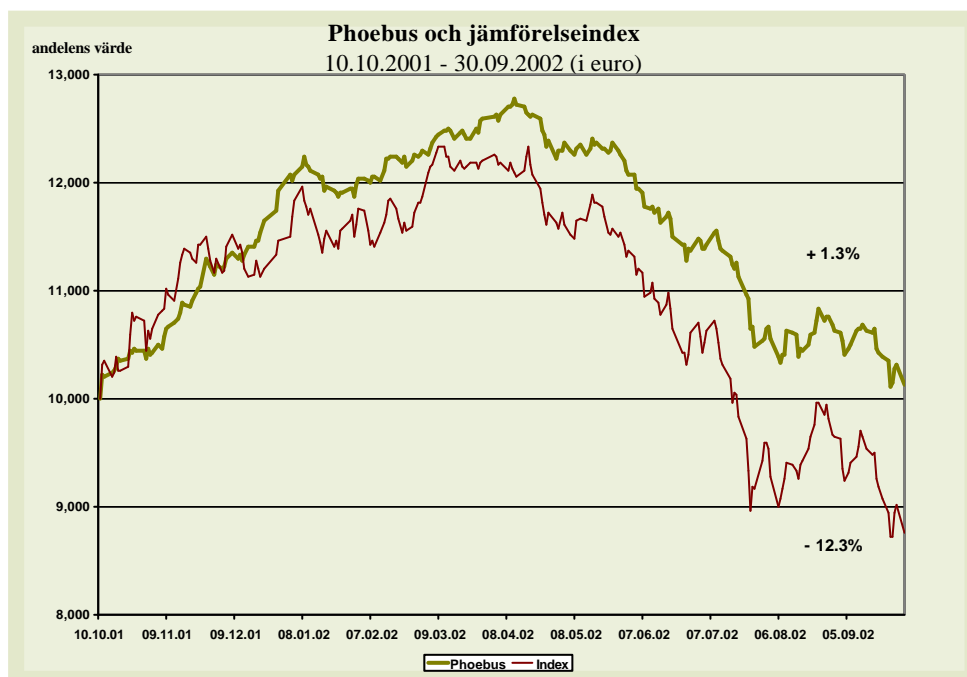


PHOEBUS

Kvar t al sr appor t 3Q 2002



FONDENS UTVECKLING

Vår förmögenhet minskade tyvärr igen under det tredje kvartalet, då Phoebus föll 10,9%. Av detta berodde ca -2,5% på mitt beslut att på våren köpa TietoEnator och Tellabs (för tidigt) och resten på den svaga marknaden. Den goda nyheten är att fonden trots mina åtgärder gick bättre än marknaden, som föll 17,3%. Våra bolag är bra och lönsamma, och sådana aktier fluktuerar normalt mindre än marknaden.

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

Sedan start för knappt ett år sedan har Phoebus avkastat +1,3% medan marknaden fallit med 12,3%.

ATT PLACERA I DÅLIGA TIDER

Agnarna skiljs från vetet i svåra tider. Det gäller för bolag, men gäller även för placerare. Bäst klarar sig oftast de placerare som gör upp en placeringsplan som lämpar sig för dem personligen - och som följer sin plan vad som än händer på marknaden.

Det är dock mycket svårt att bli ivrig på att placera i aktier då kurserna bara sjunker. Man orkar placera mer i sådana aktier som har sjunkit en tid, men förr eller senare kommer känslan att det bara är dumt. Just den här känslan är placerarens värsta fiende.

De av oss som placerar i aktier minns den här känslan från 1989-1992 och från 1983-1985. De verkliga veteranerna minns säkert också 1969-1974, men själv läste jag på den tiden Kalle Anka istället för börssidorna. De här perioderna är alltså (oregelbundet) återkommande. Hur borde man bete sig under sådana tider?

Själv försöker jag ignorera marknaden både under goda och dåliga tider. Jag är intresserad av att våra bolag är konkurrenskraftiga, välskötta och aktieägarvänliga, samt att priset möjliggör en hyfsad avkastning i det långa loppet (minst 3-4 år men helst 10-15 år). Därför läser jag årsberättelser istället för att stirra på Reuters-skärmen.

Mest relevant är att placeraren redan under goda tider begriper aktieplaceringarnas risker så att inte en alltför stor del av hans totala förmögenhet är i aktier. Då är det lättare att agera rationellt i sämre tider - dvs köpa till aktier. Det är nästan alltid vettigt att försiktigt övervikta aktier då (andra) placerares blod flödar i rännstenarna - senast då fantastiska bolag ger en direktavkastning som överstiger den långa räntan och värderas klart lägre än historiska nivåer.

Jag är inte säker på att vi ännu är riktigt där, men just nu är en av de bästa tiderna att placera nya pengar i aktier som vi har sett under många år. Kom ihåg det. Och läs våra bolags årsberättelser. Det hjälper upp nattsömnen (speciellt om man också läser bilagorna till balansräkningen).

PLACERINGAR

Några andelsägare har kontaktat mig och frågat om jag har köpt mer av de aktier som fallit mest, såsom TietoEnator och Exel. Det här glädjer mig mycket, för det är just så jag själv resonerar, ifall jag inte finner orsak att tro att jag gjorde ett misstag då jag ursprungligen köpte aktierna. I dessa två fall tror jag inte att jag misstagit mig.

Jag har småningom ökat vårt ägande speciellt i TietoEnator. På kort sikt har det varit fel - aktien har fortsatt sjunka - men jag är övertygad om att Matti Lehti är en duktig företagsledare och att bolaget är utmärkt. Trots att kursen föll kraftigt efter att andra kvartalets resultat publicerades tyckte jag faktiskt resultatet var förvånansvärt bra. Marknaden har alltså fel, tycker jag.

Däremot har jag inte köpt övriga teknologiaktier. Jag begriper inte branschen tillräckligt bra. Detta är ett handicap just nu då de billigaste aktierna finns bland (de stora) teknologibolagen. Men jag är inte övertygad om att någon kan förutse vilka bolag som hålls konkurrenskraftiga långt in i framtiden. Produkternas livscykel är helt enkelt alltför kort. Ett bolag som idag är ledande kan imorgon vara försvunnet. Jag placerar hellre i bolag som jag vet att är marknadsledare ännu om tio år.

Jag har igen sålt aktier! Den här gången var det dock ingen synd, utan jag var tvungen. Det japanska industrigasbolaget Air Liquide Japan blev uppköpt av sitt franska moderbolag, så jag sålde våra aktier. Placeringen var inte lysande, men vi fick en avkastning på +4% inklusive dividender, vilket är hyfsat jämfört med marknadsutvecklingen.

Industrigas har alltid varit en bransch som har fascinerat mig (tro det eller ej). Marknaden växer lite snabbare än ekonomin i takt med att nya applikationer utvecklas. Under åren 1994-2002 har tillväxten varit ca 7% per år. Verksamheten binder otroligt mycket kapital, vilket utgör en massiv inträdesbarriär. De fem största bolagen kontrollerar 2/3 av världsmarknaden, och Air Liquide är störst i världen.

Gas är dyr att transportera, och dess råvara är oftast luft, som finns överallt. Därför är produktionen decentraliserad till anläggningar som ligger nära kundens fabriker. Då Air Liquide till exempel i Brahestad producerar gas som går med rör till Rautaruukki's fabrik kan man i praktiken tappa kunden endast om man gör bort sig totalt. Detta är alltså ett naturligt monopol, vilket bevisas av att branschens lönsamhet i totalt är varit lysande.

Då jag placerade i Air Liquide Japan var ett alternativ givetvis att direkt köpa Air Liquide istället. Det japanska bolaget var dock betydligt billigare. Sedan dess har moderbolagets kurs sjunkit ca 15% samtidigt som vi fick +4% på vår japanska placering. Jag använde därför de pengar vi fick vid försäljningen till att köpa aktier i moderbolaget. Vi är fortfarande med i den här fascinerande branschen.

Anders Oldenburg
portföljförvaltare
anders.oldenburg@seligson.fi



Vi köper andelar i bolag - inte aktier. Därför är logon ovan mer beskrivande för vår placering i **Instrumentarium** än bolagets egentliga logo. Datex-Ohmeda är ju den klart viktigaste delen av Instru och hela bolagets framtid.

Datex-Ohmeda är också en av de största framgångarna i Finlands företagshistoria. Då Instru nuvarande koncernchef Olli Riikkala blev chef för Datex 1982 var dess omsättning 20-30 miljoner mark. Då han 1997 blev chef för hela Instru var Datex omsättning nästan en miljard mark - och praktiskt taget hela tillväxten hade skett organiskt (med bara två mindre företagsköp)!

Efter detta har Olli visat sitt kunnande genom att strukturera koncernen. Ännu 1996 var Instru ett stelt, gammalmodigt och misskött bolag med sådana underligheter som separata aktieserier och ett förvaltningsråd. Under Ollis tid har kärnverksamheten förstärkts genom företagsköp, övriga verksamheter sålts (senast optikverksamheten i september) och underligheterna har försvunnit.

Olli Riikkala är just en sådan företagsledare som jag vill att sköter våra pengar.

Idag närmar sig Datex-Ohmedas omsättning en miljard euro. Bolaget är världsledande på patientövervakningssystem och nedsövningsmaskiner, som används i operationsalar på sjukhus. Tidigare höll Hewlett-Packard med god marginal denna position (men sålde sin verksamhet till Philips för några år sedan). Då ett litet bolag från Finland lyckas slå ut en sådan jätte måste det lilla bolaget vara exceptionellt bra.

Trots att man redan uppnått världsledarskap finns det ordentligt med potential för fortsatt tillväxt. För det första växer sjukvårdsmarknaden något snabbare än ekonomin då befolkningen blir äldre och rikare. För det andra är Datex-Ohmeda ännu en liten aktör i övriga delar av sjukhuset. Endast intensivvårdsmarknaden är nästan dubbelt så stor som operationssalarna. Dessutom håller det på att uppstå en stor marknad för informationssystem för sjukhus, och Datex Deio-enhet är väl positionerad.

Riskerna är dock högre än normalt i Instrumentarium. Verksamhetens natur är sådan att resultatet fluktuerar ganska mycket på kvartalsnivå. Enskilda leveranser är stora och bruttomarginalerna höga. Analytikerna har därför sällan rätt, utan blir av och till antingen positivt eller negativt överraskade. Detta leder till kursfluktuationer. Tillväxten kommer delvis att baseras på företagsköp, som alltid tar tid att integrera i verksamheten. Också valutakurserna spelar fortfarande en betydande roll, även om dollarkänsligheten har minskat i takt med att tillverkningen i USA har ökat.

Värderingen är inte längre helt låg, men jag tycker fortfarande Instru är vettigt värderat. Bolagets bruttovärde (marknadsvärde + skuld) är 9-10 gånger rörelseresultatet, vilket motsvarar ett P/E-tal på 13-14. Detta är lågt för ett snabbväxande bolag. Spacelabs i USA som köptes i juli kommer att påverka dessa siffror, men affären var såpass billig att lönsamheten i det köpta bolaget inte behöver nå upp till samma nivå som övriga delar av koncernen för att affären skall ha en positiv effekt på värderingen.

Olli Riikkala brukar säga att "sjukvård är en evigt växande verksamhet". Så är det inte för alla bolag inom branschen, men Datex-Ohmeda har visat sitt kunnande och under Ollis ledning är jag säker på att det bästa ligger framför oss.



Bolag är olika. För några veckor sedan råkade jag se en intervju med **Merck & Co's** forskningschef, i vilken han hänvisade till bolagets kultur ungefär så här: "Om du läser Pfizers årsberättelse talar de om att de vill bli världens högst värderade bolag. Vår årsberättelse handlar om hur vi vill bota sjukdomar. Så har det alltid varit."

För att vara exakt finns i Mercks årsredovisning följande citat av bolagets långvariga chef George W. Merck från år 1950: "*We try never to forget that medicine is for the people. It is not for the profits. The profits follow, and if we have remembered that, they have never failed to appear. The better we have remembered that, the larger they have been.*" Det här är en verksamhetsfilosofi som jag begriper.

Det är också en filosofi som har gjort Merck till världens kanske bästa läkemedelsbolag. I sin bestseller "Built to Last: Successful Habits of Visionary Companies" berättar konsulten Jim Collins vilka faktorer han tycker separerar de bästa bolagen från de övriga (för er som inte orkar läsa boken är svaret företagskulturen) och noterar att den största skillnaden mellan Merck och andra läkemedelsbolag är just Mercks fokus på patienten. För placeraren innebär den här filosofin säkerhet - Merck kommer inte att göra dumma företagsköp.

Därför är det speciellt synd att just Merck har fått sin beskärda del av den senaste tidens kritik mot bolagens bokföringspraxis och ledningens ärlighet. För Mercks del gäller kritiken dess dotterbolag Medco Health Solutions sätt att redovisa vissa genomgångsposter i omsättningen, vilket får omsättningen att se större ut än den är. För resultatet är praxisen dock irrelevant - en genomgångspost syns lika stor i kostnaderna som i intäkterna (även i Finland bokar t.ex. reklambyråer, läkemedelsdistributörer och kontraktstillverkare stora genomgångsposter i omsättningen).

En annan orsak till marknadens brist på förtroende är att Merck förra sommaren försökte börsnotera Medco Health som ett separat bolag, men börsnedgången satte stopp för planerna. Det är säkert inte Mercks lednings fel att börsen sjunker, så jag tycker inte det här var något misslyckande. Tvärtom är det positivt att Merck koncentrerar sig på läkemedel - jag har aldrig fattat varför bolaget skulle syssla med distribution.

Den största orsaken till att Mercks kurs har sjunkit är dock att patentskyddet för vissa mediciner har gått ut, vilket leder till att innevarande års resultat inte stiger. Det största problemet är AstraZenecas magsårsmedicin Losec, som Merck säljer i USA. Nästa år räknar Merck med att resultatet igen ökar med cirka 10%.

Under de senaste 15 åren har resultatet i medeltal ökat med 15% per år. På grund av årets problem är P/E-talet med dagens aktiekurs (\$46) endast 14,7 vilket är mycket lågt för ett nästan skuldfritt bolag som växer såhär snabbt. Då dividenden dessutom ger över 3% avkastning är säkerhetsmarginalen i Merck som placering mycket god. För några år sedan kostade aktien 90 dollar, som jag tyckte var något högt, men ett pris på 70-80 dollar går att försvara även på relativt kort sikt.

Läkemedelsbolagens kurser reagerar oftast mest på nya produkter. Under 1995-2001 lanserade Merck 17 nya mediciner. För 2002-2006 planerar bolaget 11 nya lanseringar, varav 8 är helt nya sätt att behandla sjukdomar som berör minst 20 miljoner patienter (per läkemedel). Tillväxtpotentialen verkar alltså lovande, och jag är övertygad om att Merck & Co till dagens kurs är en lysande placering vars risknivå är förhållandevis låg.

SPECIALPLACERINGSFONDEN PHOEBUS

VÄRDEPAPPER 30.9.2002

	Antal	Kurs	Marknds- värde EUR	i % av fonden
Tulikivi	27500	19.00	522,500	11.4%
JW Suominen	95000	5.25	498,750	10.9%
Stockmann A&B	34500	12.33	425,470	9.3%
Tamfelt pref	13700	26.50	363,050	7.9%
Exel	52200	6.50	339,300	7.4%
Instrumentarium	12000	24.90	298,800	6.5%
Lassila & Tikanoja	19000	15.11	287,090	6.3%
Tietoenator	22000	11.63	255,860	5.6%
Fiskars A	30000	7.82	234,600	5.1%
Vacon	15200	6.76	102,752	2.2%
Jaakko Pöyry	3000	13.00	39,000	0.9%
Inhemska aktier			3,367,172	73.6%
State Street	3500	39.18	137,120	3.0%
Air Liquide	1000	123.90	123,900	2.7%
Merck & Co	2500	46.99	117,471	2.6%
Coca-Cola	2000	49.25	98,507	2.2%
Tomra	15000	6.26	93,941	2.1%
Automatic Data Processing	2500	35.80	89,512	2.0%
Walmart de Mexico C	40533	2.16	87,584	1.9%
McDonald's Japan (2702)	4000	20.36	81,428	1.8%
Robert Mondavi	2400	30.98	74,352	1.6%
Tellabs	10000	4.53	45,302	1.0%
Utländska aktier			949,119	20.7%
SUMMA aktier			4,316,291	94.3%
Kontanter			261,771	5.7%
FONDENS VÄRDE			4,578,062	100.0%
Antal andelar (A-korrigerat)			451,758.52	
Värde per A-andel			10.134	