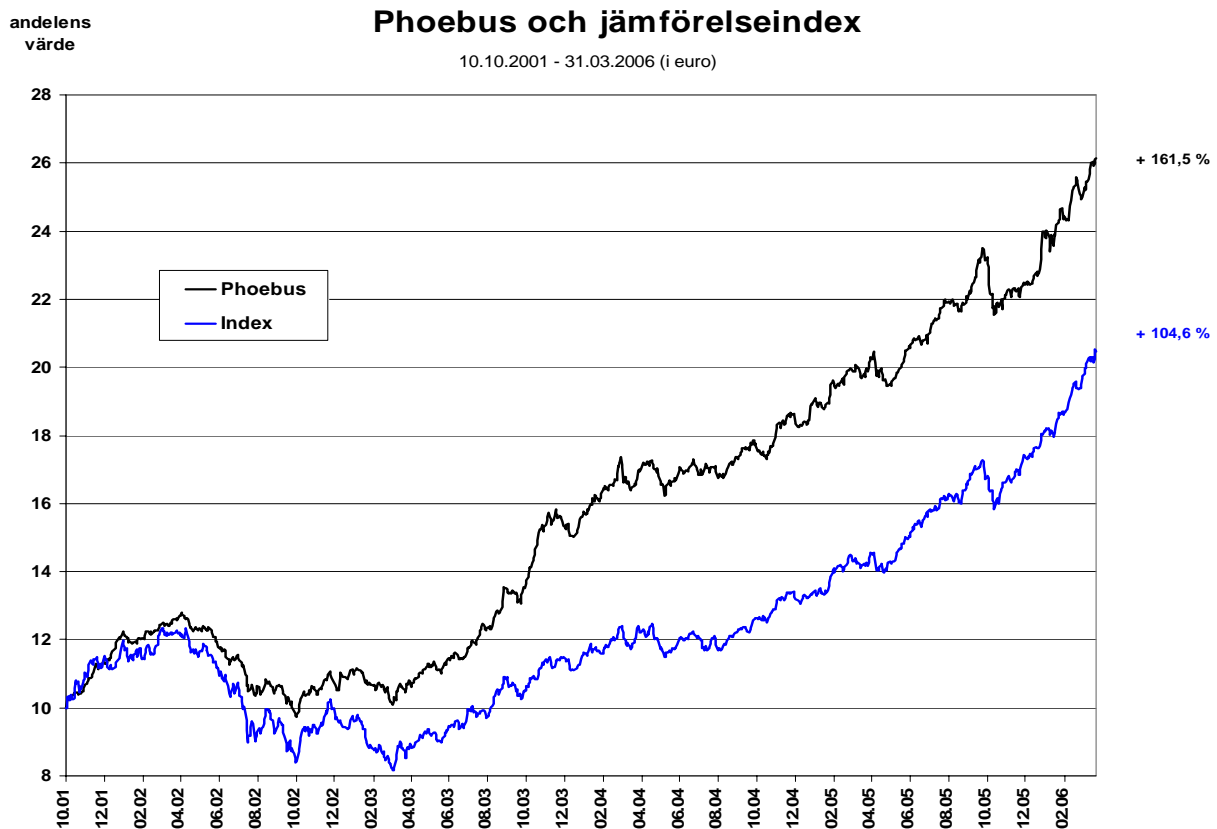


# Seligson & Co Phoebus

## Kvartalsrapport 1 / 2006



Avkastning och risk	Fonden		Jämförelseindex	
	Avkastning	Volatilitet	Avkastning	Volatilitet
<b>31.3.2006</b>			75% Hex portfolio avkastning, 25% MSCI AC WNDR	
3 mån.	14,9 %	11,5 %	16,1 %	7,8 %
1 år	31,5 %	9,6 %	43,7 %	8,9 %
3 år	149,0 %	9,5 %	134,8 %	10,1 %
Från startdatum	161,5 %	10,2 %	104,6 %	13,4 %
Från startdatum per annum	24,0 %		17,4 %	

Kostnader, nyckeltal	1.4.2005-31.3.2006
Avgifter sammanlagt (TER) %	0,77 %
Avkastningsbunden provision (från årets början)	0,00 %
Transaktionskostnader %	0,03 %
Totalkostnadsandel (TKA) %	0,80 %
Portföljens omsättningshastighet	-7,87 %
Förmedlingsarvoden betalda till företag inom samma koncern	0,00 %
Tracking error	8,73 %
Närkretsens ägarandel (31.3.2006)	17,13 %

*" Om ett bolag inte kan utveckla sina unga förmågor till nästa generations ledare måste det vara något fel på den äldre generationens ledare."*

**SPECIALPLACERINGSFONDEN PHOEBUS****VÄRDEPAPPERSPLACERINGAR 31.3.2006**

	<b>Antal</b>	<b>Kurs valuta</b>	<b>Kurs EUR</b>	<b>Marknads- värde EUR</b>	<b>% av fonden</b>
Tulikivi	210000		12,06	2 532 600	12,9%
Exel	135000		14,59	1 969 650	10,1%
Tietoenator	47000		32,07	1 507 290	7,7%
Lassila & Tikanoja	95000		15,82	1 502 900	7,7%
Vacon	61500		22,90	1 408 350	7,2%
Stockmann A&B	38000		32,54	1 236 620	6,3%
Vaisala	27000		26,98	728 460	3,7%
Nokian Renkaat	40000		14,46	578 400	3,0%
Puuharymä	14000		41,00	574 000	2,9%
Tamfelt pref	62000		9,25	573 500	2,9%
<b>Inhemska aktier</b>				<b>12 611 770</b>	<b>64,4%</b>
Handelsbanken B	55000	216,50	23,01	1 265 342	6,5%
Air Liquide	4500	152,30	152,30	771 750	3,9%
Tomra	95000	52,50	6,59	626 515	3,2%
State Street	12000	59,64	49,29	591 471	3,0%
Securitas	37000	150,00	15,94	589 767	3,0%
Automatic Data Processing	14000	46,17	38,16	534 198	2,7%
Scania B	15000	335,00	35,60	533 978	2,7%
Vestas	24000	155,75	20,87	500 905	2,6%
Walmart de Mexico	165202	28,82	2,18	360350	1,8%
<b>Utländska aktier</b>				<b>5 774 277</b>	<b>29,5%</b>
<b>SUMMA aktier</b>				<b>18 386 047</b>	<b>93,9%</b>
<b>Kontanter</b>				<b>1 198 889</b>	<b>6,1%</b>
<b>FONDENS VÄRDE</b>				<b>19 584 936</b>	<b>100,0%</b>
Antal andelar (A-korrigerat)				748 891,73	
Värde per A-andel				<b>26,152</b>	

## FONDENS UTVECKLING

Inledningen på det nya året var otrolig. Phoebus jämförelseindex steg under det första kvartalet med hela 16,1%, som var den bästa marknadsutvecklingen under Phoebus historia. Phoebus hölls inte riktigt med i denna utveckling men avkastade ändå goda 14,9%.

Sedan start har Phoebus avkastat 161,5% och marknaden mätt med fondens jämförelseindex 104,6%.

Det är ingen överraskning att Phoebus inte klarar sig särskilt väl på en spekulativ, kraftigt stigande marknad. Jag berättade det redan i den "Manual för Andelsägare", som jag skrev i januari 2002 då fonden nyss hade startat. Det beror helt enkelt på att våra bolag är finansiellt starka, gör kontinuerligt bra avkastning på sitt sysselsatta kapital och har en bra ledning. De är alltså inte särskilt spekulativa.

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.

## FÖRSÄLJNINGAR OCH KÖP

Jag berättade i senaste rapport att jag exceptionellt hade sålt ett av våra bolag (Fiskars) helt och hållet i december. Exceptionella händelser repeterar sig ibland (åtminstone i vissa bolags bokföring) och jag måste erkänna att jag igen har sålt ett bolag, denna gång Suominen.

Heikki Bergholm är alltså inte längre vår portföljförvaltare. Han skulle visserligen inte ha varit det ändå, eftersom han i maj kommer att lämna över chefskapet för Suominen åt Kalle Tanhuanpää, som kommer från Huhtamäki.

Mitt säljbeslut berodde inte enbart på att ledningen byts. De av er som länge har ägt Phoebus vet att jag en längre tid har ansett Suominen höra till de svagare av våra placeringar – precis som Fiskars. (Då jag skriver detta märker jag att jag har lyft min produktivitet genom att helt enkelt kopiera den förra rapporten. Det kommer inte att bli en vana.)

Suominen har inte nått sin egentliga resultatpotential på åtta år. I flera år trodde jag att det berodde på konjunkturen och tillfälliga motgångar. Under de senaste två åren har det dock gradvis gått upp för mig att bolagets kvalitet var sämre än jag hade trott. Suominen är lite för mycket bulkvarutillverkare för min smak.

Placeringen var alltså ett klart misstag. Den avkastade visserligen +191.000 euro, eller 28%, så den var kanske ingen total katastrof. Men avkastningen är olovligt dålig med tanke på att Phoebus jämförelseindex har mer än fördubblats sedan start.

Tidpunkten för försäljningen var sannolikt dålig – Heikki skulle knappast lämna över ett bolag som han inte upplevde vara internt i bättre skick än tidigare. Jag beslöt ändå sälja

istället för att vänta på en kursuppgång därför att Suominen är så skuldsatt att aktien inte är helt billig även om resultatet skulle förbättras.

Med nuvarande kurs (€3,60) är Suominens marknadsvärde 85 miljoner euro, till vilket bör läggas bolagets nettoskuld på 98me. Dess bruttovärde är alltså 183me. En "normal" rörelsemarginal är ungefär 10% i nonwovens, 5% i fuktdukar och 7% i plastförpackningar, eller tillsammans cirka 15me med nuvarande volymer. EV/EBIT är alltså 12,2x, vilket motsvarar ett skuldfritt P/E-tal på 16,5x. Jag tycker det är för mycket för en bulkproducent (men min uppfattning om normal rörelsemarginal kan vara lite försiktig).

Skuldsatta bolag har visserligen hävstång åt båda hållen – även uppåt, om bolaget får sitt resultat i skick. Men eftersom 1) ledningen byts, 2) jag är besviken på bolagets kvalitet och 3) aktien inte är speciellt billig var beslutet egentligen till slut ganska enkelt.

För att denna rapportens tema, som alltså verkar vara en upprepning av föregående rapport, skall vara komplett kunde jag till slut ännu skryta lite med mina köp av aktier i Vaisala. Senast berättade jag att jag hade köpt aktier till rabatt genom personaloptioner. I början av året gjorde jag samma sak, med den skillnaden att aktierna inte längre berättigade till dividend för 2005. Jag fick dem därför cirka 1,60 euro under rådande börskurs. Dividenden var 0,75 euro, så vi tjänade 0,85 euro per aktie. Och, bäst av allt, vi betalade igen nästan inga handelsprovisioner!

## ÅRSBOKEN KOMMER SNART

Dagarna blir längre och soligare, vilket är ett tecken på att Phoebus Årsbok snart publiceras. (I den finska versionen av denna rapport skrev jag att skorna blir våta, men det är full vår där ute nu då jag översätter dessa rader så den svenska versionen är lite soligare).

Dessa rapporter har begränsat med utrymme för att presentera Phoebus placeringar och placeringsfilosofi. Årsboken är mer detaljerad. Jag rekommenderar att ni läser den (den utkommer i medlet av maj på finska och senast i juni på svenska).



Anders Oldenburg, CFA  
portföljförvaltare  
[anders.oldenburg@seligson.fi](mailto:anders.oldenburg@seligson.fi)



Jag presenterade senast Tulikivi i vår rapport 2/2002 och påstod då att bolaget är en stabil stengrund för vår portfölj, tack vare sin kvalitet och relativt låga värdering. Detta trots de företagsköp den tidigare ledningen hade gjort inom byggnadsstenar.

Och vilken stengrund aktien blev! Sedan dess har vår placering lite mer än fyrfaldigats (med kursen €13,40 före dividenden och splitten i april). Jag hade tyvärr rätt också vad gällde mina farhågor. Byggnadsstenbranschen visade sig vara något helt annat än att sälja täljstensugnar till konsumenter. Lönsamheten förblev svag, och verksamheten har körts ned, förutom en liten men lönsam dekorativ stenverksamhet för konsumenter.

Jag tycker detta är en bra lektion i placering, som ger oss följande lärdomar: 1) företag gör ibland misstag men 2) man skall inte betona sina farhågor för tungt, eftersom 3) bra företagsledning korrigerar sina misstag snabbt (och lär sig av dem). Den viktigaste lärdomen är alltså att företagsledningens kvalitet är helt avgörande för hur en placering lyckas på lite längre sikt.

Jag har tidigare hyllat Tulikivis ledning, speciellt Juha Sivonen, som har varit företagets VD sedan 2001. Jag gör det igen – det finns aldrig tillräckligt många duktiga företagsledare och de få som jag lyckas hitta förtjänar vårt tack, våra hyllningar och vårt förtroende.

I början av april gjorde Tulikivis ledning sitt modigaste beslut hittills, genom att köpa den finska tillverkaren av kakelugnar, Kermansavi, för 15,7 miljoner euro (inklusive skuld). Detta återspeglar den strategiförändring som Tulikivi sedan årsskiftet har talat om - bolaget ser sig idag mer som ett ugnsbolag än som ett täljstensbolag. Jag tycker det är rätt strategi (jag har alltid tyckt att Tulikivi egentligen är ett ugnsbolag).

Kermansavis pris är relativt högt (10x EBIT före synergier och 7,5x inklusive dessa), men jag tror betydligt mera på den här affären än på att köpa byggstenbolag. Tulikivi kontrollerar 60% av den finska marknaden för täljstensugnar, Kermansavi 50% av marknaden för kakelugnar. Bolagens verksamhetsfilosofi är mycket liknande. Båda satsar på kvalitet, varumärke och kundservice. Installeringen av bådats produkter utförs av externa entreprenörer ("ugnsmästare").

Kermansavi ökar Tulikivis inhemska ugnsförsäljning med hälften och det nya bolagets marknadsandel är 30% (av alla ugnar). Kermansavis nätverk av specialbutiker förstärker betydligt Tulikivis distribution i Finland. Dessutom möjliggör Tulikivis nätverk utomlands i något skede export av kakelugnar. En såhär stor affär för givetvis med sig risker, så åtminstone på kort sikt (2006-2007) kommer den att göra aktien mer riskfylld än tidigare.

Risken har ökat också därför att värderingen har stigit. Då det skuld fria P/E-talet för fyra år sedan var 14,9x var det ännu i förra årsskiftet 15,4x. De första 160% av vår avkastning förklaras av att resultatet har förbättrats. Men kursstegringen är 2006 – hela 65% - börjar kräva helt nya resultatnivåer för att vara försvarbar.

Jag har därför minskat vår placering i Tulikivi med 10% och kommer sannolikt att minska den ytterligare i någon mån. Efter kursstegringen har Tulikivis andel av vår portfölj nämligen stigit till hela 13%, vilket är för mycket sett ur riskhanteringsynpunkt även för ett såhär fint bolag.

Handelsbanken skrev jag senast om för dryga två år sedan. Detta är ett bra tecken, eftersom det innebär att de 9 utländska bolagen i vår portfölj inte har bytts ut alls under de senaste två åren (9 bolag tar 9 kvartal att gå igenom). På två år hinner inte så mycket hända, så banken är fortfarande en av de mest kostnadseffektiva i Europa, dess kapital avkastar fortfarande mer än konkurrenternas och dess kunder är fortfarande mycket nöjda.

Den viktigaste förändringen skedde förra hösten, då bankens långvarige ordförande Arne Mårtensson beslöt segla jorden runt, med start nästa sommar. Den nuvarande verkställande direktören Lars O. Grönstedt blir efter stämman i april ny ordförande och till ny VD utsågs unge Pär Boman (f.1961), som har hunnit arbeta för banken i 15 år.

Det är ingen slump att platserna fylldes internt. Det är Handelsbankens sätt att jobba. Förra året fylldes 96% av alla öppna chefsposter på SHB i Sverige internt. På nya marknader kom något fler av cheferna utifrån (vilket är naturligt, eftersom banken per definition har färre interna resurser på nyare marknader).

Jag tycker att internrekryteringar nästan alltid är det vettigaste alternativet. Om ett bolag inte kan utveckla sina unga förmågor till nästa generations ledare måste det vara något fel på den äldre generationens ledare.

Sett mot denna bakgrund har det ofta förvånat mig en hur stor del av alla chefsrekryteringar som görs externt, till och med i stora bolag. Att använda "headhunters" är inte bara dyrt, det är ett tecken på att något inte står rätt till.

Det är alltid lite riskabelt för placeraren då högsta ledningen byts. I detta fall tror jag dock att risken är mindre än vanligt, dels för att SHB:s kultur är stark och dess strategi är klar, dels för att Grönstedt fortsätter i styrelsen. Jag citerar Grönstedt:

*"Det är med stor förtröstan jag nu lämnar chefskapet över Handelsbanken vidare till Pär Boman. Jag har alltid varit stolt över att arbeta för Handelsbanken. När Pär Boman nu tar över vet jag att jag kommer att fortsätta vara det."*

Jag tror Grönstedt har rätt. Även Boman kommer säkert efter 5-10 år att berättigat vara stolt över sin bank. SHB har under de senaste åren öppnat ett tiotal nya kontor per år utanför Sverige, och takten kommer säkert att öka nu då koncepten är på plats. England är en speciellt lovande marknad.

Den näst största förändringen på två år har skett i aktiekursen, som har stigit 55% i kronor (50% i euro). Detta motsvarar relativt väl bankens resultatutveckling. Vinsten per aktie har (i kronor) på två år ökat 42%. Här är det dock skäl att märka att resultatkvaliteten är något sämre än tidigare, eftersom den starka aktiemarknaden syntes som stora aktievinster i förra årets resultat. Värderingen mätt på ett "normalt" resultat har alltså stigit något.

Men jag tappar inte min nattsömn då jag kan köpa en av Europas effektivaste och bäst skötta banker till ett P/E-tal på 13-14x. Speciellt inte då SHB är lite överkapitaliserad, vilket innebär att värderingen är något lägre än den verkar. Banken hör faktiskt till de av Phoebus placeringar som jag litar mest på i ett 10-15 års perspektiv.

Handelsbanken har i 34 år uppnått sitt mål att vara lönsammare än sina konkurrenter (till 1997 de svenska konkurrenterna, nu de nordiska och engelska). Detta kan inte bara vara god tur, det måste vara affärsmässig skicklighet.