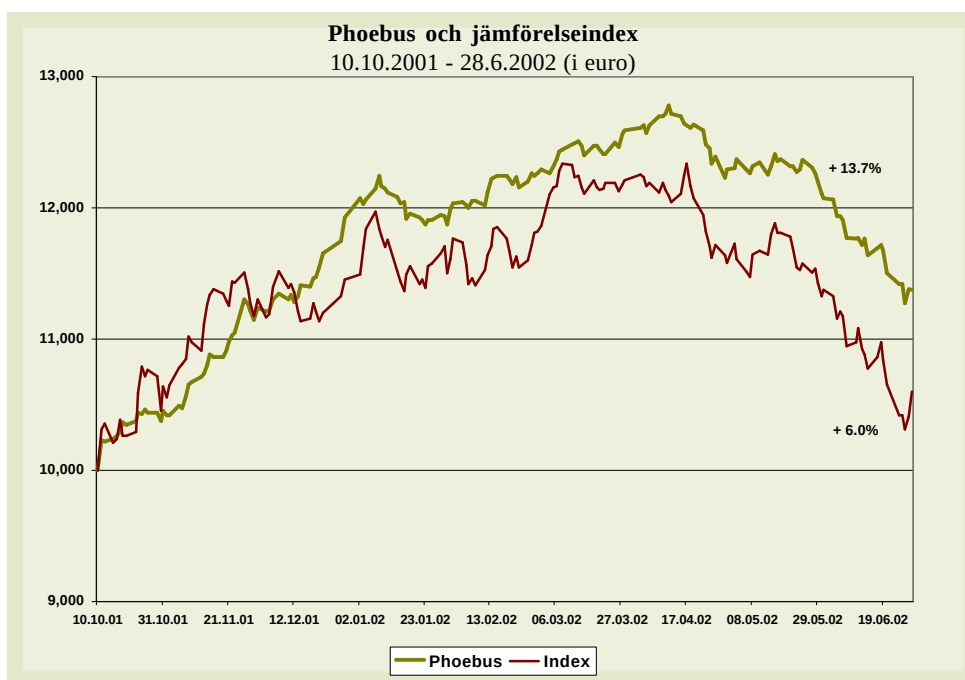


PHOEBUS

KVARTALSRAPPORT 2Q 2002



FONDENS UTVECKLING

Efter det andra kvartalet är vi alla lite fattigare. Men jag noterar till min glädje att Phoebus klarade sig bättre än marknaden. Fonden sjönk med 9,7% och index med 13,1%. Det här skedde trots mig – de facto bidrog mina affärer under kvartalet till att sänka avkastningen med 1,9%. Jag tror fortfarande att affärerna var vettiga, men market timing är jag inte bra på. Varken nu eller framöver.

Det finns heller ingen garanti för att Phoebus på lång sikt skulle klara sig bättre än marknaden, även om jag gör mitt bästa. Tvärtom är oddsen faktiskt emot oss på grund av fondens förvaltningsavgift och dess handelsrelaterade kostnader.

Sedan start har Phoebus avkastat 13,7% medan marknaden stigit med 6,0%.

KAN MAN LITA PÅ BOLAGEN?

Marknadens dämpade stämning beror mycket på att placerarna har tappat förtroendet för bolagens redovisning. Det här är i princip mycket sunt. I många bolag är bokföringen ganska kreativ, fast den borde vara försiktig. Det viktigaste ur placerarens synvinkel är ändå hur mycket pengar affärsverksamheten genererar för dividender och detta påverkas inte av hur man bokför vinster*. Redan idag berättar alla bolag hur mycket pengar och hur mycket skulder de har.

Det verkliga problemet är alltså inte redovisning, utan att alla företagsledare inte vill att placerarna (eller i skuldsatta bolag bankerna) skall begripa hur det egentligen går för bolaget. Jag vågar påstå att det inte finns sådana ledare bland våra placeringar. Jag försöker placera i sådana bolag vars balansräkning är i gott skick och vars ledning är öppen, tänker självständigt och är absolut ärlig. I sådana bolag är bokföringen oftast också konservativ.

Ett gott exempel är Nucor Steel, som kanske är världens bästa stålbolag. Dess chef Ken Iverson skrev redan 1997 i sin utomordentliga bok "Plain Talk: Lessons From a Business Maverick" följande:

"These days, you can't swing a dead cat without hitting some corporate executive whining that Wall Street won't let him run the company for long term growth. But I say complaining is a waste of time. In the end, you have to choose your master – the investor or the speculator. What's the difference? Time.

Over a three-to-five-year period, the success and growth in equity of a business will be reflected in its stock price, rewarding the investor. Speculators, of course, believe in the fast buck. They wave the capital in your face and expect you to abandon common sense. The amazing thing is, it works! Time and again, executives dance to their tune. We refuse to do it."

Ken Iverson är en Phoebus-man; öppen, självständigt tänkande och långsiktig. Vi äger ändå inte Nucor för jag tycker att aktien är övervärderad.

* Frågorna gällande bokföringen av Merck & Co:s omsättning är i och för sig oroväckande, men påverkar knappast resultatet.

PLACERINGAR

Jag blir alltid ivrig då aktiemarknaden sjunker. Om det här låter konstigt lönar det sig att tänka efter vad placeringsverksamhet egentligen är. De flesta av oss köper hellre billiga än dyra hamburgare, men alla tänker inte i termer av att en kursnedgång på samma sätt är ett "specialerbjudande" för den långsiktige placeraren.

Våra nya placeringar är Tellabs och TietoEnator. Av dessa är finsk-amerikanska Tellabs en mycket solid leverantör av telekommunikationsutrustning, som jag tror är välskött. Min initiala placering var dock - till all tur - ganska liten, för jag kan inte bolaget tillräckligt väl ännu. TietoEnator är därmed lättare att begripa som ett rent tjänsteföretag och jag vet med säkerhet att Matti Lehti är en av Finlands bästa företagsledare.

Läget kompliceras av att en stor del av kursnedgången har begränsat sig till teknologiaktier. Jag har många fantastiska bolag, som Nucor, på min önskelista, men deras kurser har inte (ännu) sjunkit till vettiga nivåer.

Vad är det då för fel på teknologiaktier? Jag försöker placera bara i sådana bolag som är klara marknadsledare och kommer att vara det också om 5-10 år. Teknologi är en svår bransch, för produkternas livslängd är kort och det är mycket svårt att bedöma bolagens konkurrenskraft i nästa produktgeneration.

Michael Dell visar detta på ett utmärkt sätt i sin bok "Direct From Dell: Strategies That Revolutionized an Industry":

"Our company began the decade of the 1990s as the 25th-ranked computer company in the world, behind brands that you've probably forgotten or never even heard of - companies like Mitac, Tandon and Commodore. Today, 17 out of the top 25 computer companies in 1990 no longer exist. Our success - and the failure of many once-promising computer companies - reflects the incredibly rapid pace of change in the technology industry, and the danger that can come from not being quick enough to recognize, and respond to, new competitive forces.

I often wonder what new development will come along and totally change the face of our industry. You can be sure it will happen, it's just a question of when and what it is. The most important question to Dell is: Will we be able to identify it? Will we be able to take full advantage of it? How we navigate the inevitable changes in our industry will define whether Dell is a good company, or a truly great company."

Om Michael Dell inte vet om han lyckas identifiera nya trender tillräckligt tidigt så är jag helt övertygad om att jag inte kan göra det. Därför har jag just inte vågat placera i teknologiaktier trots att deras kurser har sjunkit så kraftigt.

Och till slut en bekännelse. Jag har syndat - jag har sålt aktier! Jag skrev redan i februari att bryggeriet Baltikas kurs nästan hade fördubblats. Jag sålde våra aktier i juni med en vinst på 117%. Vi placerar långsiktigt, men om en akties kurs fördubblas på ett halvår säger mitt bondförnuft att det oftast är vettigt att sälja den.

Anders Oldenburg
portföljförvaltare
anders.oldenburg@seligson.fi



Phoebus största placering är **Tulikivi**, som har fascinerat mig redan i tio år. Jag mötte bolagets grundare Reijo Vauhkonen första gången under byggbranschens katastrofår 1991s då ledningen just hade sänkt sina löner och personalen gått med på att ha lönefri lunchtid, men Vauhkonen ändå bad om ursäkt av sina aktieägare för att han inte kunde betala någon dividend! Under alla de år som gått har jag aldrig haft någon orsak att revidera min uppfattning att bolaget är ett av de mest välskötta i Finland.

Tulikivi är ett litet bolag, men dess andel av världsmarknaden för värmelagrande ugnar är ungefär en fjärdedel. Siffran är lite missvisande, då kaminer utgör över 90% av världens ugnar. En värmelagrande tälstensugn är en investering i helt annan storleksklass än en kamin, så Tulikivi konkurrerar i princip inom sitt eget segment. Dess ugnar är både inredningsprodukter och nyttoföremål, som både sparar energi och skapar stämning. Det är egentligen fråga om varaktiga konsumtionsvaror snarare än byggkomponenter. Därför är de viktigaste konkurrensfördelarna varumärke och distribution, vilket Tulikivi har fattat.

Trots att byggmarknaden just inte växer har Tulikivi under de senaste 10 åren vuxit mycket kraftigt (över 13% per år). Detta beror framförallt på att exporten har sjudubblats. Den utgör nu över 60% av försäljningen. Tyskland är den viktigaste marknaden. Värmelagrande ugnar kommer sannolikt att fortsätta vinna marknader på bekostnad av vanliga kaminer, då de är naturliga produkter som passar för den moderna konsumentens "gröna" värden.

Tillväxten är också lönsam. Under 1992-2001 var driftsbidraget i medeltal över 20% av omsättningen och avkastningen på det sysselsatta kapitalet över 20%. Trots den starka tillväxten har kassaflödet räckt till för att betala kontinuerligt höga dividender, öppna ett nytt stenbrott och göra mindre företagsköp utan att skuldsättningen har ökat. Bakom den lysande kapitalhanteringen ligger ekonomidirektören Arja Lehtikainen, som har jobbat för Tulikivi sedan 1984.

Bolaget har på senaste tid profilerat sig som ett "stenhus", efter att ha förvärvat ett antal stenförädlare i Finland. Det kan visa sig vara ett misstag, då byggsten inte lätt kan bli en konsumentvara, och varumärket därför inte har samma betydelse som för ugnar. Men Reijo Vauhkonen har visat sådant kunnande både gällande utveckling av verksamheten och riskkontroll att jag inte förlorar min nattsömn på grund av detta.

Familjebolag har alltid egna risker. I fallet Tulikivi är jag dock helt säker på att en minoritetsägare blir väl behandlad fast familjen Vauhkonen äger majoriteten av bolaget. Av den sammanlagda vinsten per aktie för åren 1992-2001 på 15,36 euro har Tulikivi delat ut 7,03 euro som dividenden. Styrelsen består i huvudsak av utomstående experter. Och framförallt ger grundaren i detta fall både en vision och värden åt bolaget.

Tulikivi har varit en dålig placering för oss. Aktiemarknaden är nervös för att resultatet inte ökar i år. En resultatvarning i juni sänkte igen kursen, trots att det inte var någon nyhet. Bolaget har allt sedan början av året öppet diskuterat ina problem, också då jag besökte Tulikivi i Juuka i maj. Jag är övertygad om att problemen beror på en dålig konjunktur och inte något fel inom bolaget, och därför är detta ett ypperligt tillfälle att köpa aktier i ett mycket bra bolag billigt.

Och aktien är billig. Trots att bolaget är nästan skuldfritt är P/E på de senaste 5 årens medelvinst cirka 8 och direktavkastningen ungefär 8%. Jag vågar påstå att det inte är lätt att hitta en stabilare stenfot för vår portfölj.



Även om bolaget inte medger det har det i år gått 100 år sedan **Coca-Cola** förändrades från en patentmedicin till en läskedryck, då kokainet i produkten avskaffades. Perspektivet är otroligt - det är inte lätt att hitta något annat bolag som har varit marknadsledare i ett sekel. Framförallt inte med samma produkt! Idag serveras 425 miljarder flaskor Coca-Cola årligen, och varumärket är enligt nästan alla undersökningar det starkaste i världen. Det här är ett bolag i Phoebus smak.

Coca-Colas problem som placering har länge varit dess skyhöga värdering. Under de senaste fem åren har dess P/E varit 45-50, vilket är för mycket även för ett lysande bolag. Jag beslöt ändå köpa aktier åt oss i mars. Kursen (\$47) hade då sjunkit 30% från 1997 års nivå, och värderingen var cirka P/E 26 på innevarande års resultat.

Varför har kursen sjunkit? Många undrar säkert om ett så här stort bolag mer kan växa. Frågan är mycket relevant, speciellt som Coca-Colas omsättning under de senaste 5 åren bara har vuxit med 2% per år jämfört med 10% under de föregående 5 åren. Resultatet har under båda perioderna vuxit 3 procentenheter snabbare än försäljningen.

Men det här speglar inte verkligheten, för av Coca-Colas försäljning är 70% utanför Nordamerika. Den starka dollarn har därför skenbart försvagat utvecklingen. Volymtillväxten har varit fortsatt god, under 1996-2001 ca 5% per år och under 1991-1996 ca 7%. Konsumtionen per capita av Coca-Cola i Kina är bara 9 flaskor per år, jämfört med 400 i USA, 100-200 i Europa, 170 i Japan och 26 flaskor till och med i svartaste Afrika [jag medger att man kan förhålla sig till siffrorna som Douglas Adams i sin fantastiska bok *So Long And Thanks For All The Fish*: "The Census report, like most such surveys, had cost an awful lot of money and didn't tell anybody anything they didn't already know - except that every single person in the Galaxy had 2.4 legs and owned a hyena"].

När dollarn nu försvagas kommer alltså omsättningens tillväxt att vara högre än volymtillväxten. Och då man normalt värderar sådana här stabila bolag just i förhållande till deras tillväxt tror jag Coca-Cola kan vara en mycket lönsam investering för oss, åtminstone i ett medellångt perspektiv.

Bolagets kvalitet är i en klass för sig. Under de senaste 10 åren har rörelseresultatet inte en enda gång sjunkit under 20% av omsättningen, och avkastningen på det sysselsatta kapitalet har i medeltal varit smått otroliga 45%. De enda små skönhetsfelen är återkommande "extraordinära kostnader" och att kapitalets omsättningshastighet under de senaste åren har sjunkit.

Den största risken är antagligen ledningen. Ett så här stort bolag blir alltid byråkratiskt, och långsamt att reagera på förändringar. Som tur är förändras inte branschen särskilt snabbt. Dessutom attackeras Coca-Cola förstas emellanåt av motståndare till globalisering, men jag ser inte det som någon risk. Att motsätta sig globalisering är till sin logik att motsätta sig all företagsverksamhet och ekonomisk tillväxt och kommer alltid att vara bara en hobby för små extremgrupper.

Sedan vi köpte aktien har den stigit med 20% (i dollar), och värderingen är igen över P/E 30, trots den positiva resultatteffekt som den svagare dollarn medför. Jag har ändå inte ännu sålt våra aktier. Det är helt enkelt för svårt att hitta så här fantastiska bolag.

SPECIALPLACERINGSFONDEN PHOEBUS

VÄRDEPAPPER 28.6.2002

	Antal	Kurs	Marknds- värde EUR	i % av fonden
Tulikivi	27500	18,00	495 000	9,8%
JW Suominen	95000	5,20	494 000	9,8%
Stockmann A&B	34500	12,92	445 899	8,8%
Tamfelt pref	13700	28,00	383 600	7,6%
Exel	45000	8,50	382 500	7,6%
Lassila & Tikanoja	19000	19,00	361 000	7,1%
Instrumentarium	12000	25,15	301 800	6,0%
Fiskars A	30000	8,90	267 000	5,3%
Tietoenator	11000	23,34	256 740	5,1%
Vacon	15200	10,70	162 640	3,2%
Jaakko Pöyry	3000	18,29	54 870	1,1%
Inhemska aktier			3 605 049	71,2%
State Street	3500	44,49	155 727	3,1%
Merck & Co	2500	50,99	127 468	2,5%
Coca-Cola	2000	56,21	112 416	2,2%
Automatic Data Processing	2500	43,54	108 854	2,2%
McDonald's Japan (2702)	4000	26,39	105 548	2,1%
Tomra	12000	8,54	102 484	2,0%
Walmart de Mexico C	40533	2,29	92 639	1,8%
Air Liquide Japan (4086)	25000	3,55	88 802	1,8%
Robert Mondavi	2400	33,24	79 776	1,6%
Tellabs	10000	6,05	60 477	1,2%
Utländska aktier			1 034 190	20,4%
SUMMA aktier			4 639 239	91,7%
Kontanter			420 995	8,3%
FONDENS VÄRDE			5 060 234	100,0%
Antal andelar (A-korrigerat)			445 002,70	
Värde per A-andel			11,371	