

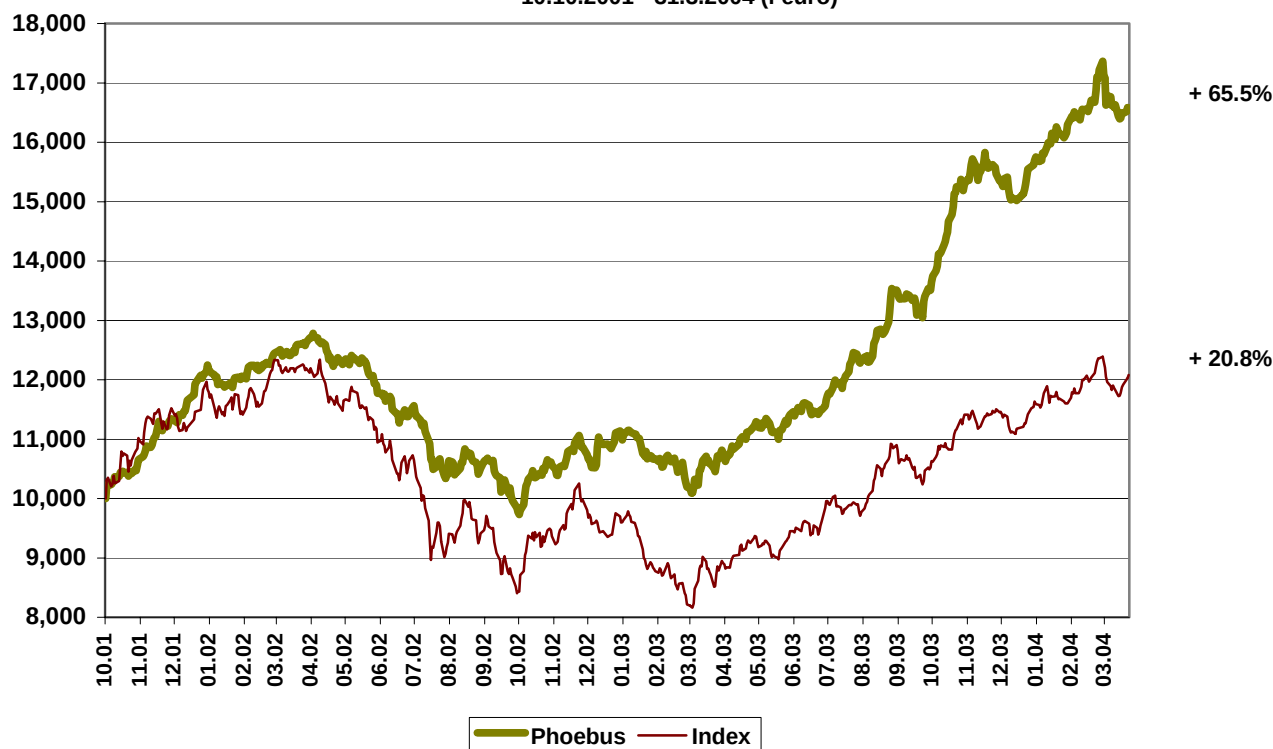
Seligson & Co Phoebus

Kvartalsrapport 1 / 2004

andelens
värde

Phoebus och jämförelseindex

10.10.2001 - 31.3.2004 (i euro)



Avkastning och risk	Fonden		Jämförelseindex	
31.03.2004			75% Hex portfolio avkastning, 25% MSCI AC WNDR	
	Avkastning	Volatilitet	Avkastning	Volatilitet
3 mån.	8,2 %	10,6 %	7,2 %	9,8 %
1 år	57,6 %	10,5 %	41,9 %	12,0 %
3 år	-	-	-	-
Från startdatum	65,5 %	11,2 %	20,8 %	16,1 %
Från startdatum per annum	22,6 %		7,8 %	

Kostnader, nyckeltal	1.1.-31.3.2004
Avgifter sammanlagt (TER) %	0,8 %
Avkastningsbunden provision	0,4 %
Transaktionskostnader %	0,0 %
Totalkostnadsandel (TKA) %	1,1 %
Portföljens omsättningshastighet	6,3 %
Förmedlingsarvoden betalda till företag inom samma koncern	0,0 %
Närkretsens ägarandel	24,2 %
Tracking error	10,8 %

Stora pojkar har stora leksaker. Någon kunde tro att Scania's inträde i portföljen är ett första symptom på fondförvaltarens medelålderskris. Jag lovar att så inte är fallet ... Scania är en placering för oss – inte min leksak.

VÄRDEPAPPERSPLACERINGAR 31.3.2004				
	Antal	Kurs	Marknads- värde EUR	% av fonden
Tulikivi	197500	7,55	1 491 125	12,6%
Exel	86000	14,00	1 204 000	10,2%
Tietoenator	43000	24,64	1 059 520	9,0%
Lassila & Tikanoja	32900	27,40	901 460	7,6%
Stockmann A&B	47000	17,73	833 507	7,1%
JW Suominen	125000	5,32	665 000	5,6%
Tamfelt pref	30000	12,70	381 000	3,2%
Vacon	35500	10,65	378 075	3,2%
Nokian Renkaat	5700	65,40	372 780	3,2%
Chips B	21500	17,26	371 090	3,1%
Fiskars A	36000	10,05	361 800	3,1%
Inhemska aktier			8 019 357	67,9%
Handelsbanken B	29000	15,23	441 765	3,7%
Air Liquide	2700	139,10	375 570	3,2%
Scania B	15000	24,85	372 729	3,2%
State Street	7000	42,86	300 004	2,5%
Tomra	65000	4,14	269 284	2,3%
Securitas	22000	11,99	263 827	2,2%
Automatic Data Processing	7500	34,35	257 637	2,2%
Vestas	20000	12,83	256 574	2,2%
Walmart de Mexico C	70533	2,49	175 421	1,5%
Merck & Co	3000	36,07	108 208	0,9%
Robert Mondavi	3000	30,58	91 743	0,8%
Utländska aktier			2 912 763	24,7%
SUMMA aktier			10 932 120	92,6%
Kontanter			873 209	7,4%
FONDENS VÄRDE			11 805 329	100,0%
Antal andelar (A-korrigerat)			713 413,15	
Värde per A-andel			16,548	

FONDENS UTVECKLING

Marknaden steg igen under årets första kvartal, denna gång med hela 7,2%. Phoebus utvecklades något bättre än marknaden och andelens värde steg med 8,2%. Under det senaste året har marknaden stigit exceptionellt mycket och Phoebus har samtidigt klarat sig ovanligt bra i förhållande till marknaden. Vänj er inte vid detta!

Jag försöker givetvis uppnå en avkastning som på lång sikt är bättre än marknadens, men det finns ingen garanti för att jag lyckas. Tvärtom är oddsen emot oss, närmast beroende på fondens förvaltningsavgift.

JAG KLÅPADE (IGEN)

Fondens goda utveckling skedde igen snarare trots mig än tack vare mig. Under kvartalet gjorde jag bara en betydande förändring i vår portfölj och den kostade oss ungefär -0,15%.

Förändringen var mitt beslut att köpa B-aktier i Scania då Volvo sålde sitt innehav i en global institutionsförsäljning i början av mars. Det är inget fel på Scania – tvärtom (se nedan) – men jag kunde ha sparat oss pengar genom att köpa på ett vettigare sätt.

Institutionsförsäljningar är normalt goda tillfällen att köpa aktier. För det första garanterar en stor försäljning att priset är pressat. För det andra betalar säljaren mäklarens kommissioner. För det tredje har arrangören ett stort behov att säkerställa att dess kunder gör en god affär (dvs att priset är vettigt och att det finns efterfrågan på marknaden också efter försäljningen).

Den här gången misslyckades försäljningen. Alla större investeringsbanker konkurrerade om att få arrangera den och vinnaren fick den med mycket hårda villkor gällande priset. Dessutom var försäljningen så stor (1,6 miljarder euro) att den verkliga efterfrågan inte översteg den erbjudna mängden aktier vilket normalt är fallet. Därför dök Scanias kurs genast från försäljningspriset 234 kronor till cirka 225 kronor. Jag skulle alltså ha fått aktierna betydligt billigare över børsen.

Borde jag ha vetat det? I efterhand verkar det självklart men jag tror inte att man kunde ha vetat det vid köptillfället. Däremot borde jag ha följt min normala köprutin och delat upp köpet i flera mindre poster. Nu koncentrerade jag hela köpet till institutionsförsäljningen, för att jag trodde det skulle vara en god affär, och det var ett misstag.

Ytterligare salt i sårerna ger det faktum att jag också bröt mot min andra regel, enligt vilken jag alltid köper den billigare aktieserien. Scanias röststarka A-aktier kostar normalt 2-3 kronor mindre än B-aktierna, eftersom deras likviditet är sämre. Den är dock helt tillräcklig för oss.

Normalt hade jag alltså köpt A-aktier lite under B-aktiernas kurs.

Mitt taktiska handelsbeslut sparade oss 0,2% i mäklar-kommissioner. Det kostade oss ungefär 4,7% i förhållande till A-aktiernas kurs i slutet av den dag jag köpte aktierna. Då jag placerade lite drygt 3% av fonden i Scania var vår nettoförlust cirka -0,15% av fondens värde. Jag skulle ändå göra samma beslut på nytt. Man kan inte prognosticera kursutvecklingen men sparade kommissioner är alltid säkert sparade kommissioner.

PLACERINGAR

Den enda betydande förändringen i vår portfölj under kvartalet var köpet av Scania. Vi har placerat i ett alldeles fantastiskt bolag, och inköpspriset har marginell betydelse i ett längre perspektiv. Trots min självkritik ovan är jag mycket nöjd med placeringen.

Den observanta läsaren noterar också att jag har minskat lite på våra innehav i Fiskars och Nokian Renkaat. Dessa affärer gjorde jag av likviditetsskäl.

Fiskars är ett litet frågetecken för mig, speciellt efter att bolaget den 1.4. meddelade att det har ökat sitt ägande i Wärtsilä – jag trodde först att det var ett aprilskämt men tyvärr var det inte ett sådant. Jag tycker det här är precis fel sätt att utveckla Fiskars. Jag skulle hoppas att bolaget förändras från ett holdingbolag till ett börsbolag. Inte tvärtom.

Nokian Renkaat är snarare ett utropstecken. Bolaget är fantastiskt. Runt utropstecknet finns dock en varningstriangel – riskerna är klart större än i de flesta andra bolag. Därför beslöt jag att lite minska dess vikt i portföljen, men jag tänker absolut inte avstå från bolaget.

Till slut har jag även motvilligt lite minskat vårt ägande i TietoEnator. Detta var inte ett val, utan ett tvångsbeslut enligt fondens regler. Tulikivi och Exel utgör redan över 10% av fonden och TietoEnator höll som en följd av kursuppgången också på att överstiga gränsen i februari. Det tillåter inte reglerna. Sådana här försäljningar är såtillvida trevliga, att de helt enkelt är en följd av att vi har gjort en god placering.



Anders Oldenburg
portföljförvaltare
anders.oldenburg@seligson.fi



Ett av de bolag jag har ägt längst är också ett av Finlands äldsta bolag – det år 1797 grundade Tammerfors Klädesfabrik, som idag heter **Tamfelt** (bolagets ålder och mitt ägande är visserligen oberoende av varandra). Jag köpte Tamfelt första gången 1986 och det har funnits i Phoebus portfölj sedan fonden startade.

Tamfelt hör till Europas ledande producenter av textilier för pappersmaskiner. En pappersmaskin är ju som en mangel, där våt pappersmassa gradvis torkas och pressas till papper. Massan löper på ett band av textilier. Ofta, speciellt i moderna stora pappersmaskiner, är dessa textilier (våtviror, torkningsviror och pressfilter) gjorda av Tamfelt. Bolaget hör alltså till Finlands skogskluster.

Till skillnad från vad man kunde tro är bolaget inte (ännu) världsledande. I Europa är Tamfelt den femte största producenten av pappersmaskintextilier med 12% marknadsandel. I resten av världen är bolaget svagare. Men, trots att marknadsledaren Albany International är sex gånger större än Tamfelt har Tampfelts lönsamhet länge hört till branschens bästa globalt.

Bolaget är alltså välskött. För detta får man speciellt tacka Tampfelts styrelse, som redan i medlet av 90-talet, då branschen konsoliderades kraftigt, fastställde som strategi att växa organiskt istället för genom förvärv. Jag tror att denna väg har varit den rätta.

Den operativa ledningen är också duktig. Risto Hautamäki anställdes 1995 som VD från Valmets pappersmaskindivision och vice VD Jyrki Nuutila har varit i huset sedan 1986. En viss risk är att båda herrarna närmar sig pensionsåldern. Men jag tror inte att Tampfelts styrelse kommer att misslyckas heller i valet av efterföljare, då den dagen kommer.

En strategi baserad på organisk tillväxt i en bransch som växer 2-3% per år gör inte Tamfelt till något snabbväxande bolag. Dess mål är att växa 7% per år. Under de senaste 10 åren har detta inte lyckats – 1993-1998 växte Tamfelt 33% (6% per år) och åren 1998-2003 bromsade tillväxten till 21% (4% per år), närmast beroende på den svagare dollarkursen.

Den svaga dollarn har också tårt på marginalerna. Fjölårets rörelsemarginal (10%) var den sämsta på ett decennium. Som bäst var den år 1997 (20%) efter vilket den gradvis har sjunkit. Jag skulle dock inte lägga detta på Risto Hautamäkis konto, utan det beror snarare på dollarn och pappersindustrins konjunkturer. En vändning mot det bättre har redan skett.

Ett normalår gör Tamfelt 80-90 cent i resultat per aktie (ett gott år kanske 1,10-1,20 euro). Bolagets normaliserade P/E-tal är alltså ungefär 15, vilket för ett bolag som är skuldfritt men växer ganska långsamt inte är helt billigt men inte heller helt omöjligt högt.



Stora pojkar har stora leksaker. Någon kunde tro att Scania inträde i portföljen är ett första symptom på fondförvaltarens medelålderskris. Jag lovar att så inte är fallet. Bolaget är ett av de bästa jag känner (globalt).

Scania är inte störst i sin bransch – Volvo, Mercedes och Freightliner säljer fler lastbilar och MAN är av samma storlek som Scania – men är branschens lönsammaste bolag. Scania's rörelsemarginal har redan i mer än 15 år varit bättre än alla huvudkonkurrenternas – varje år.

Vad är Scania's hemlighet? I all sin enkelhet är det en stenhård fokus endast på tunga lastbilar (>16tn); produktion, försäljning, service och finansiering av och endast av dessa.

Scania är branschens starkaste varumärke. Delvis därför är dess lastbilar lite dyrare än konkurrenternas. Då bolaget dessutom är branschens mest kostnadseffektiva – Scania har redan i 30 år implementerat modulär produktion – är resultatet det klart bästa i branschen. Också inom service är Scania effektivt. För fyra år sedan tog det 10h 28min från det en chaufför ringde en Scania-verkstad tills bilen var tillbaka i trafik. Idag tar det 4h 26min.

Lastbilsförsäljning är cykliskt, men service ger en basvolym som försvarar lönsamheten också i svåra tider. Senast gjorde Scania förlust år 1934. Som sämst har rörelsemarginalen i närhistorien varit 5% (1993 och 2001), som bäst över 16% (1989 och 1995). I medeltal har rörelsemarginalen under de senaste 15 åren varit 10,2%. I fjol var den 10,1%.

Resultatet per aktie för 2003 (15,17 kronor) representerar alltså medlet av cykeln. Med dagens kurs (SEK 230) är Scania's P/E-tal cirka 15 och bolaget är nästan skuldfritt (exklusive kundfinansiering). Värderingen är något hög men inte sanslös, speciellt som Scania under 1990-talet har vuxit organiskt med hela 8% per år. Av detta är hälften en ökning i antalet sålda lastbilar och hälften "pris" (varav största delen är en ökad andel service). Scania har nyligen lanserat en helt ny produktgeneration (R-serien) som torde förbättra lönsamheten från 2005. Produkterna förnyas ganska sällan, senast 1995, 1988 och 1980.

Det är alltså inte helt förvånande att Leif Östling i VD:s översikt säger: "Framför oss väntar ett år som har förutsättningar att bli det mest spännande i Scania's historia". Men det är tuftt sagt av en kille som lett Scania i 15 år.

Då jag skriver detta (31.3.) pågår som bäst Scania's Capital Markets Day i Södertälje. Jag beslöt delta på webben istället för att resa – det är billigare. Tyvärr betyder det också att jag inte får provköra den nya R-seriens långtradare. Men kostnader har betydelse och Scania är en placering för oss – inte min leksak.