

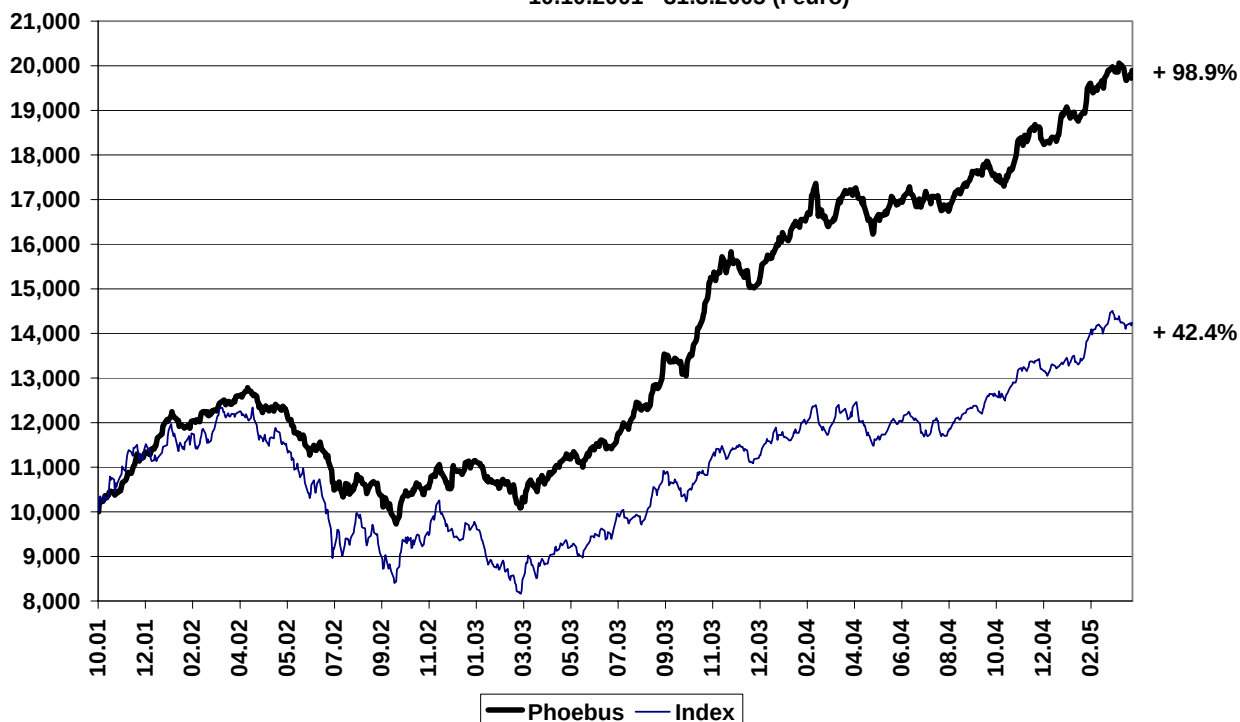
Seligson & Co Phoebus

Kvartalsrapport 1 / 2005

andelens
värde

Phoebus och jämförelseindex

10.10.2001 - 31.3.2005 (i euro)



Avkastning och risk	Fonden		Jämförelseindex	
31.12.2004			75% Hex portfolio avkastning, 25% MSCI AC WNDR	
	Avkastning	Volatilitet	Avkastning	Volatilitet
3 mån.	7,8 %	7,2 %	7,4 %	8,0 %
1 år	20,2 %	8,2 %	17,9 %	9,0 %
3 år	57,9 %	10,7 %	16,7 %	14,2 %
Från startdatum	98,9 %	10,4 %	42,4 %	14,4 %
Från startdatum per annum	21,9 %		10,7 %	

Kostnader, nyckeltal	1.1.-31.3.2005
Avgifter sammanlagt (TER) %	1,01 %
Avkastningsbunden provision	0,25 %
Transaktionskostnader %	0,09 %
Totalkostnadsandel (TKA) %	1,10 %
Portföljens omsättningshastighet	42,84 %
Förmedlingsarvoden betalda till företag inom samma koncern	0,00 %
Tracking error	9,23 %
Närkretsens ägarandel	21,71 %

Under det första kvartalet sålde jag aktier för 1,4 miljoner euro (knappt 10% av fonden). Volymen motsvarar tre fjärdedelar av alla försäljningar som Phoebus gjort under hela sin historia före detta kvartal. Jag har inte fått fnatt (men det är orsak att beskriva affärerna så att ni själva kan övertyga er om det).

VÄRDEPAPPERSPLACERINGAR 31.3.2005

	Antal	Kurs valuta	Kurs EUR	Marknads- värde EUR	% av fonden
Exel	80000		25,65	2 052 000	13,0%
Tietoenator	52000		26,36	1 370 720	8,7%
Tulikivi	219400		6,20	1 360 280	8,6%
Lassila & Tikanoja	91200		14,61	1 332 432	8,4%
Stockmann A&B	51000		25,92	1 322 141	8,4%
Vacon	57000		13,56	772 920	4,9%
Puuhamaa	14000		41,23	577 220	3,7%
Nokian Tyres	4000		124,43	497 720	3,2%
Fiskars A	50400		9,15	461 160	2,9%
Suominen	125000		3,61	451 250	2,9%
Tamfelt pref	50000		8,30	415 000	2,6%
Inhemska aktier				10 612 843	67,2%
Handelsbanken B	48000	167,00	18,25	876 137	5,6%
Air Liquide	3500	143,10	143,10	500 850	3,2%
Scania B	15000	299,50	32,73	491 024	3,1%
State Street	11000	43,51	33,56	369 170	2,3%
Automatic Data Processing	10000	44,99	34,70	347 025	2,2%
Securitas	28000	112,50	12,30	344 291	2,2%
Tomra	85000	28,50	3,47	294 952	1,9%
Vestas	24000	83,00	11,14	267 411	1,7%
Walmart de Mexico	72601	39,08	2,69	195 269	1,2%
Utländska aktier				3 686 128	23,4%
SUMMA aktier				14 298 971	90,6%
Konter				1 487 250	9,4%
FONDENS VÄRDE				15 786 221	100,0%
Antal andelar (A-korrigerat)				793 664,31	
Värde per A-andel				19,890	

FONDENS UTVECKLING

Det nya året började lika fantastiskt som det gamla slutade. Phoebus jämförelseindex steg under första kvartalet med hela 7,4%. Förvånansvärt nog steg Phoebus lite mer (7,8%). Detta överraskade mig främst därför att fondens kassa var exceptionellt stor under kvartalet, i medeltal 13-14% av fondens värde.

Sedan start har Phoebus stigit 98,9% medan marknaden har avkastat 42,4%.

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

FÖRSÄLJNINGAR

Jag försöker handla våra aktier möjligast lite. Detta av den enkla orsaken att onödiga affärer helt säkert kostar, men deras effekt på avkastningen är långt ifrån säker.

Under det första kvartalet sålde jag aktier för 1,4 miljoner euro (knappt 10% av fonden). Volymen motsvarar tre fjärdedelar av alla försäljningar som Phoebus gjort under *hela sin historia* före detta kvartal. Jag har inte fått fnatt (men det är orsak att beskriva affärerna så att ni själva kan övertyga er om det).

Hälften av summan beror på att försäljningen av Chips till Orkla, som jag berättade om i senaste rapport, slutfördes i mars. Vi ägde Chips endast i drygt ett år och jag hade gärna ägt bolaget mycket längre, men nu hade jag tyvärr inget val.

En fjärdedel av försäljningarna berodde på att vi lyckats. Jag minskade vårt innehav i Exel, för att dess andel av portföljen hade blivit onödigt stor efter den kraftiga kursuppgången. Jag minskade också innehavet i Nokian Tyres efter aktiens rally.

Den sista fjärdedelen av försäljningarna berodde på mina tidigare misstag. Jag sålde alla våra aktier i Carrefour och Merck & Co. Jag borde aldrig ha köpt dem.

Carrefour gav i februari sparken åt sin chef Daniel Bernard, som jag tyckte hade gjort ett gott jobb. Samtidigt som Bernard slutade några andra nyckelchefer och styrelsemedlemmar. Det verkar som om det var fråga om en maktkupp av en av ägarfamiljerna, ledd av den sparkade chefen för det sorgliga bolaget Marks & Spencer.

Jag tycker fortfarande att Carrefour verkar som ett bra och billigt bolag, men jag tycker inte om virrighet. En maktkamp kan knappast låta bli att lämna spår också i affärsverksamheten och jag kan inte längre tycka att ledningen (= styrelsen) är bra. Därför beslöt jag att sälja våra aktier, som avkastade ungefär 5% på ett halvår.

Merck & Co drog i september sin värkmedicin Vioxx från marknaden, efter att bolaget märkt att preparatet förorsakar hjärtrisker. Efter långt övervägande sålde jag våra aktier i slutet av mars. Placeringen var mycket dålig, vi förlorade cirka -60% mätt i euro. En klen tröst var att åtminstone mitt

eftertänkande belönades, då aktien steg 25% från sitt botten i november efter att den spekulativa excessen ebbade ut.

Beslutet att sälja var svårt. Inte därför att jag inte skulle våga erkänna mina misstag utan för att jag fortfarande tycker att Merck är världens kanske mest etiska läkemedelsbolag. Denna uppfattning förstärktes faktiskt av Vioxx-affären. FDA har nu konstaterat att Mercks medicin inte är farligare än konkurrenternas motsvarande. Merck tänkte på patienterna och drog tillbaka produkten. Konkurrenterna tänkte på Gud vet vad och fortsatte sälja sina.

Jag beslöt ändå att sälja våra aktier. Mercks största produkt (kolesterolmedicinen Zocor) mister sitt patentskydd om drygt ett år. Branschens bästa bolag har råd med en stor förlust men knappast med två samtidigt.

KÖP

Vårt enda nya bolag är Tervakosken Puuhamaa (mer på nästa sida). Jag har också ökat vårt innehav i några andra bolag. Kassan är fortfarande stor (knappt 10% av fonden), därför att nuvarande värderingar inte medger tilläggsköp av alla våra företags aktier.

PRIS OCH VÄRDE

Det har nu gått två år sedan aktiemarknaden vände upp. Under denna period har Phoebus jämförelseindex avkastat 67% (Finland 81%, världen 31%). Phoebus har stigit 89%. Men har bolagens värde stigit lika mycket?

Självklart inte. Ett företags värde är nuvärdet av dess framtida dividender. Punkt. Det är uppenbart att bolagens – varken genomsnittsbolagets eller våra bolags – intjäningsförmåga för en evig framtid inte på två år nästan har fördubblats.

Många företags resultat har visserligen stigit kraftigt, men resultaten svänger med konjunkturen. Vi lever i en annorlunda högkonjunktur – annorlunda därför att alla inte inser att det är en högkonjunktur (investeringarna sker i Asien och inte längre här) och annorlunda därför att räntorna är ovanligt låga.

Kombinationen av höga resultat och låga räntor är farlig för en aktieplacering. Varför? Därför att då båda variablerna normaliseras rör de sig båda åt fel håll ur placerarens synvinkel. Det är skäl att notera att risken på aktiemarknaden är klart högre än vanligt.

Eller för att citera den amerikanske placeraren Warren Buffett: "Price is what you pay. Value is what you get." Jag försöker se till att vi även i framtiden får valuta för våra pengar, men det blir allt svårare.



Anders Oldenburg
portföljförvaltare
anders.oldenburg@seligson.fi



Vår nyaste placering är Tervakosken Puuhamaa, som driver fyra vattenparker – Puuhamaa (i Tervakoski), Visulahti (i St Michel), Serena (i Esbo) och Wasalandia (i Vasa). Puuhamaa och dess symbol Puuha-Nalle är definitivt en sympatisk placering, men är det också en lönsam sådan?

Tankeprocessen som fick mig att göra placeringen var följande: Jag studerade först det amerikanska nöjesfältet Six Flags, som är konkursfärdigt (jag ville förstå varför). Då jag gjorde detta stötte jag på nöjesparkbolaget Cedar Fair, som antagligen är bäst i sin bransch. Jag övervägde att placera i Cedar Fair men tyckte bolaget var lite dyrt. Processen fick mig att tänka igenom branschens intjäningslogik.

En traditionell nöjespark är mycket kapitalintensiv. Därför föds nya sällan – de flesta ledande parker är över hundra år gamla. Besökarna är ganska lojala, även om volymerna fluktuerar något med vädret. Kundservice och kontinuerligt förnyande är de faktorer som avgör framgången.

Vattenparker är mycket liknande. De är inte riktigt lika kapitalintensiva men det byggs sällan nya, främst för att lönsam verksamhet förutsätter hundratusentals kunder. Så här började jag tänka på Puuhamaa. Min tankecirkel slöt sig betydligt närmare hemma än vad jag ursprungligen trodde (och väl så!).

Jag hade senast träffat bolagets ledning i början av 1990-talet (men hållit ett vänsteröga på bolaget) så jag åkte iväg och träffade Erkki Mattila innan jag gjorde något annat. Min uppfattning om ett välskött bolag med en exceptionellt stark marknadsposition förstärktes.

Tillväxten är det största frågetecknet. En etablerad vattenpark växer närmast genom prishöjningar. Till exempel under perioden 1997-2004 varierade Puuhamaa's besökarantal i takt med vädret mellan 144.000 och 191.000 (medeltal 165.000). Någon "väderkorrigerad" tillväxt syntes inte. För Visulahti var samma siffror 179-205 tusen (medeltal 193).

Förutom tillväxten var mina andra placeringskriterier (marknadsposition, skuldsättning, ledningens kvalitet och värdering) helt klart i skick. Bolaget är i praktiken skuldfritt och värderas till P/E 9-10 på ett normalårs resultat (säsongen 2003/04 var besökarantalet lite lägre än medeltal så det fungerar som ett "normalår", bolaget tjänade 4,37 euro per aktie).

Frågan blev alltså: Kan jag förvänta mig någon tillväxt alls och räcker den i så fall till givet att värderingen är 40-45% lägre än i bolag som växer i samma takt som ekonomin?

Om antalet besökare inte ökar finns tre källor för tillväxt: 1) prishöjningar, 2) nya parker och 3) nya affärsområden. Prishöjningarna har varit 2-3% per år, bolaget har på 15 år vuxit från en park till fyra och det är inte helt uteslutet att dess varumärken kunde utnyttjas för närliggande verksamheter. Jag beslöt placera.

Förra sommaren var usel och Puuhamaa's resultat för ingående räkenskapsår (som slutar 30.4.) blir dåligt. Jag tycker inte det har någon betydelse. Vi äger våra bolag långsiktigt och om en orsak till Puuhamaa's relativt låga värdering (på en annars spekulativ marknad) är att placerarna oroar sig för resultatet kan det vara ett gott tillfälle att köpa.



STATE STREET
For Everything You Invest In™

Jag märker till min glädje att jag redan har presenterat alla våra utländska bolag en gång i dessa rapporter. Vi är alltså genuint långsiktiga placerare. Jag börjar på nytt från State Street –banken, som jag första gången presenterade i rapporten 1/2002 (tre år är såtillvida en bra frekvens att det är ungefär minimiperioden inom vilken bolagen hinner förändras).

State Street är fortfarande världens ledande värdepappersförvarare och förvaltare av institutionella medel. Banken har 9500 miljarder dollar i förvar, 1350 miljarder under förvaltning och beräknar dagligen värden för över 6000 placeringsfonder (i USA).

På tre år har försvarsvolymen ökat 53% av vilket majoriteten (35%) beror på förvärvet av Deutsche Banks förvarsverksamhet år 2003. Förvaltningsvolymen har ökat 75%, främst organiskt. Resultatet per aktie har vuxit 19%, eller 5,9% per år.

Tillväxten har varit en besvikelse. För tre år sedan skrev jag att bankens mål är att växa 12-13% per år reellt. Utfallet är långt ifrån målet. Detta beror delvis på den svåra marknaden men det visar också att stora förvärv alltid kräver ledningens fokus och därmed inverkar negativt på den organiska tillväxten. Integreringen av Deutsche Banks verksamhet verkar ha lyckats, men projektet som sträckt sig över två år torde vara huvudförklaringen till att State Streets egen verksamhet utvecklats blygsamt.

För tre år sedan sade jag att med dåvarande kursnivå (\$54) P/E-talet är det lägsta på fem år (23,8x det estimerade resultatet för 2002). Idag kostar aktien \$43 och kursen har alltså sjunkit med 20% på tre år (i dollar, och mer i euro). Vad gick då fel?

Trots att resultatet kontinuerligt har ökat har **tillväxten** i resultatet på grund av Deutsche Bank –affären blivit endast 6% per år istället för de cirka 10% som marknaden förväntat sig.

Då koncernchefen David Spina förra sommaren plötsligt avgick försämrades marknaden redan nedsatta förtroende ytterligare (sannolikt utan orsak, då hans efterträdare Ron Logue har jobbat 15 år i banken och verkar duktig). Också räntenivåns vändning uppåt tolkades negativt (helt korrekt, men bara på kort sikt).

Som en följd av kursnedgången värderas State Street idag till P/E 17,4x eller något lägre än genomsnittet för den amerikanska marknaden och lägre än på nio år. Banken är värd mer idag än för tre år sedan – dess strategiska position är starkare och den tjänar mer pengar än då – men dess pris är mycket billigare.

För en långsiktig placerare är detta ett gott läge. Jag har gradvis ökat vårt ägande för jag litar på State Street lika mycket idag som för tre år sedan. Som en placering är banken mycket tryggare idag, eftersom priset är lägre (eftersom marknadens förväntningar är mer pessimistiska än tidigare). Det passar oss.

Som Warren Buffett har sagt: "It is optimism that is the enemy of the rational buyer."