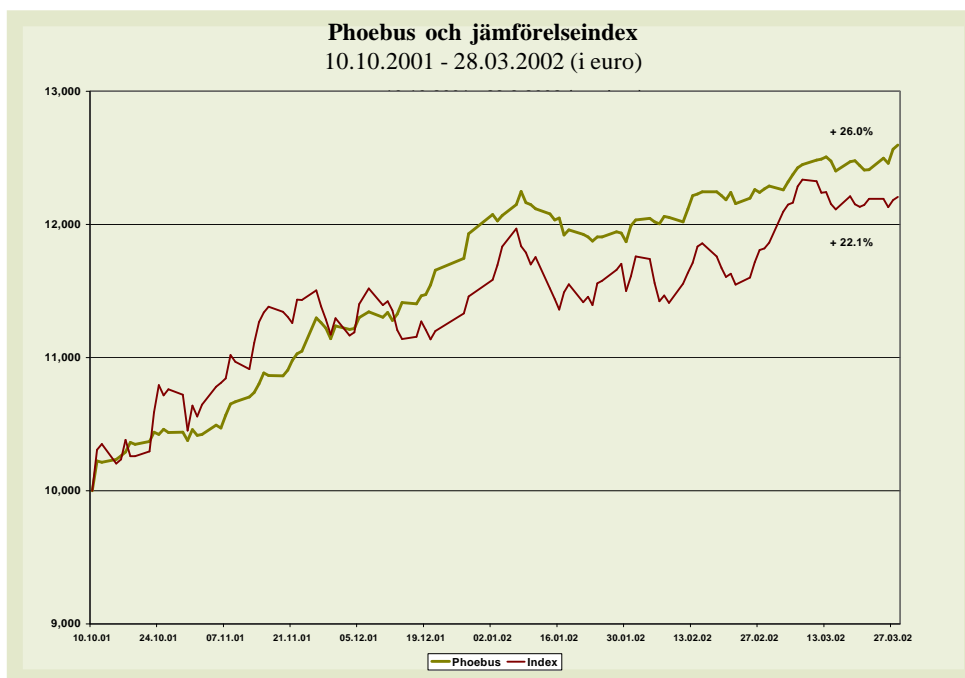


PHOEBUS KVARTALSRAPPORT 1Q 2002



FONDENS UTVECKLING

Marknadens positiva stämning fortsatte under det första kvartalet, och fondens jämförelseindex steg med 6,5%. Det känns kanske inte som mycket, men är ungefär tre gånger mer än marknaden normalt avkastar. Kom ihåg det.

Phoebus klarade sig inte riktigt lika bra som marknaden, utan steg med 5,6%. Det här kommer inte att vara den sista gången som fonden klarar sig sämre än marknaden. Mitt mål är visserligen att Phoebus skall gå bättre än marknaden på lång sikt, men det finns ingen garanti för att jag lyckas. Tvärtom, oddsen är emot oss, på grund av fondens förvaltningsavgift och dess handelsrelaterade kostnader.

Sedan start har Phoebus avkastat 26,0% medan marknaden har avkastat 22,1%.

VÄRDERING AV AKTIER

Många placerare har frågat mig vad det genomsnittliga P/E-talet är för Phoebus portfölj eller vad jag tror om bolagens resultatutveckling under året. Då jag svarar: "Jag vet inte" hörs ibland besvikelsen till och med genom telefonluren.

Det här betyder absolut inte att jag skulle vara ointresserad av bolagens värdering. Men jag tycker inte att P/E -talet är någon tillförlitlig värderingsmätare. Som exempel duger två av våra placeringar: Suominen och Tamfelt. På basen av förra årets resultat per aktie är Suominens P/E-tal för tillfället 12,2 och Tamfelts 13,8. Är Suominen alltså billigare?

Suominen, vars marknadsvärde är 79me, har 50me i nettoskuld. Tamfelts marknadsvärde är 235me och bolaget har en nettokassa på 14me. Om vi köpte hela bolagen skulle vi alltså få pengar med Tamfelt, men bli tvungna att ansvara för Suominens skulder. I verkligheten skulle vi alltså betala 129me för Suominen och 221me för Tamfelt.

Vi skulle också få bolagens affärsverksamhet, och det rörelseresultat den generar; förra året 12,2me för Suominen och 22,7me för Tamfelt. I relation till rörelseresultatet skulle vi alltså betala 9,7 gånger för Tamfelt och 10,6 gånger för Suominen. Vilken av dem är billigare?

Med detta exempel vill jag bara visa att P/E-talet är irrelevant som isolerad värderingsparameter. Förutom resultat och skuldsättning inverkar också resultatets svängningar, bolagets tillväxt och de investeringar som tillväxten kräver på värderingen. En bra bok om värdering är McKinsey & Co:s "Valuation", som kan köpas på våra websidor www.seligson.fi.

Och sedan till svaret: Jag tror att Suominen är klart billigare än Tamfelt, som inte heller är särskilt dyrt. Suominen har nämligen betydligt större potential att förbättra sitt resultat (2001 var ett dåligt år för Suominen och ett bra år för Tamfelt). Bägge bolagen växer med 6-7% per år och affärsverksamhetens risk är begränsad i båda fallen.

Ännu viktigare än värderingen för Phoebus placeringsbeslut är dock att: 1) båda bolagen har en mycket stark position på sina respektive marknader och 2) båda har en mycket kompetent företagsledning. Då jag är övertygad om dessa faktorer vill jag

bara försäkra mig om att värderingen är någorlunda vettig. Därför äger vi både Suominen och Tamfelt, och det skulle inte falla mig in att handla aktivt med dem bara för att någondera på kort sikt är lite billigare.

RESULTATFÖRVÄNTNINGAR

Jag använder inte heller min tid till att göra resultatprognoser. Visserligen reagerar marknaden starkt på oförväntade resultatavvikelser, och man kunde säkert göra pengar på aktiv handel om man visste resultaten i förväg. Men det är viktigt att inse att marknadens förväntningar redan reflekteras i priserna. Prognoser ger mervärde bara om de är bättre än alla andras. "Marknaden" består av tusentals fiffiga människor, och jag ser ingen logisk orsak att tro att jag själv är så mycket mer intelligent än alla andra att mina prognoser skulle ge oss mervärde.

Dessutom kostar handel alltid. Även om mina prognoser skulle vara lite bättre än andras, och mina affärer skulle vara bra lite oftare än de är dåliga, är det mest relevanta att jag i så fall skulle göra en massa affärer. Våra mäklare skulle säkert gilla det, men Phoebus mål är inte att ge mervärde åt mäklarna utan åt oss placerare.

Jag försöker alltså använda min tid till att hitta välskötta bolag. Då jag är övertygad om att ett bolag har en exceptionellt stark marknadsposition, en ärlig och duktig ledning och en vettig värdering, köper jag aktier åt oss. I det skedet bryr jag inte just mig om ifall bolagets resultatutveckling på kort sikt pekar upp i himlen eller ner till det där andra stället.

VÅRA PLACERINGAR

Ironiskt nog var fondens popularitet den största orsaken till att den klarade sig sämre än marknaden. Nya pengar strömmade in snabbare än jag hann köpa aktier. Därför var andelen kontanter i slutet av mars (19,3%) ovanligt hög. Phoebus är en aktiefond, inte en blandfond, och vi skall inte ha så här mycket kontanta medel. Men jag tror inte heller på att med våld köpa aktier till stigande priser. Jag köper mer aktier i våra fina bolag då jag kan göra det till vettiga priser.

Nya pengar är också orsaken till att Tamfelts andel av portföljen sjönk kraftigt. Jag har kunnat köpa mer aktier i de flesta av våra bolag, men inte (ännu) i Tamfelt. Situationen kommer att korrigeras småningom - dålig likviditet fungerar alltid åt båda hållen. Därför är det viktigt att Phoebus placerar en fjärdedel av sina medel utomlands; jag vill inte bli tvungen att sälja ett bolag som Tamfelt på kort varsel.

Nya placeringar var Coca-Cola (USA) och Tomra (Norge). Båda är fantastiska bolag, vars värdering har sjunkit till vettiga nivåer under de senaste åren.

TAG KONTAKT

Ett stort tack till er som skickade mig kommentarer till den senaste rapporten. Jag kan förbättra de här bara om ni hjälper mig; berätta fritt vad ni tycker. Fonden finns till för sina andelsägare.

Anders Oldenburg
portföljförvaltare
anders.oldenburg@seligson.fi



Phoebus kanske sämst kända placering är Suominen-yhtymä, som tidigare var en del av Lassila & Tikanoja. Jag har alltid gillat okända bolag - ju färre analytiker som följer ett bolag, desto större är sannolikheten för att det kan vara fel värderat. På Suominens analytikermöte i Nakkila i december fanns förutom jag bara 2-3 analytiker och några representanter för de banker som finansierar bolaget. Det här är ett bolag i min stil.

Suominens verksamhet är mycket sund. Bolaget är en av Europas största producenter av non-woven-tyger, och klart ledande inom spunlaced-teknologin. Dessa material används i blöjor, dambindor, fuktdukar (typ Savett) och sårvårdsprodukter. Dessutom har Suominen en ledande ställning inom plastförpackningar i Norden, främst till livsmedels- och hygienindustrin samt plastkassar för butiker. Nonwoven-tygerna är dock Suominens huvudprodukt, som sannolikt kommer att svara för en ännu större del av verksamheten framöver.

Inom all materialindustri uppstår konkurrenskraft endast genom effektiv produktion och/eller innovativ produktutveckling. För att uppnå effektivitet krävs nästan alltid stora volymer, vilka Suominen som marknadsledare har. All produktion är koncentrerad till Nakkila, vilket gör fabriken till den kanske effektivaste i Europa. Suominen är också innovativt; som marknadsledare samarbetar bolaget intimt med sina stora kunder, och har under de senaste 10-15 åren kontinuerligt utvecklat nya applikationer som har gett tillväxt. Den koncentrerade kundstrukturen är också en uppenbar risk.

Suominens nonwoven-verksamhet växte med över 13% per år under 1993-99. Marknaden har under de senaste 20 åren i medeltal vuxit med knappt 10% per år, och Suominen tror att denna takt fortsätter. Under de senaste två åren har dock Suominens försäljning sjunkit, och i en bransch som är helt volyberoende har detta lett till att resultatmarginalen halverats.

En delorsak till detta är att konkurrenterna har byggt mycket ny kapacitet, men själv tror jag att en minst lika viktig orsak är att Lassila & Tikanojas andra verksamhetsområde (Säkkiväläline) krävde en stor del av ledningens resurser till ett stort företagsköp. Då Suominen nu är självständigt har ledningen inga övriga distraktioner, utan kan koncentrera sig på att återställa den tidigare fina resultatnivån.

Ledningen är utmärkt, liksom normalt i Phoebus placeringar. Heikki Bergholm, som var VD för Lassila & Tikanoja, blev styrelseordförande i Suominen då bolagen delades. Heikki (som är bara 46) hör enligt min åsikt till Finlands mest intelligenta företagsledare, och hans tilltro till Suominen återspeglas åtminstone i att han ökade sitt ägande till 5,13% i mars. Också Suominens VD Kari Parviainen (48) är uppfostrad i den jordnära Lassila & Tikanoja -andan, även om han hunnit jobba i bolaget i bara fyra år.

Jag tycker Suominen har kanske den allra bästa potentialen av alla Phoebus placeringar att förbättra sitt resultat. Under goda år (1997-99) har resultatet uppgått till ungefär en euro per aktie. Förra året var det bara 0,41e. Även om Suominen kanske inte når lysande resultat de närmaste åren borde 0,60-0,80 euro/aktie inte vara omöjligt. P/E-talet är alltså bara 6-8.

Då dessutom dividendavkastningen är 8% tycker jag Suominen är en mycket intressant placering. Bolaget bör kunna förbättra sitt resultat, verkar på en växande marknad och har en utmärkt ledning. Och - bäst av allt - nästan ingen vet att det ens existerar!



De flesta successfulla placeringar har olika strategier och ger olika råd. Ett råd är dock gemensamt för alla: Placera bara i sådana bolag vars affärsverksamhet du förstår exceptionellt väl. Phoebus största utländska placering State Street Corporation är mitt sätt att följa det här utmärkta rådet.

State Street har specialiserat sig på kapitalförvaltning för stora institutionella kunder, närmast som indexförvaltning. Bolaget är alltså ett globalt Seligson & Co, även om dess 775 miljarder dollar under förvaltning gör State Street över 2000 gånger större än oss. Dessutom betjänar State Street övriga förvaltare; dess förvarsvolym (custody) utgör 6200 miljarder dollar och bolaget ansvarar för värdeberäkningen för över 7000 utomstående placeringar.

Bolagets marknadsposition är stark. Som förvaltare av indexportföljer för stora institutioner konkurrerar State Street egentligen bara med Barclays Global Investors, som är lika stort, men kontinuerligt har förlorat marknadsandel åt State Street de senaste åren. Som förvarsbank och outsourcing-partner för övriga förvaltare hör State Street också till de globala ledarna (i konkurrens med Bank of New York, Mellon Financial, JP Morgan Chase, Deutsche Bank och Northern Trust).

Kapitalförvaltning är ännu en tillväxtbransch, men framförallt indexplacerande är bara i början av sin tillväxt, speciellt utanför USA. Under de senaste 9 åren har State Street ökat sina medel i förvar med 18% och sin kapitalförvaltning med 24% per år. Intäkter, resultat och vinst per aktie har alla ökat med 16% per år, eller fyrdubblats på 9 år. Bolagets mål är att även i fortsättningen växa med 12-13% mer än inflationen, vilket för ett bolag av den här storleken är krävande, men absolut inte omöjligt.

Jag ser det största hotet i bolagets struktur. En grundregel i all affärsverksamhet är att man inte skall konkurrera med sina kunder. State Street gör delvis just detta - nästan alla stora kapitalförvaltare är dess kunder på förvarssidan, men dess konkurrenter på förvaltningssidan. Hittills har ekvationen fungerat, eftersom State Street har koncentrerat sig på att erbjuda indexförvaltning åt institutioner, medan största delen av dess kunder erbjuder aktiv förvaltning åt privatkunder. Den erfarna ledningen torde även i fortsättningen lyckas undgå att trampa sina kunder på tårna.

Värderingen är utmanande, men inte helt oresonlig. Med nuvarande kurs (\$54) värderas State Street till mindre än 25 gånger innevarande års resultat (\$2,27). På fem år har man inte fått köpa aktien till en lägre värdering. För en långsiktig placering som Phoebus är den viktigaste frågan om bolaget kommer att nå sitt mål att växa reellt med 12-13% per år. Om det lyckas också över de närmaste 10 åren har aktien varit ett riktigt fynd. Många placeringar kanske tycker att 15% tillväxt låter sedvanlig, men sanningen är en helt annan! Under åren 1980-99 växte faktiskt bara 3% av USAs största bolag med mer än 15% per år.

Här konkretiseras de duktiga placeringarnas visdom: Håll dig vid din läst. Jag har inte en blekblå aning om vilka teknologibolag som eventuellt kan växa med 15% per år, eller vilka som ens överlever de nästa 10 åren. Men jag är helt övertygad om att indexplacerande spelar en större roll år 2012 än idag, och att State Street hör till de globala ledarna (samtidigt hoppas jag nog också att vi har lyckats knappa in lite på deras försprång).

SPECIALPLACERINGSFONDEN PHOEBUS

VÄRDEPAPPER 28.3.2002

	Antal	Kurs	Marknads- värde EUR	i % av fonden
Tulikivi	20050	22.15	444,108	9.0%
Stockmann A&B	27000	14.05	379,406	7.7%
Exel	39200	9.60	376,320	7.7%
Instrumentarium	12000	29.00	348,000	7.1%
JW Suominen	63000	5.05	318,150	6.5%
Lassila & Tikanoja	12400	20.30	251,720	5.1%
Fiskars A	24850	9.10	226,135	4.6%
Tamfelt pref	7000	26.60	186,200	3.8%
Vacon	15200	11.50	174,800	3.6%
Jaakko Pöyry	3000	17.50	52,500	1.1%
Inhemskt aktier			2,757,339	56.1%
State Street	3000	64.11	192,339	3.9%
Walmart de Mexico C	40000	3.31	132,286	2.7%
Merck & Co	2000	65.84	131,689	2.7%
Automatic Data Processing	2000	65.72	131,437	2.7%
Tomra	12000	10.65	127,852	2.6%
Coca-Cola	2000	59.96	119,922	2.4%
Air Liquide Japan (4086)	25000	4.53	113,233	2.3%
Robert Mondavi	2400	42.15	101,158	2.1%
McDonald's Japan (2702)	4000	24.25	96,995	2.0%
Baltika Brewery	4000	15.08	60,328	1.2%
Utländska aktier			1,207,240	24.6%
SUMMA aktier			3,964,578	80.7%
Kontanter			950,689	19.3%
FONDENS VÄRDE			4,915,267	100.0%
Antal andelar (A-korrigerat)			390,267.56	
Värde per A-andel			12.595	