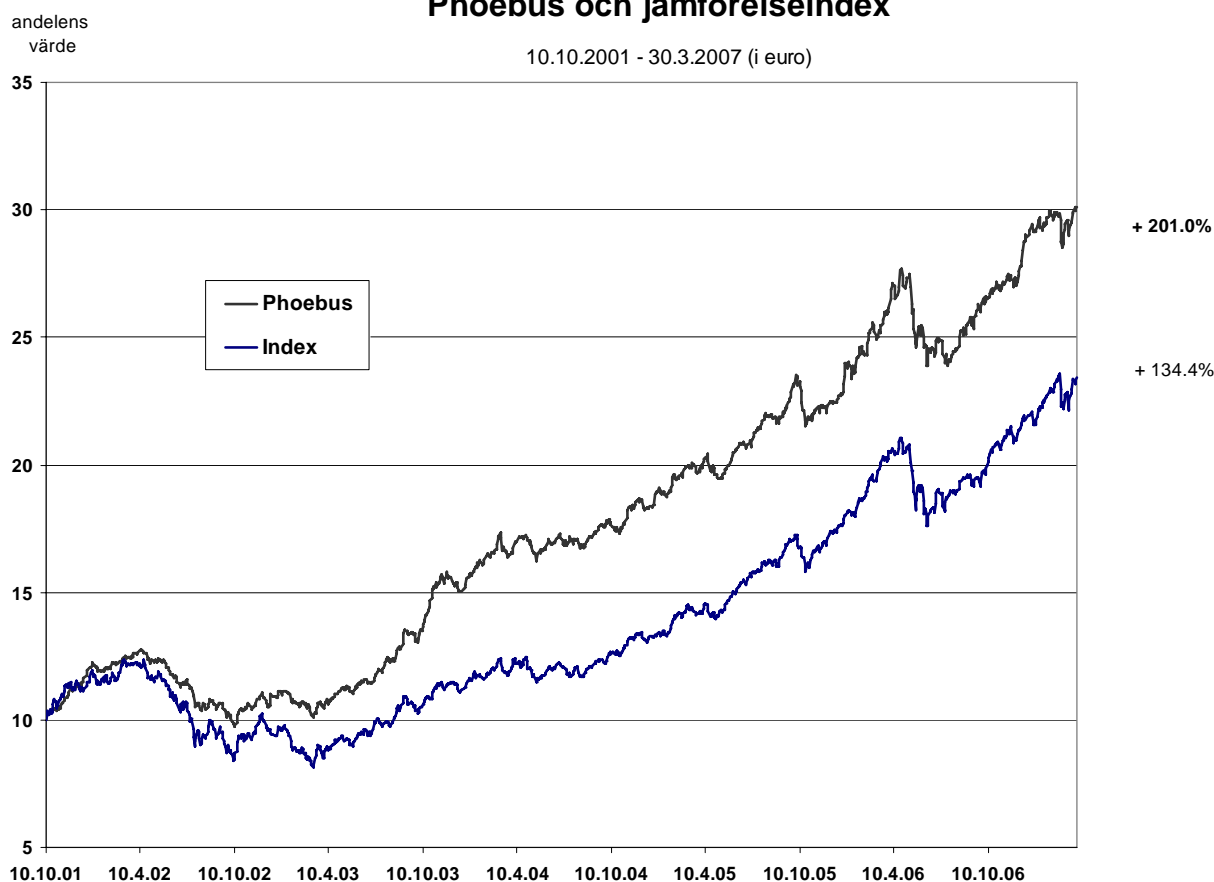


# Seligson & Co Phoebus

## Kvartalsrapport 1 / 2007

### Phoebus och jämförelseindex



Avkastning och risk	Fonden		Jämförelseindex	
31.03.2007	Avkastning	Volatilitet	75% OMX Helsinki Cap GI, 25% MSCI AC World NDR	
	Avkastning	Volatilitet	Avkastning	Volatilitet
3 mån.	3,2 %	10,7 %	6,8 %	12,6 %
1 år	15,1 %	12,2 %	14,5 %	13,6 %
3 år	81,9 %	10,1 %	94,0 %	10,7 %
5 år	139,0 %	10,8 %	92,0 %	13,2 %
Från startdatum	201,0 %	10,6 %	134,4 %	13,4 %
Från startdatum per annum	22,3 %		16,8 %	

Kostnader, nyckeltal	1.4.2006.- 31.3.2007
Avgifter sammanlagt (TER) %	0,77 %
Avkastningsbunden provision (från årets början)	0,00 %
Transaktionskostnader %	0,09 %
Totalkostnadsandel (TKA) %	0,86 %
Portföljens omsättningshastighet	44,75 %
Tracking error	9,62 %
Förmedlingsarvoden betalda till företag inom samma koncern	0,00 %
Storlek	22 766 949 €
Närkretsens ägarandel (31.3.2007)	17,02 %

*"Det är beklagligt att vår placering i Puuharyhmä blev så kortfristig. Vi ägde ju bolaget i bara två år. Det kommer att vara mycket svårt att hitta ett lika bra bolag istället. En viss tröst ger det faktum att vi på två år tjänade 145 % inklusive dividender. Men jag kommer att sakna bolagets sympatiska maskot Puuha-Nalle."*

## VÄRDEPAPPERSPLACERINGAR 30.3.2007

	<b>Antal aktier</b>	<b>Aktiekurs valuta</b>	<b>euro</b>	<b>Marknads- värde EUR</b>	<b>Andel av fonden</b>
Lassila & Tikanoja	95000		25,21	2 394 950	10,5%
Exel	135000		13,00	1 755 000	7,7%
Vacon	61500		27,80	1 709 700	7,5%
Tulikivi	500000		3,09	1 545 000	6,8%
Stockmann A&B	38000		32,66	1 241 080	5,5%
Tietoerator	47000		21,73	1 021 310	4,5%
Vaisala	27000		34,42	929 340	4,1%
Nokian Renkaat	40000		20,49	819 600	3,6%
Tamfelt pref	63200		11,50	726 800	3,2%
<b>Inhemska aktier</b>				<b>12 142 780</b>	<b>53,3%</b>
Handelsbanken A	60000	207,00	22,14	1 328 669	5,8%
Air Liquide	6000	180,81	180,81	1 084 860	4,8%
Hennes & Mauritz	20000	401,50	42,95	859 035	3,8%
State Street	12000	65,07	48,89	586 679	2,6%
Automatic Data Processing	16000	48,79	36,66	586 528	2,6%
Progressive	35000	21,81	16,39	573 538	2,5%
Costco	14000	53,70	40,35	564 860	2,5%
Fastenal	20000	34,75	26,11	522 183	2,3%
Tomra	95000	44,45	5,48	520 463	2,3%
Securitas Systems	200000	24,30	2,60	519 914	2,3%
<b>Utländska aktier</b>				<b>7 146 728</b>	<b>31,4%</b>
<b>SUMMA aktier</b>				<b>19 289 508</b>	<b>84,7%</b>
<b>Kontanter</b>				<b>3 477 441</b>	<b>15,3%</b>
<b>FONDENS VÄRDE</b>				<b>22 766 949</b>	<b>100,0%</b>
Antal andelar (A-korrigerat)				756 296,28	
<b>Värde per A-andel</b>				<b>30,103</b>	

## FONDENS UTVECKLING

Trots att marknaden fluktuerade en del var det första kvartalet fortfarande en exceptionellt god tid för aktiemarknaden. Phoebus jämförelseindex steg med 6,8%. Phoebus utvecklades klart sämre och steg med 3,2%.

Sedan start har Phoebus avkastat 201,0% medan dess jämförelseindex har avkastat 134,4%.

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.

## BYE-BYE PUUHA-NALLE!

I vår förra rapport berömdes jag vårt minsta bolag Puuharyhmä. Tyvärr äger vi det inte längre. Det spanska nöjesparksbolaget Aspro Ocio erbjöd sig i mars att köpa alla aktier i Puuharyhmä.

Jag övervägde att invänta det egentliga uppköpserbjudandet för att kunna sälja våra aktier utan att betala handelskommissioner. Men jag räknade att den overnight-ränta vi får på pengarna – cirka 128 euro per dag – överstiger handelskostnaderna (1197 euro) på mindre än tio dagar. Så snabbt sker inte inlösningen, så jag sålde våra aktier åt Aspro över börsen.

Det är beklagligt att vår placering i Puuharyhmä blev så kortfristig. Vi ägde ju bolaget i bara två år. Det kommer att vara mycket svårt att hitta ett lika bra bolag istället. En viss tröst ger det faktum att vi på två år tjänade 145% inklusive dividender. Men jag kommer att sakna bolagets sympatiska maskot Puuha-Nalle

## ¡ADIOS A MÉXICO!

Jag berättade redan i vår rapport 4/2004 att jag en tid har övervägt att byta våra aktier i Wal-Mart de México till dess moderbolags aktier. Wal-Marts enorma storlek har dock hindrat mig, för jag avskyr byråkrati. I februari sålde jag våra aktier i Walmex men istället köpte jag inte Wal-Mart, som jag ursprungligen hade tänkt. Jag köpte aktier i Costco Wholesale. Mer om Costco nedan.

Varför var vi alls i ett så exotiskt land som Mexico? Då jag köpte aktierna i Walmex i januari 2002 var bolagets P/E-tal cirka 25x och Wal-Marts P/E-tal cirka 40x. På fem år har Walmex resultat stigit 150% och Wal-Marts 90%. Walmex kurs har över samma period stigit 250%, Wal-Marts kurs har sjunkit 20%. Walmex P/E-tal är idag 34x, Wal-Marts bara 17x.

Dessa värderingsförändringar illustrerar hur världen har förändrats på bara fem år. I början av 2002 såg placerarna mer risk än potential på utvecklade marknader som Mexico. Aktierna var därför relativt billiga. Därför köpte jag Walmex. Jag antog att bolaget skulle växa lite snabbare än Wal-Mart i USA trots att Walmex var klart billigare. Idag är placerarna mest ivriga beträffande de minst utvecklade marknaderna. Potentialen är nu i priset, riskerna ej längre. Därför tyckte jag det var bäst för oss att lämna Mexico.

## ¡ADIOS A MÉXICO!

Under början av året fullbordade jag äntligen ett långt projekt. Jag sålde 100.000 aktier i Tulikivi. På ett år har jag sålt 383.200 st aktier i Tulikivi, eller 43% av vårt ursprungliga innehav. Trots försäljningarna tror jag fortfarande starkt på bolaget. Dess vikt i vår portfölj hade bara stigit onödigt mycket tack vare den goda kursutvecklingen.

Projektet utvisar att det krävs mer tålamod än normalt av en förvaltare av en fond som placerar i små bolag. Jag hade kunnat sälja våra aktier i mycket snabbare takt ”med våld”, men då hade vi påverkat aktiekursen. Nu fick vi ett bra pris.

De resterande 500.000 aktierna utgör en stengrund för vår portfölj, och jag tänker inte sälja mer (om inte fonden krymper). Tulikivis vikt i vår portfölj är nu cirka 7%, vilket jag tycker är en rimlig nivå.

## AKTIER SOM DIVIDEND

I början av april fick vi aktier i Broadridge Financial Solutions som dividend av dess moderbolag Automatic Data Processing. I skrivande stund har jag inte ännu beslutat om jag kommer att sälja dem eller om jag i något skede kommer att öka vårt ägande i Broadridge. Vårt nuvarande innehav utgör 0,3% av Phoebus portfölj, som är nästan betydelselöst.

Broadridge är i princip ett ganska intressant bolag. Det är USA:s ledande servicebolag för placerarkommunikation, som bland annat hanterar över hälften av börsbolagens utskick av material för sina bolagsstämmor. Jag förstår dock inte bolaget tillräckligt väl ännu. Det är klart att elektronisk kommunikation kommer att påverka dess verksamhetsomgivning. I vilken riktning vågar jag ännu inte säga.

Efter våra försäljningar och vårens stora dividender är vår kassa onödigt stor. I slutet av mars var den 15,3% av fondens värde. Jag har redan ökat vårt ägande i vissa av våra bolag, främst i USA, och jag kommer gradvis att fortsätta göra det.

## AKTIER SOM DIVIDEND

Phoebus Årsbok 2007 blir klar på finska i slutet av april och torde bli klar på svenska i elektronisk form efter medlet av maj (skyll på Warren Buffett!) och lite senare i tryckt form. I skrivande stund har Phoebus redan 866 andelsägare så vi kommer inte automatiskt att skicka den tryckta Årsboken till alla. Däremot kommer vi givetvis att skicka den till alla som frågar efter den, och den kommer att finnas tillgänglig på nätet.

Om du är intresserad av Årsboken men din placering i Phoebus är mindre än 5.000 euro, skicka mig en e-mail ([anders.oldenburg@seligson.fi](mailto:anders.oldenburg@seligson.fi)) med din adress eller ditt kundnummer.



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



Vår nyaste placering, som jag köpte istället för Wal-Mart de México, är Costco Wholesale. Bolaget är USA:s ledande "lagerklubb". Dess kunder köper årligen ett medlemskort som ger dem rätten att handla till billigare priser än i vanliga butiker. Costcos försäljningsbidrag är 11% då Wal-Marts är 23% och Stockmanns är 41% (i rättvisans namn är Stockmanns mix mindre mat- och mer modebetonad). Costco har 48 miljoner medlemmar.

Konceptet uppfanns ursprungligen av The Price Club, som Costco köpte 1993. Costcos grundare jobbar fortfarande i bolaget, Jim Sinegal (70) som VD och Jeff Brotman (64) som styrelseordförande. Den viktigaste konkurrenten är Wal-Mart, vars Sam's Club -division följer samma affärskoncept. Även det mindre BJ's Wholesale fiskar i samma vatten.

Jag är en stor beundrare av Wal-Mart, och tycker att de flesta bolag som direkt konkurrerar med dem är mer eller mindre tokiga. Costco är ett undantag – de har i åratal klarat sig bättre än Sam's Club. Detta medger även Wal-Marts VD Lee Scott:

[http://www.businessweek.com/bwdaily/dnflash/content/mar2007/db20070330\\_631594.htm](http://www.businessweek.com/bwdaily/dnflash/content/mar2007/db20070330_631594.htm)

I detaljhandeln uppstår konkurrensfördelar oftast genom kostnadseffektivitet och storlek. Costco påstår sig vara klart effektivast av USA:s detaljister – ett mycket starkt påstående på Wal-Marts hemmaplan. Men det kan stämma. Sam's Club har visserligen fler butiker i USA (580) än Costco (358) men Costcos försäljning per butik är större – förra året 135 miljoner dollar mot Sam's Clubs 72 miljoner (och BJ's ynka 50 miljoner).

Storlek ger effektivare kapitalanvändning. Sam's Club har de tre senaste åren haft en högre rörelsemarginal (3,4%) än Costco (2,8%) men Costcos avkastning på det i verksamheten bundna kapitalet är ändå bättre (24% vs 23%) tack vare att kapitalets omsättningshastighet (omsättning/kapital) är högre.

Ledningen verkar duktig. Det är helt klart att Jim Sinegal inte särskilt många år kan leda Costco, men jag är övertygad om att Costco är just ett sådant bolag som förstår att rekrytera nästa generation av ledare internt. Sinegal har nästan varje år berömt bolagets mellanledning som de duktigaste i branschen och det är knappast någon slump att Costcos personalomsättning är branschens lägsta. Detta gäller både chefer och övriga arbetare.

I styrelsen sitter Charlie Munger, Warren Buffetts partner. Han trivs inte i sådana personers sällskap vars moral kan ifrågasättas. Jag är därför övertygad om att Costcos oklarheter med sina personaloptioners datering inte återspeglar dålig moral utan i detta fall helt enkelt är ett misstag. För de flesta bolagen med "optionshandicap" är förklaringen sannolikt bristande moral, och jag skulle aldrig investera i dem. (Någon nytta av Charlie också!)

Costco håller gradvis på att snabba upp expansionstakten. Under de senaste 10 åren har bolaget öppnat 6% nya butiker per år. I år är takten över 8%. Försäljningen har på 10 år ökat med 12% per år, eller cirka 6% i befintliga butiker. Förra året ökade den jämförbara försäljningen med 8%. Förutom i USA har Costco verksamhet i Canada, Mexico, Storbritannien och Asien (Korea, Taiwan och Japan).

Med dagens kurs (USD 54) är Costcos P/E-tal 23,4x vilket inte är högt för ett bolag av denna kvalitet. Speciellt inte som Costcos nettokassa på 2,6 miljarder dollar representerar 10% av bolagets värde. Jag tycker att Costco har alla förutsättningar att finnas kvar i vår portfölj betydligt längre än sin "föregångare" Walmex, som vi bara ägde i fem år.



En annan relativt ny placering är Fastenal, en amerikansk grossist och detaljist för bygg- och industritillbehör. Liksom namnet säger började bolaget med att sälja fästelement, men har gradvis expanderat sitt erbjudande till andra tillbehör och verktyg. Bolagets 2.000 butiker betjänar cirka 275.000 professionella kunder.

Vad är så intressant med en försäljare av skruvar, bultar och muttrar? Och speciellt just nu, då USA:s byggkonjunktur är pressad?

Fastenal är ett exceptionellt snabbväxande företag. Under de senaste tio åren har dess antal butiker ökat med 15% per år, eller över fyrfaldigats. Försäljningen och resultatet har ökat med 20% per år, eller drygt sexfaldigats. Tillväxten har skett helt och hållet organiskt, genom att öppna nya butiker och expandera de gamla.

Ledningen var lite besviken på förra året, vilket kanske säger mest. Försäljningen ökade med 18,8% och resultatet med 19,3%. Ingendera motsvarade förväntningarna. Om de siffrorna är "besvikelser" kan jag nästan inte hålla mig i skinnet då jag väntar på ett bra år!

Och tillväxten fortsätter. Fastenals ledning tror att det rymms cirka 3.500 butiker i USA. Dessutom expanderar bolaget sina nuvarande butiker med målsättningen att öka försäljningen per butik med cirka en tredjedel. Den största potentialen på längre sikt ligger dock i geografisk expansion, som först har börjat. Av Fastenals försäljning kom förra året 93% från USA (5% från Canada och bara 2% från övriga länder).

Liksom alla fantastiska bolag är Fastenal inte billigt. Med dagens kurs (USD 35) är dess P/E-tal på förra årets resultat 26,6x. Det är högt, men inte sanslöst, eftersom bolaget är skuldfritt. Fastenals aktiekurs har "bara" trefaldigats på tio år, så värderingen har halverats. Under de senaste 17 åren har Fastenal varit lika billigt i förhållande till resultatet som idag endast 1990 och 1999-2000. Bakom den vettigare värderingen ligger marknadens oro för byggkonjunkturen, men konjunkturer kommer och går. Fantastiska bolag består.

Fastenals kvalitet bygger inte enbart på dess tillväxt. Jag gillar speciellt att personalens omsättningstakt är låg – toppledningen har jobbat i medeltal 22 år för bolaget och mellanledningen över 10 år. Willard Oberton, som har varit VD sedan 2002, började hos Fastenal som en 22-årig försäljningsassistent år 1980. Bolagets kultur gynnar interna befordringar, vilket jag tycker är ett av de säkraste gemensamma tecknen på bra bolag.

Många av er kan ha undrat om portföljförvaltaren har en skruv lös då han just nu placerar i ett bolag som är beroende av byggkonjunkturen i USA? Jag är ganska övertygad om att Will Oberton och hans trupper under de närmaste 5-10 åren kommer att bevisa att så inte var fallet.