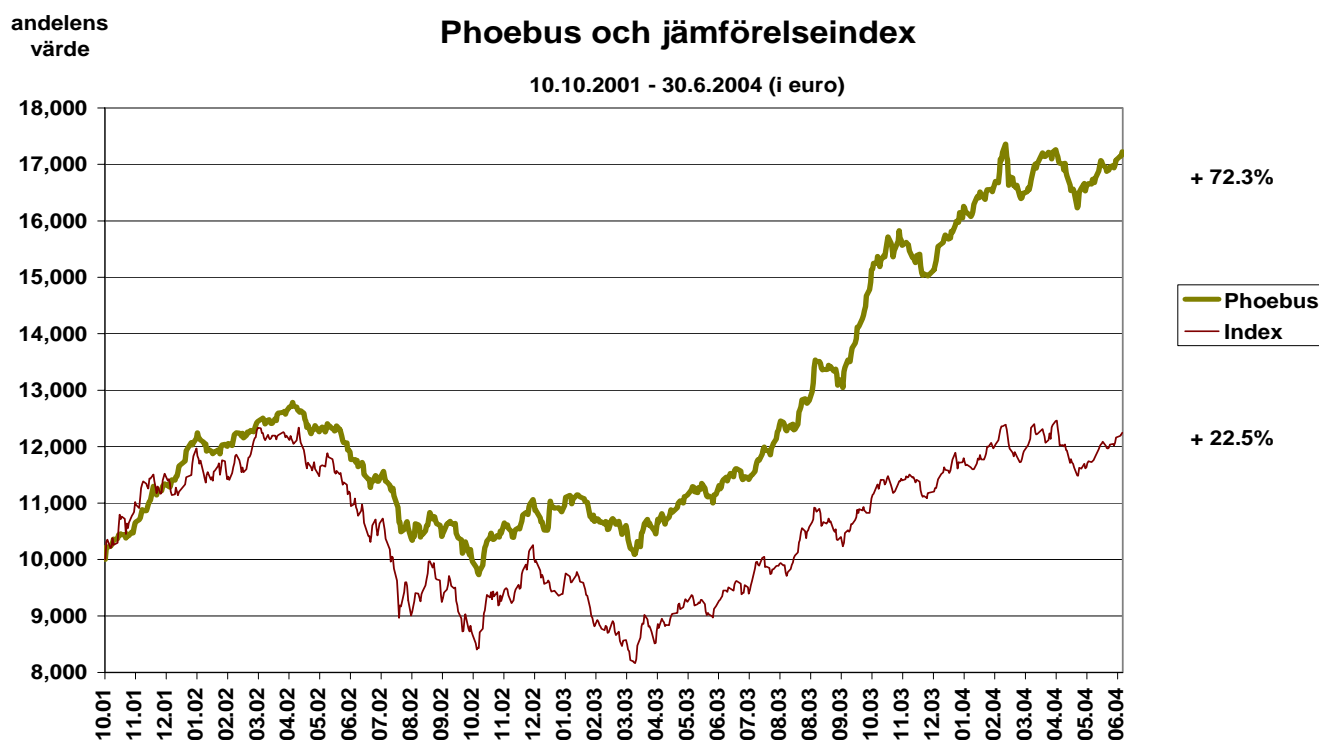


Seligson & Co Phoebus

Kvartalsrapport 2 / 2004



Avkastning och risk	Fonden		Jämförelseindex	
	Avkastning	Volatilitet	Avkastning	Volatilitet
30.06.2004			75% Hex portfolio avkastning, 25% MSCI AC WNDR	
3 mån.	4,1 %	9,1 %	1,4 %	11,0 %
Från årets början	12,6 %	8,9 %	8,7 %	10,9 %
12 mån	50,4 %	10,3 %	28,8 %	11,3 %
Från startdatum	72,3 %	11,0 %	22,5 %	15,7 %
Från startdatum per annum	22,1 %		7,7 %	

Kostnader, nyckeltal	1.1.-30.6.2004
Avgifter sammanlagt (TER) %	0,8 %
Avkastningsbunden provision	0,7 %
Transaktionskostnader %	0,0 %
Totalkostnadsandel (TKA) %	1,5 %
Portföljens omsättningshastighet	3,4 %
Förmedlingsarvoden betalda till företag inom samma koncern	0,0 %
Tracking error	11,1 %
Närkretsens ägarandel	24,1 %

Portföljens låga omsättningshastighet är ett tecken på att vi är ägare i våra bolag. Vi "hyr" inte deras aktier, såsom de flesta placerarna, utan vi är med på lång sikt. I ett idealfall äger vi aktier i bolag som är de mest konkurrenskraftiga inom sin bransch och som dessutom har en exceptionellt duktig företagsledning. Sedan håller vi bara aktierna.

VÄRDEPAPPERSPLACERINGAR 30.6.2004

	Antal	Kurs valuta	Kurs EUR	Marknads- värde EUR	% av fonden
Tulikivi	204000		7,00	1 428 000	11,5%
Exel	88000		16,11	1 417 680	11,4%
Tietoenator	46000		24,75	1 138 500	9,1%
Stockmann A&B	50000		19,55	977 320	7,9%
Lassila & Tikanoja	36200		26,50	959 300	7,7%
JW Suominen	125000		5,10	637 500	5,1%
Nokian Renkaat	5940		81,50	484 110	3,9%
Chips B	25000		18,26	456 500	3,7%
Vacon	40000		11,01	440 400	3,5%
Tamfelt pref	30000		12,50	375 000	3,0%
Fiskars A	36000		10,06	362 160	2,9%
Inhemskas aktier				8 676 470	69,7%
Handelsbanken B	30000	150,50	16,45	493 529	4,0%
Air Liquide	2970	137,10	137,10	407 187	3,3%
Scania B	15000	256,00	27,98	419 746	3,4%
Tomra	85000	33,00	3,91	332 393	2,7%
Vestas	24000	90,00	12,11	290 621	2,3%
State Street	7000	48,68	40,05	280 369	2,3%
Automatic Data Processing	7500	42,19	34,71	260 346	2,1%
Securitas	22000	93,00	10,17	223 646	1,8%
Walmart de Mexico C	71463	34,21	2,44	174 545	1,4%
Merck & Co	3000	47,35	38,96	116 875	0,9%
Robert Mondavi	3000	36,85	30,32	90 958	0,7%
Utländska aktier				3 090 214	24,8%
SUMMA aktier				11 766 684	94,5%
Kontanter				682 048	5,5%
FONDENS VÄRDE				12 448 732	100,0%
Antal andelar (A-korrigerat)				722 720,03	
Värde per A-andel				17,225	

FONDENS UTVECKLING

Årets andra kvartal var det femte positiva i rad. Phoebus steg med 4,1% medan jämförelseindexet steg med 1,4%. Sedan start är motsvarande siffror +72.3% (Phoebus) och +22,5% (marknaden).

Trots att kursuppgången har bromsat in betydligt från de tidigare kvartalen var den fortfarande något bättre än normalt under det andra kvartalet. Kom ihåg det.

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.

KÖP OCH FÖRSÄLJNINGAR

[THIS SPACE HAS INTENTIONALLY BEEN LEFT BLANK]

PLACERINGAR

Jag gjorde inga förändringar i vår portfölj under det andra kvartalet. Det tycker jag är bra. Då våra placeringar är i bra bolag som har en lysande ledning och en någorlunda vettigt värderad aktie finns det inget behov att göra affärer. De skulle endast skapa onödiga kostnader.

Kvartalets viktigaste händelse i våra portföljbolag var Chips beslut att börja söka en efterträdare till Sture Carlson (mer på nästa sida). Ledningsbyten är enligt min åsikt bland det viktigaste som kan hända i ett bolag. För en placerare eller analytiker är problemet att den nya ledningens kompetens tidigast kan utvärderas efter 3-5 år. Därför ser jag helst att den nya ledningen kommer inifrån bolaget, vilket relativt väl garanterar kontinuitet i strategin.

En annan relevant händelse var Suominens resultatvarning. Då det är fråga om ett bolag som redan i flera år har klarat sig sämre än väntat måste vi fästa uppmärksamhet vid saken. Jag litar fortfarande starkt på Heikki Bergholm och jag har inte sålt våra aktier. Men det är nog skäl att följa Suominens utveckling de nästa 2-3 åren speciellt noga.

ÄGARE ELLER HYRESGÄST?

Portföljens låga omsättningshastighet är ett tecken på att vi är ägare i våra bolag. Vi "hyr" inte deras aktier, såsom de flesta placerarna, utan vi är med på lång sikt. I ett idealfall äger vi aktier i bolag som är de mest konkurrenskraftiga inom sin bransch och som dessutom har en exceptionellt duktig företagsledning. Sedan håller vi bara aktierna.

Jag läser varje år hundratals årsredovisningar. Jag brukar fästa speciell vikt vid ledningens brev till aktieägarna, vilket (ibland, men inte alltid) berättar mycket om ledningens karaktär. Ett av de bästa jag har läst på länge är Jeff Bezos brev i amazon.com –bolagets årsberättelse för 2003. Läs det.

NOSEBLEED TERRITORY?

Phoebus goda utveckling är glädjande men ger mig samtidigt gråa hår. Alltid då aktiekursen stiger snabbare än bolaget verksamhet utvecklas – liksom nu har skett i drygt ett år – minskar placeringens säkerhetsmarginal och den framtida förväntade avkastningen.

Ett gammalt indianordspråk lyder: "We do not inherit the Earth from our Ancestors, we borrow it from our Children". Detsamma gäller på aktiemarknaden.

Lösningen till problemet är inte att sälja våra aktier. De alternativa placeringsobjektens pris har nämligen också stigit. Hur skulle jag placera pengarna från försäljningen?

Då ekonomin vänder från recession till tillväxt ser värderingsproblemet dock ofta värre ut än det egentligen är. Ett gott exempel är vår största placering, Tulikivi. Dess kurs har dubblats på ett år. Men, bolagets målsättning är att fördubbla den nuvarande resultatnivån under de närmaste åren. Om det lyckas är P/E-talet lite över 9, vilket för ett såhär bra bolag är billigt.

Däremot är amazon.com alldeles för dyrt trots att det är ett bra bolag. Jag skulle bli intresserad om kursen var 50-60% lägre än den är. Amazon ligger alltså helt klart i "nosebleed territory", och inte endast på det sätt som Bezos önskar (läste ni redan hans brev? – läs det).

ÅRSBOKEN 2004

Som ägare är vi främst intresserade av hur våra bolags affärsverksamhet utvecklas, inte av aktiekursernas svängningar. Jag har därför skrivit Aktieägarens Årsbok 2004, som finns på våra webbsidor. Den är avsedd att göra det lättare att följa med affärsverksamheten i våra bolag.

Berätta om ni tycker att den är nyttig. Och berätta hur vi kan förbättra den nästa år.



Anders Oldenburg
portföljförvaltare
anders.oldenburg@seligson.fi

Amazons årsberättelse på Internet:
http://media.corporate-ir.net/media_files/irol/97/97664/reports/2003_20Shareholder_20Letter041304.pdf



Så länge jag minns har jag tyckt att Chips är ett av Finlands bästa bolag. Jag vet att mitt minne sträcker sig minst 17 år tillbaka (jag hittade Chips årsberättelse för 1987 hemma då jag städade). Lika länge som jag har gillat bolaget har jag ogillat dess värdering och jag har aldrig ägt Chips innan vi köpte dess aktier (via personoptioner) förra hösten.

Chips har under 17 år utvecklats från ett bolag som hade en potatis- och en leksaksfabrik och bedrev aktiv handel i värdepapper och fisk, till Nordens klart ledande snacks-bolag, vars andel av denna 500 miljoner euros marknad (till partipriser) överstiger 40%.

Chips är marknadsledare i Finland (marknadsandel 45%), Sverige (45%), Danmark (50%) och Lettland (45%) samt stark tvåa i Norge (30%). Mest potential finns i Ryssland, där marknaden än så länge är bara €100 milj. varav bolaget som Chips köpte förra sommaren tillsvidare har bara 10%.

Men marknaden växer också i Norden. Snackskonsumtionen per capita är i Finland bara 2,3 kg per år - i Norge 6 kg och i USA 11 kg. Mellan 1993-2003 har Chips i Sverige vuxit 123% (8,4% per år) och även i Finland 64% (5,1 per år) trots att dess marknadsandel har sjunkit från en ohållbart hög nivå.

Visst finns det också risker. Den största är att handelns egna varumärken i Norden ännu har en ganska låg andel a marknaden, cirka 15-20% av värdet (en tredjedel av volymen), men är i kraftig tillväxt. Å andra sidan är det positivt att i Danmark, där private label-produkter har 35% av marknaden (i värde), är Chips dotterbolag Kims marknadsandel (50%) den bästa i koncernen. Också rörelsemarginalen är i Danmark (12,8%) bättre än koncernens genomsnitt (11,9%).

Övriga märkesvaruproducenter är en annan risk. Konkurrenterna är multinationella jättar. År 2000 kom Procter & Gamble (Pringles) kraftigt in på den nordiska marknaden men idag är dess andel endast cirka 5%. I år har PepsiCo introducerat Lays-snacks på alla nordiska marknader, men än så länge mycket försiktigt. Huvudkonkurrenten är fortfarande Kraft Foods Estrella-märke, som har varit det gångna decenniets stora förlorare. Jag är inte särskilt orolig, även om Lays som världens största snacksbolag är ett tuffare motstånd än P&G.

Åran för Chips framgång tillfaller till stor del Sture Carlson, som har lett bolaget sedan 1979. Chips meddelade i slutet av april att man börjar söka hans efterträdare (Sture lovade dock jobba ännu i flera år då jag senast träffade honom). Det här är kanske den största risken i bolaget. Men Chips är ett fantastiskt bolag och jag är ganska säker på att den nya ledningen kommer inifrån bolaget (som nästan alltid i fina bolag).

Chips är fortfarande inte billigt. På förra årets operativa resultat är P/E-talet lite under 22. Här det dock skäl att märka att Ryssland ännu gör förlust men garanterat inte är värde-löst. Dessutom bör man observera att konsumentvaror med hög förädlingsgrad har en mycket hög kundlojalitet. KiMs är faktiskt i Danmark ett bättre känt märke än Coca-Cola!

Men framförallt tänker jag inte igen 2021 ångra mig att jag inte köpte aktier i det här lysande bolaget för 17 år sedan.



Efter att ha köpt bolag för över 20 miljarder kronor har Securitas tiofaldigat sin verksamhet under de senaste 10 åren och är idag världens största bevakningsföretag. Dess andel av världsmarknaden är trots detta endast 8%.

På sin kärnmarknad, bevakningstjänster, är bolaget starkt – dess marknadsandel är 15% i Europa och 19% i USA. I Norden kontrollerar bolaget över hälften av marknaden. I takt med att världen blir allt mer osäker – en beklaglig utveckling som tyvärr kommer att fortsätta – växer dessa redan mogna marknader med 6-8% per år.

Den kraftigaste tillväxten finns inom bevakningssystem, både för butiker och industriella anläggningar och för privata hem. Inom dessa är Securitas fortfarande relativt marginell, förutom i Norden.

Trots att branschen organiskt växer lite snabbare än ekonomin är Securitas strategi fortsatt att växa också genom företagsköp. Det här är kanske den största risken i bolaget. För det första måste man alltid betala något förväntningsvärde åt säljaren för de köpta bolagens framtidsutsikter, och detta minskar köparens potential. För det andra är köpta bolag per definition alltid okända för ledningen och kan därför innehålla oförväntade risker.

Jag kan heller inte känna våra utländska företagsledare lika väl som våra finska. Det lilla som jag har sett av (via webbkonferenser) och hört om (av utländska kolleger) Thomas Berglund verkar dock mycket lovande. Berglund har jobbat för Securitas i 19 år, varav de senaste 10 som VD, men är fortfarande bara 52 år.

Jag beslöt köpa aktier i Securitas då de hade fallit 60% från sin toppnotering. Securitas var tidigare en aktiemarknadsfavorit, som fick ytterligare lyft under vingarna av de tilläggsvolymerna som förorsakades av 11.9.2001, tills USA beslöt att federalisera (förstatliga) bevakningen av flygfält (varför säger man inte "socialisera" i USA?).

Som om detta inte hade varit tillräckligt illa lyckades Securitas totalt klåpa till övergången till euro inom sin penningtransportverksamhet, och dessutom började dollarn sjunka (cirka 40% av Securitas verksamhet är i USA).

Aktien kan fortfarande vid en snabb anblick verka dyr – P/E-talet på fjolårets rapporterade resultat (SEK 3,45) är över 27. Man bör dock märka att goodwill-avskrivningarna är stora som en följd v alla företagsköp. Justerat för dessa var resultatet per aktie förra året SEK 6,22 – det verkliga P/E-talet är alltså bara ungefär 15.

Då dessutom resultatet just nu är dåligt – men verkar vara på väg åt rätt håll – tycker jag att Securitas är en placering med ganska låg risk men kanske förvånansvärt stor potential då (eller om) resultatutvecklingens riktning och aktiemarknadens uppfattning om bolaget förändras.