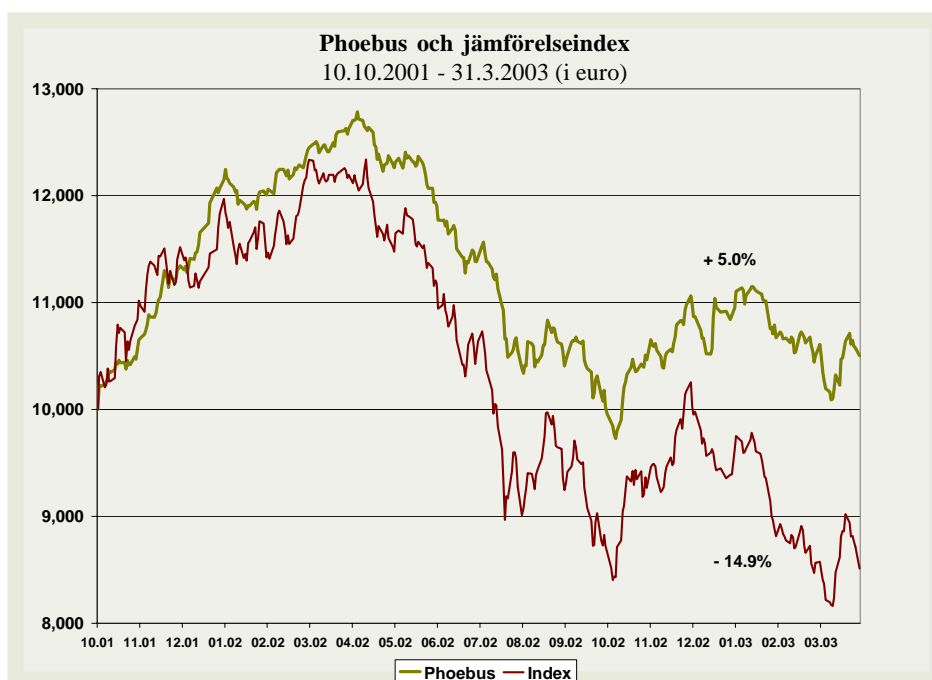


# ***PHOEBUS***

## ***KVARTALSRAPPORT 1Q 2003***



## FONDENS UTVECKLING

Optimismen som kunde skönjas i slutet av förra året gällande den ekonomiska tillväxten försvann snabbt, och aktiemarknaden är igen nära sina bottennivåer från förra året. Också Phoebus värde sjönk under första kvartalet, om än betydligt mindre än marknaden. Från start har Phoebus avkastat cirka 20% mer än marknaden.

Jag försöker uppnå en avkastning som på lång sikt är bättre än marknaden, men det finns ingen garanti för att jag lyckas. Tvärtom är oddsen emot oss, närmast beroende på fondens förvaltningsavgift. Phoebus risknivå är förhållandevis låg, så fonden bör gå bättre än en sjunkande marknad. Den verkliga testen kommer då aktiemarknaden igen stiger.

## PHOEBUS OCH JÄMFÖRELSEINDEX

	Phoebus	Index
1Q03	-3,5%	-9,3%
2002	-8,8%	-18,0%
Från start	5,0%	-14,9%

## ENDLESS POSSIBILITIES.™

Ovanstående rubrik var Enron Corporations slogan. Enron var på många sätt ett barn av sin tid. Tiden innehöll ett antal idiotiska fenomen, av vilka ett lysande sammandrag finns i professor Michael Jensens artikel "Just Say No to Wall Street"<sup>5</sup> (samma professor upptäckte redan 1965 att aktiva fonder i medeltal avkastar sämre än index i proportion till sina kostnader).

Jag noterar med intresse att - som så ofta är fallet - vi håller på att gå från ett extremläge till ett annat. Aktiemarknaden tror inte längre på obegränsade möjligheter utan tillväxtpotentialen i många bolag åsätts inget värde alls. Många talar nu om att man skall köpa "värdeaktier" istället för "tillväxtaktier". Jag har aldrig fattat den här indelningen. Alla bolag är med rätt värdering "värdebolag" - de bolag som växer snabbare är det vid en lite högre värderingsnivå än de bolag som inte växer. En bra långsiktig placering förutsätter enligt min åsikt **alltid** 1) en resultat tillväxt som är högre än den ekonomiska tillväxten i medeltal; 2) en mycket duktig företagsledning; och 3) en vettig värdering vid köptillfället.

Speciellt undervärderade verkar för tillfället de bolag som tidigare har vuxit kraftigt men som på grund av den svaga ekonomin har blivit tvungna att sänka sina resultatförväntningar. Även av dessa bolag är de flesta mediokra (det är bara i den amerikanska humoristen Garrison Keillors småstad Lake Wobegon som alla barn är fiffigare än genomsnittet), men det finns några riktiga pärlor bland mängden. Till dessa hör enligt min åsikt av våra bolag åtminstone TietoEnator, Vestas, Tomra, State Street och ADP. Alla är fantastiska bolag vars värdering för första gången på flera år nu är vettig. Visserligen har resultat tillväxten för alla bolagen temporärt stagnerat, men inte är de några Enron-kloner.

Ironiskt nog kommer det att bli svårare att hitta bra bolag nu då placeringarna kräver större ärlighet av börsbolagens företagsledare. Detta beror på att nästan alla bolag nu repeterar mantran om "god corporate governance" - somliga för att de faktiskt tror på det, andra därför att det är på mode.

Som vanligt bör man undvika modedefenomen. Jag kommer även i framtiden att preferera sådana bolag vars företagsledning visar tecken på självständigt tänkande istället för att tala om sådant de tror att marknaden vill höra. Det är svårare att skilja agnarna från vetet då marknaden för omväxlings skull vill höra vettiga åsikter. Men möjligheterna i de bästa bolagen börjar snart vara obegränsade.

## VÅRA PLACERINGAR

Trots att vi placerar långsiktigt har jag igen sålt aktier. De av er som har varit uppmärksamma har noterat att jag inte har köpt mer aktier i Jaakko Pöyry på över ett år. Då Pöyrys andel av vår portfölj hade sjunkit under en procent valde jag att sälja aktierna. TietoEnator är ett likartat bolag som är billigare trots att det växer snabbare.

Våra nya placeringar är Nokian Tyres och den danska vindturbintillverkaren Vestas Wind Systems. Jag har följt med båda bolagen under en lång tid.

Gällande Nokian Tyres har jag velat se hur bolagets satsning på distribution (Vianor) inverkar på dess kundförhållanden, och hur bolaget växer i Ryssland. Marknadsandelarna har fortsatt stiga och expansionen i Ryssland verkar väl avvägd, så jag beslöt köpa aktier. Tyvärr steg aktierna kraftigt en vecka efter vårt köp, då Nokia sålde sina aktier till Bridgestone. Därför har jag låtit bli att köpa fler aktier tills kursen lugnar ner sig.

Vestas är ett lysande bolag vars värdering inte har varit av denna värld. Nu är värderingen igen vettig. Mer om bolaget på nästa sida. Förutom dessa två har jag märkbart ökat vårt ägande i våra gamla portföljbolag. Trots detta utgör kassan över 10% av Phoebus värde. Det är alltför mycket, men jag vill köpa våra illikvida aktier gradvis. Tålmod är en dygd.

## OM VÅR KUNDSERVICE

En placeringsfonds viktigaste uppgift är att öka sina andelsägares förmögenhet. Dess andra, nästan lika viktiga, uppgift är att producera möjligast öppen information för sina existerande och prospektiva andelsägare. En aktieplacering tar alltid risker och för att placeringen skall kunna ha ett långsiktigt perspektiv krävs att han begriper att riskerna ibland realiserar. Därför är det viktigt att tankeutbytet mellan förvaltaren och kunden är öppet.

Jag såg nyligen en fullständig katastrof i kundservice. Den tredje FM-finalen i ishockey hade spelats i 100 minuter och vad gör MTV3 - byter till formulatävlingen! Tydligt upplevde MTV3 att de betjänade sina annonsörer; formula ger ju betydande reklamintäkter. Någon glömde tydligen att slutkunden är tittaren - inte annonsören. Jag hoppas att vi aldrig gör någon sådan totalblunder i vår kundservice.

Jag försökte i senaste rapport göra reklam för Phoebus websidor ([www.seligson.fi/phoebus](http://www.seligson.fi/phoebus)) men har inte fått speciellt mycket feedback av er. Phoebus existerar för sina andelsägare. Hör av er. Om ni inte vill använda de finskspråkiga websidorna går det alltid bra att skicka e-post direkt till mig.

Anders Oldenburg  
portföljförvaltare  
[anders.oldenburg@seligson.fi](mailto:anders.oldenburg@seligson.fi)

<sup>5</sup> Journal of Applied Corporate Finance, winter 2002;  
<http://papers.ssrn.com/abstract=297156>.



En duktig företagsledning är en absolut förutsättning för en bra placering. Varför äger vi då Fiskars, vars verkställande direktör efter bara två år vid rodret sade upp sig i januari. Speciellt som ingen efterträdare ännu har utsetts?

Svaret är enkelt. Fiskars är inte längre ett finskt utan ett amerikanskt bolag. Dess huvudkontor finns i Finland, men största delen av verksamheten ligger i och leds från USA. Bertel Langenskiölds formulering i sitt avskedsbrev är avslöjande: "Istället för de nuvarande närmast administrativa uppgifterna vill jag ta emot nya operativa utmaningar". Jag förlorar inte min nattsömn över vem som blir nästa VD för Fiskars.

Mått enligt varumärkets styrka är Fiskars ett av Finlands bästa bolag. Då småbarn i USA börjar skolan får deras föräldrar en minneslista med saker att ta med till skolan. Bland övriga attiraljer finns "A Pair of Fiskars". Det här är ett varumärke i Phoebus smak!

Förutom varumärket är de avgörande framgångsfaktorerna för ett konsumentvarubolag distribution och nya produkter. Fiskars har lyckats växa kraftigt speciellt i USA, där distributionsledet är bättre strukturerat än i Europa. Alla de stora affärskedjorna, börjande från Wal-Mart, är Fiskars kunder. Små familjebolag kan inte konkurrera i dessa kanaler, för de har inte den leveranssäkerhet som jättekedjorna förutsätter. Fiskars innovativitet har också varit av toppklass. Produktutvecklingen stöds med mindre förvärv - oftast just små familjebolag som har en innovativ produkt men inte kan växa för att de inte kommer in i de stora kedjorna.

Dessa faktorer hjälpte Fiskars att växa med cirka 20% per år med fantastisk lönsamhet under perioden 1985-1997. Under 1998-99 gjorde ledningen ett antal stora, fatala företagsköp inom produktkategorier där Fiskars varumärke och innovativitet endast hade marginell betydelse. Det är svårt att vara innovativ i blomkrukor. Som en följd av företagsköpen avstannade den organiska tillväxten och lönsamheten kraschade.

Misslyckandet kostade den gamla ledningen dess jobb, och ett nytt team anställdes 2000-2001. Nästan alla Fiskars nya amerikanska ledare kommer från Newell, som är ett av USA:s mest framgångsrika konsumentvarubolag. Ledningsbyte är alltid en risk, men de första indikationerna är mycket lovande - rörelseresultatet före engångsposter och avskrivningar på goodwill har förbättrats med en fjärdedel sedan år 2000 och rörelsemarginalen har stigit från 6,4% till 8,9%. Det är långt kvar till de gamla goda nivåerna på 14% (och de kommer säkert aldrig att uppnås för blomkrukor).

Det är svårare än normalt att värdera Fiskars, då bolaget är en blandning av operativ verksamhet och placeringar. Med nuvarande kurs (•7,50) är marknadsvärdet 415me. Nettoskulden är 245me och placeringarna är värda 155me. Bolagets totalvärde är alltså ungefär 500me. Detta utgör 8x det operativa rörelseresultatet (64me), motsvarande P/E 12. För ett bolag av denna kvalitet är det billigt, speciellt om/när lönsamheten fortsätter att förbättras, som ledningen förväntar sig.

Fiskars största problem är dess mardrömsliknande corporate governance. Separata aktieserier hörde till 1970-talet men inte till idag, liksom ej heller holdingbolagsstrukturen. Vissa steg framåt kan dock skönjas på dessa punkter, speciellt i styrelsen, som under de senaste åren har utökats med externa medlemmar.

För 7 år sedan skrev jag en analys av Fiskars med rubriken "Undiscovered Growth Company". Tyvärr gäller detta fortfarande. Å andra sidan är sannolikheten för positiva överraskningar stor och riskerna relativt små då just ingen analytiker följer bolaget.



Ibland kan man få placeringsidéer bara av att hålla ögonen öppna. Då jag förra sommaren körde genom öknerna i västra Texas lade jag märke till en enorm vindkraftpark. Allt är ju stort i Texas, men jag räknade minst 200 vindturbiner på en enda bergsrygg!

Jag har följt med vindkraftbolagen i ungefär fem år. Det finns bara två viktigare noterade sådana, världsledaren Vestas Wind Systems och det lite mindre NEG Micon; båda från Danmark. Vestas är det klart bättre bolaget - det har hela tiden haft hyfsad koll på sina projekt och sin affärsverksamhet medan NEG med några års mellanrum nästan har gått omkull, närmast på grund av ledningens inkompetens. Vestas är alltså det enda bolaget av Phoebus-klass inom branschen.

Vindkraftindustrins problem är politisk risk. Även om vindkraft ekologiskt är en preferabel energiform är den inte ännu ekonomiskt konkurrenskraftig. Av naturvårdsskäl subventionerar ett flertal länder utbyggnaden av vindkraft, vilket har möjliggjort att branschen har 20-faldigats under de senaste 10 åren (35% årlig tillväxt). Placerarens problem är att kontinuiteten i subventionerna är omöjlig att förutspå - trendmässigt kommer vindkraft att fortsätta växa, men emellanåt kommer negativa subventionsbeslut att temporärt helt döda efterfrågan i vissa länder.

Under aktiemarknadens glada år brydde placerarna sig inte om riskerna. Vestas kostade år 2000 som mest 505 danska kronor, som gav ett marknadsvärde på obegripliga 7,1 miljarder euro. Osäkerhet om kontinuiteten av subventionerna i USA sänkte kursen till 70 kronor i början av detta år (-86% från toppen), och jag började köpa aktier. Placerarnas aversion mot tillväxtbolag (se föregående sida) illustreras av att kursen från detta ytterligare halverades under 35 kronor innan den steg till dagens nivå på DKK 54 då Vestas presenterade sitt resultat för 2002 och hyfsade utsikter för innevarande år.

Värderingen kan fortfarande verka hög. Vestas marknadsvärde är 760me och bolagets nettoskuld är 240me. Totalvärdet är alltså en miljard euro. Rörelseresultatet var förra året 75me, så värderingen är 13x rörelseresultatet vilket motsvarar P/E 19. Jag tycker ändå att aktien är billig. Skulden förklaras i sin helhet av att rörelsekapitalet är högre än normalt då tillväxten har stagnerat. En normal resultatnivå är 10% av omsättningen, vilket bolaget inte klarar 2002-2003 på grund av kostnader för att minska personalen då tillväxten har stagnerat. Med ett normalresultat och normal skuldsättning värderas Vestas till 7x rörelseresultatet, vilket motsvarar P/E 10. Detta är exceptionellt lågt för ett snabbväxande bolag.

Och tillväxten fortsätter. Om man tror på prognoser § gjorda av Greenpeace och konsultfirman BTM kan efterfrågan växa med över 20% per år de närmaste 10 åren och över 10% per år därefter. Själv tror jag inte på så höga siffror, men redan hälften räcker för att göra Vestas till en lysande placering. Man kan notera att Alfred Berg år 1998 prognosticerade att Vestas omsättning skulle växa med 22% per år till år 2002. Den växte med 40%. Ett annat exempel på den enorma potentialen är att 18% av Danmarks elproduktion redan idag sker med vindkraft!

Man bör köpa aktier som är utsatta för politisk risk då risken har realiserats. För vindkraft betyder det just nu. Av samma orsak är vår placering under de närmaste åren associerad med högre risk än normalt, men jag tror den långsiktiga potentialen klart kompenseras för risken. Och riskerna kommer att minska i takt med att vindkraften blir ekonomiskt konkurrenskraftig, vilket utan vidare sker då volymerna ökar. Också i Texas finns det ännu gott om utrymme för nya vindkraftverk.

§ Wind Force 12

(<http://www.ewea.org/doc/WindForce12.pdf>)

## SPECIALPLACERINGSFONDEN PHOEBUS

### VÄRDEPAPPERSPLACERINGAR 31.03.2003

	Antal	Kurs	Marknads- värde EUR	% av fonden
Tulikivi	29150	18,90	550 935	9,6%
JW Suominen	95000	5,60	532 000	9,3%
Stockmann A&B	37000	13,79	510 114	8,9%
Tietoenator	38000	12,77	485 260	8,5%
Exel	79000	5,89	465 310	8,1%
Lassila & Tikanoja	25000	16,70	417 500	7,3%
Tamfelt pref	13700	22,01	301 537	5,3%
Fiskars A	35900	7,50	269 250	4,7%
Vacon	24100	7,50	180 750	3,2%
Nokian Renkaat	4800	35,70	171 360	3,0%
<b>Inhemska aktier</b>			<b>3 884 016</b>	<b>68,0%</b>
Tomra	40000	4,02	160 962	2,8%
Merck & Co	3000	50,78	152 353	2,7%
Air Liquide	1200	123,80	148 560	2,6%
Vestas	20000	6,87	137 348	2,4%
State Street	4500	29,31	131 874	2,3%
Walmart de Mexico C	50533	2,05	103 384	1,8%
Automatic Data Processing	3500	28,45	99 583	1,7%
McDonald's Japan (2702)	6000	13,69	82 147	1,4%
Coca-Cola	2000	37,37	74 741	1,3%
Robert Mondavi	3000	19,18	57 528	1,0%
Tellabs	10000	5,43	54 317	1,0%
<b>Utländska aktier</b>			<b>1 202 798</b>	<b>21,1%</b>
<b>SUMMA aktier</b>			<b>5 086 814</b>	<b>89,1%</b>
<b>Kontanter</b>			<b>623 595</b>	<b>10,9%</b>
<b>FONDENS VÄRDE</b>			<b>5 710 409</b>	<b>100,0%</b>
Antal andelar (A-korrigerat)			543 704,10	
Värde per A-andel			10,503	