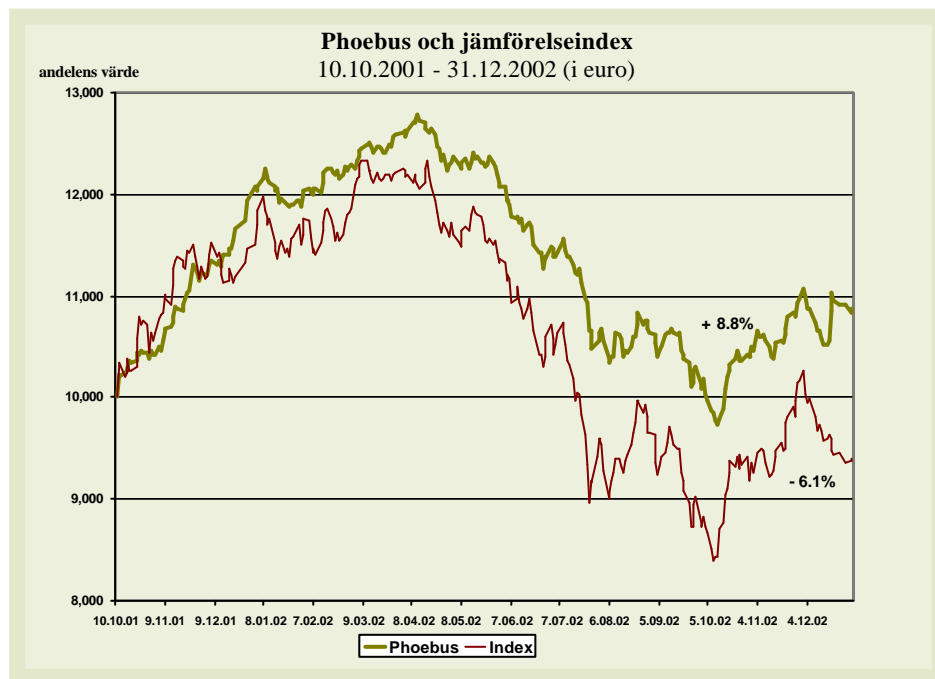


PHOEBUS

KVARTALSRAPPORT 4Q 2002



FONDENS UTVECKLING

Vår förmögenhet har för omväxlings skull stigit. Phoebus steg under sista kvartalet med 7,4% medan marknaden steg med 7,1%. Trots att jag i senaste rapport sade att det är ett bättre läge än på länge att köpa aktier skall ni inte tro att jag vet något om marknaden. Timingen var bara god tur.

Under året utvecklades Phoebus 9,2% bättre än marknaden, fast fonden sjönk med -8,8%. Jag försöker uppnå en avkastning som på lång sikt är bättre än marknaden, men det finns ingen garanti för att jag lyckas. Tvärtom är oddsens emot oss, närmast beroende på fondens förvaltningsavgift.

PHOEBUS OCH JÄMFÖRELSEINDEX

	Phoebus	Index
4Q02	7.4%	7.1%
2002	-8.8%	-18.0%
Från start	8.8%	-6.1%

PHOEBUS VS MARKNADEN: 1-0 (?)

Någon kan tro att siffrorna ovan är ett tecken på att vi har lyckats. Det är de inte. Jag har tidigare noterat att jag utvärderar våra bolag - inte deras aktiekurser - på 3-4 års sikt.

Ett år i aktieplaceringsverksamhet kan jämföras med den första perioden i en ishockeymatch. Den kortaste tiden som räknas i ishockey är en hel match. Mer relevant är oftast resultatet för en serie matcher eller till och med en hel säsong. Den första matchens första period berättar ingenting om slutresultatet i en sådan serie.

Om ett normalt års avkastning är ett "mål" kan man säga att Phoebus leder 1-0 efter den första perioden. Väl så, men notera att risken i våra aktier är betydligt lägre än marknaden genomsnitt. Fonden bör därför klara sig bra då marknaden sjunker. Dess riskjusterade avkastning är mycket sämre än siffrorna visar[▼]. Det finns ingen orsak att bli ivrig.

PÅ ÅTERSEENDE, OLLI

I senaste rapport skrev jag att Instrumentarium är en av de största framgångarna i Finlands företagshistoria, och att "Olli Riikkala är just en sådan företagsledare som jag vill att sköter våra pengar". Tyvärr sköter Olli inte dem längre. Jag sålde våra aktier i Instru efter att GE:s anbud offentliggjordes.

Vår placering avkastade 72% inklusive dividender. Trots detta var det med blandade känslor jag sålde aktierna - det kommer inte att vara lätt att hitta ett lika bra placeringsobjekt istället för Instru. Jag är inte heller övertygad om att GE är ett bra hem varken för Instru eller dess ledning. Det jag är säker på är att vart Olli än går i framtiden lönar det sig att köpa aktier i det

bolag som han är chef för. Därför säger jag inte adjö åt Olli, utan "tills vi ses igen".

VÅRA PLACERINGAR

Förutom Instrumentariums bortgång var den viktigaste händelsen i våra bolag under det sista kvartalet att Suominen bytte ledning, då Heikki Bergholm tog rodret tillbaka av Kari Parviainen. Som jag skrev i 1Q02-rapporten är mitt förtroende för Heikki starkt. Heikkis förtroende för Suominen syns i aktieregistrat. Bytet av ledning är i detta fall inte ett hot utan en möjlighet. Jag har nu en ännu större tro på Suominen som placeringsobjekt.

Mitt förtroende har också stärkts för TietoEnator (mer på följande sida), Exel, Fiskars, Tulikivi, Lassila & Tikanoja och Vacon. Alla dessa bolag har under hösten lyckats förbättra sina resultat trots att marknaden fortfarande är mycket svag. Detta utvisar mycket god kostnadsdisciplin, som är ett tecken på ett välskött bolag.

Med detta menar jag inte att det skulle vara positivt att bolagen avskedar människor. Tvärtom känner en duktig företagsledare kanske mer ansvar för personalen än mot aktieägarna. Man bör dock kunna erkänna och acceptera realiteter - i detta fall bristen på efterfrågan - trots att det alltid är svårt att skära kostnader. Struts-strategin, alltså ett ogrundat hopp om en bättre framtid, är oftast en säker väg till undergång.

En uthållbar resultatförbättring kommer att förutsätta att efterfrågan stiger, vilket det ännu inte finns några tecken på. Jag har ingen aning om när ekonomin vänder, och jag bryr mig inte egentligen om det. Jag vet att våra bolag kommer att klara sig bra, oberoende av konjunkturen.

OM VÅR KOMMUNIKATION

Under det här året kommer vi att börja publicera gemensamma kvartalsrapporter för alla våra fonder och i dessa ingår mina tankar om Phoebus. Jag kommer inte längre att skicka ut separata rapporter. Istället tänker jag aktivare kommunicera med er genom våra www-sidor.

Phoebus egna sidor existerar redan (www.seligson.fi/phoebus) men deras innehåll är ännu outvecklat. Hjälp mig att producera dem. Jag tar mycket gärna emot innehålls- och utvecklingsförslag per e-post. Samtidigt hoppas jag att ni kan leva med sidor som till största delen är finskspråkiga - min produktivitet är tyvärr begränsad och våra studier visar att 99,5% av er surfar på våra finskspråkiga sidor.

Liksom alla placeringsfonder existerar Phoebus för sina andelsägare, dvs för er. Ni kan därför bäst hjälpa mig att utveckla www-sidorna och övrig information till andelsägarna. Berätta vad ni tycker.

Anders Oldenburg
portföljförvaltare
anders.oldenburg@seligson.fi

[▼]Fondens marknadsrisk (β) var år 2002 cirka 0,40. Då indexavkastningen var 21,4% lägre än den riskfria räntan borde fonden ha avkastat -6,5%, eller ränteavkastningen (3,4%) + β (0,40) * indexets överavkastning (-21,4%) - kostnader (1,3%). Den avkastade -8,8%. En akademisk granskning ger alltså ingen orsak till inbela



En duktig ledning är en absolut förutsättning för en god placering. TietoEnators VD Matti Lehti valdes nyligen till Finlands ärligaste företagsledare i tidningen Talouselämä. Ifall jag inte hade känt honom sedan tidigare skulle det här definitivt ha gjort mig intresserad av bolaget. Jag har dock känt Matti länge, och jag kan garantera att utmärkelsen inte hade kunnat gå till en bättre adress.

Många av er undrar säkert ändå vad TietoEnator gör i vår portfölj, eftersom jag alltid har sagt att jag inte kan investera i teknologibolag på grund av den osäkerhet om det framtida konkurrensläget som skapas av de snabba produktcyklerna. Men jag tycker inte att TietoEnator är ett teknologibolag, fast det ofta räknas som ett sådant.

Bolagets verksamhet är snarare "industrial outsourcing". Dess idé är att hjälpa kundföretagen i planering och implementering av hela deras IT-lösningar. Dessutom säljer TietoEnator standardlösningar och till och med programvara, men dessa står för en mindre del av omsättningen. Bolaget är alltså inte beroende av specifika tekniska lösningar, utan dess konkurrenskraft består i att personalen förstår kundernas behov och problem och kan lösa dem kostnadseffektivt.

Personalens kunskaper utvecklas genom kontinuerlig skolning och motivering. Jag tror faktiskt att TietoEnator är ett av de bolag i Finland som satsar mest på utbildning. Notera att TietoEnators tre konkreta mål är tillväxt (20%), lönsamhet (10%) och "att vara den mest populära arbetsgivaren". Det sistnämnda är inte det minst viktiga - tvärtom.

Trots att de flesta analytikerna betonar TietoEnators tillväxt är bolagets egen inställning till tillväxt mycket sund. Ledningen prioriterar organisk tillväxt och nya outsourcing-kontrakt. Företagsköp görs mycket selektivt, och ledningen är medveten om riskerna. Jag tror därför inte att TietoEnator kommer att snubbla på sina tillväxtambitioner, som många sämre konkurrenter har gjort.

Jag bryr mig oftast inte om kvartalsresultat, men TietoEnator verkar även på kort sikt vara på väg åt rätt håll. Rörelseresultatet före goodwill-avskrivningar (EBITA) sjönk under första kvartalet 2002 med 8%, under andra kvartalet med 6% och var på samma nivå som året innan under det tredje kvartalet. Då det sista kvartalet normalt är säsongsmässigt starkast (och var svagt förra året) verkar det sannolikt att resultatet för helåret 2002 blir lite bättre än marknaden väntar sig. I och för sig blir jag inte särskilt orolig om det inte skulle bli så.

Värderingen är åter vettig. Justerat för goodwill-avskrivningar och andra rörelsefrämmande poster kommer TietoEnator antagligen att tjäna över 1,10 euro per aktie för 2002. Bolagets P/E-tal är alltså ca 12. För ett snabbväxande nästan skuldfritt bolag är det här billigt. Marknadens reaktion på det gradvis förbättrade resultatet under 2002 har alltså varit minst lika obegriplig som den euforiska värderingen av TietoEnator åren 1998-2001.

Jag vet inte när placerarna blir gynnsammare inställda till bolaget, men det kommer att ske förr eller senare. Då bolagets ledning är exceptionellt bra, den organiska tillväxten är kraftig (även i detta marknads läge ca 7%) och resultatutvecklingen går åt rätt håll, ser jag inget behov att gissa hur andra placerare kommer att bete sig.

Då jag på hösten diskuterade med Matti Lehti om TietoEnators strategi, utmaningar och verksamhetens utveckling frågade jag honom vilket han tycker är branschens nästbästa bolag. Han svarade Automatic Data Processing. Matti är en företagsledare i Phoebus smak.



Ett problem med våra utländska placeringar är att jag sällan träffar företagets ledning. Därför är placeringarna alltid mer osäkra än våra finska bolag. Trots detta tycker jag inte det är vettigt att resa runt världen för att träffa bolagen, även om det säkert vore kul. Det skulle nämligen kräva högre förvaltningsarvodet.

Då jag senast var i Uleåborg beslöt jag mig för att träffa Polargas, som är Air Liquides finska dotterbolag. Kulturen i ett företag syns minst lika tydligt på gräsrotsnivå som då man träffar högsta ledningen, ofta bättre. Jag var nöjd med det jag såg.

Industrigasproduktion är mycket nära min dröm om en perfekt affärsverksamhet. Verksamheten är mycket kapitalintensiv, vilket skapar oöverkomliga inträdesbarriärer. Fem storföretag - Air Liquide, BOC, Linde, Praxair och Air Products - kontrollerar därför 2/3 av världsmarknaden. Air Liquide är störst av dessa. Industrigas kan inte kostnadseffektivt transporteras över 200km vilket innebär att branschen i alla länder i praktiken är ett oligopol med 2-3 aktörer.

Finland är ett gott exempel. Marknaden som är värd ca 150 miljoner euro delas mellan tre aktörer. AGA (Linde) härskar nästan suveränt med en 70% marknadsandel. Air Liquide, som har 20% av marknaden, har specialiserat sig på stora industriella kunder, som AvestaPolarit, Rautaruukki, Metsä-Botnia och Kemira. På marknaden för flaskgaser är AGAs enda konkurrent lilla Woikoski, som har 10% av totalmarknaden.

Marknaden för industrigas växer med ca 6-7% per år, alltså lite snabbare än ekonomin. Det här kan låta underligt, med tanke på att många av de stora kundgrupperna, såsom stål-, baskemikalie- eller cellulosa-producenterna inte växer just alls. Gas används dock allt mer inom nya applikationer bland annat inom elektronik- och livsmedelsindustrin samt på sjukhus.

På min vägg finns en bild som påminner mig om Phoebus målsättningar. Det här monetaristiska mästerverket visar Air Liquids resultat per aktie under perioden 1971-2001. Under den här tiden har resultatet tre gånger sjunkit, två gånger hållits oförändrat och resterande 25 år vuxit stadigt. I medeltal har resultatet ökat med 11,3% per år. Det låter kanske inte så märkvärdigt, men betyder att resultatet under perioden har 25-faldigats!

Den största risken med Air Liquide är kanske just att branschen och bolaget är så bra. Problemet med "för bra" bolag är ibland att ledningen förslappas och resultatökningen gradvis kvävs under byråkratins fläsklager. Jag skulle inte helt utesluta detta problem för Air Liquide, men på mitt besök i Uleåborg såg jag inga exempel på byråkrati, utan duktiga och ivriga anställda.

Med den nuvarande kursen (€24) är värderingen (P/E 18) ca 20% lägre än vad den i medeltal har varit under de 10 senaste åren. I en värld med låg inflation kommer resultatutväxten knappast att uppnå historiska nivåer, men jag tror man realistiskt kan vänta sig att resultatet per aktie ökar med 9-10% per år. Då man lägger till 2,5% i direktavkastning vågar jag tro att vår placering kommer att avkasta minst 11-12% per år på lång sikt.

Många placerare söker säkert ännu högre avkastning. Skyddshelgonet för börserna i Barcelona är mycket lämpligt Nuestra Señora de la Esperanza (Hoppets Madonna). Man kan mycket väl hoppas på hög avkastning på aktiemarknaden - och under enskilda år kommer man att få det - men över en period på tiotals år är det mycket bra om man kan uppnå någon procentenhet mer än aktiemarknadens genomsnittliga 10% avkastning. Jag tror Air Liquide kan ge oss just det.

SPECIALPLACERINGSFONDEN PHOEBUS

VÄRDEPAPPERSPLACERINGAR 31.12.2002

	Antal	Kurs	Marknads- värde EUR	% av fonden
JW Suominen	95000	5.88	558,600	11.1%
Tulikivi	27500	20.10	552,750	11.0%
Stockmann A&B	34500	13.80	476,212	9.5%
Tamfelt pref	13700	28.00	383,600	7.6%
Exel	59000	6.36	375,240	7.5%
Tietoenator	27000	12.87	347,490	6.9%
Lassila & Tikanoja	20000	15.50	310,000	6.2%
Fiskars A	30050	7.80	234,390	4.7%
Vacon	18000	7.40	133,200	2.6%
Jaakko Pöyry	3000	15.00	45,000	0.9%
Inhemskt aktier			3,416,482	67.9%
Merck & Co	2500	54.17	135,417	2.7%
State Street	3500	37.35	130,716	2.6%
Air Liquide	1000	127.00	127,000	2.5%
Tomra	20000	6.20	123,978	2.5%
Automatic Data Processing	2500	36.98	92,439	1.8%
Coca-Cola	2000	41.49	82,971	1.6%
Walmart de Mexico C	40533	1.85	75,089	1.5%
Tellabs	10000	7.05	70,461	1.4%
Robert Mondavi	2400	28.97	69,517	1.4%
McDonald's Japan (2702)	4000	14.95	59,793	1.2%
Utländska aktier			967,381	19.2%
SUMMA aktier			4,383,863	87.1%
Kontanter			648,323	12.9%
FONDENS VÄRDE			5,032,186	100.0%
Antal andelar (A-korrigerat)			462,472.18	
Värde per A-andel			10.881	