

Ledelsesberetning for 2008

Bestyrelsen for Investeringsforeningen Nielsen Global Value har på et bestyrelsesmøde i dag behandlet og godkendt årsrapporten for 2008, hvilket herved fremlægges.

Nettoresultatet udgør -182,3 mio. kr., hvilket svarer til et afkast på -23,57% 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 har fastlagt 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 beretningen.

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

Året 2008 går hen i historien som et af de værste aktieår nogensinde. Aktiemarkederne måtte registrere en tilbagegang i værdien på 37,75% målt ved MSCI World Index.

Vi befinder os nu i en dyb finansiell krise såvel i Danmark som i udlandet. Denne finansielle krise er forårsaget af manglende tillid til låntagere fra långivere. Den finansielle krise medfører en meget kraftig og meget hurtig afkøling af økonomien, som vi begynder at se virkningerne af i form af faldende vækst i den samlede produktion og stigende ledighedsrate. Samtidig ses en markant nedbringelse af gæld i mange dele af samfundet.

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 2008 med 23,57 % inkl. reinvestering af dividende. Afkastet for de generelle aktiemarkeder målt ved MSCI World Index udgjorde i 2008 -37,75 %. Resultatet for 2008 er skuffende og har bragt vores økonomiske mål, den langsigtede gennemsnitlige egenkapitalforrentning pr. år, væsentligt ned.

Fra foreningens etablering i juli 2002 og til ultimo 2008 ligger vores forrentning af egenkapitalen på 5,68 % pro anno mod et pro anno afkast for MSCI World Index i samme periode på -2,23 %. Dette er ikke, hvad jeg havde forventet, og jeg er derfor ikke tilfreds med performance i foreningen. Men den generelle udvikling på aktiemarkederne har også udviklet sig langt mere negativt end forventet.

Vi har ikke før i foreningens historie oplevet en sådan børsmæssig værditilbagegang, hvor selv undervurderede selskaber har været udsat for et så voldsomt salgspres. Med lovens krav om minimum 80 % investering i aktier, har vi været modvillige gidsler i en markedsderoute, som ikke er set ligedan i de sidste 34 år.

Det er naturligvis svært at udvise positiv kursudvikling af en portefølje i et år, hvor aktiemarkederne falder 38%. Og selvom afkastet for foreningen i 2008 har været ”bedre” end de generelle aktiemarkeder målt ved MSCI, kan dette kun have en akademisk interesse. Man kan overhovedet intet købe for denne ”outperformance”. Vi har lidt økonomisk tab og det gør ondt. Jeg fokuserer på at skabe absolut værdi. Det har været målet hidtil, og det vil fortsat være målet – både herfra og fra tidligere højere niveauer.

Den accelererende finanskrisen og den høje hastighed, hvormed den økonomiske afmatning finder sted, har udhulet noget af den forretningsmæssige værdi i en lang række af aktiemarkedernes selskaber, herunder også nogle af ”vores” selskaber. Nogle har reelt sat en stor del af deres forretningsværdi til, som vi ikke får igen, og permanent tab af kapital har for disse været en realitet. Andre er faldet i takt med markedet og er fortsat undervurderede, hvor enkelte endda står konkurrencemæssigt og økonomisk meget stærkere end tidligere.

De senere års forsøg på at skubbe kapitalen over i selskaber, som i forvejen var undervurderede, og i en øget kontantbeholdning, har været fint. Det har beskyttet os for yderligere tab. Alligevel har der været områder, hvorpå jeg operationelt ikke er tilfreds. Såsom selskaber, foreningen stædigt har holdt fast i, til trods for dens negative holdning til enden på bobleøkonomien. Stædighed er en god egenskab som langsigtet investor i undervurderede selskaber. Men stædighed kræver konstant opfølgning for at tilsikre, at man ikke ser sig ”blind” på tidligere trufne beslutninger og analyser.

Her er nogle eksempler, hvor jeg har siddet på hænderne:

- DEPFA Bank låner ud til offentlige institutioner og selskaber. Tilbage i 2003 investerede vi i DEPFA til en pris på 5 gange indtjeningen i et selskab, der siden 1990 har haft en god forretningsmodel og en høj forrentning af sin egenkapital. Det var en god investering og i en årrække bibragte den os et ekstraordinært afkast. DEPFA Bank blev overtaget i sommeren 2007 mod betaling i form af kontanter og aktier i Hypo Real Estate, som forblev i foreningen. I november 2007 udtalte ledelsen sig positivt om ikke at have eksponering til sub-prime sektoren i USA. Allerede i januar 2008 åbenbares det, at der alligevel var eksponering mod dette dødens aktiv. Lige siden har det været negative nyheder oven på hinanden, indtil kreditmarkederne frøs til og Hypo måtte ty til hjælp fra den tyske stat.

Undervejs og efterfølgende føres diskussionen om, hvorvidt ledelsen er troværdig eller om det er en hændelig fejltagelse. Hvorom alting er, så er det sådan set ligegyldigt om ledelsen er utroværdig eller ikke har føling med, hvad der foregår i deres organisation. En dag vil katastrofen ske. Og det skete i 2008.

Da DEPFA blev overtaget af Hypo ændrede investeringen karakter. Vi havde investeret i en fornuftig forretningsmodel til en god pris. Nu var situationen en noget anden. Alligevel besluttede foreningen, at beholde vores ejerskab i Hypo/DEPFA. Dels mente jeg, at prisen, som DEPFA blev overtaget til, var for lav og dels ud fra et valueringssynspunkt for hele koncernen. Det var en fejl, og det har kostet os.

- Vi har investeringer i de to franske bilproducenter Renault og Peugeot. Renault er en direkte investering, hvor vi oprindeligt kun betalte for deres aktiebeholdninger i Nissan og Volvo og næsten fik Renault-delen gratis. Peugeot er en indirekte investering via holdingselskabet FFP, også købt til en meget stor discount. Begge selskabers ledelser er meget dygtige. Specielt Carlos Ghosn i Renault er en yderst kompetent leder, der i min optik har de rigtige holdninger, til det at drive virksomhed.

Finanskrisen og den meget kraftige afmatning vil betyde færre solgte biler og lavere priser, som tilsammen med lovgivningsmæssig og politisk betinget træg hastighed for omkostningsreduktion, vil komme til at tære på egenkapitalen. Yderligere har kreditkrisen en stor negativ betydning for deres bankdatterselskaber, som er nødt til at have hjælp til finansiering. Selskabernes aktiekurser er faldet med henholdsvis 81% og 74%.

Til trods for, at det altid er let at se tingene klart i bakspejlet, og at livet skal leves ved betragtning gennem forruden, er det pinligt og det gør økonomisk ondt.

Der har i det sorte 2008 også været lyspunkter. Vi har haft en relativ høj likviditet. Vi har beholdt vores investering i Koelnische Rück (der er under overtagelse af det Berkshire Hathaway-ejede General Re, og derfor ikke er kursfølsom) og sidst men så absolut ikke mindst vores investering i Fairfax Financial Holdings har udviklet sig ualmindeligt positivt. Herom senere.

Porteføljen består af 24 selskaber, hvor de 5 største positioner tilsammen vejer 39,7% og de 10 største tilsammen vejer 63,1%. Porteføljen er relativt koncentreret, hvilket ikke kommer til at ændre sig nævneværdigt fremover.

Fordeling af formue ultimo 2008

Region		Branche	
Japan	33,4%	Finansielle	49,7%
Europa	43,7%	Medie	13,8%
Nordamerika	22,9%	Velfærd	9,9%
		Industri	9,9%
		Forbrug	9,2%
		Ejendomme	3,9%
		Transport	3,6%

Finanskrisen

Verden står i dag i en makroøkonomisk svær situation fremkaldt af en finansiell krise, som ikke er set magen til de sidste mange år. Økonomi styres af psykologi. Når frie mennesker har tillid til fremtiden sættes ting i gang, herunder køb af huse og forbrug af varer. Huspriserne stiger, og menneskene ser friværdien stige, hvilket er yderligt tillidsskabende, og forbruget øges. Når mennesker frygter fremtiden, slås de økonomiske bremsen i og forbruget falder. Huspriserne falder og menneskene føler sig usikre på, hvad den økonomiske fremtid vil bringe.

Sådan har vores del af verden, og i højere og højere grad resten af verden, udviklet sig i mange år. Hvis en optimisme og de heraf afledte positive følger får lov at løbe for lang tid uden medfølgende balance i tingene, skabes økonomisk underskud, som senere skal betales tilbage. Hvis der ikke i tide rettes op på en sådan situation, vil den regning, der skal betales tilbage, blot blive større og gøre mere ondt.

Det er sådan en situation vi nu er havnet i. Det er svært at pin-pointe præcis, hvad der var den initierende årsag. Om nogle år og mange bøger senere, vil vi være klogere. En af årsagerne kunne være det forhold, at mange mennesker i USA fik mulighed for at låne penge til boliger, de ikke havde råd til. Der blev udstedt lån, hvor de første 12 til 24 måneders rente var kunstigt lavere for efter denne startperiode at blive meget højere. At låntager ikke kunne betale den højere rente betød ikke så meget, idet husets værdi ville være steget, og yderligere lån kunne optages eller huset kunne sælges igen med gevinst. Lyder det som en snebold, der bliver trillet ned ad en bakke og bliver større og større? På et tidspunkt behøver man ikke lægge kræfter i mere, så triller den selv. Lidt senere mister man kontrollen og resten er historie, som man siger.

Alle disse lån var blevet bundtet til store værdipapirudstedelser i form af obligationer, som blev solgt til både store og små investorer, banker og forsikringsselskaber. Hvad man i bevidstheden opfattede som hårde aktiver med lille risiko ændrede hurtigt karakter til ildelugtende affald, man ikke kunne slippe af med. Markederne for diverse fordringer begyndte at ophøre med at eksistere normalt. Likviditeten forsvandt, hvilket forværrede situationen yderligere.

Da Lehman Brothers, en stor amerikansk investeringsbank, gik ned uden intervention fra den amerikanske regerings side, startede finanskrisen reel. Tilliden bankerne imellem forsvandt, og det blev svært for hovedparten af bankerne at hente finansiering. Det har skabt en situation, hvor likviditeten i banksystemet ikke flyder, hvilket kan sammenlignes med en rugby kamp, hvor deltagerne kæmper på en bund af klister. Effekten af dette tillidsbrud betyder et stop for udlån fra bankerne til samfundet, hvilket har kreeret den økonomiske afmatning.

Finansielle selskaber

Vi har 48,1% af den samlede formue placeret i den finansielle sektor, som dermed udgør den største sektormæssige eksponering. 6 forsikringsselskaber – 3 i Japan, 2 i Nordamerika og 1 i Europa. 3 banker – 1 i Danmark, 1 skandinavisk og en rest i Hypo. Med 41,2% i finansielle selskaber ultimo 2007 og et år som 2008, hvor netop de finansielle selskaber er blevet decimeret, kan sektorallokeringen siges at være forkert. Men – foreningen allokerer ikke aktiverne ud fra en betragtning om, hvor meget der skal være i den enkelte sektor eller det enkelte land.

Det er med fokus på investering i det enkelte selskab, der efterfølgende bestemmer den samlede allokering til en sektor eller region. Finansielle selskaber har nogle gode karakteristika, som tiltrækker mig. Overskud er overskud, som kan stikkes i aktionærernes lommer. De skal ikke bruges på at vedligeholde et tungt kapitalapparat, for at holde sig konkurrencedygtig. Ved mindre volumen, er det relativt nemt at indskrænke.

Der må naturligvis sættes større krav til iagttagelsen af ledelsens historiske handlinger, idet resultaterne af økonomisk dårlige (- måske alene egoistisk betingede?) beslutninger, både i banker og forsikringsselskaber, først kan ses langt senere.

Forsikringsvirksomhed

Som omtalt i tidligere rapporter er forsikringsvirksomhed lig investeringsvirksomhed. Ledelsen "låner" policetagerens kapital og investerer både denne og aktionærens egenkapital, og hele afkastet tilfalder alene aktionæren. Et lille underskud på driften er den begrænsede omkostning for dette "lån". Et overskud er ensbetydende med, at man får penge for "lånet".

Prem Watsa i Fairfax Financial Holdings har forfulgt den idé de sidste 24 år og med overordentlig stor succes. Til trods for et stort eksternt pres har Prem og hans ledelse haft personligt overskud til at fokusere og forberede sig på den nuværende krise. De har gjort det, som kun meget få mennesker gør. De har positioneret sig 100% efter deres overbevisning. Warren Buffett har på et tidspunkt sagt, at det ikke gælder om at forudsige regn. Det gælder om at bygge en ark.

Prem og hans team byggede en ark. Regnen kom i 2007 og syndfloden indtraf i 2008. I dag

står Fairfax uden den nuværende krises økonomiske skræmmer. Fairfax har haft positioner i såkaldte Credit Default Swaps, hvilket er en slags forsikring mod højere rente på lån til en virksomhed i forhold til statslån. Usikkerheden på lånemarkederne, som startede tilbage i efteråret 2007 og tog til i 2008, har medført en ekstraordinær stor realiseret og urealiseret indtjening på disse CDS'er, hvilket har forøget egenkapital pr. aktie for Fairfax betydeligt i perioden. De har ikke haft eksponering til sub-prime, eller andre dubiøse fordringer. Langt størstedelen af deres renteplaceringer er foretaget i statsmarkedet. Og deres aktieinvesteringer har været beskyttet af put-optioner på S&P 500 – det amerikanske aktieindeks.

De har således stået uden for en krise, som formentlig kun finder sted én gang på mellem 50 og 100 år. Krisen er naturligvis langt fra ovre. Makroøkonomisk kommer vi til at se en forværring i løbet af 2009 og måske også ind i 2010, men Fairfax står økonomisk stærkt og er rustet til at forøge investeringer i aktier og virksomhedsobligationer på et tidspunkt, hvor den søde duft af undervaluering breder sig.

Netop denne styrke er god at have i en periode, hvor meget overkapitalisering er taget ud af forsikringssektoren. De enorme tab på værdipapirer, som sektoren må bære, medfører disciplin, og en vending i prissætningen af forsikringsprodukter vil sandsynligvis opstå. Der er endnu ikke håndfaste tegn på dette, men vendingen kan allerede være indtruffet her i januar. Fairfax er klar til de næste mange år med overskud på driften, gode investeringsresultater og deraf god forøgelse af egenkapital pr. aktie.

Vi har haft Fairfax siden foreningens etablering og har haft mulighed for at investere til en god del under egenkapital. Vi forventer, at Fairfax vil ligge i porteføljen i mange år fremover – måske for evigt!

For en "update" på Kölnische Rück, så forventer vi at få vores provenu i slutningen af februar. Kommer domstolene frem til, at overtagelseskursen var for lav, får vi den yderligere betaling inklusive rente i perioden godtgjort senere. En domsafsigelse vil finde sted meget senere – måske først om et par år. Jeg vender tilbage med nyheder, når de foreligger.

Vores japanske investeringer i non-life sektoren har ikke helt udviklet sig, som jeg kunne ønske. Da vi investerede i dem i 2002, var de undervurderede og overkapitaliserede. Kursmæssigt har de været oppe, men ikke oppe på forretningsmæssig værdi. De er nu faldet igen og er fortsat undervurderede og overkapitaliserede. I mellemtiden har vi fået den forøgelse, der har været i deres egenkapital pr. aktie. Det er ikke noget at skrive hjem om! Vi beholder dem idet de netop er undervurderede og overkapitaliserede. Kom næste "bull-market" og overvejelserne vil gå på om ikke de skal ud på en lille discount til forretningsmæssig værdi. Vi er bedre tjent med kvalitetsvirksomheder, hvor vores afkast fra undervaluering til undervaluering afspejler en højere forøgelse af egenkapital pr. aktie.

Bankvirksomhed

Vi har været ejere af Nordea siden 2002. Nordea har fundamentalt udviklet sig til at være en stærk bank med en stærk og disciplineret ledelse. Fokusering ligger på kreditkvalitet og risici, men også på salg og organisk ekspansion. Kursen på Nordea er kommet tilbage til 2002 niveau, men bankens forretningsmæssige værdi er langt højere i dag end i 2002.

Stærke banker står konkurrencemæssigt endnu stærkere i dag end tidligere. Grundlæggende økonomi foreskriver, at prisernes bevægelse er et resultat af udviklingen i udbud og efterspørgsel. Ofte har man tendens til at se på efterspørgselsudviklingen, som beskrivende faktor. I banksektoren – såvel som i forsikringssektoren – er udbuddet eller kapaciteten ofte den afgørende faktor.

Typisk er der en kronisk overkapacitet i banksektoren. Kan man ikke få et lån i den ene bank, kan man bare vende sig mod 5 andre bankfolk, der alle står med åbne arme, tungen ud af munden og er røde i kammen. Til trods for ihærdige forsøg på det modsatte, er prisen hovedsagligt den afgørende faktor.

Det har i dag og for en stund ændret sig. Se blot på politikernes indførelse af Bankpakke II – eller Samfundspakke I, som den burde hedde. Kapaciteten er indskrænket – næsten forsvundet, hvilket har medført den enorme kreditkrise som samfundet befinder sig i. I dag står den bank stærkest, som har kapaciteten til at udlåne. Den økonomiske magt er skubbet fra kunden og over på banken, med stigende priser til følge.

Den udviste disciplin de foregående år i form af kreditkvaliteten i udlånsporteføljen for vores banker, vil vise sig i resultaterne for 2009 og 2010. Vi kan i den periode naturligvis forvente cyklisk betinget stigende hensættelser med lavere bundlinjeresultater til følge. Det er karakteren af bankvirksomhed. Men har disciplinen været til stede, vil vores banker kæmpe fremtidens kampe og ikke gårdsdagens kampe. De kan bruge ressourcerne på nye og profitable forretninger i stedet for oprydning. Det vil efter en periode betyde en bevarelse af langsigtet høj egenkapitalforrentning.

Anden virksomhed

Den resterende del af porteføljen er med 50,3% fordelt over 15 selskaber, der beskæftiger sig med alt fra TV produktion og vaskemaskiner over transport til velfærd. Vores selskaber vil naturligvis mærke den økonomiske afmatning i form af lavere indtjening, men det er der mere end rigeligt taget højde for i markedsværdien på dem.

Al investering indebærer en vis form for risiko. Jeg forsøger at nedbringe den ved at fokusere på prisen for selskabet, ledelsen af selskabet og karakteren af selskabet. Som passiv minoritetsinvestor og derved outsider, kan en beslutning om investering aldrig foretages med 100% viden og indsigt. Meget information og viden er vigtig – men så heller ikke mere:

*”The man who insists on seeing with perfect clearness
before he decides, never decides”*

Henri-Frédéric Amiel

I årsrapporten for 2006 omtalte jeg, at idestrømmen ikke flød så let mere, idet antallet af undervurderede selskaber ebbede ud. Jeg havde nedbragt antallet af selskaber i porteføljen, som havde nået forretningsmæssig værdi. I mangel på investeringsidéer blev noget af provenuet anbragt i eksisterende selskaber med stor sikkerhedsmargin og noget i likviditet til tider med større muligheder. ”What a difference two years make”.

Finanskrisen med afmatningen i økonomien til følge har medført, at vi i dag befinder os i en situation, hvor mange selskaber handles til meget lave priser. Men også, en situation, hvor mange selskaber, med relativ normal gearingsgrad, har svært ved at kunne refinansiere sig. Det har vi følt på egen krop. Der skal trædes varsomt.

Når det så er sagt, så er min optimisme stor. Den dybe og lange økonomiske krise, som vi befinder os i, er en overordentlig stor opgave, som mange gode mennesker forsøger at løse. Den vil blive løst, og normalitet vil igen indfinde sig.

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.

Risici

Der er risiko ved at investere i aktier. Der kan ske relativt store udsving i nettoværdien af foreningsandelene bl.a. som følge af selskabsspecifikke, politiske, markedsmæssige og generelle økonomiske forhold samt såkaldt event risiko (eksempelvis terrorangreb, krig eller naturkatastrofer).

Foreningen anvender desuden betydelige ressourcer på at sikre den mest korrekte prisfastsættelse på de aktier, obligationer og andre instrumenter, som indgår i foreningens porteføljer. De store kursudsving i 2008 betød at denne indsats blev forstærket med øget overvågning, flere kontroller og indhentning af priser fra flere leverandører. For yderligere beskrivelse af risici henvises til Nielsen Global Values prospekt.

De store kursudsving i 2008 samt manglende likviditet på visse dele af værdipapirmarkederne har betydet, at det for en række værdipapirers vedkommende har været nødvendigt at anvende alternative priskilder, idet senest handlede børskurs ikke er vurderet retvisende i forhold til udviklingen i markedet. Foreningens investeringsforvaltningsselskab har derfor i disse tilfælde anvendt priser beregnet ud fra modeller.

Andre ting

Jeg ser frem til at møde jer på generalforsamlingen, som bliver holdt den 23. april 2008, kl. 15.00 på Skjalm Hvide Hotel i Jørlunde ved Slangerup. Størrelsen af dividenden for regnskabsåret 2008 ligger på 2,00 kroner pr. investeringsbevis, som går fra i kursen dagen efter generalforsamlingens afholdelse. For frie midler aktieindkomstbeskattes de 1,77 kr., hvor 0,23 kr. kapitalindkomstbeskattes. For selskaber er fordelingen 1,02 kr. som aktieindkomstbeskatning og 0,98 kr. som almindelig selskabsbeskatning.

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 2009.

Med venlig hilsen

Nielsen Capital Management Fondsmæglerselskab A/S

Ole Nielsen