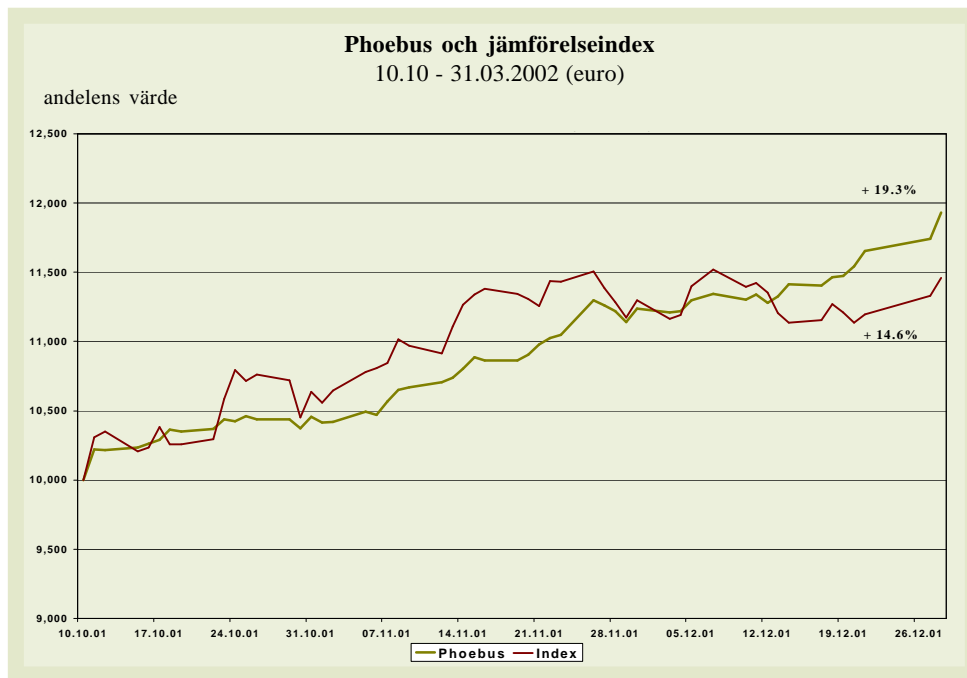


PHOEBUS KVARTALSRAPPORT 4Q 2001



FONDENS UTVECKLING

Wilken höst! Från den 10 oktober, då Phoebus inledde sin verksamhet, till slutet av året steg fondens jämförelseindex med 14,6%. Phoebus utvecklades ännu bättre och steg med hela 19,3%. Jag hoppas verkligen att ingen av er tror att en sådan här uppgång kan fortsätta länge, eller på något sätt skulle vara normal. Normalt avkastar aktier ungefär 10% per år, dvs. lika mycket som dividendavkastningen plus företagens vinsttillväxt.

Phoebus strävar även i fortsättningen efter att klara sig bättre än marknaden på lång sikt, men det finns ingen garanti för att jag skulle lyckas. Tvärtom, en intelligent placerare märker snabbt att oddsen är emot oss, på grund av fondens förvaltningsarvode och dess handelsrelaterade kostnader.

PLACERINGSFILOSOFI

I sin utmärkta bok "Made In America: My Story" berättar den bortgångne Sam Walton, världens största handelskedja Wal-Marts grundare, följande historia:

"I don't subscribe much to any of these fancy investment theories, and most people seem surprised to learn that I've never done much investing in anything except Wal-Mart. I believe the folks who've done the best with Wal-Mart stock are those who have studied the company, who have understood our strengths and our management approach, and who, like me, have just decided to invest with us for the long run.

We have a group of longtime investors in Scotland who have done it better maybe than anybody. Back in the early days of our growth, the Stephens people took us to London, where we first attracted the interest of these folks. They told us right off that they believed in investing for the long term. They said that as long as they felt good about the basics of the company, and had confidence in the management, they wouldn't be buying and selling the way many of these fund managers do. Man, they were talking my language."

De talade också Phoebus språk. Det bästa sättet att förbättra våra odds är att handla möjligast lite med de aktier vi äger, och betala möjligast lite provisioner. Jag placerar våra pengar bara i sådana bolag som jag tänker hålla för evigt. Ofta blir det ju inte så - även goda bolags ledning kan förändras till det sämre, eller bolaget kan missa någon ny trend som eliminerar dess konkurrenskraft. I välskötta bolag händer sådana här misslyckanden mer sällan, och därför måste en köp-och-behåll-strategi alltid basera sig på att man placerar endast i exceptionellt välskötta bolags aktier.

PLACERINGAR

Trots att Sam Walton var en Phoebus-man äger vi inga aktier i Wal-Mart. Det beror helt enkelt på att jag tycker att de är övervärderade, trots att jag beundrar bolaget. Inte ens aktier i de bästa bolagen är bra placeringar - åtminstone på kort sikt - om man betalar alldeles för mycket för dem. Wal-Marts aktie kostar nu 60 dollar, som relaterat till vinsten per aktie år 2001 (1,49) innebär att P/E-talet är 40. Ett bra bolag som växer snabbt kan nog vara värt det, men det lämnar just ingen säkerhetsmarginal.

Däremot har jag nyligen placerat 2% av våra pengar i Wal-Mart de Mexico. Walmex är Wal-Marts mexikanska dotterbolag, som tidigare hette Cifra. Redan innan Wal-Mart köpte bolaget 1997 var Cifra Mexicos ledande butikskedja. Dess marknadsposition har ytterligare förstärkts under Wal-Marts ägande, vilket syns

som accelererande tillväxt och ökade marginaler. År 2001 ökade Walmex omsättning med cirka 15% och rörelseresultatet med 23%. Walmex P/E-tal är ändå ungefär 40% lägre än Wal-Marts (eller cirka 24 gånger resultatet 2001).

Det råder ingen tvivel om att inte Walmex kultur skulle återspegla Wal-Marts värden. Därför är de enda faktorerna som avgör valet mellan bolagen 1) den relativa värderingen och 2) den relativa tillväxten i framtiden. Wal-Mart har i USA redan vuxit så stort att tillväxten måste börja avta. Bolaget kan dock växa ytterligare i Europa, Asien och Sydamerika, medan Walmex är begränsat endast till Mexico. Jag ser ändå inte varför Walmex inte skulle kunna växa minst lika snabbt som Wal-Mart, och faktiskt med lägre risk, eftersom tillväxten sker på dess hemmamarknad där bolaget är marknadsledare. Därför tyckte jag (med 40% rabatt) att valet egentligen var ganska enkelt.

Samma tema går igen i några andra av våra placeringar. Japan tycker jag har sjunkit så djupt, att dess aktiemarknad kanske har världens bästa potential då vi väl börjar se lite ljus i tunneln. Jag känner inte till japanska företags kulturer eller företagsledning, så jag köpte McDonald's Japan och Air Liquide Japan åt Phoebus (ni skulle åtminstone ännu vara lite rikare om jag inte hade gjort det). På motsvarande sätt var vår enda ryska placering, bryggeriet Baltika i St. Petersburg, ett sätt att köpa nästan hela Hartwalls potential till mindre än hälften av Hartwalls värdering.

För det mesta placerar vi ändå i Finland. Jag strävar till att ha 75% av våra placeringar i finska bolag. Orsaken är enkel: jag känner inte de utländska bolagens företagsledning lika bra som de finska, och kommer säkert aldrig att göra det. De enda orsakerna till att Phoebus överhuvudtaget placerar också utomlands är 1) likviditet (de finska bolagen är svåra att sälja vid behov), 2) den begränsade mängden riktigt bra finska bolag och 3) er fondförvaltarens mentala hälsa (jag har följt de flesta av våra finska placeringar i över 10 år, och utan nya utmaningar blir även det här jobbet mycket tråkigt; tro det eller ej).

BERÄTTA DIN ÅSIKT

Det här är Phoebus första kvartalsrapport. Jag har försökt ta upp de saker som jag själv tycker är relevanta. Jag skriver inte om marknadens utveckling, för jag placerar i välskötta företag, och försöker inte surfa på de senaste modevågorna. Berätta vad ni tycker om den här rapporten och hur ni skulle vilja utveckla den. Jag lovar försöka mitt bästa såväl i vår placeringsverksamhet som i att kommunicera med er.

Anders Oldenburg
portföljförvaltare
anders.oldenburg@seligson.fi



En av Phoebus hittills sämsta placeringar har varit Exel, den lilla finska producenten av specialprofiler av kompositmaterial. Från fondens start till slutet av året steg Exel visserligen med 11%, men har efter årsskiftet sjunkit med 6% efter att bolaget berättade att resultatet för år 2001 inte riktigt nådde upp till förväntningarna.

Samtidigt är Exel kanske den av våra placeringar som jag litat mest på. Dess VD, 46-åriga Ari Jokelainen, har jobbat för Exel sedan år 1990, då bolaget ännu ägdes av Neste och var förlustbringande. Under Aris ledning blev Exel först en känd tillverkare av sportredskap, och har sedan vuxit till Europas största producent av glas- och kolfiberprofiler, vars lönsamhet och tillväxt överglänser de flesta bolag. Ari är såtillvida en speciell företagsledare att jag aldrig har hört honom skylla på någon annan för sina egna misstag - de har inte varit särskilt många - och att han inte brukar ge en för optimistisk bild av framtiden åt analytiker.

Visioner har han ingen brist på. Exel är ett ungt och dynamiskt bolag, vars grundstyrka är innovativitet och ett verkligt förståande av kundens behov. Bolaget gör inga standardprodukter, utan varje applikation är skräddarsydd för en viss kund. Eftersom varje profil kräver en unik stöpform, som kunden normalt finansierar, är kundförhållandena normalt lika långa som produkternas livslängd.

I en sådan omgivning kunde man föreställa sig att det är svårt att få nya kunder. Exel jobbar dock på en växande marknad, eftersom dess material gradvis ersätter mer traditionella lösningar som trä och stål. Tillväxten hänger därför framförallt på Exels förmåga att utveckla nya applikationer, där kompositmaterial kan erbjuda kunden sådant som traditionella material inte kan. Exels målsättning är att växa med 15% per år, vilket bolaget har överträffat under åren 1997-2001 (då tillväxten var 18%). Under de närmaste åren ger till exempel rullskrapor för pappersmaskiner och förankringsvagnar till oljeborrplattformar intressant potential.

Trots den kraftiga tillväxtorienteringen är Exel inte ett särskilt riskfyllt bolag. Balansräkningen är i gott skick, och ledningen har inte låtit tillväxten öka skuldsättningen. Tillväxten är närmast organisk, genom nya produkter, och det verkar osannolikt att ledningen skulle göra några dumma företagsköp. Visst försöker Exel växa också genom förvärv, men de kommer även i fortsättningen att vara små och väl övervägda.

På grund av kraftigt stigande råvarukostnader och intern ineffektivitet sjönk vinsten per aktie förra året med en fjärdedel till cirka 0,61 euro. P/E-talet är alltså cirka 15. Trots att många saker gick åt skogen förra året var Exels driftsbidrag 16-17% av omsättningen, vilket visar hur starkt bolaget är. Jag har ingen aning om vad P/E-talet borde vara, men tänker så här:

Om Exel lyckas växa med 15% per år (vilket i ljuset av nya produkter är utmanande men inte osannolikt), och gör ett normalt 18-20% driftsbidrag år 2005, skulle resultatet per aktie bli 1,25-1,50 euro. Om placeringarna är färdiga att betala P/E 15, vilket är ganska normalt för ett bolag som växer med 15% per år, kunde aktien kosta 20 euro om 4 år. Om vi lägger till en dividendavkastning på 4%, avkastar aktien 25% per år. Det här är ingen exakt matematik, men berättar för mig att aktien har säkerhetsmarginal i förhållande till mitt avkastningskrav på 10-15% (även om P/E-talet var bara 10 skulle årsavkastningen bli 13%). Och då bolaget annars är bra, och ledningen lysande, är jag nöjd.



Då jag lämnade Alfred Berg 1998 fick jag som avskedsgåva en T-skjorta, med ett citat av den amerikanska cowboy-humoristen Will Rogers: "When a stock doubles, sell it." Till den naturliga motfrågan "What if it doesn't double?" var mina kollegers och Wills råd mycket lakoniskt: "Don't buy it".

Jag har delvis försökt tillämpa det här rådet då det gäller Baltika. Jag köpte aktien i oktober för 5,60 dollar, och i skrivande stund kostar den över 11 dollar. Jag har ändå inte velat sälja aktierna, men har indirekt minskat innehavet genom att inte köpa fler aktier trots att fonden har fått nya pengar.

Baltika känns kanske inte som ett av världens bästa bolag, speciellt som det fungerar på den vilda ryska marknaden. Men egentligen är det fråga om Hartwall-risk i en form som jag tyckte - och fortfarande tycker - är vettigare än att köpa Hartwall direkt. Baltika är ju det största bryggeriet i Hartwalls intressebolag Baltic Beverages Holding.

Baltika hade ursprungligen ett bryggeri i St. Petersburg, vars produktion var 61 miljoner liter om året då BBH köpte Baltika 1993. Sedan dess har Petersburg-bryggeriets produktion mer än tiobubblats, och Baltika har köpt två bryggerier av BBH. Totalproduktionen år 2000 var mer än en miljard liter öl. I medeltal har tillväxten varit 50% per år under 1993-2000.

Och tillväxten fortsätter. Baltika har idag cirka 20% av den ryska ölmarknaden (BBH:s hela andel är 30%). På utvecklade marknader har de största märkena normalt 40-60% av marknaden; USA (Budweiser) och Finland (Hartwall) är goda exempel. Dessutom är ölkonsumtionen per capita i Ryssland ännu bara 44 liter per år, eller hälften av Finlands. Marknaden kan alltså fortsätta växa ännu länge.

Trots detta är potentialen inte ens i Ryssland obegränsad. Konsumtionen per capita kommer knappast snabbt att stiga till finska nivåer, för människorna har helt enkelt inte pengar att konsumera. Därför tyckte jag det var positivt att Baltika förra hösten köpte Krinitsa-bryggeriet i Minsk, som har 21% av marknaden i Vitryssland. Också BBH:s beslut att sälja Tula-bryggeriet nära Moskva åt Baltika visar 1) att BBH litat på Baltikas ledning och 2) att Baltika har en nyckelroll i BBH:s ryska verksamhet.

Med traditionella Phoebus-ögon är det viktigaste i Baltika dess chefsdirektör Taimuraz Bolloev. Honom har jag aldrig träffat. Däremot är jag säker på att Hartwall försöker implementera sitt tänkande - som jag gillar - i alla BBH:s bryggerier. Det finns ingen garanti för att BBH skulle ha lyckats flytta sina värden till Baltika, men om det har misslyckats är faktiskt en placering i Hartwall ännu mer riskabel än i Baltika - man köper ju samma verksamhet men till ett högre pris.

Baltika är alltså ett bra alternativ till Hartwall. Då jag köpte Baltika var dess värde USD 670m. Hartwalls värdering (€19) motsvarade då ett värde på USD 1920m för hela BBH. Med tanke på att BBH äger bara 75% av sina bryggerier och att Baltika representerar 60% av BBH var det lätt att inse att Baltika kostade mindre än hälften av vad det indirekt värderades till genom Hartwall. Kursen har fördubblats, men Hartwall har också stigit, så Baltika är fortfarande 40% billigare.

Men potentialen även i de bästa bolagen är begränsad, och då aktien stigit med 100% på två månader skall man vara försiktig. Därför har jag följt rådet på min T-skjorta, och låtit bli att öka vårt ägande fast jag fortfarande gillar Baltika.

SPECIALPLACERINGSFONDEN PHOEBUS

VÄRDEPAPPERSPLACERINGAR 28.12.2001

Aktie	Antal	Kurs	Marknads- värde EUR	% av fonden
Stockmann A&B	15000	13.34	200,120	11.0%
Tamfelt etu	6200	26.50	164,300	9.1%
Tulikivi	6900	21.50	148,350	8.2%
Exel	14000	9.90	138,600	7.6%
JW Suominen	23800	5.80	138,040	7.6%
Instrumentarium	3000	45.80	137,400	7.6%
Fiskars A	11500	8.50	97,750	5.4%
Lassila & Tikanoja	4000	17.80	71,200	3.9%
Vacon	6200	9.20	57,040	3.1%
Jaakko Pöyry	3000	16.00	48,000	2.6%
Finska aktier			1,200,800	66.2%
Merck & Co	700	67.82	47,477	2.6%
Automatic Data Processing	700	67.78	47,445	2.6%
State Street	700	59.05	41,338	2.3%
Air Liquide Japan (4086)	9000	4.58	41,210	2.3%
Baltika Brewery	4000	10.00	39,982	2.2%
McDonald's Japan (2702)	1400	28.48	39,868	2.2%
Robert Mondavi	800	44.08	35,262	1.9%
Utländska aktier			292,582	16.1%
Kontanter			319,204	17.6%
FONDENS VÄRDE			1,812,586	100.0%
Antal andelar			151,930.47	
Värde per andel			11.930	
