

## Ledelsesberetning for 2004

### Resumé

#### 2004

2004 var et fremgangsrigt år for Investeringsforeningen Nielsen Global Value.

Afkastet blev på 23,28 %. Afkast bør måles mod udviklingen i relevante aktiemarkedsindeks såvel som resultaterne hos eventuelle konkurrenter. Målt ved MSCI World Index var afkastet på det globale aktiemarked 6,35 %. Afkastet placerede endvidere foreningen på den absolutte førsteplads i den officielle IFR-afkaststatistik for 2004 i gruppen globale aktier.

Udbyttet for 2004 er ifl. regler i skattelovgivningen opgjort til 4,25 kroner pr. investeringsbevis.

Foreningen oplevede også en væsentlig nytilgang af investorer. Samlet førte det til, at formuen steg med 87,8 %, og at foreningen dermed kunne afslutte året med en formue på 741 mio. kr.

De positive resultater er opnået i kraft af en konsekvent anvendelse af foreningens fokuserede investeringsstrategi, der går ud på at investere i undervurderede velkapitaliserede selskaber rundt om i verden. På de følgende sider er der redegjort udførligt for arbejdet hermed.

#### 2005

Bestyrelsen nærer ikke forventninger om, at det kommende år vil give basis for tilsvarende afkast som for 2004. Medlemmerne skal være forberedt på, at afkastet kan svinge betydeligt fra år til år. Foreningens portefølje består af selskaber, for hvilke der samlet set forventes en positiv udvikling, og hvor investeringerne er foretaget med en attraktiv sikkerhedsmargin. Bestyrelsen imødeser på denne baggrund udviklingen i 2005 med fortrøstning.

#### Kære Investorer og Partnere.

Vi forrentede vores egenkapital i 2004 med 23,28 % inklusive reinvestering af dividende. Et yderst tilfredsstillende afkast, og som sammenlignet med afkastet for de internationale aktiemarkeder, 6,35 % målt ved MSCI World Index, også er robust. Fra foreningens etablering og til ultimo 2004 ligger vores forrentning af egenkapitalen på 19,52 % pro anno mod et pro anno afkast for MSCI World Index i samme periode på 1,62 %.

Armene kan godt tages ned. Forskellen i pro anno afkastet mellem foreningen og MSCI World Index, hvor glædeligt det på kort sigt end måtte være, er dømt til at blive mindre. En sådan "outperformance" kan ikke opretholdes i længden. Hvorvidt det fremtidige gennemsnitlige pro anno afkast for MSCI World Index vil blive højere, eller om det vil blive vores gennemsnitlige pro anno afkast, der bliver mindre, vil tiden vise. Vi har en fornemmelse af, at det vil være en del af begge. Investeringsafkast skal måles over længere perioder. Vi foretrækker en periode på minimum fem år. Der er stadig lang vej til Italien, når man lige er kørt fra færgen i Puttgarden.

## Årets resultat

Langt størstedelen af stigningen i indre værdi pr. investeringsbevis materialiserede sig i årets første 6 måneder. Hvis man alene betragter udviklingen i indre værdi i årets anden halvdel, kunne man fejlagtigt tro, at vi har ligget på den lade side. I nogle perioder vil der kursmæssigt ske en hel del og i andre næsten intet. Vi vil også få hele regnskabsår, der ligner anden halvdel af 2004 og, hvor vi ikke vil se ud til at være ”den hurtigste knallert på havnen”. På en periode på 5 år kender vi nogenlunde retningen, men i enkelte år ikke altid hastigheden.

Det er generelt en bred kam af porteføljens selskaber, der har bidraget til afkastet for 2004. I starten af året var det dog primært de japanske selskaber, der bidrog til stigningen og i slutningen af året de schweiziske selskaber. To områder, hvor vi har en koncentration af vores investeringer. Vi forsøger ikke på forhånd at allokere formuen til enkelte lande, vi vil være repræsenteret i – ej heller til bestemte sektorer. Vores formuefordeling på lande eller sektorer er alene et udtryk for, hvor vi finder interessante investeringsmuligheder.

I løbet af foråret og sommeren solgte vi de selskaber fra, som havde nået niveauet for vores vurdering af forretningsmæssig værdi. Vi fandt ikke umiddelbart nye interessante investeringsmuligheder, hvorfor provenuet dels blev placeret i en række af porteføljens selskaber, hvor sikkerhedsmarginen fortsat var høj og dels blev placeret som likviditet. I løbet af 2004 har 12 selskaber forladt porteføljen og 3 nye er tilgået. Et af frasalgene skete med et stort procentuelt tab, herom senere.

I lighed med regnskabsåret 2003 tabte vi også penge på vores valutaeksponering i 2004. Som omtalt sidste år er valuta vores ”wild card”. Vi afdækker ikke vores valutarisici. Gjorde vi dette i større omfang, ville foreningen skattemæssigt blive opfattet som en obligationsforening og hele afkastet blive kapitalindkomstskattepligtigt mod overvejende aktieindkomstskattepligtigt. Selvom det totale valutatab i år har været begrænset, kan der forekomme år, hvor vores aktieafkast ikke formår at dække det som i 2004. På tilsvarende vis kan valutaindtjeningen også være til vores fordel. Men på samme måde som vi bevidst ikke afdækker vores valutaeksponering, så vælger vi aldrig aktieinvesteringer med interesse for valutakurseksponering.

Det kræver ekstraordinær vedholdenhed og entusiasme i perioder med få interessante investeringsmuligheder. For at et lokomotiv kan holdes i gang, skal der være tilstrækkeligt med kul at komme i fyret. Man kommer ikke langt bare på gløderne. Vi vil ikke lade os friste til at gå på kompromis med sikkerhedsmarginen i en given investering. Derfor er opbygning af likviditet et resultat af få muligheder, hvilket var kendetegnet i sensommeren. Disse perioder er de kedelige i vores arbejde. Arbejdet er det samme, men der er intet at ”sætte tænderne i”. Vi vil ikke kompromittere vores krav til disciplin i udvælgelsen af interessante investeringer, og for at øge vores muligheder for at afdække disse må vi kontinuerligt gennemsøge aktiemarkedene. ”You’ll never break a horse if you’re sittin’ on the fence.”

De muligheder, vi omtalte i vores halvårsberetning, begyndte så småt at opstå i det sene efterår af 2004. En række af vores kvalitetsselskaber og større investeringer forøgede løbende gennem året deres forretningsmæssige værdi betydeligt samtidig med, at deres markedsværdi faldt noget tilbage. Vores likvide beholdning var klar, villig og tilgængelig, og vi forøgede vores positioner i disse selskaber. Forskellen mellem porteføljens selskabers forretningsmæssige værdi og markedsværdi er nu større end den var ved halvåret. Vi er i dag gladere ”fyrbødere.”

## Koncentration

Vores portefølje er i dag koncentreret på færre selskaber end den var ved årets start. Ikke alene er antallet af selskaber i porteføljen faldet, men en større del af den samlede formue er investeret i et fåtal af selskaber. Ved årets start bestod formuen af 63 selskaber, hvor de 25 største investeringer udgjorde godt 64 %. Ultimo 2004 bestod formuen af 54 selskaber, hvor de 25 største investeringer udgjorde godt 77 %. De 10 største investeringer udgjorde primo godt 34 % og ultimo godt 50 %.

Vi leder efter selskaber, der først og fremmest har den fornødne sikkerhedsmargin på 40 %. Sikkerhedsmarginen som forskellen mellem et selskabs forretningsmæssige værdi og markedsværdi. Dette er vores altafgørende første kriterium, før vi beslutter os for investering. Yderligere skal selskabet være velkapitaliseret. Derudover er der en række forhold, som vi ønsker, men ikke nødvendigvis kræver. Det er forhold som type af forretning, kvalitet af ledelse, aktionærstruktur m.m.

Formuen kunne indeholde flere selskaber, og altså indeholde selskaber, hvor ovennævnte forhold ikke gør sig gældende. Vi føler dog, at det er mere formålstjenligt at koncentrere porteføljens formue i en række selskaber, når disse selskaber udover kravet til sikkerhedsmargin og velkapitalisering opfylder mange af de andre forhold. Specielt i en periode, hvor antallet af interessante reelt undervurderede selskaber er begrænset. Vi vil ikke sprede investeringerne for spredningens skyld.

## Målsætning

Det er vores økonomiske mål at maksimere den langsigtede gennemsnitlige egenkapitalforrentning pr. år under hensyntagen til lav risiko for permanent tab af kapital. Vi måler ikke foreningens økonomiske succes i størrelsen af foreningens formue.

Vi forsøger at nå dette mål ved investering i både kvalitetsselskaber og ordinære selskaber, begge til en markedsværdi, der ligger minimum 40 % under disse selskabers forretningsmæssige værdi. Vi ville foretrække en portefølje med den første type selskaber, idet disse selskaber løbende øger deres forretningsmæssige værdi. Har vi investeret med en sikkerhedsmargin på 40%, har vi intet imod, at markedsprisen ikke løbende afspejler dette forhold. Endda vil det være endnu bedre for os, hvis markedsprisen falder yderligere, og vi kan addere til vores investering til større sikkerhedsmargin. Ultimativt vil vi blive begunstiget af en markedspris, som reflekterer den forretningsmæssige værdi. Vi vil ikke bekymre os om den kvartalsvise eller årlige udvikling, men fokusere på, hvilke handlinger i dag vil maksimere langsigtet værdi.

Der går desværre længere tid imellem mulighederne for at kunne investere i sådanne selskaber til den rigtige pris. Det hænder oftere, at ordinære virksomheder af den ene eller anden grund kan købes med den fornødne sikkerhedsmargin. Det er i realiteten vores ”bread and butter-business”.

Generelt vil vores afkast – på kort sigt såvel som lang sigt – være betinget af to forhold; værdiforøgelse (– eller forringelse) af selskabernes forretningsmæssige værdi og indsnævring (– eller udvidelse) af selskabernes sikkerhedsmargin. Lad os illustrere det ved et eksempel.

Lad os sige, at vi har et selskab, der er 100 kroner værd (forretningsmæssig værdi), og selskabets værdi i et regnskabsår vokser til 120 kroner. Lad os samtidig sige, at markedsværdien i dette år stiger fra 60 kroner til 72 kroner. Vores afkast vil være 20 %. Ved årets start betalte vi 60 kroner for 100 kroner værdi. Investeringens sikkerhedsmargin udgjorde 40 %. Ved årets slutning betalte vi 72 kroner for 120 kroner værdi, stadig en sikkerhedsmargin på 40 %. Afkastet på de 20 % stammede alene fra stigningen i forretningsmæssig værdi.

Lad os nu sige, at markedsværdien på selskabet i regnskabsåret stiger fra 60 kroner til 90 kroner. Vi startede med en sikkerhedsmargin på 40 %, men ved årets slutning er markedsværdien 90 kroner for 120 kroner forretningsmæssig værdi. Sikkerhedsmarginen blev indsnævret til 25 %. Afkastet på 50 % stammede både fra stigningen i forretningsmæssig værdi og indsnævring af sikkerhedsmarginen.

Hvor afkastet for regnskabsåret 2003 hovedsagligt stammede fra indsnævring af sikkerhedsmarginen i porteføljens selskaber, er afkastet for 2004 et mere balanceret billede af begge forhold. En stor del af porteføljens selskaber havde en pæn stigning i forretningsmæssig værdi i 2004, hvilket bidrog betydeligt til afkastet. Med placeringen af midlerne i anden halvdel af 2004 i eksisterende selskaber med større sikkerhedsmargin, er kvaliteten i dag bedre end ved halvåret 2004.

Dette er ikke en forventning til kursudviklingen på kort sigt. Det betyder heller ikke, at en eventuel stigende tendens i aktiemarkedet vil have samme positive indflydelse på vores portefølje. Som det er set i både 2003 og 2004 kan afkastet på vores forening afvige betydeligt fra de generelle aktiemarkeders afkast. Men på sigt vil afkastet (når der ses bort fra valutaeksponeringen) alene være bestemt af de to forhold: Udvikling i forretningsmæssig værdi og ændring af sikkerhedsmargin.

#### **“Bad ideas are born good.”**

Hvor eventuel succes ikke nødvendigvis kræver uddybelse, fordrer fiasko klar redegørelse. I en hvilken som helst operation, god som dårlig, forekommer fejltagelser. Vi har fra start forpligtet os til at oplyse om vores mere væsentlige fejltagelser. Dels ville vi selv kræve viden om dette, hvis det var os, der alene var passive investorer, og dels er det en ordinær og naturlig del af vores investeringsoperation. Vi ville naturligvis gerne være dem foruden – de nedbringer vores langsigtede afkast og sætter os i forlegenhed.

Montefibre Spa., etableret i Italien i 1918, er en væsentlig producent af syntetiske fibre til tekstilindustrien. Gennem en årrække har selskabet brugt overskydende likviditet til opgradering af sine anlæg, og ville inden længe fremstå som ”low-cost” udbyder, hvilket er et væsentligt konkurrenceelement i råvareproduktion.

Oprindeligt betalte vi 41 % for Montefibres egenkapital, som bestod af relativt nye aktiver. Samtidig ville denne pris svare til ca. 5 gange selskabets indtjeningsevne i et normalt økonomisk klima. I en lavcyklisk periode opnår sådanne selskaber typisk en lav prissætning i aktiemarkedet, hvilket den langsigtede investor kan profitere på. Et klassisk eksempel, næsten for godt til at være sandt.

Mangel på erfaring, dårlig dømmekraft eller begge dele kan være årsagen til, at vi ikke var opmærksomme på den kolossale effekt konkurrencen fra fjernøsten har på ordinære virksomheder i vores del af verden. Montefibres europæiske og amerikanske aftagere af syntetiske fibre er løbende flyttet til fjernøsten og ligeså disses leverandører af kemikalier. Hvad der tidligt syntes som en typisk konjunktural afmatning, viste sig at være af strukturel karakter, hvilket har medført et langsigtet mindre marked for Montefibre. I aktiemarkedet er bakspejlet altid mere klart end frontruden. Til trods for opgraderet materiel og gentagne restruktureringer og rationalisering formåede selskabet ikke at hindre en løbende forringelse af sin egenkapital og soliditet. Risikoen i selskabet voksede og, vi eliminerede vores investering med et kurstab på 45 %.

Den positive side af denne hændelse, hvis nogen da kan se noget positivt i at tabe penge er, at med et tab på ca. 0,25 % af den gennemsnitlige formue udgjorde dette kun en marginal del af porteføljen. Vi kan så stille os selv det spørgsmål, at når vi oprindeligt ikke investerede mere i dette selskab, var der så andre forhold, som vi burde have taget notits af i vores analyse og evaluering af selskabet? En af os overvejer stadig et svar.



### **Et mere typisk eksempel – 1**

I andet halvår 2002 påbegyndte vi investeringer i forsikringselskabet Codan A/S på en gennemsnitskurs af 113 kroner pr. aktie. Det første spørgsmål vi altid stiller os selv er, ”hvor meget værdi får vi, for den pris vi giver”. Hvis vi får dobbelt så meget værdi, som vi giver, har vi en tilfredsstillende sikkerhedsmargin. Vores risiko for permanent tab af kapital er yderst begrænset.

Vi kunne på dette tidspunkt købe Codan på 63 % af deres egenkapital sammenlignet med de 1,3 til 1,5 gange egenkapitalen forsikringsvirksomheder bliver handlet til i det private marked. I lighed med branchen var Codans indtjening præget af for lav prissætning på forsikringer og lavt investeringsafkast. En situation, som medførte disciplin i branchen, hvilket igen medførte en bedre prissætning på forsikringsprodukter.

Hele forsikringsbranchen, herhjemme som i udlandet, befandt sig igen i det man kalder et ”hard market” – en situation med generelle prisstigninger. Branchen oplevede stigende profitabilitet, som for Codans vedkommende faldt sammen med en periode, hvor ledelsen gennemførte rationaliseringer og omstrukturering. En kraftig indtjeningsstigning og frasalg af Codans livsforsikringsdel kan være nærliggende årsager til, at aktiemarkedet på en pris af 306 kroner pr. aktie ultimo 2004 igen bragte markedsværdien mere i niveau med Codans forretningsmæssige værdi.

### **Et mere typisk eksempel – 2**

Intet er bedre end at identificere undervurderede selskaber i en branche med højt afkast på investeret kapital. Selv en dårlig ledelse kan have svært ved at ødelægge en virksomhed i en sådan branche. Forbrugslån til private i Japan er en sådan branche. De store banker, som primært låner ud til virksomheder og som gennem 90’erne har haft deres at se til med misligholdte lån, har ikke været repræsenteret i den branche, som udlåner små beløb til private.

Det er en branche med økonomiske karakteristika, som ikke fås bedre. I og med at de store banker ikke har været repræsenteret på dette marked, har markedet været overladt til en række finansieringsselskaber. Det er ikke pænt at have rod i sin personlige økonomi i Japan, og ej heller pænt, hvis man ikke kan få budgettet til at slå til. De store banker har ikke været en hjælp til forbrugeren.

Hvis den enkelte japanske forbruger ønsker et mindre forbrugslån, kan han få behovet dækket ved at henvende sig til et af disse finansieringsselskaber. Det var et lille beløb og kun over seks til tolv måneder, så hvor meget rente man betaler for det betyder ikke så meget. Herregud, hvad er 200 kroner i rente om måneden, når man har brug for 12.000 i dag. Med de æresbegreber, som karakteriserer den japanske sjæl, er tilbagebetaling højt prioriteret af låntager. Dog har der været en periode med større hensættelser i selskaberne. Alternativet har været en udskydelse af tilbagebetalingen over en længere løbetid.

Sanyo Shinpan Finance Co. Ltd. (Sanyo) er et mindre selskab i denne branche, hvor det mere er reglen end undtagelsen med udlånsrenter på mellem 20 og 25 % pro anno. Med den lave rente i Japan, har Sanyo refinansieret sig til en meget attraktiv rente, hvilket har medført en overordentlig attraktiv lånemarginal, hvilket igen medfører et højt afkast på investeret kapital. Gennem andet halvår 2002 og første halvår 2003 betalte vi 3.060 Yen pr. aktie for Sanyo. Hvad fik vi af værdi for den pris?

Først fik vi en egenkapital pr. aktie på 4.885 Yen, hvilket svarede til, at vi fik 60 % mere egenkapital. Med en normalindtjening på 446 Yen pr. aktie forrentede det vores kostpris med godt 14 % om året. Ikke dårligt, og specielt ikke når et selskab kan tælle sit overskud i reelle kontanter og ikke som øremærkede sedler til reinvestering i kapitalanlæg. Sanyo selv forrentede sin egenkapital med godt 9 %, hvilket isoleret set ikke karakteriserer økonomisk overlegenhed. Men Sanyo havde en soliditet på godt 34 %. Hvis vi regulerer



Sanyo's soliditet til et niveau, der i lighed med normale banker ligger på 10 %, ville Sanyo's egenkapitalforrentning ligger markant højere.

Kunne vi købe hele Sanyo og udbetale overskudslikviditeten til os selv, uden helt at fordr soliditet på 10 %, ville vores reelle pris for Sanyo være godt 400 Yen pr. aktie – en pris, der svarer til 1 gange indtjeningen eller en tilbagekøbstid på 1 år. Et yderligere attraktivt forhold var, at ledelsen året forinden var begyndt at købe egne aktier tilbage på priser, som jo lå væsentligt under forretningsmæssig værdi. Et forhold, som efterlader de eksisterende investorer med endnu mere værdi pr. aktie. Ultimo 2004 ligger aktiekursen på 7.280 Yen.

Vi betragter de selskaber vi investerer i, som om vi reelt køber hele selskabet. Hvad er selskabet værd, hvis vi skulle handle hele selskabet? Og derefter alene foretage investering, hvis markedsværdien ligger markant under det selskabet er værd. Investeringer foretaget i undervurderede selskaber, hvor hver enkelt investering har begrænset risiko for permanent tab af kapital, vil samlet i en portefølje være tæt på risikofrit. Og netop det øger muligheden for et langsigtet tilfredsstillende afkast. Vi finder Warren Buffetts ord velvalgte: "Til trods for gentagne beviser for det modsatte synes akademikerne et sige: "Det kan godt være, det kan lade sig gøre i praksis, men det ville aldrig kunne lade sig gøre i teorien.""

### **Nuværende situation i aktiemarkedet**

Ifølge Fondsbørsens regler kræves en formuleret forventning til den økonomiske udvikling, en udvikling, hvis primære kilde til foranderlighed ligger i den kortsigtede udvikling på de generelle aktiemarkeder. Vi har aldrig haft, har ikke og får ej heller en holdning til, hvordan aktiemarkederne vil udvikle sig det næste år. Vi aner det simpelt hen ikke.

Anderledes stiller vi os til den forventede økonomiske udvikling for de selskaber, vi har investeret i. Også i 2005 forventer vi, at disse selskaber samlet set vil have en positiv fundamental udvikling. Men, som set så ofte tidligere, er dette ikke ensbetydende med en kortsigtet positiv aktiekursudvikling. Et til to år for os er kort sigt.

Et eventuelt svar om vores holdning til udviklingen på aktiemarkederne vil være som vores svar på vejret til april: Til tider skyet med risiko for sol og regn, måske slud eller hvis koldere sne. Temperaturer mellem -5 og 20 grader. Kort sagt nogen sol med risiko for ustadigt vejr.

### **Diverse.**

Generelt forsøger vi at forbedre vores årsberetning til vores partnere og investorer for at give en dækkende opfattelse af foreningens virke og måde at operere på. Information som vi ville lægge vægt på, hvis vi var passive investorer. Idet foreningens medlemstal løbende stiger, vil vi i nogle sammenhænge virke repeterende. Vi mener, at det er vigtig information, men eksisterende investorer er velkomne til at springe efterfølgende over.

Vi opfatter foreningen som en slags holdingselskab med mål om langsigtet maksimering af værdi. Vores opgave består i allokering af "selskabets" kapital i undervurderede velkapitaliserede selskaber rundt om i verden. Kapitalen placeres i for os forståelige selskaber hjemmehørende i ordinære brancher. Under forudsætning af fornøden sikkerhedsmargin i den enkelte investering ønsker vi allermest selskaber med højt afkast på investeret kapital. Alternativ placering finder sted blandt gennemsnitlige selskaber – igen under forudsætning af fornøden sikkerhedsmargin.



Vi opfatter selv foreningen som værende middel for allokeringen af overskudskapital til anden placering end obligationer. Kapitalallokator for investorer, herunder virksomheder, som ønsker at placere en del af den langsigtede kapital, de ikke selv skal bruge til reinvestering i driften af deres egen virksomhed eller passivt i obligationer.

Vi takker for, at I har betroet Jeres midler hos os. Vi vil også gerne takke de af Jer, der har anbefalet andre investorer, at investere med os. Vi har fokus rettet på investeringsprocessen og ikke markedsføring. Vækst i foreningens formue skal alene komme fra et langsigtet tilfredsstillende afkast og mund-til-øre effekten af samme. Som vi tidligere har nævnt er vores investeringer langsigtede, hvorfor vi ikke finder det formålstjenligt at kommentere på kvartalsbasis. Der kan dog opstå situationer, hvor vi finder det hensigtsmæssigt at informere om en bestemt ting mellem helårs- og halvårsberetningerne. Har I Jeres beviser navnenoteret, vil denne information tilgå jer automatisk.

Vi forsøger at tiltrække investorer, som via vores kommunikation og attitude forstår vores investeringsfilosofi og holdninger og med hvem vi deler vores forventninger til langsigtede investeringsafkast. Vi vil have det dårligt med, at potentielle investorer investerer med forkerte forventninger.

Endelig vil vi gerne sige tak til vores depotbank Ringkjøbing Landbobank, og specielt de medarbejdere, som dagligt er direkte involveret og som gør et stort stykke arbejde for foreningen. Vi er glade for den smidighed og dynamik, der præger såvel disse medarbejdere som hele banken.

Ligeledes vil vi gerne takke vores administrationsselskab BI Management A/S. Den direkte handel med foreningens værdipapirer varetages professionelt af handelsfunktionen. Når vi har identificeret interessante selskaber, gør de rette eksekveringer af værdipapirerne i længden en forskel. Et forhold som vi allerede efter 2,5 år nyder godt af. Det er rart at have en kompetent, troværdig og hårdtarbejdende partner i ryggen.

Vi ser frem til at møde Jer til generalforsamlingen, som i år bliver holdt d. 31. marts 2005. Størrelsen på dividenden for regnskabsåret 2004 ligger på 4,25 kroner pr. investeringsbevis, som går fra i kursen dagen efter generalforsamlingsdagen. Udbyttet fordeler sig med 1,53 kroner til aktieindkomstbeskatning og 2,72 kroner til kapitalindkomstbeskatning.

Hvis I har spørgsmål af nogen art eller, hvis der er ting i beretningen, der er uklare, så er I altid velkomne til at kontakte os.

Februar 2005

Kim Håkonsson

Ole Nielsen  
Bestyrelsesformand

Claus Terp