

Ledelsesberetning for 2007

Bestyrelsen for Investeringsforeningen Nielsen Global Value har på et bestyrelsesmøde i dag behandlet og godkendt regnskabet for 2007, hvilket herved fremlægges.

Nettoreultatet udgør -60.556 t.kr., hvilket svarer til et afkast på -7,57% inklusive dividende. Afkastet anses for utilfredsstillende, men skal ses i lyset af foreningens investeringsstrategi, der som det fremgår nedenfor er langsigtet.

Foreningens investeringer er som bekendt baseret på rådgivning fra direktør Ole Nielsen, Nielsen Capital Management Fondsmæglerselskab A/S. Bestyrelsen kan tilslutte sig den i rapporten beskrevne investeringsfilosofi og strategi, der således stemmer overens med foreningens profil. Bestyrelsen udtrykker ikke specifikke forventninger til udviklingen i aktiemarkederne, men henviser til foreningens investeringsfilosofi, der er beskrevet i investeringsrådgiverens beretning. Generelt har der i flere år kunnet konstateres en meget positiv stemning på de internationale aktiemarkeder, som har skabt basis for generelt stigende aktiekurser, men denne generelle markedsopinion er i dag blevet mere forsigtig og negativ. Risikobilledet synes således at have ændret sig, og dette kan medføre en mere negativ tendens på aktiemarkederne for hele året 2008.

Af investeringsfilosofien fremgår, at det er foreningens økonomiske målsætning at maksimere den langsigtede egenkapitalforrentning pr. år under hensyntagen til lav risiko for permanent tab af kapital. Udviklingen i aktiemarkederne, renten og valutakurserne udgør hver især en risiko for, at denne økonomiske målsætning ikke fuldt ud opnås. Bestyrelsen udtrykker ingen forventninger til udviklingen af de økonomiske konjunkturer eller markederne, og har således bevidst valgt ikke at lade sådanne elementer indgå i investeringsfilosofien. Der investeres i selskaber, der efter en konkret bedømmelse anses som værende undervurderede, hvilket efter bestyrelsens og rådgiverens opfattelse anses som værende det bedste langsigtede værn mod nævnte risici.

I den medfølgende rapport fra foreningens investeringsrådgiver gives en nærmere information om foreningens udvikling, investeringsfilosofi og strategi.

Begivenheder i regnskabsåret

Aktiemarkederne har oplevet en meget uensartet og afdæmpet udvikling afbrudt af nervøse og negative kursudsving fremkaldt af den igangværende kreditkrise. Som omtalt i årsrapporten for 2006 har der generelt i flere år kunnet konstateres en meget positiv stemning på de internationale aktiemarkeder, som har skabt basis for generelt stigende aktiekurser, og at denne generelle markedsopinion forventedes at blive mere forsigtig og afventende. Dette er stadig bestyrelsens opfattelse. Risikobilledet synes ændret, og dette kan medføre en mere negativ tendens på aktiemarkederne.

Begivenheder efter regnskabsårets afslutning

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

Bestyrelsen

Kære Investorer og Partnere

Indre værdi pr. investeringsbevis faldt i 2007 med 7,57 % inkl. reinvestering af dividende. Afkastet for de generelle aktiemarkeder målt ved MSCI World Index udgjorde i 2007 -1,63 %. Resultatet for 2007 er skuffende og har bragt vores økonomiske mål, den langsigtede gennemsnitlige egenkapitalforrentning pr. år, ned.

Fra foreningens etablering i juli 2002 og til ultimo 2007 ligger vores forrentning af egenkapitalen på 12,12 % pro anno mod et pro anno afkast for MSCI World Index i samme periode på 6,18 %. Dette er tilfredsstillende om end i underkanten af vores langsigtede forventninger.

Det er anden gang i foreningens historie, at vi har en nedgang i indre værdi i et regnskabsår. Men, nøjagtig som i 2002, mener jeg, at det er et udtryk for "kvotationstab" og ikke den farligere sygdom; permanent tab af kapital.

Selvom vores resultat og min præstation i 2007 var utilfredsstillende, har jeg konsistent og disciplineret fulgt vores målsætning såvel i 2007 som i de foregående år. Når undervurderede selskaber, som møder mine investeringskriterier identificeres, investeres. Når forretningsmæssig værdi opnås, sælges. Når fejlinvesteringer opdages, sælges. Startende i 2005, løbende gennem 2006 og ind i foråret 2007, har foreningen nedbragt investeringer i selskaber, der har opnået forretningsmæssig værdi. Supplering og investering er alene foregået i selskaber, som møder investeringskriterierne. Selvom det momentum-drevne aktiemarked siden 2005, kursmæssigt har presset de selskaber, foreningen har solgt fra, yderligere op, har foreningen løbende skubbet kapital over i undervurderede selskaber. Undervurderede selskaber er netop undervurderede, fordi andre markedsdeltagere på samme tidspunkt ikke ønsker dem. Set i bakspejlet, kunne foreningen have udnyttet markedsoptimismen mere og holdt på de frasolgte selskaber i længere tid, men så ville jeg som rådgiver ikke have udvist disciplineret adfærd. Jeg forbliver disciplineret!

Gode intentioner skal følges op af gode resultater. Efter regnskabsåret 2007 har jeg fortsat de gode intentioner, men fortsætter min søgen efter gode resultater.

Udviklingen i 2007

Også i 2007 har der været en stor spredning i afkastet på de enkelte selskaber. Foruden et enkelt selskab, som jeg omtaler nedenfor, har vi ikke haft permanent tab af kapital i nogle af foreningens selskaber. Det er sagt med en vis usikkerhed, idet jeg ofte påbegynder investering i undervurderede selskaber, før de rent faktisk viser sig at bunde ud. Ligeledes viser historien, at jeg også sælger før, de rent faktisk topper ud. Det er ikke noget jeg kan eller vil forsøge at kontrollere. Jeg mener, man skal lede efter og investere, når selskaber er undervurderede og sælge, når de når forretningsmæssig værdi. At "time" køb på bunden og salg på toppen er som fatamorgana – synligt kun i fantasien indtil virkeligheden indfinder sig.

Likviditetsniveauet blev igennem året øget fra 8,6 % ultimo 2006 til 13,3 % ultimo 2007. Derudover har vi en relativ stor position i en "work-out" situation, hvilket er et selskab, der er overtaget, men hvor vi venter på salgsprovenuet. Jeg regner med minimum at få overtagelsesbeløbet, i bedste fald får vi en noget højere pris samt tabt rente i mellemtiden.

Som sagt har jeg solgt selskaber fra, der har opnået, hvad jeg når frem til, er disse selskabers forretningsmæssige værdi. Ultimo 2005 havde vi 34 selskaber, ultimo 2006 25 selskaber og ultimo 2007 havde vi 22. En del af det samlede provenu lagres som likviditet og en del reinvesteres i undervurderede selskaber. Enten i form af nye selskaber eller i porteføljens eksisterende. Vi skal jo være mindst 80 % investeret. Som sådan fokuserer jeg hele tiden på at bevare en undervaluering af hele porteføljen.

Vi er i dag medejere af en række selskaber, som i dagens aktiemarkeder er undervurderede og samtidig velkapitaliserede. Hovedparten er ordinære selskaber, men porteføljen indeholder også enkelte ekstraordinære selskaber. Fællesnævneren er undervaluering af selskabsmæssige aktiver eller forretningsmæssig værdi.

Når jeg analyserer selskaber og sammenligner forretningsmæssig værdi med børsværdi, når jeg frem til forretningsmæssig værdi ved at valuere indtjeningsevne, justere nettoaktiver eller en kombination af begge forhold. Tager vi de selskaber i porteføljen, som er udvalgt ud fra et indtjeningssynspunkt og vægter beholdningens størrelse i forhold til den investerede del, handler disse selskaber tilsammen på 5,84 gange deres driftsindtjening rensat for overskudslikviditet eller gæld. Det er det samme som 17,1 % før skat på nuværende pris.

Ligeledes kan vi synliggøre undervalueringen af de selskaber, som er udvalgt på baggrund af realiserbare nettoaktiver eller justeret egenkapital. Vægtes beholdningens størrelse i forhold til den investerede del, handler disse selskaber tilsammen på 73,8 % af deres nettoaktiver.

Gør jeg hver enkelt selskabs forretningsmæssige værdi op – altså den værdi, som disse selskaber ville være værd i en privat handel, der involverer hele selskabet – og sammenholder med børsværdien fås et godt billede af den undervaluering hele porteføljen handles til. Børsværdien af den investerede del af porteføljen udgør ultimo 2007 64,0 % af den forretningsmæssige værdi.

Som omtalt tidligere, bliver der investeret i selskaber, når det kan ske til 60 % af forretningsmæssig værdi. Sagt på en anden måde, når der er en forskel mellem børsværdi og forretningsmæssig værdi eller "sikkerhedsmargin", på 40 %. Når et selskab når niveauet for forretningsmæssig værdi, dvs. når sikkerhedsmarginen er nede på 0 %, bliver selskabet solgt fra. Over tid vil en portefølje typisk bestå af selskaber, hvis sikkerhedsmargin ligger i feltet fra 40 % til 0 %, med et gennemsnit et sted i mellem disse to yderpunkter. Med en børsværdi på 64 % af forretningsmæssig værdi anser jeg derfor vores portefølje som værende markant undervurderet. Ikke siden 2002, hvor porteføljen lige var etableret, har der været en så stor sikkerhedsmargin.

En sådan undervaluering betyder ikke nødvendigvis, at vi kun kan se stigende kurser herfra. Den generelle aktiemarkedsudvikling vil på kort sigt helt klart påvirke børsværdien på porteføljens selskaber. Men, en sådan undervaluering betyder en ekstrem begrænset risiko for permanent tab af kapital for hele porteføljen og et eksemplarisk potentiale for stigning, hvis børsværdien igen skulle reflektere den forretningsmæssige værdi. Imens vi venter, bygger selskaberne yderligere værdi op.

Fordeling af formue ultimo 2007

Region	Branche	Foreningens 5 største poster
Europa	44,4 % Finansiell virksomhed	41,2 % Köln. Rückv. 9,2 %
Fjernøsten (Japan)	27,7 % Forbrugsrelateret	32,3 % Fairfax Fin. 7,9 %
Nordamerika	14,6 % Industri	10,3 % Carl Allers Etabl. 7,2 %
Likviditet	13,3 % Andet	2,9 % Conzzeta Hld. 6,4 %
	Likviditet	13,3 % Metallw. Hld. 4,7 %

Fairfax Financial Holdings

Ekstraordinære selskaber er selskaber, der kan fremvise en højere gennemsnitlig forrentning af sin investerede kapital. Det, at enkelte selskaber kan opnå højere kapitalforrentning, kan skyldes flere ting. Selskabet kan være "low-cost" producent i sin industri. Selskabet kan have produkter, der i højere grad tiltaler køber, end andre selskabers produkter. Enten i form af mærkevarer til forbrugeren eller nicheprodukter til virksomheder. Selskabet kan have en ekstraordinær veltrimmet og service orienteret organisation. Selskabet kan have en yderst kompetent ledelse, som fokuserer på at optimere udnyttelsen af sit kapitalapparat med målet om høj profitabilitet.

Vi har i 2007 set flest selskaber i porteføljen, der kursmæssigt er faldet i værdi. Et af de lyspunkter, der ligger gemt i det tyngende resultat er Fairfax Financial Holdings. Fairfax er et ekstraordinært selskab. I dette tilfælde skyldes det alene en yderst kompetent ledelse og medarbejderstab. At det i nogle tilfælde kan betale sig at vente – og supplere op på lavere priser, hvis disse måtte opstå, specielt i et kvalitetsselskab – vidner vores investering i Fairfax om. I lange perioder vil en investering kursmæssigt kunne ligge stille. Derfor må investering være langsigtet.

Fairfax er et canadisk selskab, der fungerer som holdingselskab for en række forsikringsselskaber. V. Prem Watsa, der er formand for bestyrelsen, administrerende direktør samt medejer, tog sammen med en investorgruppe kontrol med Fairfax i 1985. Siden da har ledelsen haft en klar målsætning om at øge egenkapitalen pr. aktie med 20 % pro anno. Denne målsætning er siden sat ned til 15 % pro anno, idet renten i dag er lavere, der er færre undervurderede selskaber, og Fairfax i dag er et større selskab.

Ledelsens målsætning stammer fra samme idé, som Warren Buffet har haft ved at opbygge sin forsikringsforretning. Et forsikringsselskab låner policetagernes penge ("float") i den periode, der går fra kunderne indbetaler præmier, og til udbetaling af pengene til skader finder sted. Over- eller underskud på selve forsikringsforretningen bestemmer prisen for dette float ("cost of float"). Overskud svarer til at få penge for at låne penge. Ved at låne dette float til en lav pris og investere det sammen med egenkapitalen fås en gearet investeringsoperation. Hvis man kan præstere gode investeringsafkast under hensyntagen til lav risiko for permanent tab af kapital med fokus på absolut afkast opnås en yderst afkastgivende virksomhed.

V. Prem Watsa og holdet bag ham har været overordentlig succesfuld med en formidabel track-record bag sig. Fairfax's aktieinvesteringer har igennem de sidste 15 år (op til ult. 2006) udvist et gennemsnitligt afkast på 17,2 % pro anno mod S&P 500's afkast på 10,6 %. Afkastet for obligationsinvesteringerne har ligget på 9,1 % pro anno mod Merrill Lynch U.S. Corporate index's 6,7 % pro anno (op til ult. 2006). Til trods for to opkøb af amerikanske forsikringsselskaber i 1998 og 1999, som har voldt store operative problemer er egenkapital pr. aktie fra 1985 til 2006 gennemsnitligt vokset med 25 % pro anno.

Vi etablerede vores investering i Fairfax ved foreningens opstart i 2002 på en pris, der lå 30 % under Fairfax's egenkapital. Vi fik efterfølgende muligheden for at øge vores investering af flere omgange på endnu lavere pris i forhold til egenkapitalen. Helt ned på en pris, der lå over 60 % under værdien af egenkapitalen. Fairfax har i den periode vi har været aktionærer måtte håndtere meget kraftige og dyre orkaner i 2004 og 2005, en stadig kørende stævning, angreb fra "short-sellers" og en forlegenhed skabt på baggrund af ændring af historiske regnskabstal. (En "short-seller" er en spekulant som sælger aktier i et selskab, hvorefter han håber på at kunne købe dem billigere senere). Prem Watsa og bagvedliggende ledelses/investorgruppe har igennem Fairfax's periode med disse problemer udvist en formidabel fokus og styrke i fokuseringen på driften af selskabets datterselskaber, risici og investeringer.

I perioden juli 2002 og til oktober 2006 bevægede aktiekursen på Fairfax sig op og ned omkring samme niveau, og først sent i 2006 og hele 2007 steg kursen på Fairfax. Det, at vi har kunnet investere på lave priser i forhold til Fairfax egenkapital, hvilken er endnu lavere end Fairfax forretningsmæssige værdi, har betydet to ting: En beskyttelse mod permanent tab af kapital, selvom der var kvotationstab i starten af perioden. Og maksimering af vores langsigtede pro anno afkast.

Fairfax er fortsat en stor og langsigtet investering i foreningen. Indirekte er ledelsen i Fairfax jo forvaltere af vores kapital. Og til trods for tidligere omtalte fejltagelser, har de en beundringsværdi track-record. Der er to andre forhold, som er interessante og som underbygger vores investering. Det ene forhold er ledelsens negative holdning til kapitalmarkederne. Fairfax har, som value-investorer, de senere år haft sværere ved at finde undervurderede selskaber at investere i. Lyder det bekendt? Dette har medført en mindre aktieandel i forhold til, hvor stor andel de historisk har haft. Ydermere har de beskyttet halvdelen af denne aktieportefølje med derivater. De har også

købt, hvad man betegner som "Credit Default Swaps", hvilket er en spekulation i, at renteforskellen mellem virksomhedsobligationer og statsobligationer udvides. Denne renteforskel var indsnævret betydeligt og lå lavere end sit historiske gennemsnit og markant lavere end spændet ved sidste krise i 2002. Dette spænd er i dag udvidet en hel del igen, hvilket højst sandsynligt har forøget Fairfax's egenkapital betydeligt. Regnskabet for 4 kvartal og hele året 2007 er i skrivende stund endnu ikke aflagt.

Det andet forhold er Fairfax's medejerskab af det indiske forsikringsselskab ICICI Lombard. Fairfax ejer 26 % af dette selskab med ICICI Bank som den anden partner. Der ligger en stor ikke bogført værdi gemt i ejerskabet af dette selskab. I løbet af 2007 søgte ICICI Bank myndighedernes godkendelse om salg af en 5,9 % aktiepost til en investorgruppe ledet af Goldman Sachs. Myndighederne gav ikke deres tilladelse, men den pris investorgruppen og ICICI Bank var blevet enige om, modsvarede en værdi for hele selskabet på godt 10 mia. USD. Med Fairfax's ejerskab på 26 %, svarer det til en værdi på 2.600 mio. USD. Denne aktiepost er i Fairfax's bøger optaget til 144 mio. USD. En merværdi på 2.456 mio. USD. før skat eller 48 % af deres egenkapital pr. 30. september 2007! Det indiske aktiemarked er "hot" (i skrivende stund godt på vej til afkøling), og denne valuering kan være udtryk for et meget positivt og inflateret niveau. Samtidig er Fairfax langsigtede strategiske investorer i ICICI Lombard, hvorfor jeg ikke forventer et direkte salg af deres aktiepost. Men jeg nærer ingen tvivl om, at der i dag ligger en pæn merværdi gemt i ejerskabet af ICICI Lombard. Som langsigtede investorer i Fairfax håber og tror jeg på, at ledelsen mange år fremover vil udvikle ICICI Lombard med lav pris for float og voksende float til følge.

Jeg har tidligere nævnt, at afkast i foreningen vil komme i klumper. Jeg håber nærværende eksempel belyser, at investeringer skal ses over en årrække.

Bad ideas are born good – part III

Jeg har også lavet, hvad jeg vil betegne som en decideret fejlinvestering i 2007. Fremont General Corp. (FG) er et Californisk baseret finansielt selskab, som driver traditionel bankvirksomhed i form af udlånsvirksomhed til erhverv og pantebrevsvirksomhed i boligsektoren. Ikke noget som lyder godt i dagens USA. Faldende huspriser, boligejere, som ikke kan betale, tvangsauktioner og en eskalerende kreditkrise sætter scenen for faldende kurser i finansielle selskaber. FG's aktier blev ligeledes udsat for en deroute, da markedet fandt ud af FG's for store eksponering til dårlige betalere i form af det mest omtalte begreb i 2007: Sub-prime lån.

Min interesse blev vagt, idet FG i løbet af året indgik aftaler om frasalg af både deres virksomhedslåneportefølje og deres pantebrevsportefølje. På grund af hensættelser og nedskrivninger var priserne for disse naturligvis en del lavere end bogført, men i forhold til markedsværdien for hele selskabet, opstod en stor undervaluering. Samtidig med dette indgik bestyrelsen aftale med Gerald J. Ford, en meget succesfuld bankmand, om, at han skulle komme med en mindre kapitalindsprøjtning og drive FG videre i traditionel forstand. Han skulle så at sige bygge en ny aktivside op, med bankens eksisterende indlån eller passivside.

Gerald J. Ford har tidligere som direktør og medejer opbygget en større bank i Californien og solgt den med en overordentlig god fortjeneste. Efter denne handel trak han sig tilbage i en kort årrække indtil aftalen med FG, hvor han igen skulle opbygge en fornuftig bank på basis af FG's kundeindskud. Min holdning var, at Gerald J. Ford ikke ville dø som ejer af banken, men gentage sin tidligere succes med et senere salg af banken. Han blev fulgt af to af de ledere, som han havde udviklet den tidligere bank med, hvilket betød en erfaren, succesfuld ledelsesgruppe. De havde arbejdet sammen tidligere, og de havde købt, opbygget og drevet en del banker før.

Mine krav til en potentiel investering var til stede. En markant undervaluering, en begrænset risiko, idet, der var indgået aftale om frasalg af lånene, og et dygtigt og prøvet ledelsesteam. Ydermere var der den potentielle katalysator, der lå i, at banken om en 5 til 7-årig periode, formentlig ville indgå i den løbende konsolidering af banksektoren i Californien og blive solgt til en større bank. "Eventdriven value investing".

Normalt investerer jeg i tempi over en periode, når jeg investerer i et nyt selskab til porteføljen. Aftalerne om frasalg af låneengagementerne var indgået, dog endnu ikke underskrevet. Jeg ”dyppede tærne” med en første investering. Ikke godt!

Den eskalerende kreditkrise medførte, at flere låneporteføljer i markedet blev sat til salg. Kvaliteten af FG's egne låneporteføljer forringedes hurtigt yderligere og priserne generelt på dårlige lån faldt. Som sagt manglede aftalerne den lille, men meget vigtige detalje – nemlig underskriften. Det sker ofte, at indgåede aftaler holder og følges op af underskrevne kontrakter. Men den høje hastighed hvormed nedsmeltningen i hele boliglånsmarkedet i USA foregik, fik fyldepennene til at sidde fast i skjortelommerne på køberne, og satte en stopper for eventyret. Køberne sprang fra aftalerne og FG – og vi – hang stadig på risikoen. Vores investering ændrede karakter, markedsværdien på FG faldt, og jeg solgte vores beholdning. Det har kostet os ca. 1 % i afkast. Efterfølgende har også Gerald J. Ford trukket ”følehornene” til sig.

Ebbe og flod

Vandstandens regelmæssige stigning og fald kaldes tidevand. Disse høj- og lavvande skyldes tidestrømme, idet ændringen i vandstanden man ser ved kysten blot skyldes at disse strømme løber ind mod eller væk fra kysten. I det åbne ocean, hvor vanddybden i middel er omkring 4 km, er tidevandet mindre end en halv meter. Visse steder, fx i den Engelske Kanal, ledes strømmene ind i stadigt snævrere passager, så vandet stuves op og forskellen mellem høj- og lavvande når op på 12-15 meter. I Danmark findes det kraftigste tidevand i Vadehavet, hvor høj/lavvande forskellen er ca. 2 meter.

Tidevandet skyldes massetiltrækning fra andre himmellegemer, og man blev tidligt opmærksom på at Månens virkning er dominerende. Foruden Månen skaber kun Solen et tidevand af betydning, størrelsen af dette er knap halvdelen af tidevandet hidrørende fra Månen. Virkningen fra andre planeter eller stjerner er ekstremt lille.

Således også i aktiemarkederne, dog med andre mere jordnære forhold som udslagsgivende faktorer. Jeg har i tidligere rapporter beskrevet, hvordan selskaber, der møder mine investeringskriterier har været en mangelvare. Det er nu begyndt at ændre sig. Tidevandet skifter.

Den økonomiske afmatning vi ser påbegyndt i USA, og som også vil indfinde sig i Europa og fjernøsten, medfører lavere indtjening i mange virksomheder. Den amerikanske forbruger er ikke længere på steroider, men overvejer nu i stedet, om det er terminen på huset, kreditkortet eller billånet, han/hun skal løbe fra. Det har medført en korrektion i de underliggende aktiemarkeder på en række selskaber, som endnu ikke er set i de store aktieindeks. Måske er det på vej. Hvorom alting er, så er der i dag begyndt at vise sig flere ting, som er interessante.

Uden at det skal forstås som kynisme, så øges min optimisme i dag, idet denne korrektion i aktiemarkedet, hvis den fortsætter, skal danne grundlag for en kommende periode med tilfredsstillende afkast. Følgende fra en yderst succesfuld investor og forretningsmand siger det hele: *”Bull markets are born on pessimism, grow on scepticism, mature on optimism and die on euphoria”* – Sir John Tempelton.

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. Vores fokus på værdiforøgelse over tid skal opfyldes ved investering i undervurderede og velkapitaliserede selskaber hjemmehørende nationalt såvel som internationalt.

Vi forsøger at nå dette mål ved investering i både kvalitetsselskaber og ordinære selskaber. Vi vil foretrække en portefølje med kvalitetsselskaber, idet disse selskaber på sigt øger deres forretningsmæssige værdi betydeligt. Fælles for alle gælder, at vi skal have en meget stor sikkerhedsmargin, før vi investerer. Det er således ikke nok for os, at et givent kvalitetsselskab handles til en relativ "fair" pris. Det betyder, at der går længere tid før vi "sparker til bolden", men vil alt andet lige også betyde en lavere omsætningshastighed i foreningen.

Har vi investeret med en stor sikkerhedsmargin, har vi intet imod, at markedsprisen falder yderligere, da vi kan addere til vores investering med 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 kursudvikling, men fokusere på, hvilke handlinger i dag vil maksimere langsigtet værdi.

Andre ting

Jeg ser frem til at møde jer på generalforsamlingen, som bliver holdt den 24. april 2008, kl. 15.00 på Hotel Frederiksdal. Størrelsen af dividenden for regnskabsåret 2007 ligger på 1,00 krone pr. investeringsbevis, som går fra i kursen dagen efter generalforsamlingens afholdelse.

Hvis I har spørgsmål af nogen art eller, hvis der er ting i ovenstående, som er uklare, er I altid velkomne til at kontakte mig.

Januar 2008

Med venlig hilsen

Ole Nielsen

Nielsen Capital Management Fondsmæglerselskab A/S