordre om handler afgivet i tidsrummet mellem kl. 14.00 og kl. 24.00 dansk tid afregnes med udgangspunkt i indre værdi på handelsdagen, der følger 2 dage efter dagen, hvor ordren er afgivet.

Indre værdi beregnes ud fra seneste officielle lukkekurser tilgængelige på ordredagen. Dagskursen beregnes som indre værdi baseret på principperne omkring indregning og måling, jf. ovenfor. Hertil kommer et emissionstillæg/indløsningsfradrag, som fremgår af Faktaarket, der til enhver tid kan ses på selskabets hjemmeside.

## Ledelsesberetning (fortsat)

### Redegørelse for dataetik

Selskabet har ikke udarbejdet en politik for dataetik jf. årsregnskabslovens § 99d. Selskabets aktivitet består af investering i værdipapirer, samt at håndtere driften af selskabets og dets likvider så effektivt som muligt. I den proces indgår persondata kun i meget begrænset omfang og bestyrelsen har dermed vurderet, at det ikke er nødvendigt at udarbejde en politik for dataetik. Bestyrelsen vil løbende vurdere behovet for at indføre en konkret politik.

### Redegørelse jf. Disclosureforordningen

Selskabets investeringsstrategi tager ikke specifikt højde for EU-kriterierne for miljømæssigt bæredygtige økonomiske aktiviteter. De investeringer som ligger til grund for dette finansielle produkt inddrager alene miljømæssig bæredygtighed i det omfang at det vurderes at påvirke afkastet eller risikoen ved den pågældende investering.

### Usædvanlige forhold

Der har ikke været usædvanlige forhold i selskabets virksomhed i regnskabsåret.

### Begivenheder efter regnskabsårets afslutning

Der er fra balancedagen og frem til i dag ikke indtrådt forhold, som forrykker vurderingen af årsrapporten.

### Forventet udvikling

Selskabets afkast af egenkapitalen afhænger af udviklingen på de værdipapirer, som Selskabet har investeret i. Med Artha's aktuelle forventninger til afkast for de forskellige aktivklasser forventes et gennemsnitligt investeringsafkast de kommende år på 7,4 % p.a. før omkostninger. Dette er også vores forventning til afkastet for 2026. Resultatet vil dog afhænge af den specifikke udvikling i 2026 på de finansielle markeder, herunder især aktiekurser, renteutvikling og valutakurser samt udviklingen for de konkrete værdipapirer i Selskabets portefølje.

## Ledelsesberetning (fortsat)

### Ledelseshverv

Ledelsen i selskabet har følgende ledelsesposter i andre erhvervsvirksomheder:

#### Michael Kjær, Bestyrelsesformand:

##### Selskab

Investeringsselskabet Artha Optimum A/S  
 Investeringsselskabet Artha Safe A/S  
 Investeringsselskabet Artha Responsible A/S  
 Investeringsselskabet Artha DMax A/S  
 ArthaScope Holding A/S  
 Artha Fondsmæglerselskab A/S  
 ArthaScope Kapitalforvaltning A/S  
 Kapitalforeningen ArthaScope  
 CORE Leasing A/S  
 On The Spot A/S  
 Realfiction AB  
 Realfiction Lab ApS  
 Realfiction ApS  
 SMT House Holding AB  
 OTS-Group Holding ApS  
 PWT Group A/S  
 Conceivio ApS  
 Dansk Erhverv  
 Invest Group A/S

##### Rolle

Formand  
 Formand  
 Formand  
 Formand  
 Formand  
 Formand  
 Formand  
 Formand  
 Formand  
 Formand  
 Formand  
 Formand  
 Formand  
 Formand  
 Bestyrelsesmedlem  
 Bestyrelsesmedlem  
 Bestyrelsesmedlem  
 Bestyrelsesmedlem  
 Bestyrelsesmedlem  
 Direktør, Bestyrelsesmedlem

#### Henrik Christiansen, Bestyrelsesmedlem:

##### Selskab

Investeringsselskabet Artha Optimum A/S  
 Investeringsselskabet Artha Safe A/S  
 Investeringsselskabet Artha Responsible A/S  
 Investeringsselskabet Artha DMax A/S  
 TDC TELCO ApS  
 Hiper A/S  
 Nuuday A/S

##### Rolle

Bestyrelsesmedlem  
 Bestyrelsesmedlem  
 Bestyrelsesmedlem  
 Bestyrelsesmedlem  
 Bestyrelsesmedlem  
 Bestyrelsesmedlem  
 Direktør

#### Carsten Kenneth Jensen, Bestyrelsesmedlem:

##### Selskab

CKJ Steel A/S  
 European Aircraft Sales A/S  
 CC Modul ApS  
 Investeringsselskabet Artha Optimum A/S  
 Investeringsselskabet Artha Safe A/S  
 Investeringsselskabet Artha Responsible A/S  
 Investeringsselskabet Artha DMax A/S  
 Kapitalforeningen ArthaScope  
 Weibel Scientific A/S  
 OY-BTM ApS  
 MCJ Holding ApS  
 MCJ Ejendomsselskab ApS  
 Industrivej 3-5. Køge ApS

##### Rolle

Formand  
 Formand  
 Formand  
 Bestyrelsesmedlem  
 Bestyrelsesmedlem  
 Bestyrelsesmedlem  
 Bestyrelsesmedlem  
 Bestyrelsesmedlem  
 Bestyrelsesmedlem  
 Direktør, Bestyrelsesmedlem  
 Direktør, Formand  
 Direktør  
 Direktør

**Ledelsesberetning (fortsat)****Klaus Lund, Bestyrelsesmedlem:**

<b>Selskab</b>	<b>Rolle</b>
Artha Cargo A/S	Formand
Codoff A/S	Formand
Ejendomsselskabet Køge Søbad A/S	Formand
Investeringsselskabet Artha Optimum A/S	Bestyrelsesmedlem
Investeringsselskabet Artha Safe A/S	Bestyrelsesmedlem
Investeringsselskabet Artha Responsible A/S	Bestyrelsesmedlem
Investeringsselskabet Artha DMax A/S	Bestyrelsesmedlem
Artha Bolig Udbytte P/S	Bestyrelsesmedlem
Artha Brønsholm P/S	Bestyrelsesmedlem
Artha Ejendomme Vest II A/S	Bestyrelsesmedlem
Artha Ejendomme Vest III A/S	Bestyrelsesmedlem
Artha Ejerlejligheder II P/S	Bestyrelsesmedlem
Artha Energi P/S	Bestyrelsesmedlem
Artha Følager A/S	Bestyrelsesmedlem
Artha Jordbank P/S	Bestyrelsesmedlem
Artha Kongeengen P/S	Bestyrelsesmedlem
Artha Norcod A/S	Bestyrelsesmedlem
Artha Orangerierne P/S	Bestyrelsesmedlem
Artha Padborg ApS	Bestyrelsesmedlem
Artha Projekter P/S	Bestyrelsesmedlem
Artha Rungsted Husene A/S	Bestyrelsesmedlem
Artha Skovly P/S	Bestyrelsesmedlem
Artha Sol A/S	Bestyrelsesmedlem
Artha Strandgade P/S	Bestyrelsesmedlem
Artha Turf P/S	Bestyrelsesmedlem
Artha VAB I P/S	Bestyrelsesmedlem
Artha VAB II P/S	Bestyrelsesmedlem
Artha Vallø Strand A/S	Bestyrelsesmedlem
ArthaScope Bellida A/S	Bestyrelsesmedlem
ArthaScope Tank P/S	Bestyrelsesmedlem
Brønsholm ApS	Bestyrelsesmedlem
Brønsholm Holding ApS	Bestyrelsesmedlem
Cargo Air A/S	Bestyrelsesmedlem
Cargo Care International ApS	Bestyrelsesmedlem
Dansk Svensk Ejendomsinvestering ApS	Bestyrelsesmedlem
Elmehøj II ApS	Bestyrelsesmedlem
Holdingselskabet af 4. februar P/S	Bestyrelsesmedlem
K/S Fredens Gaard	Bestyrelsesmedlem
K/S Lahti & Kuopio	Bestyrelsesmedlem
Kapitalforeningen ArthaScope	Bestyrelsesmedlem
Komplementarselskabet af 20. december ApS	Bestyrelsesmedlem
Komplementarselskabet Artha Brønsholm A/S	Bestyrelsesmedlem
Komplementarselskabet Artha Ejerlejligheder II A/S	Bestyrelsesmedlem
Komplementarselskabet Artha Skovly A/S	Bestyrelsesmedlem
Komplementarselskabet Artha Toldbodhuse A/S	Bestyrelsesmedlem
Paratus Ejendomme ApS	Bestyrelsesmedlem
Projekt Vallø Strand ApS	Bestyrelsesmedlem

**Ledelsesberetning (fortsat)****Klaus Lund, Bestyrelsesmedlem (fortsat):****Selskab**

RS Trylleskoven 2 A/S  
Scanpartners International A/S  
Store Kongensgade Ejerlejligheder A/S  
Strandgade 104 Holding P/S  
Vamdrupvej A/S  
ArthaScope Alternativ Investeringsselskab IV A/S  
Scope Investment Alternativ Investeringsselskab I A/S  
Scope Investment Alternativ Investeringsselskab II A/S  
Artha Dagligvarebutikker A/S  
Artha Hornbæk Hotel P/S  
Artha Property Invest II P/S  
Artha Property Invest P/S  
Artha Søbad P/S  
Artha Vadstrupvej A/S  
Artha Vindmøller A/S  
Vadstrupvej 35-41 A/S

**Rolle**

Bestyrelsesmedlem  
Bestyrelsesmedlem  
Bestyrelsesmedlem  
Bestyrelsesmedlem  
Bestyrelsesmedlem  
Adm. Dir., Bestyrelsesmedlem  
Adm. Dir., Bestyrelsesmedlem  
Adm. Dir., Bestyrelsesmedlem  
Direktør, Bestyrelsesmedlem  
Direktør, Bestyrelsesmedlem  
Direktør, Bestyrelsesmedlem  
Direktør, Bestyrelsesmedlem  
Direktør, Bestyrelsesmedlem  
Direktør, Bestyrelsesmedlem  
Direktør, Bestyrelsesmedlem  
Direktør, Bestyrelsesmedlem

**Kristian Myrup, Direktør:****Selskab**

Artha Dagligvarebutikker A/S  
Artha Vindmøller A/S  
Fast Ejendom Danmark A/S  
Investeringsselskabet Artha Optimum A/S  
Investeringsselskabet Artha Responsible A/S  
Investeringsselskabet Artha Safe A/S  
Investeringsselskabet Artha DMax A/S  
CTLK Invest ApS  
ARTHA ApS

**Rolle**

Formand  
Bestyrelsesmedlem  
Bestyrelsesmedlem  
Adm. Dir.  
Adm. Dir.  
Adm. Dir.  
Adm. Dir.  
Adm. Dir.  
Direktør

**Resultatopgørelse og totalindkomstopgørelse**

	Note	2025 t.kr.	2024 t.kr.
Indtægter fra investeringsvirksomhed	3	490.905	448.858
Udgifter fra investeringsvirksomhed	4	(209.427)	(205.334)
<b>Resultat af investeringsvirksomhed</b>		<b>281.478</b>	<b>243.525</b>
Andre eksterne omkostninger	5,6	(35.201)	(36.184)
<b>Resultat af primær drift</b>		<b>246.277</b>	<b>207.341</b>
<b>Årets resultat</b>		<b>246.277</b>	<b>207.341</b>
<b>Årets totalindkomst</b>		<b>246.277</b>	<b>207.341</b>
Der har ikke været transaktioner på årets totalindkomst			
<b>Forslag til resultatdisponering</b>			
Overført resultat		<b>246.277</b>	<b>207.341</b>
Gennemsnitlig antal aktier i omløb*	11	305.660	333.440
Resultat pr. aktie*		806	622

\* Korrigeret for egne aktier

**Balance**

	<b>Note</b>	<b>2025 t.kr.</b>	<b>2024 t.kr.</b>
<b>Langfristede aktiver</b>			
Udlån	7	10.725	9.010
<b>Langfristede aktiver i alt</b>		<b>10.725</b>	<b>9.010</b>
<b>Kortfristede aktiver</b>			
Udlån	7	119.576	154.790
Andre tilgodehavender	8	7.728	8.639
<b>Tilgodehavender i alt</b>		<b>127.304</b>	<b>163.429</b>
Obligationer		2.505.551	2.152.475
Kapitalandele		2.179.515	2.096.340
<b>Værdipapirer og kapitalandele i alt</b>	9	<b>4.685.066</b>	<b>4.248.815</b>
<b>Likvider</b>		<b>527</b>	<b>929</b>
<b>Kortfristede aktiver i alt</b>		<b>4.812.897</b>	<b>4.413.172</b>
<b>Aktiver i alt</b>		<b>4.823.622</b>	<b>4.422.183</b>
<b>Egenkapital</b>			
Selskabskapital	11	536.139	536.139
Overført resultat		2.219.556	2.097.521
<b>Egenkapital i alt</b>		<b>2.755.695</b>	<b>2.633.660</b>
<b>Kortfristede forpligtelser</b>			
Gæld til kreditinstitutter	15	2.059.045	1.779.478
Anden gæld	10	8.882	9.044
<b>Kortfristede forpligtelser i alt</b>		<b>2.067.927</b>	<b>1.788.523</b>
<b>Passiver i alt</b>		<b>4.823.622</b>	<b>4.422.183</b>

**Egenkapitalopgørelse**

	Akte- kapital t.kr.	Overkurs ved emis- sion t.kr.	Overført re- sultat t.kr.	I alt t.kr.
Egenkapital 01.01.2025	536.139	0	2.097.521	2.633.660
Køb af egne aktier	0	0	(338.373)	(338.373)
Salg af egne aktier	0	0	214.131	214.131
Årets resultat	0	0	246.277	246.277
Anden totalindkomst	0	0	0	0
<b>Årets totalindkomst</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>246.277</b>	<b>246.277</b>
<b>Egenkapital 31.12.2025</b>	<b>536.139</b>	<b>0</b>	<b>2.219.556</b>	<b>2.755.695</b>
Egenkapital 01.01.2024	534.235	0	2.040.684	2.574.919
Kapitalforhøjelse	1.904	8.096	0	10.000
Køb af egne aktier	0	0	(405.171)	(405.171)
Salg af egne aktier	0	0	246.571	246.571
Overførsler til/fra andre reserver	0	(8.096)	8.096	0
Årets resultat	0	0	207.341	207.341
Anden totalindkomst	0	0	0	0
<b>Årets totalindkomst</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>207.341</b>	<b>207.341</b>
<b>Egenkapital 31.12.2024</b>	<b>536.139</b>	<b>0</b>	<b>2.097.521</b>	<b>2.633.660</b>

**Pengestrømsopgørelse**

	Note	2025 t.kr.	2024 t.kr.
<b>Årets resultat</b>		<b>246.277</b>	<b>207.341</b>
<b>Årets reguleringer</b>			
Renteindtægter lån	3	(18.345)	(16.436)
Renteindtægter obligationer	3	(37.929)	(41.179)
Aktieudbytte efter udbytteskat	3	(42.386)	(33.909)
Renteudgift, bankindestående	4	9.962	15.830
Realiserede og urealiserede værdireguleringer af værdipapirer og kapitalandele	3,4	(195.953)	(142.515)
Ændringer i tilgodehavender		911	638
Ændringer i kortfristede forpligtelser		(163)	464
Ændringer i udlån		33.499	(3.848)
<b>Ændringer i driftskapital</b>		<b>(161.705)</b>	<b>(145.261)</b>
Modtagne renter		56.274	57.615
Betalte renter		(9.962)	(15.830)
Modtagne udbytter	3	42.386	33.909
<b>Pengestrømme fra driftsaktivitet</b>		<b>84.572</b>	<b>62.080</b>
Netto køb og salg af værdipapirer og kapitalandele		(240.299)	312.224
<b>Pengestrømme til investeringsaktivitet</b>		<b>(240.299)</b>	<b>312.224</b>
Ændringer i repoforretninger*		279.567	(227.452)
Årets emissioner, indbetalt kapital		0	10.000
Køb af egne aktier		(338.373)	(405.171)
Salg af egne aktier		214.131	246.571
<b>Pengestrømme fra finansieringsaktivitet</b>		<b>155.325</b>	<b>(376.052)</b>
<b>Ændring i likvider</b>		<b>(402)</b>	<b>(1.748)</b>
Likvider pr. 01.01		929	2.678
<b>Likvider pr. 31.12</b>		<b>527</b>	<b>929</b>

\*) Gæld til kreditinstitutter primo 2025: 1.779,5 mio.kr., årets afdrag og optagelse af repogæld: 337,7 mio.kr., årets ikke-kontante ændringer til dagsværdi: -58,1 mio.kr., Gæld til kreditinstitutter (repoforretninger)ultimo 2025: 2.059,0 mio.kr. Gæld til kreditinstitutter (repoforretninger) primo 2024: 2.006,9 mio.kr., årets afdrag og optagelse af repogæld: -170,9 mio.kr., årets ikke-kontante ændringer til dagsværdi: -56,5 mio.kr., Gæld til kreditinstitutter (repoforretninger)ultimo 2024: 1.779,5 mio.kr.

## Noteoversigt

1. Anvendt regnskabspraksis
2. Væsentlige regnskabsmæssige vurderinger og skøn
3. Indtægter fra investeringsvirksomhed
4. Udgifter fra investeringsvirksomhed
5. Andre eksterne omkostninger
6. Personaleomkostninger
7. Udlån
8. Andre tilgodehavender
9. Værdipapirer og kapitalandele
10. Anden gæld
11. Aktiekapital
12. Finansielle risici og finansielle instrumenter
13. Dagsværdioplysninger
14. Ejerskab af selskaber
15. Oplysninger om værdipapirfinansieringstransaktioner
16. Nærtstående parter
17. Eventualforpligtelser
18. Aktionærer
19. Begivenheder efter balancedagen
20. Godkendelse af årsrapport til offentliggørelse

## Noter

### 1. Anvendt regnskabspraksis

Årsrapporten for Investeringsselskabet Artha Max A/S for 2025 er aflagt i overensstemmelse med IFRS® Accounting Standards, som godkendt af EU og yderligere krav i årsregnskabsloven. Årsregnskabet er aflagt efter samme regnskabspraksis som sidste år.

Investeringsselskabet Artha Max A/S er et investeringsselskab med hjemsted i Danmark.

Årsregnskabet aflægges i danske kroner (DKK), der er den funktionelle valuta for selskabet.

### Implementering af nye og ændrede regnskabsstandarder og fortolkningsbidrag

Ledelsen har vurderet virkningerne af nye eller ændrede regnskabsstandarder og fortolkningsbidrag udstedt af IASB og IFRS, der er godkendt af EU, og som trådte i kraft den 1. januar 2025 eller senere. Anvendelsen af ændringer fra 1. januar 2025 har ikke haft væsentlig indvirkning på regnskabet for 2025. Desuden forventer ledelsen ikke nogen væsentlig indvirkning på fremtidige regnskabsperioder fra vedtagelsen af disse ændringer.

### Standarder og fortolkningsbidrag, der endnu ikke er trådt i kraft

På tidspunktet for offentliggørelse af denne årsrapport er en række nye eller ændrede standarder samt fortolkningsbidrag endnu ikke trådt i kraft eller godkendt til brug i EU:

- Ændringer til IFRS 7 og IFRS 9 relateret til tilføjelser til klassifikation og måling af finansielle instrumenter.
- IFRS 18, der erstatter IAS 1, introducerer nye krav til præsentation af resultatopgørelsen, oplysningskrav vedrørende ledelsesdefinerede performancemål og nye krav til gruppering og opdeling af finansielle oplysninger. Standarden træder i kraft 1. januar 2027 med mulighed for førtidsimplementering, når standarden er godkendt til anvendelse i EU.
- Præciseringer til IFRS 1, IFRS 7, IFRS 9, IFRS 10 og IAS 7.

De godkendte ikke-ikrafttrådte standarder og fortolkningsbidrag implementeres i takt med, at de bliver obligatoriske for selskabet. Det er vurderet, at ingen af ovenstående standarder og fortolkningsbidrag får indflydelse på indregning og måling for selskabet.

IFRS 18 Præsentation og oplysninger i årsregnskabet er en ny IFRS-standard for præsentation og oplysninger i årsregnskabet. For Investeringsselskabet Artha Max A/S forventes påvirkningen primært at vedrøre præsentationen af resultatopgørelsen, hvor investeringsindtægter og -omkostninger vil blive præsenteret under en separat kategori for investeringsaktiviteter.

### Væsentlige regnskabsmæssige vurderinger og skøn

Ved udarbejdelsen af årsregnskabet foretager ledelsen en række regnskabsmæssige vurderinger og skøn, der danner grundlag for præsentation, indregning og måling af selskabets aktiver og forpligtelser. De væsentligste regnskabsmæssige vurderinger og skøn fremgår af note 2.

## Noter

### 1. Anvendt regnskabspraksis (fortsat)

#### Generelt om indregning og måling

Aktiver indregnes i balancen, når det som følge af en begivenhed, indtruffet før eller på balancedagen, er sandsynligt, at fremtidige økonomiske fordele vil tilflyde selskabet, og aktivets værdi kan måles pålideligt. Aktiver fjernes fra balancen, når det ikke længere er sandsynligt, at fremtidige økonomiske fordele vil tilflyde selskabet.

Køb og salg af finansielle aktiver og forpligtelser indregnes i balancen på aftaledagen.

Forpligtelser indregnes i balancen, når selskabet som følge af en begivenhed, indtruffet før eller på balancedagen, har en retlig eller faktisk forpligtelse, og det er sandsynligt, at der må afgives økonomiske fordele for at indfri forpligtelsen, og forpligtelsens værdi kan måles pålideligt. Forpligtelser fjernes fra balancen, når det ikke længere er sandsynligt, at der må afgives økonomiske fordele for at indfri forpligtelsen.

Ved første indregning måles aktiver og forpligtelser til kostpris, dog måles investeringsaktiver ved første indregning til dagsværdi, hvilket typisk svarer til kostpris eksklusiv direkte afholdte omkostninger. Måling efter første indregning sker som beskrevet nedenfor for hver enkelt regnskabspost. Der tages hensyn til begivenheder, der fremkommer i perioden fra balancedagen frem til aflæggelse af årsrapporten, som be- eller afkræfter forhold, der eksisterede på balancedagen.

I totalindkomstopgørelsen indregnes indtægter, i takt med at de indtjenes, mens omkostninger indregnes med de beløb, der vedrører regnskabsåret.

#### Omregning af fremmed valuta

Transaktioner i anden valuta end selskabets funktionelle valuta omregnes ved første indregning til transaktionsdagens kurs.

Tilgodehavender, gældsforpligtelser og andre monetære poster i fremmed valuta, som ikke er afregnet på balancedagen, omregnes til balancedagens valutakurs.

Valutakursdifferencer, der opstår mellem transaktionsdagens kurs og kursen på henholdsvis betalingsdagen og balancedagen, indregnes i resultatopgørelsen som finansielle poster.

## Noter

### 1. Anvendt regnskabspraksis (fortsat)

#### Totalindkomstopgørelsen

##### Resultat af investeringsvirksomhed

Resultat af investeringsvirksomhed omfatter realiserede og urealiserede kursgevinster og kurstab på værdipapirer samt renteindtægter og – udgifter vedrørende værdipapirer og bankindeståender. Endvidere er valutakursreguleringer knyttet til værdipapirer og bankindeståender indregnet i resultat af investeringsvirksomhed.

##### Andre eksterne omkostninger

Andre omkostninger omfatter omkostninger, der er afholdt i året forbundet med selskabets investeringsaktivitet, herunder omkostninger til administration og revision.

Personaleomkostninger omfatter honorar til bestyrelsesmedlemmer.

##### Skat

Selskabets aktionærer er omfattet af Aktieavancebeskatningslovens § 19. Selskabet er derfor ikke et selvstændigt skattesubjekt, hvorfor der ikke svares skat af årets resultat. Selskabet beskattes udelukkende af modtagne aktieudbytter, som er indregnet i udbyttet under posten "resultat af investeringsvirksomhed".

##### Balance

##### Udlån

Udlån målt til amortiseret kostpris besiddes indenfor en forretningsmodel, der har som mål at modtage de kontraktlige pengestrømme i form af renter og hovedstol. Udlån måles ved første indregning til dagsværdi med tillæg af de transaktionsomkostninger, som er direkte forbundet med erhvervelsen af udlånet samt fradrag for modtagne gebyrer og provisioner, der indgår som en integreret del af den effektive rente. Efterfølgende måles udlån og tilgodehavender til amortiseret kostpris fratrukket det forventede kredittab.

Reguleringer til imødegåelse af tab som følge af kreditrisiko indregnes i resultatopgørelsen under regnskabsposten udgifter til investeringsvirksomhed. Kreditrisikoen udgør sandsynligheden for, at låntager misligholder sine betalingsforpligtelser. Opgørelsen af det forventede kredittab afhænger af, om der er indtruffet en væsentlig stigning i kreditrisikoen siden første indregning. Opgørelsen af nedskrivninger følger en model med tre stadier:

- Stadie 1 omfatter aktiver, hvor der ikke er sket en betydelig stigning i kreditrisiko. I dette stadie beregnes nedskrivningerne svarende til det forventede kredittab i 12 måneder.
- Stadie 2 omfatter aktiver, hvor der er sket en betydelig stigning i kreditrisikoen. I dette stadie beregnes nedskrivningerne svarende til det forventede kredittab i aktivets levetid.

## Noter

### 1. Anvendt regnskabspraksis (fortsat)

- Stadie 3 omfatter kreditforringede aktiver. I dette stadie beregnes nedskrivningerne baseret på en individuel vurdering af kredittabet i aktivets levetid.

Stadieinddelingen er baseret på et skøn af, hvad kreditrisikoen er på de enkelte modparter, og revurderes løbende. Nedskrivninger på udlån og tilgodehavender føres på en korrektivkonto, som modregnes under udlån.

Ved vurdering af udviklingen i kreditrisikoen antages det, at der er indtruffet en betydelig stigning i kreditrisikoen i forhold til tidspunktet for førstegangsindregning, såfremt Loan to Value udvikler sig markant negativt og nærmer sig 100% eller mere. Det forventede tab er beregnet som en funktion af sandsynlighed for misligholdelse, eksponeringsværdi ved misligholdelse og tab ved misligholdelse. Nedskrivningerne på udlån i stadie 1 og 2 foretages på baggrund af en overordnet vurdering af de fremadrettede risici. Nedskrivninger på udlån i stadie 3 foretages ved en detaljeret individuel beregning af scenarier for den fremtidige udvikling i det konkrete projekt.

#### Afledte finansielle instrumenter

Afledte finansielle instrumenter måles både ved første indregning i balancen og efterfølgende til dagsværdi. For afledte finansielle instrumenter indregnes ændringer i dagsværdi løbende i resultatopgørelsen som resultat af investeringsvirksomhed.

#### Tilgodehavender

Tilgodehavender indregnes ved første indregning til dagsværdi og måles efterfølgende til amortiseret kostpris, med fradrag af nedskrivninger til imødegåelse af forventede tab.

#### Værdipapirer og kapitalandele

Værdipapirer og kapitalandele, der er indregnet under kortfristede aktiver, omfatter primært aktier og obligationer. Værdipapirer og kapitalandele måles til dagsværdi. Dagsværdireguleringer indregnes i resultatopgørelsen under "Resultat af investeringsvirksomhed".

#### Likvider

Likvider omfatter indestående i pengeinstitutter.

#### Egenkapital

I forbindelse med aktionærernes ret til indløsning af aktier kan selskabet opkøbe og besidde egne aktier. Kostprisen på den eventuelle beholdning af egne aktier ved regnskabsårets udløb modregnes under reserverne.

## Noter

### 1. Anvendt regnskabspraksis (fortsat)

Selskabets aktionærer har ret til at tilbagesælge kapitalandele til selskabet, jf. vedtægterne. Selskabet opfylder kriterierne for, at kapitalandelene klassificeres som egenkapital. Indløsningsretten er ikke ubetinget, idet selskabets ledelse kan suspendere indløsningen.

#### Forpligtelser

Forpligtelser måles ved første indregning til dagsværdi og efterfølgende til amortiseret kostpris. For forpligtelser vedrørende repoforretninger indregnet under "Gæld til kreditinstitutter" henvises til afsnit nedenfor.

#### Repoforretninger

Værdipapirer, der er solgt som led i repoforretninger, beholdes i balancen under obligationer, mens det modtagne beløb indregnes som gæld til kreditinstitutter. Repoforretninger indregnes og måles til dagsværdi, og afkastet indregnes i resultatopgørelsen under indtægter fra investeringsvirksomhed og udgifter fra investeringsvirksomhed.

#### Pengestrømsopgørelsen

Pengestrømsopgørelsen præsenteres efter den indirekte metode, og viser selskabets pengestrømme for året fordelt på driftsaktivitet, investeringsaktivitet og finansieringsaktivitet for året, årets forskydning i likvider samt likvider ved årets begyndelse og afslutning.

#### Pengestrømme fra driftsaktivitet

Pengestrømme fra driftsaktiviteter opgøres som årets resultat reguleret for ikke-kontante driftsposter, ændringer i driftskapital.

#### Pengestrømme fra investeringsaktivitet

Pengestrømme fra investeringsaktiviteter omfatter betaling i forbindelse med køb og salg af finansielle aktiver samt værdipapirer og kapitalandele.

#### Pengestrømme fra finansieringsaktivitet

Pengestrømme fra finansieringsaktiviteter omfatter ændringer i størrelse eller sammensætning af selskabskapital og omkostninger forbundet hermed samt optagelse af lån og afdrag på rentebærende gæld.

## Noter

### 1. Anvendt regnskabspraksis (fortsat)

#### Hoved- og nøgletal

Hoved- og nøgletal er defineret og beregnet i overensstemmelse med Finansforeningens gældende version af "Anbefalinger & Nøgletal":

Nøgletal		Beregningsformel	Nøgletal udtryk
Soliditetsgrad (%)	=	$\frac{\text{Egenkapital} \times 100}{\text{Samlede aktiver}}$	Virksomhedens finansielle styrke
Resultat pr. aktie *	=	$\frac{\text{Årets nettoresultat}}{\text{Antal aktier ekskl. Egne aktier}}$	Virksomhedens resultat pr. aktie
Indre værdi pr. aktie * * Korrigeret for egne aktier	=	$\frac{\text{Egenkapital}}{\text{Antal aktier ekskl. Egne aktier}}$	Virksomhedens indre værdi pr. aktie

### 2. Væsentlige regnskabsmæssige vurderinger og skøn

Investeringsselskabet Artha Max A/S investerer i en række noterede og illikvide værdipapirer, hvor omsætteligheden og værdien er bestemt af udviklingen i markedsforholdene. Der kan derfor være usikkerhed om de underliggende værdier, fordi disse måske ikke til enhver tid og under alle markedsforhold vil være realiserbare. Som følge heraf er de urealiserede værdireguleringer og dagsværdien af niveau 2 og niveau 3 aktiver forbundet med skøn.

Denne usikkerhed kan være større i perioder med høj volatilitet i de finansielle markeder, ligesom konjunkturerne også påvirker markedsforholdene. Metoder og forudsætninger for opgørelsen af dagsværdien af investeringer beskrevet i note 12. Opdeling af aktiver på niveau 1-3 er beskrevet i note 13.

**Noter**

**3. Indtægter fra investeringsvirksomhed**

Indtægter fra porteføljer målt til amortiseret kostpris

	<u>2025</u> t.kr.	<u>2024</u> t.kr.
Realiseret kursgevinst udlån	2.126	179
Renteindtægter fra udlån samt likvide beholdning	18.345	16.436
Valutakursgevinst, bankindestående	<u>2</u>	<u>2</u>
	<b><u>20.473</u></b>	<b><u>16.618</u></b>

Indtægter fra porteføljer målt til dagsværdi over resultatopgørelsen

Urealiseret kursgevinst aktier	275.087	233.093
Urealiseret kursgevinst obligationer	48.490	43.596
Realiseret kursgevinst aktier	41.240	43.234
Realiseret kursgevinst obligationer	26.211	37.229
Renteindtægter fra obligationer mv.	37.018	41.179
Aktieudbytte	<u>42.386</u>	<u>33.909</u>
	<b><u>470.432</u></b>	<b><u>432.241</u></b>
<b>Total</b>	<b><u>490.905</u></b>	<b><u>448.858</u></b>

**4. Udgifter fra investeringsvirksomhed**

Udgifter fra porteføljer målt til amortiseret kostpris

	<u>2025</u> t.kr.	<u>2024</u> t.kr.
Renteudgift, bankindestående, lån og kreditter	9.962	15.830
Valutakurstab, bankindestående	3	78
Nedskrivninger af udlån til amortiseret kostpris	<u>4.388</u>	<u>2.888</u>
	<b><u>14.353</u></b>	<b><u>18.797</u></b>

Udgifter fra porteføljer målt til dagsværdi over resultatopgørelsen

Urealiseret kurstab aktier	124.104	126.855
Urealiseret kurstab obligationer	14.626	7.319
Realiseret kurstab aktier	12.327	14.580
Realiseret kurstab obligationer	<u>44.018</u>	<u>37.783</u>
	<b><u>195.075</u></b>	<b><u>186.537</u></b>
<b>Total</b>	<b><u>209.427</u></b>	<b><u>205.334</u></b>

**Noter**

	<b>2025</b>	<b>2024</b>
	<b>t.kr.</b>	<b>t.kr.</b>
<b>5. Andre eksterne omkostninger</b>		
Depositær- og depotomkostninger	7.249	7.361
Rådgivnings- og advokatombkostninger	100	82
Revisionsombkostninger	107	104
Transaktionsombkostninger og -gebyrer	321	315
Porteføljeforvaltergebyrer	27.231	28.146
Øvrige ombkostninger	192	177
	<b>35.201</b>	<b>36.184</b>

Honorar til selskabets generalforsamlingsvalgte revisor, EY Godkendt Revisionspartnerselskab, udgjorde:

Lovpligtig revision	107	104
	<b>107</b>	<b>104</b>

**6. Personaleombkostninger**

Gager og lønninger	0	0
Pensioner (bidragsbaserede)	0	0
Andre ombkostninger til social sikring	0	0
	<b>0</b>	<b>0</b>
Gennemsnitligt antal medarbejdere	<b>1</b>	<b>1</b>
Bestyrelshonorar	192	173
Løn og gager	0	0
Bidragsbaserede pensionsordninger	0	0
	<b>192</b>	<b>173</b>

Selskabet har i 2025 været forvaltet af ArthaScope Kapitalforvaltning A/S, CVR nr. 36042362. Andel af honorar til bestyrelsen for ArthaScope Kapitalforvaltning A/S udgjorde i 2025 samlet 318 t.kr. (2024: 125 t.kr.).

Andel af lønudgifter til direktionen i ArthaScope Kapitalforvaltning A/S udgjorde i 2025 samlet 8.655 t.kr., hvoraf 0 t.kr. udgjorde variabel løn (2024: fast løn 7.521 t.kr., variabel løn 0 t.kr.).

Selskabets andel af lønudgifter til øvrige medarbejdere i ArthaScope Kapitalforvaltning A/S udgjorde i 2025 15.708 t.kr. (2024: 12.085 t.kr.).

**Noter**

**6. Personaleomkostninger (fortsat)**

Selskabets andel af de respektive lønudgifter er opgjort forholdsmæssigt baseret på forholdet mellem det forvaltningsfee, som er betalt til forvalteren i forhold til de samlede forvaltningsfee opkrævet af ArthaScope Kapitalforvaltning A/S af de Alternative Investeringsfonde og af de diskretionære mandater i 2024 og 2025.

<b>7. Udlån</b>	<b>2025 t.kr.</b>	<b>2024 t.kr.</b>
<b>Udlån brutto</b>	<b>136.554</b>	<b>167.792</b>
Nedskrivningssaldo primo	(3.992)	(1.283)
Årets nedskrivninger i stadie 1	(2.103)	(1.208)
Årets nedskrivninger i stadie 3	(2.285)	(1.680)
Tilbageførte nedskrivninger	2.126	179
<b>Nedskrivningssaldo ultimo</b>	<b>(6.254)</b>	<b>(3.992)</b>
<b>Udlån netto</b>	<b>130.300</b>	<b>163.800</b>

Udlån til amortiseret kostpris er allokeret 125.585 t.kr. (2024: 158.620 t.kr.) til stadie 1 og 4.715 t.kr. (2024: 5.180 t.kr.) til stadie 3 baseret på en konkret vurdering af kreditrisikoen. Der har i perioden været flyt for i alt brutto 0 t.kr. (2024: 7.000 t.kr.) fra stadie 1 til stadie 3. Nedskrivningen er baseret på selskabets nedskrivningsmodel i henhold til reglerne i IFRS 9. Realiseret tab på udlån er 0 t.kr. (2024: 0 t.kr.). Udlån indregnet i balancen udgør 130.300 t.kr. (2024: 163.800 t.kr.), hvoraf 119.576 t.kr. (2024: 154.790 t.kr.) er kortfristet. Der er alene udlån til byggeprojekter, hvoraf 8.193 t.kr. (2024: 56.335 t.kr.) ligger med LTV i intervallet 0-60 % og 122.107 t.kr. (2024: 107.465 t.kr.) med LTV i intervallet 60-80 %.

Alle udlån er ejendomsudlån. Det største udlån er på 107,9 mio. eller 83% af udlånsbalancen, mens ingen af de øvrige seks udlån er på over 6 mio. hver for sig. Udlånet på 107,9 mio. er til ejendomsprojektet Artha Brønsholm. Der er ultimo 2025 indgået aftale om salg af Artha Brønsholm, hvorfor hovedparten af lånet forventes indfriet i 1. halvår 2026. Der vil være en mindre del af lånet, som forventes indfriet senere i takt med at diverse garantier og forpligtelser bortfalder. Nedskrivningssaldo for Artha Brønsholm er i 2025 øget fra 2,0 mio. til 3,9 mio., mens der i samme periode er bogført renteindtægt på 13,0 mio.

**8. Andre tilgodehavender**

Tilgodehavende obligationsrenter	7.728	8.639
	<b>7.728</b>	<b>8.639</b>

**Noter**

**9. Værdipapirer og kapitalandele**

	<b>2025 t.kr.</b>	<b>2024 t.kr.</b>
Aktier	1.401.597	1.325.301
Realkreditobligationer	1.910.899	1.542.444
Kreditobligationer	594.652	610.031
Private Equity	494.536	459.837
Private Debt via kapitalandele	21.891	37.418
Ejendomme via kapitalandele	242.140	231.486
Øvrige investeringer	19.349	42.298
	<b>4.685.066</b>	<b>4.248.815</b>

**10. Anden gæld**

Skyldige porteføljeforvaltergebyrer	6.938	7.105
Skyldige depositar- og depotomkostninger	1.744	1.766
Skyldige transaktionsomkostninger og -gebyrer m.v.	199	173
	<b>8.882</b>	<b>9.044</b>

**11. Aktiekapital**

Aktiekapital primo	536.139	534.236
Kontant kapitaludvidelse	0	1.904
Aktiekapital ultimo	<b>536.139</b>	<b>536.139</b>

Aktiekapitalen består af 357.426 aktier a 1.500 kr.

Antal aktier har udviklet sig således:

Antal aktier primo	357.426	356.157
Ny tegnede aktier	0	1.269
Antal aktier ultimo	<b>357.426</b>	<b>357.426</b>

**Beholdning af egne aktier**

Antal aktier primo	36.193	16.165
Periodens køb	41.137	50.931
Periodens salg	(25.015)	(30.903)
Antal stk. ultimo	<b>52.315</b>	<b>36.193</b>
I procent af samlet antal stk.	14,64%	10,13%

## Noter

### 11. Aktiekapital (fortsat)

Selskabet vurderer løbende muligheden for at optage nye aktionærer ved udvidelse af aktiekapitalen. Såfremt aktionærer omvendt ønsker at realisere deres investering, vil Selskabet som udgangspunkt altid tilbyde at købe egne aktier tilbage. Ved køb af egne aktier har selskabet ingen interesse i at beholde disse aktier og gensælger aktierne til nye eller eksisterende aktionærer når muligt. Selskabets aktiekapital tilpasses således løbende efter efterspørgslen på selskabets aktier.

Der er dog en øvre grænse for, hvor mange egne aktier Selskabet kan købe tilbage, idet egenkapitalen skal overstige aktiekapitalen. Da nye aktier udstedes til overkurs, og da Selskabet samtidig har oparbejdet et betydeligt overskud igennem årene, vil der dog i praksis kunne tilbagekøbes en meget stor andel af de udestående aktier.

Ifølge selskabets vedtægter har enhver aktionær ret til at kræve sine aktier indløst af selskabet, ved at selskabet tilbagekøber aktier. Vil dette medføre at egenkapitalen ikke længere overstiger aktiekapitalen, kan Selskabet i yderste konsekvens besluttes likvideret af aktionærerne, hvis der ikke er tilstrækkelige midler i selskabet til opfyldelse af kapitalkravene i selskabsloven. De nærmere procedurer omkring indløsning er beskrevet i Selskabets vedtægter.

Ønsker en aktionær at gøre retten til indløsning gældende skal dette meddeles skriftligt med et varsel på mindst 20 dage. Indløsninger iværksættes på den sidste bankdag i hver måned og sker til indre værdi med et fradrag fastsat af bestyrelsen på maksimalt 3 %. Indløsningen kan udsættes af bestyrelsen indtil de til indløsningen krævede nødvendige midler er realiseret.

I beregningen af resultat pr. aktie er antallet af udstedte aktier 357.426 stk. korrigeret med gennemsnitligt antal egne aktier på 51.766 stk.

**Noter**

**12. Finansielle risici og finansielle instrumenter**

**12.1 Kategorier af finansielle instrumenter:**

	<b>2025</b> <b>t.kr.</b>	<b>2024</b> <b>t.kr.</b>
Værdipapirer og kapitalandele	4.685.066	4.248.815
<b>Finansielle aktiver, der måles til dagsværdi via resultatopgørelsen</b>	<b>4.685.066</b>	<b>4.248.815</b>
Udlån	130.300	163.800
Likvider	527	929
Andre tilgodehavender	7.728	8.639
<b>Finansielle aktiver, der måles til amortiseret kostpris</b>	<b>138.556</b>	<b>173.368</b>
Gæld til kreditinstitutter	1.882.421	1.530.419
<b>Finansielle forpligtelser, der måles til dagsværdi via resultatopgørelsen</b>	<b>1.882.421</b>	<b>1.530.419</b>
Gæld til kreditinstitutter	176.625	249.059
Anden gæld, afledte finansielle instrumenter	8.882	9.044
<b>Finansielle forpligtelser, der måles til amortiseret kostpris</b>	<b>185.506</b>	<b>258.104</b>

Alle finansielle forpligtelser forfalder til betaling inden for 12 måneder.

**12.2.1 Risikorammer**

Investeringsbegrænsningerne fremgår af Selskabets vedtægter. Samtlige gældende investeringsbegrænsninger, samt en opgørelse af niveauet på hvert enkelt område, fremgår nedenfor. Alle pct. angivelser er i forhold til Selskabet egenkapital.

<b>Risikorammer</b>	<b>Gennemsnit 2025</b>	<b>Interval 2025</b>	<b>Inv. strategi</b>	<b>Maks. ramme</b>
Gearing, Nettogæld/EK	78,6%	68,8% - 87,5%	168%	300%
Aktieandel i pct. af EK	50,2%	48,2% - 51,5%	52%	75%
Obl. stat + real i pct. af EK	68,3%	58,0% - 75,2%	150%	Ingen ramme
Obl. ej stat + real i pct. af EK	23,4%	21,7% - 24,4%	27%	75%
Særlig/unot i pct. af EK	36,7%	32,9% - 40,3%	39%	50%

Aktie- og obligationsandel er inkl. finansielle instrumenter på hver af disse respektive aktivklasser. Særlige/unoterede investeringer, er investeringer i instrumenter, der ikke er optaget til handel på et reguleret marked (i EØS-lande) ekskl. obligationer, som er registreret i VP Securities eller som via dokumentationen er sammenlignelige med børsnoterede obligationer.

## Noter

### 12. Finansielle risici og finansielle instrumenter (fortsat)

Med udgangspunkt i ESMA's retningslinjer for at udregne risiko til brug i nedenstående risikoindikator, er Selskabets VaR-ækvivalente volatilitet (VEV) på dagligt data over de seneste fem år udregnet til 8,7 %. Dette medfører en placering under nr. 3 på nedenstående skala (5 % - 12 %).



#### 12.2.2 Risikofaktorer

Først og fremmest indebærer selve valget om aktiv investering en risiko i sig selv. Det er en forudsætning, at investor i Selskabet er bekendt med og accepterer denne risiko. Desuden skal investor være opmærksom på, at risikoen forbundet med forskellige investeringer kan variere i høj grad. Det er derfor vigtigt at fastlægge en risiko- og investeringsprofil, så udvælgelsen af investeringen stemmer overens med forventninger og krav.

Sammenlagt må der ved investering i Selskabet accepteres en høj risiko. Denne alternative investeringsfond er muligvis ikke egnet for investorer, som har en investeringshorisont på mindre end 7 år.

Nedenfor følger de risici, der er forbundet med investeringerne:

#### Operationel og metodisk risiko

En væsentlig del af risikoen forbundet med en investering i Selskabet, er de operationelle instanser i form af administration, formidling og forvaltning. Disse områder er sårbare overfor personlige eller systemmæssige fejl for eksempel i forbindelse med vedligeholdelse af systemer og udførelse af transaktioner.

Derudover medfører selve investeringsstrategien og grundlaget for denne en risiko. Dette gør sig gældende både i forhold til den rent teoretiske analyse af forhold m.m. men også i forhold til personlige vurderinger, antagelser m.m.

For at undgå, og forebygge fejl i de operationelle instanser er der fastlagt forretningsgange, fremgangsmåder og kontrolinstanser, som sikrer, at risikoen forbundet med de operationelle instanser mindskes mest muligt.

## Noter

### 12. Finansielle risici og finansielle instrumenter (fortsat)

#### Rente-, kurs- og konverteringsrisiko

Rente- og kursrisiko eksisterer i form af risiko for, at renten ændrer sig, hvilket vil medføre tab eller gevinst for især beholdning af realkreditobligationer og virksomhedsobligationer, hvor kursen vil falde, hvis renten stiger og vice versa. Rente- og kursrisiko kan estimeres ud fra porteføljens varighed, som giver en indikation af kurspåvirkningen for en given obligation ved en ændring i den tilhørende rentesats på 1 procentpoint. Højere varighed er derved forbundet med større risiko for en given obligation. Renterisikoen styres aktivt i Selskabet og kan afdækkes (eller evt. øges) via investering i finansielle instrumenter.

Konverteringsrisikoen gør sig gældende for fastforrentede realkreditobligationer. Udstedere af realkreditobligationer har ret til at indfri realkreditobligationer til kurs 100. Herved risikerer selskabet at få indfriet obligationer før tid til en lavere kurs, end den som obligationer er indkøbt til. Konverteringsomfanget afhænger primært af renteniveauet, men afhænger også af individuelle forhold for den enkelte obligationsserie såsom debtorsammensætningen og de historiske udtrækninger.

Konverteringsomfanget afhænger primært af renteniveauet, men afhænger også af individuelle forhold for den enkelte obligationsserie såsom debtorsammensætningen og de historiske udtrækninger. Konverteringsrisikoen er størst, når renten er lav og har været faldende, således at de låntagere som ikke tidligere har anset det for optimalt at omlægge deres lån til nye fastforrentede realkreditobligationer med lavere rente, nu kan gøre det med endnu større gevinst til følge. Konvertering kan ske ved hver rentebetaling og dermed typisk hvert kvartal. Alle låntagere vil dog ikke konvertere på samme tidspunkt, og nogle vil uanset gevinstens størrelse aldrig omlægge deres lån.

Låntagerne vil typisk begynde at omlægge lån, når der kan optages nye lån, med en rente som er 1,5-2,0%-point lavere end den eksisterende. Omfanget af konverteringer afhænger, udover renteniveauet, også af blandt andet antallet af ejendomshandler, aktivitet relateret til omlægningskampagner i diverse realkreditudbydere, samt hvor stor en del af de oprindelige låntagere, som allerede har konverteret på et tidligere tidspunkt.

De historiske udtrækninger i en given obligationsserie vil typisk falde over tid i takt med, at de mest konverteringsaktive låntagere forsvinder ud af serien. De historiske udtrækninger er derfor en vigtig indikator for at estimere det fremtidige udtrækningsniveau, når der samtidig tages højde for forventede ændringer i renteniveau, ejendomshandler mv. jf. ovenfor.

Renterisikoen og konverteringsrisikoen på realkreditobligationer vil ofte modvirke hinanden i et vist omfang. Et lavere renteniveau vil eksempelvis, og alt andet lige, medføre højere kurser på realkreditobligationer, men samtidig betyde en stigning i antallet af konverteringer, hvilket vil påvirke kursen negativt.

## Noter

### 12. Finansielle risici og finansielle instrumenter (fortsat)

Den samlede effekt af rente- og konverteringsrisiko på realkreditobligationer kan både være positiv eller negativ afhængig af det konkrete valg af obligationer.

Ultimo 2025 var selskabets renterisiko opgjort til 3,2 i varighed. En renteændring på 1%-point vurderes således at betyde, at NAV (= Net Asset Value, Egenkapitalen) påvirkes med 3,2 %. Dette svarer til en ændring i årets resultat og egenkapital på ca. 88,1 mio. kr. Af selskabets beholdning på 2.667 mio. kr. i værdipapirer og udlån med renterisiko er de 1.993 mio. kr. fastforrentet og 674 mio. kr. variabelt forrentet. Stort set alle realkreditobligationer er fast forrentet, mens de variabelt forrentede obligationer er virksomhedsobligationer.

#### Valutarisiko

Investering i værdipapirer, som er noteret i udenlandsk valuta, medfører en valutarisiko. Valutarisiko er forårsaget af makroøkonomiske bevægelser og begivenheder og kan derfor være fuldstændig uden sammenhæng med det specifikke aktiv som Selskabet har investeret i.

For nogle aktiver, såsom aktier i multinationale selskaber og statsobligationer, vil der dog ofte være en sammenhæng mellem kursudviklingen på aktivet og på valutaen således, at disse ikke kan ses adskilt. Sådanne valutarisici vil typisk ikke blive afdækket. Øvrige valutarisici kan afdækkes i kortere eller længere i perioder. Selskabet investerer dog størstedelen af porteføljen i DKK eller EUR, hvorfor Selskabets sjældent anvender finansielle instrumenter på valuta.

Selskabet har, som tilfældet med renterisiko, mulighed for at afdække valutarisiko ved køb eller salg af udenlandsk valuta for at mindske tab ved valutaændringer over for DKK, som selskabet er noteret i. Selskabet kan ligeledes foretage indirekte eller direkte eksponeringer i udenlandsk valuta, hvis det forventes at der er potentiale for positiv udvikling i den givne valuta i forhold til DKK.

Ultimo 2025 var selskabets valutarisiko opgjort til 0,05 af NAV. En valutakursændring på 1% i samme retning på alle fremmede valutaer overfor DKK, som ikke er EUR, vurderes således at betyde, at NAV påvirkes med 0,05 %. Dette svarer til en ændring i årets resultat og egenkapital på ca. 1,4 mio. kr. De 0,05 % kan fordeles med 0,02 % i USD, 0,03 % i GBP og 0,01 % i SEK.

#### Kreditrisiko

Investering i virksomheds- og statsobligationer medfører en kreditrisiko, som følge af, at modparten potentielt ikke er i stand til at opfylde sine forpligtelser. Denne kreditrisiko varierer betydeligt alt efter om investeringen vedrører stats-, realkredit- eller virksomhedsobligationer. Alle obligationer er omsætningspapirer, og en ændret vurdering af kreditrisikoen vil afspejle sig i kursen på obligationen og dennes likviditet.

## Noter

### 12. Finansielle risici og finansielle instrumenter (fortsat)

Kreditrisikoen kan estimeres ved analyse af obligationens udsteder og risikoen for, at denne går konkurs. Denne type analyse er offentligt tilgængelig for udvalgte obligationer via kreditvurderingsbureauer som Standard & Poor's, Moody's m.fl. Disse bureauer vurderer en obligations kreditrisiko(/-sikkerhed) ud fra et fastlagt system hvor AAA og C fx er henholdsvis den bedste og dårligste rating som Standard & Poor's kan give en udsteder. Obligationer med en rating på BBB eller bedre betegnes Investment Grade. Obligationer med en rating på BB eller dårligere er High Yield.

	Andel	Inv.grade	High Yield	Ej rated
Dansk finans	71,8%	2,3%	0,0%	69,5%
Ej-finans DKK og EUR	26,3%	0,0%	6,8%	19,4%
Ej-finans NOK og SEK	0,1%	0,0%	0,0%	0,1%
Ej-finans USD	1,9%	0,0%	0,0%	1,9%
Total	100,00%	2,27%	6,83%	90,91%

Selskabet investerer dog primært i obligationer og udlån som ikke har en rating. Alle obligationer og udlån, uanset rating eller ej, analyseres af Selskabet selv med henblik på at vurdere kreditrisikoen. Hovedparten af Selskabets beholdning af obligationer er udstedt af finansielle virksomheder baseret i Danmark og udstedt i DKK eller EUR.

Det er primært lokale danske pengeinstitutter, men også i mindre omfang danske realkreditinstitutter og forsikringsselskaber. Ej-finans er obligationer fra ikke-finansielle virksomheder såsom industri, landbrug og service.

Ultimo 2025 var selskabets kreditspændsrisiko opgjort til 0,46. Kreditspændsrisiko opgøres ud fra obligationens restløbetid. Jo længere restløbetid desto større effekt vil en ændring af kreditspændet have på obligations værdi. En ændring på 1%-point samtidig i alle rentespænd for kreditobligationer og udlån, vurderes således at betyde, at NAV påvirkes med 0,46 %. Dette svarer til en ændring i årets resultat og egenkapital på ca. 12,7 mio. kr.

#### Likviditetsrisiko

Ved brug af gearing kan der opstå likviditetsrisiko, hvis låneaftalen med den pågældende bank bliver opsagt eller ændret, hvorved der skal skaffes likviditet for at tilbagebetale på lånet. Denne risiko reduceres ved at Selskabet gør brug af flere bankforbindelser i forbindelse med belåning. Derudover er størstedelen af Selskabets aktiver meget likvide, hvilket gør, at Selskabet hurtigt kan fremskaffe kapital hvis nødvendigt.

## Noter

### 12. Finansielle risici og finansielle instrumenter (fortsat)

Likviditetsrisiko kan dog også opstå ved investering i aktiver, som under normale omstændigheder er tilstrækkeligt likvide, men som under særlige omstændigheder kan have et ret lavt likviditetsniveau, hvilket har indvirkning på niveauet for den Selskabets likviditetsrisiko som helhed.

Ydermere kan likviditetsrisiko gøre sig gældende, hvis en større gruppe af investorer på samme tid eller indenfor en kort periode ønsker sig indløst. Risikoen i dette tilfælde nedbringes igen via Selskabets likvide midler og desuden ved indløsningsprocessen.

Selskabet opdeler sine aktiver på hvor likvide de er. Det vurderes at 76 % kan sælges indenfor 1 dag, yderligere 8 % indenfor en uge og 3 % indenfor en måned. De resterende 12 % kan sælges med en horisont på over en måned. Selskabets gæld til kreditinstitutter er repoforretninger med kort løbetid, jf. note 14.

#### Modpartsrisiko

Der er risiko for, at optjente gevinster eller indeståender ikke bliver udbetalt for eksempel som følge af en ekstern fonds konkurs eller svindel. For at minimere denne risiko er Selskabets værdipapirer og kontanter placeret i pengeinstitutter i EØS-lande, som vurderes at være sikre.

Ved investering i udenlandske fonde fokuseres på forvalteren og konstruktioner, som vurderes at være sikre, herunder jurisdiktion i EU og/eller etableret i henhold til reglerne om UCITS. Decideret svindel er dog en risikofaktor, som er svær at opdage. Spredningskravene for Selskabets investeringer skal blandt andet være med til at begrænse denne risiko.

#### Aktierisiko

Risici ved investering i aktier indebærer en risiko for store kursudsving fra år til år. Den primære faktor, som påvirker kursen for aktier, er virksomhedens evner til at genere indtjening sammenholdt med de fremtidige forventninger til udvikling og vækst i selskabet.

Derudover kan aktiemarkedene, og dermed også den enkelte aktie, udvise store kursudsving på grund af den økonomiske udvikling og særlige begivenheder, som fx politiske og lovgivningsmæssige ændringer i de lande eller markeder, hvor virksomhederne er aktive. Aktieinvesteringerne i Selskabet er danske og globale med stor spredning, hvorfor der må forventes en udvikling som i væsentligt omfang er på niveau med markedsudviklingen.

Ultimo 2025 var selskabets aktierisiko opgjort til 0,65. En kursændring på 1% på alle aktier vurderes således at betyde, at NAV påvirkes med 0,65 %. Dette svarer til en ændring i årets resultat og egenkapital på ca. 18,0 mio. kr.

## Noter

### 12. Finansielle risici og finansielle instrumenter (fortsat)

#### Afviklingsrisiko

Ved investering specielt i noterede aktiver, kan der forekomme afviklingsrisiko, når en investering skal foretages eller realiseres, idet overførslen af noterede værdipapirer kan være forskudt fra betalingen.

#### Unik risiko

Unik risiko gør sig primært gældende i forbindelse med særlige og noterede investeringer, hvor eksponeringen er meget specifik i forhold til den aktivklasse, som eksponeringen vedrører. Eksempelvis vil ejendomsinvesteringer være mere afhængige af det specifikke ejendomsprojekt end af den generelle udvikling på ejendomspriserne. Der er også unik risiko knyttet til eksempelvis vindmølleinvesteringer og til investering i fonde, hvis investeringsstrategi er unik i forhold til den relevante aktivklasse.

### 13. Dagsværdioplysninger

#### 13.1 Dagsværdihierarki

##### Dagsværdihierarki for finansielle instrumenter, der måles til dagsværdi i balancen

Nedenstående viser klassifikationen af finansielle instrumenter, der måles til dagsværdi, opdelt i henhold til dagsværdihierakiet og hvor værdiansættelsen sker i henhold til ovenstående principper.

- Noterede priser i et aktivt marked for samme type instrument (niveau 1)
- Noterede priser i et aktivt marked for lignende aktiver eller forpligtelser eller andre værdiansættelsesmetoder, hvor alle væsentlige input er baseret på observerbare markedsdata (niveau 2)
- Værdiansættelsesmetoder, hvor eventuelle væsentlige input ikke er baseret på observerbare markedsdata (niveau 3).

2025	Noterede priser (niveau 1)	Observer- bare input (niveau 2)	Ikke-observer- bare input (niveau 3)
Aktier	1.401.597	0	0
Realkreditobligationer	0	1.910.899	0
Kreditobligationer	181.935	412.717	0
Private Equity	426.244	18.197	50.095
Private Debt via kapitalandele	0	0	21.891
Ejendomme via kapitalandele	57.770	0	184.370
Øvrige investeringer	15.401	0	3.948
<b>Finansielle aktiver, hvor dagsværdien måles 31. december</b>	<b>2.082.948</b>	<b>2.341.813</b>	<b>260.305</b>
Gæld til kreditinstitutter	0	(1.882.421)	0
<b>Finansielle forpligtelser, hvor dagsværdien måles 31. december</b>	<b>0</b>	<b>(1.882.421)</b>	<b>0</b>

**Noter**

**13. Dagsværdioplysninger (fortsat)**

<b>2024</b>	<b>Noterede priser (niveau 1)</b>	<b>Observer- bare input (niveau 2)</b>	<b>Ikke-observer- bare input (niveau 3)</b>
Aktier			
Realkreditobligationer	1.325.301	0	0
Kreditobligationer	0	1.542.444	0
Private Equity	240.539	369.492	0
Private Debt via kapitalandele	397.328	14.279	48.230
Ejendomme via kapitalandele	0	0	37.418
Øvrige investeringer	31.535	0	199.951
	40.278	0	2.020
<b>Finansielle aktiver, hvor dagsværdien måles 31. december</b>	<b>2.034.980</b>	<b>1.926.215</b>	<b>287.620</b>
Gæld til kreditinstitutter	0	(1.530.419)	0
<b>Finansielle forpligtelser, hvor dagsværdien måles 31. december</b>	<b>0</b>	<b>(1.530.419)</b>	<b>0</b>

Der er ikke sket væsentlige overførsler mellem niveau 1, 2 og 3 i regnskabsåret 2025 og 2024.

**Forskel mellem regnskabsmæssig værdi og dagsværdi for aktiver og forpligtelser målt til amortiseret kostpris**

Dagsværdien af finansielle aktiver og forpligtelser er estimeret ved at tilbagediskontere fremtidige pengestrømme, som inkorporerer forudsætninger om kreditrisiko, valutakursrisiko og sandsynligheden for misligholdelse og tab i tilfælde af misligholdelse.

For Finansielle Forpligtelser, Andre Tilgodehavender og Likvider vurderes ovennævnte risici at være begrænsede bl.a. som følge af lav kreditrisiko, hvorved amortiseret kostpris i al væsentlighed svarer til dagsværdi.

Den regnskabsmæssige værdi af Selskabets udlån afhænger af forhold, hvor der er konstateret ændringer i markedsforholdene efter instrumentets første indregning, herunder især kreditrisiko. For udlån vurderes de opgjorte nedskrivninger efter IFRS 9 at svare til dagsværdien af kreditrisikoen. Se note 7 for uddybning.

## Noter

### 13. Dagsværdioplysninger (fortsat)

	2025		2024	
	Regnskabsmæssig værdi	Dagsværdi	Regnskabsmæssig værdi	Dagsværdi
<b>Finansielle aktiver</b>				
Udlån	130.300	136.554	163.800	167.792
Mellemværende vedr. handelsafvikling	0	0	0	0
Andre tilgodehavender	7.728	7.728	8.639	8.639
Likvider	527	527	929	929
<b>I alt</b>	<b>138.556</b>	<b>144.809</b>	<b>173.368</b>	<b>177.360</b>
<b>Finansielle forpligtelser</b>				
Anden gæld	8.882	8.882	9.044	9.044
<b>I alt</b>	<b>8.882</b>	<b>8.882</b>	<b>9.044</b>	<b>9.044</b>

#### Finansielle aktiver og forpligtelser der måles til dagsværdi over resultatopgørelsen

Selskabet besidder ingen investeringer med henblik på salg. Samtlige investeringer i 2025 er anskaffet med en lang investeringshorisont, som er i overensstemmelse med investeringsstrategien.

#### Beskrivelse af værdiansættelsesprocessen

Dagsværdi er den pris, der ville blive opnået ved salg af et aktiv eller betalt for at overdrage en forpligtelse i en normal transaktion mellem markedsdeltagere på målingstidspunktet. Dagsværdi kan stemme overens med indre værdi, såfremt indre værdi beregnes på baggrund af underliggende aktiver og forpligtelser målt til dagsværdi.

Børsnoterede værdipapirer værdiansættes dagligt med udgangspunkt i officielle kurser som offentliggjort af Københavns Fondsbørs, Bloomberg eller anden lignende kilde som vurderes at være troværdig (niveau 1).

Såfremt værdipapirer klassificeres som illikvide som følge af, at der ikke foreligger en noteret kurs, eller kursen ikke repræsenterer den faktiske markedsværdi grundet manglende handelsaktivitet, anvendes kursen for tilsvarende værdipapirer. Dette gør sig primært gældende for nogle af selskabets obligationer (niveau 2).

## Noter

### 13. Dagsværdioplysninger (fortsat)

I de tilfælde, hvor observerbare kurser ikke er tilgængelige eller ikke vurderes at være brugbare til fastsættelse af dagsværdi, anvendes følgende værdiansættelsesprincipper (niveau 3):

#### 13.2 Finansielle aktiver i niveau 3

##### Ejendomme via kapitalandele

##### Udlejningsejendomme

Værdiansættelsen foretages efter en afkastbaseret model og måles til dagsværdi. Modellen tager udgangspunkt i selskabets indtægter og udgifter, set bort fra låneomkostninger, uforudsete udgifter mv. Ved beregning af denne benchmarkes købsafkast/forrentningskravet til afkastrapport fra eksterne kil-der. Seneste budget og/eller seneste realiseret tal i perioden danner grundlag for inputs i form af indtægter og udgifter til brug for beregningen.

For erhvervsejendomme benyttes et forrentningskrav mellem 5,80% - 8,50%

For privatudlejning benyttes et forrentningskrav mellem 3,60% - 4,95%

	<u>Ejerandel</u>
Artha Dagligvarebutikker A/S	19,47%
Artha Skovly P/S	13,16%
Artha Ejendomme Vest A/S	11,64%
Artha Rungsted Husene A/S	19,99%
Artha Vallø Strand A/S	10,83%
Artha Vadstrupvej A/S	10,81%
Artha Ejendomme Vest II A/S	19,71%
Artha Ejendomme Vest III A/S	17,32%
Artha Bolig Udbytte A/S	18,12%
Artha Property Invest P/S	38,82%

## Noter

### 13. Dagsværdioplysninger (fortsat) Udviklingsejendomme

Udviklingsejendommens primære drift består i opførsel af ejendomme med henblik på videresalg. Værdien af selskabets aktiver er målt til kostpris eller nettorealisationspris. Kostprisen afspejler projektets værdi indtil færdiggørelse.

Efter færdiggørelse af projektet vil aktiverne blive værdiansat ud fra eksterne tilbud fra potentielle købere, og aktiverne vil blive op- eller nedskrevet. Bliver projektet solgt løbende i etaper bliver projektet reguleret til dagsværdi i forhold til færdiggørelses-, indtjeningsgrad og finansieringsgrad.

Såfremt ejendommene skifter karakter til udlejningsejendomme, vil principperne under denne anvendes.

	<u>Ejerandel</u>
Artha Brønsholm P/S	13,64%
Artha Ejerlejligheder II P/S	6,25%
Artha Følager A/S	9,91%
RS Trylleskoven 2 A/S	5,74%
Artha Orangerierne P/S	10,42%
Strandgade 104 Holding P/S	16,75%
Artha Søbad P/S	13,81%

### Private Debt via kapitalandele – Udlånsvirksomhed

#### Udlån via aktier/kapitalandele

Udlånsvirksomheders primære drift består af udlån af kapital. Deres aktiver vil derfor primært bestå af en fordring. Værdien af selskabets aktiver bliver målt til amortiseret kostpris som i al væsentlighed svarer til dagsværdi, inkl. vedhængende renter. Såfremt der er indikationer på nedskrivning i form af tab, reduceres værdien hermed.

	<u>Ejerandel</u>
Artha VAB I P/S	12,00%
Artha VAB II P/S	13,75%
Artha Turf P/S	5,97%

**Noter**

**13. Dagsværdioplysninger (fortsat)**

**Private Equity via kapitalandele**

**Øvr. investeringer - Erhvervsvirksomheder**

Erhvervsvirksomheder har typisk ejerandele i underliggende selskaber, og er per definition også selskabets væsentligste aktiv. Aktivet bliver værdiansat ud fra den af nedenstående metoder som er mest retvisende:

- Senest handlet kurs (mellem uafhængige parter)
- Indre værdi
- Multipel metode

Multipel metode bygger på normaliseret EBITDA eller EBIT-niveau og tilsvarende multipel (EV/EBITDA eller EV/EBIT). Den udregnede multipel for den enkelte virksomhed reflekterer størrelse, modenhed, markedsposition, branche og risiko.

	<u>Ejerandel</u>
Artha Vindmøller A/S (Øvr. inv.)	5,27%
Artha Sol A/S (Private Equity)	10,63%
Artha Energi P/S (Private Equity)	10,00%
Artha Cargo A/S (Private Equity)	3,03%
A-star Holding A/S (Private Equity)	0,24%
PWT Group A/S (Private Equity)	8,50%

**2025**

Finansielle instrumenter i niveau 3 (t.kr)	<b>Kredit obligationer</b>	<b>Private Equity</b>	<b>Private Debt via kapitalandele</b>	<b>Ejendomme via kapitalandele</b>	<b>Øvrige investeringer</b>	<b>Total</b>
Dagsværdi pr. 01.01	0	48.230	37.418	199.951	2.020	<b>287.620</b>
Tilgange	0	0	0	0	1.837	<b>1.837</b>
Afgange	0	0	(18.725)	(16.433)	0	<b>(35.157)</b>
Kursgevinster- og tab	0	1.865	3.198	852	91	<b>6.006</b>
<b>Dagsværdi pr. 31.12</b>	<b>0</b>	<b>50.095</b>	<b>21.891</b>	<b>184.370</b>	<b>3.948</b>	<b>260.305</b>

**Noter**

**13. Dagsværdioplysninger (fortsat)**

**2024**

Finansielle instrumenter i niveau 3 (t.kr)	Kredit obligationer	Private Equity	Private Debt via kapitalandele	Ejendomme via kapitalandele	Øvrige investeringer	Total
Dagsværdi pr. 01.01	588	52.179	55.288	222.542	1.865	<b>332.462</b>
Tilgange	0	412	0	285	0	<b>697</b>
Afgange	(588)	(6.600)	(14.878)	(7.650)	0	<b>(29.716)</b>
Kursgevinster- og tab	0	2.239	(2.991)	(15.226)	155	<b>(15.823)</b>
<b>Dagsværdi pr. 31.12</b>	<b>0</b>	<b>48.230</b>	<b>37.418</b>	<b>199.951</b>	<b>2.020</b>	<b>287.620</b>

**Følsomhedsanalyse**

Dagsværdien af selskabets aktiver er påvirket af udviklingen i budgetterede pengestrømme og afkastkrav. Et fald eller stigning i de ovenfor anførte væsentlige ikke-observerbare input vil have direkte effekt på værdiansættelsen af selskabets investering.

En ændring i anvendte ikke-observerbare input vil have nedenstående påvirkninger på dagsværdien af selskabets investering:

**2025**

Finansielle instrumenter i niveau 3	Private Equity	Private Debt via kapitalandele	Ejendomme via kapitalandele	Øvrige investeringer	Total
En ændring af afkastkrav på -1% vil påvirke dagsværdien med:	4.932	5.624	32.064	202	<b>42.822</b>
En ændring af afkastkrav på +1% vil påvirke dagsværdien med:	(4.483)	(3.857)	(21.691)	(184)	<b>(30.215)</b>
En ændring af pengestrømme på -5% vil påvirke dagsværdien med:	(2.466)	(1.820)	(7.283)	(101)	<b>(11.670)</b>
En ændring af pengestrømme på +5% vil påvirke dagsværdien med:	2.466	1.820	7.283	101	<b>11.670</b>

**Noter**

**13. Dagsværdioplysninger (fortsat)**

**2024**

Finansielle instrumenter i niveau 3	Private Equity	Private Debt via kapitalandele	Ejendomme via kapitalandele	Øvrige investeringer	Total
En ændring af afkastkrav på -1% vil påvirke dagsværdien med:	4.823	5.647	45.446	202	<b>56.118</b>
En ændring af afkastkrav på +1% vil påvirke dagsværdien med:	(4.385)	(3.880)	(30.639)	(184)	<b>(39.087)</b>
En ændring af pengestrømme på -5% vil påvirke dagsværdien med:	(2.411)	(1.871)	(9.979)	(101)	<b>(14.362)</b>
En ændring af pengestrømme på +5% vil påvirke dagsværdien med:	2.411	1.871	9.979	101	<b>14.362</b>

**14. Ejerskab af selskaber**

Virksomhedsnavn	Virksomhedssted	% af ejerandel		Forholdets art	Målemetode	Noteret dagsværdi		Regnskabsmæssig værdi	
		2025	2024			2025	2024	2025	2024
		%				t.kr	t.kr	t.kr	t.kr
Artha Property Invest P/S	Danmark	38,8	38,8	Passivt ejerskab	Dagsværdi	56.044	65.798	56.044	65.798
<b>Kapitalandele i alt</b>								<b>56.044</b>	<b>65.798</b>

Artha Property Invest P/S er et mellemholdingselskab med en indirekte ejerandel i Ørsteds domicilejendom som eneste aktiv. P/S'et ejer 38% af Holdingselskabet af 4. februar P/S, der ejer 69% af Octopus Holding P/S, som ejer domicilejendommen.

Artha Max A/S' ultimative ejerandel af Octopus Holding P/S udgør dermed 9,9%.

**Noter**

**15. Oplysninger om værdipapirfinansieringstransaktioner**

Selskabet er omfattet af EU forordning 2015/2365 af 25. november 2015 om gennemsigtighed af værdipapirfinansieringstransaktioner og vedrørende genanvendelse samt om ændring af forordning (EU) nr. 648/2012.

Forordningen indebærer at der skal oplyses om værdipapirfinansieringstransaktioner defineret som genkøbstransaktioner, udlån af værdipapirer eller råvarer og indlån af værdipapirer eller råvarer og buy/sell-back-forretninger, sell/buy-back-forretninger og marginlån.

Selskabet indgår aftaler om værdipapirudlån med fuld sikkerhedsstillelse, som indgår på særskilte konti og depoter hos selskabet depositar, Artha Fondsmæglerselskab A/S. Selskabet har indgået værdipapirfinansieringstransaktioner med følgende modparter:

Danske Bank  
 Jyske Bank

Bankengagementer hos henholdsvis Danske Bank og Jyske Bank er stillet til sikkerhed for kreditter mv. hos pågældende bank. Sikkerhedsstillelsen består af kontanter og depoter og er ikke genanvendt.

Oplysninger om afkast og omkostninger af transaktionerne fremgår af noterne til resultatopgørelserne, hvortil henvises.

Pr. 31. december 2025 var de regnskabsmæssige værdier i 1.000 kr.:

Udlånte værdipapirer	Lånte værdipapirer	Modtaget sikkerhed	Afgivet sikkerhed	Andel af udlånte værdipapirer i pct. af formuen	Udlånte værdipapirer i pct. af værdipapirer til rådighed for udlån
1.910.899		1.882.421		69%	41%

Pr. 31. december 2024 var de regnskabsmæssige værdier i 1.000 kr.:

Udlånte værdipapirer	Lånte værdipapirer	Modtaget sikkerhed	Afgivet sikkerhed	Andel af udlånte værdipapirer i pct. af formuen	Udlånte værdipapirer i pct. af værdipapirer til rådighed for udlån
1.542.444		1.530.419		0%	0%

**Noter**

**15. Oplysninger om værdipapirfinansieringstransaktioner (fortsat)**

Pr. 31. december 2025 var arten af den modtagne sikkerhed i 1.000 kr.:

<b>Likvide midler</b>	<b>Modtaget sikkerhed i alt</b>
1.882.421	1.882.421

Pr. 31. december 2024 var arten af den modtagne sikkerhed i 1.000 kr.:

<b>Likvide midler</b>	<b>Modtaget sikkerhed i alt</b>
1.530.419	1.530.419

Pr. 31. december 2025 var valutaen af den modtagne sikkerhed i 1.000 kr.:

<b>DKK</b>	<b>Modtaget sikkerhed i alt</b>
1.882.421	1.882.421

Pr. 31. december 2024 var valutaen af den modtagne sikkerhed i 1.000 kr.:

<b>DKK</b>	<b>Modtaget sikkerhed i alt</b>
1.530.419	1.530.419

Pr. 31. december 2025 var løbetidsprofilen på de udlånte papirer i 1.000 kr.:

<b>Mindre end 1 dag</b>	<b>1-7 dage</b>	<b>7 dage - 1 måned</b>	<b>1 - 3 måneder</b>	<b>3 måneder - 1 år</b>	<b>Mere end 1 år</b>	<b>Ubestemt løbetid</b>
					1.910.899	

Pr. 31. december 2024 var løbetidsprofilen på de udlånte papirer i 1.000 kr.:

<b>Mindre end 1 dag</b>	<b>1-7 dage</b>	<b>7 dage - 1 måned</b>	<b>1 - 3 måneder</b>	<b>3 måneder - 1 år</b>	<b>Mere end 1 år</b>	<b>Ubestemt løbetid</b>
					1.542.444	

**Noter**

**15. Oplysninger om værdipapirfinansieringstransaktioner (fortsat)**

Pr. 31. december 2025 var løbetidsprofilen på den modtagne sikkerhed i 1.000 kr.:

Mindre end 1 dag	1-7 dage	7 dage - 1 måned	1 - 3 måne- der	3 måneder - 1 år	Mere end 1 år	Ubestemt løbetid
	1.882.421					

Pr. 31. december 2024 var løbetidsprofilen på den modtagne sikkerhed i 1.000 kr.:

Mindre end 1 dag	1-7 dage	7 dage - 1 måned	1 - 3 måne- der	3 måneder - 1 år	Mere end 1 år	Ubestemt løbetid
		1.530.419				

Pr. 31. december 2025 var de udlånte papirer fordelt på følgende modparter i 1.000 kr.:

<b>Dagsværdi obligationer</b>	
Danske Bank	855.769
Jyske Bank	1.055.130

Pr. 31. december 2024 var de udlånte papirer fordelt på følgende modparter i 1.000 kr.:

<b>Dagsværdi obligationer</b>	
Danske Bank	262.798
Spar Nord	669.917
Jyske Bank	609.729

Pr. 31. december 2025 var udstedere af modtaget sikkerhed følgende i 1.000 kr.:

<b>Dagsværdi obligationer</b>	
Danske Bank	822.906
Jyske Bank	1.059.514

Pr. 31. december 2024 var udstedere af modtaget sikkerhed følgende i 1.000 kr.:

<b>Dagsværdi obligationer</b>	
Danske Bank	250.640
Spar Nord	671.094
Jyske Bank	608.685

**Noter**

**16. Nærtstående parter**

**Følgende parter har bestemmende indflydelse i Investeringselskabet Artha Max A/S:**

Investeringselskabet Artha Max A/S har ingen investorer med bestemmende indflydelse.

**Investeringselskabet Artha Max A/S' nærtstående parter omfatter:**

<b>Navn</b>	<b>Relation</b>	<b>Type af transaktion</b>		
Michael Kjær	Bestyrelsesformand, aktio-nær	Bestyrelseshonorar og køb/salg af kapital-andele		
Henrik Christiansen	Bestyrelsesmedlem	Bestyrelseshonorar		
Carsten Kenneth Jensen	Bestyrelsesmedlem, aktio-nær	Bestyrelseshonorar og køb/salg af kapital-andele		
Klaus W. Lund	Bestyrelsesmedlem	Bestyrelseshonorar		
Kristian V. Myrup	Direktør	Ingen		
ArthaScope Kapitalforvaltning A/S	Kapitalforvalter	Kapitalforvaltningsfee		
			<b>2025</b>	<b>2024</b>
			<b>t.kr.</b>	<b>t.kr.</b>
<b>Transaktioner med nærtstående parter</b>				
Carsten Kenneth Jensen – salg			(5.002)	(3.187)
ArthaScope Kapitalforvaltning A/S - kapitalforvaltnings-fee			(27.231)	(28.146)

Investeringselskabet Artha Max A/S har ingen nærtstående parter med bestemmende indflydelse.

**17. Eventualforpligtelser**

Selskabet har ingen eventualforpligtelser pr. 31.12.2025.

## Noter

### 18. Aktionærer

Investeringsselskabet Artha Max A/S har registreret følgende aktionærer med mere end 5% stemmerettighed eller nominel værdi af den investerede kapital:

Navn	Ejer- og stemmeandel
Investeringsselskabet Artha Max, Strandvejen 58, 2900 Hellerup (egne aktier)	14,64%
Investeringsselskabet Artha DMax, Strandvejen 58, 2900 Hellerup	12,68%

### 19. Begivenheder efter balancedagen

Der er fra balancedagen og frem til i dag ikke indtrådt forhold, som forrykker vurderingen af årsrapporten.

### 20. Godkendelse af årsrapport til offentliggørelse

Ledelsen har på bestyrelsesmødet den 31.03.2026 godkendt denne årsrapport til offentliggørelse 23.04.2026. Årsrapporten forelægges selskabets kapitalejere til godkendelse på den ordinære generalforsamling den 23.04.2026.

# PENNEO

Underskrifterne i dette dokument er juridisk bindende. Dokumentet er underskrevet via Penneo™ sikker digital underskrift. Underskrivernes identiteter er blevet registreret, og informationerne er listet herunder.

“Med min underskrift bekræfter jeg indholdet og alle datoer i dette dokument.”

## Anders Hoberg Hedegaard

### Revisor

Serienummer: a9a8bcd-1c2d-4d73-9c83-0d283f621cc8  
IP: 165.225.xxx.xxx  
2026-03-31 11:40:34 UTC



## Klaus Thorsten Wollesen Lund

### Bestyrelsesmedlem

Serienummer: 50546324-8c45-47f5-b681-0bc6acd34fb1  
IP: 188.180.xxx.xxx  
2026-03-31 11:41:54 UTC



## Carsten Kenneth Jensen

### Bestyrelsesmedlem

Serienummer: 72ef8003-cff7-4484-bbd0-12143a26e38b  
IP: 80.208.xxx.xxx  
2026-03-31 12:12:50 UTC



## Michael Kjær

### Bestyrelsesformand

Serienummer: 44ce6834-1802-4a56-926c-f3c79d8d6384  
IP: 87.49.xxx.xxx  
2026-03-31 12:13:51 UTC



## Kristian Væver Myrup

### Adm. direktør

Serienummer: 1bb12675-e150-486a-8e33-f3010a3aace9  
IP: 188.180.xxx.xxx  
2026-03-31 13:00:50 UTC



## Henrik Christiansen

### Bestyrelsesmedlem

Serienummer: e0c4b891-3ae0-45c9-bce9-e2594dfe9bd4  
IP: 93.163.xxx.xxx  
2026-03-31 14:42:49 UTC



Penneo dokumentnøgle: 005VZ-587C4-8MOYU-EQT82-KWK1Q-CT3ZC

Dette dokument er underskrevet digitalt via **Penneo.com**. De underskrevne data er valideret vha. den matematiske hashværdi af det originale dokument. Alle kryptografiske beviser er indlejret i denne PDF for validering i fremtiden.

Dette dokument er forseglet med et kvalificeret elektronisk segl. For mere information om Penneos kvalificerede tillidstjenester, se <https://eutl.penneo.com>.

#### Sådan kan du verificere, at dokumentet er originalt

Når du åbner dokumentet i Adobe Reader, kan du se, at det er certificeret af **Penneo A/S**. Dette beviser, at indholdet af dokumentet er uændret siden underskriftstidspunktet. Bevis for de individuelle underskrivers digitale underskrifter er vedhæftet dokumentet.

Du kan verificere de kryptografiske beviser vha. Penneos validator, <https://penneo.com/validator>, eller andre valideringstjenester for digitale underskrifter.

# PENNEO

Underskrifterne i dette dokument er juridisk bindende. Dokumentet er underskrevet via Penneo™ sikker digital underskrift. Underskrivernes identiteter er blevet registreret, og informationerne er listet herunder.

“Med min underskrift bekræfter jeg indholdet og alle datoer i dette dokument.”

## Thomas Hjortkjær Petersen

### Revisor

Serienummer: 88470239-a9a6-49b5-95ab-0d41bd03fd33

IP: 165.225.xxx.xxx

2026-03-31 14:47:56 UTC



Dette dokument er underskrevet digitalt via **Penneo.com**. De underskrevne data er valideret vha. den matematiske hashværdi af det originale dokument. Alle kryptografiske beviser er indlejret i denne PDF for validering i fremtiden.

Dette dokument er forseglet med et kvalificeret elektronisk segl. For mere information om Penneos kvalificerede tillidstjenester, se <https://eutl.penneo.com>.

### Sådan kan du verificere, at dokumentet er originalt

Når du åbner dokumentet i Adobe Reader, kan du se, at det er certificeret af **Penneo A/S**. Dette beviser, at indholdet af dokumentet er uændret siden underskriftstidspunktet. Bevis for de individuelle underskrivers digitale underskrifter er vedhæftet dokumentet.

Du kan verificere de kryptografiske beviser vha. Penneos validator, <https://penneo.com/validator>, eller andre valideringstjenester for digitale underskrifter.