

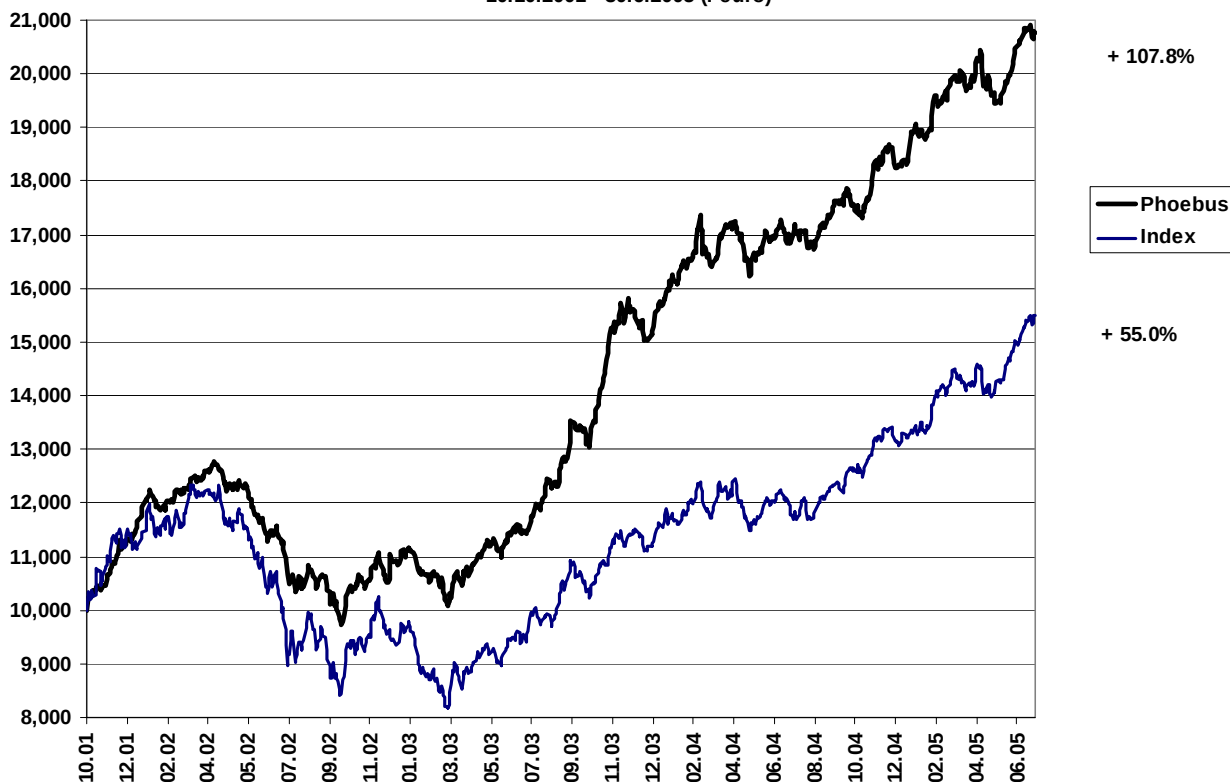
Seligson & Co Phoebus

Kvartalsrapport 2 / 2005

andelens
värde

Phoebus och jämförelseindex

10.10.2001 - 30.6.2005 (i euro)



Avkastning och risk		Fonden	Jämförelseindex	
30.06.2005			75% Hex portfolio avkastning, 25% MSCI AC WNDR	
	Avkastning	Volatilitet	Avkastning	Volatilitet
3 mån.	4,5 %	8,2 %	8,9 %	9,3 %
Från årets början	12,6 %	8,2 %	17,0 %	8,6 %
1 år	20,6 %	8,0 %	26,6 %	8,4 %
3 år	82,7 %	10,6 %	46,2 %	13,8 %
Från startdatum	107,8 %	10,3 %	55,0 %	14,1 %
Från startdatum per annum	21,7 %		12,5 %	

Kostnader, nyckeltal		1.1.-30.6.2005
Avgifter sammanlagt (TER) %		1,13 %
Avkastningsbunden provision		0,36 %
Transaktionskostnader %		0,06 %
Totalkostnadsandel (TKA) %		1,19 %
Portföljens omsättningshastighet		21,27 %
Förmedlingsarvoden betalda till företag inom samma koncern		0,00 %
Tracking error		9,43 %
Närkretsens ägarandel		22,01 %

En intelligent läsare frågar senast i detta skede: Vad gör den där fondförvaltaren egentligen dagarna i ända då fonden har massor av pengar och han inte köper några aktier? Det är en berättigad fråga..

VÄRDEPAPPERSPLACERINGAR 30.6.2005

	Antal aktier	Aktiekurs valuta	euro	Marknads- värde EUR	Andel av fonden
Exel	140000		12,16	1 702 400	10,2%
Stockmann A&B	51000		29,37	1 497 688	8,9%
Tulikivi	220800		6,50	1 435 200	8,6%
Tietoenator	57000		25,13	1 432 410	8,5%
Lassila & Tikanoja	91200		15,33	1 398 096	8,3%
Vacon	57000		14,06	801 420	4,8%
Puuharyhmä	14000		44,01	616 140	3,7%
Nokian Renkaat	40000		15,39	615 600	3,7%
Fiskars A	50400		10,50	529 200	3,2%
Suominen	125000		3,78	472 500	2,8%
Tamfelt pref	50000		8,20	410 000	2,4%
Inhemska aktier				10 910 654	65,1%
Handelsbanken B	57000	158,00	16,77	955 671	5,7%
Air Liquide	4000	139,90	139,90	559 600	3,3%
Scania B	15000	286,50	30,40	456 029	2,7%
State Street	11000	49,09	40,66	447 252	2,7%
Securitas	28000	131,50	13,95	390 715	2,3%
Automatic Data Processing	10000	42,15	34,91	349 112	2,1%
Vestas	24000	102,25	13,72	329 350	2,0%
Tomra	95000	27,20	3,44	326 551	1,9%
Walmart de Mexico	72601	43,96	3,39	246 095	1,5%
Utländska aktier				4 060 374	24,2%
SUMMA aktier				14 971 028	89,3%
Kontanter				1 787 690	10,7%
FONDENS VÄRDE				16 758 718	100,0%
Antal andelar (A-korrigerat)				806 478,63	
Värde per A-andel				20,780	

FONDENS UTVECKLING

Börsruset fortsatte under försommaren. Phoebus jämförelseindex steg under det andra kvartalet med hela 8,9%. Tyvärr steg Phoebus bara 4,5% så kvartalets relativa avkastning (-4,4%) blev den sämsta under hela Phoebus historia.

Sedan start har Phoebus avkastat 107,8% medan marknaden har avkastat 55,0%.

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.

...REGELMÄSSIGT DÅLIG (?)

Svag relativ avkastning på en kraftigt stigande marknad är sannolikt en regel för Phoebus – inte ett undantag, trots att det inte ännu hänt särskilt ofta. Detta har jag försökt säga i Andelsägarens Manual (punkt 2) alltsedan 2002. Det beror främst på att Phoebus aktier är ganska stabila och inte svänger lika mycket som aktiemarknaden (akademiskt uttryckt är Phoebus "Beta-tal" bara 0,5-0,6).

Dessutom utgör den alltså stora kassan (10%) en liten handbroms. Jag förlorar dock betydligt hellre lite jämfört med marknaden – då marknaden stiger – än jag förlorar reda pengar genom att köpa alltför dyra aktier.

Men, som jag också har försökt föra fram, tycker jag inte att ett kvartals avkastning är särskilt relevant. Däremot är det relevant att våra bolags genuina utveckling – exempelvis mätt med deras resultatutveckling – inte är sämre än den generella ekonomiska tillväxten eller motsvarande bolags utveckling. Om så sker har jag gjort ett misstag.

FÖRSÄLJNINGAR OCH INKÖP

Vår portfölj förändrades inte särskilt mycket under det andra kvartalet – och väl så. Jag försöker handla möjligast lite med våra innehav. Detta på grund av att onödiga affärer helt säkert kostar (både kommissioner och spread-kostnader) medan deras mervärde är allt annat än säkert.

Den största förändringen skedde i Exel, där jag sålde 12% av våra aktier. Jag tycker fortfarande att bolaget är lysande (se nästa sida), men dess vikt i portföljen hade blivit oproportionerligt stor tack vare den goda kursutvecklingen. Det var alltså fråga om en riskhanteringsåtgärd.

Jag har också ökat vårt ägande i några portföljbolag – Handelsbanken, TietoEnator, Air Liquide och Tomra (och marginellt i Tulikivi). Trots detta var kassan i slutet av juni 10,7% av fonden, alltså en procentenhet mer än i slutet av mars.

PLACERINGSFILOSOFI

En intelligent läsare frågar senast i detta skede: Vad gör den där fondförvaltaren egentligen dagarna i ända då fonden har massor av pengar och han inte köper några aktier? Det är en berättigad fråga.

Jag deltog i månadsskiftet april-maj i Berkshire Hathaways bolagsstämma i Nebraska. Bolagets legendariske VD, placeraren Warren Buffett, blev tillfrågad samma sak. Han svarade: "You can't act every day – but you can learn every day."

Trots att aktiemarknadens värdering kanske inte just nu tillåter köp av särskilt många nya bolags aktier till vettiga priser kan en placerare ändå försöka hitta nya placeringsobjekt, så att inköpslistan är färdig då butiken någon gång öppnar sina dörrar (dvs. Kurserna normaliseras). Dörrarna öppnas förr eller senare, det är helt säkert. Jag vet bara inte när.

Min "shoppinglista" är än så länge ganska kort, men den fylls gradvis ut med nya fina bolag jag hittar. Vad söker jag då efter? En bra företagsledare tycker jag är en sådan person, som t.ex. vågar säga följande:

We are not interested in short-term results or in the price of the stock in the near future. All our interest focuses on making the company as valuable as possible many years from now. (If the long-term value of the company increases, the stock price will do so as well.)

Our businesses will absolutely not grow in a straight line. None of them will. The education business, which I believe today has the strongest outlook of any of our businesses, will have up and down quarters and may have up and down years. I repeat that in education as in all our other businesses, we will sacrifice a dollar of earnings today for two dollars tomorrow.

We spend almost no time forecasting our own business. We pay no attention to anyone else's forecasts. And for those of you trying to follow our company, as far as quarterly forecasting is concerned, we would urge you not to bother. If you, as an investor, are greatly focused on what we'll earn for the next few quarters, don't buy our stock.

Jag delar fullständigt Donald Grahams åsikter både om företagande och placering, trots att vi inte (ännu) äger några aktier i Washington Post.

Det är fråga om maratonlopp. Inte sprinterlopp.



Anders Oldenburg
portföljförvaltare
anders.oldenburg@seligson.fi



Jag presenterade senast Exel i Phoebus första kvartalsrapport (4/2001). Bolaget var på den iden okänt för de flesta men då jag läste min gamla text blev jag förvånad över hur lite som har ändrats – förutom placeringens förväntade avkastning!

Exel är Europas ledande tillverkare av kompositprofiler (av glasfiber och kolfiber). De flesta känner till bolaget för dess promenadstavar som säljs till konsumenter, men industridivisionen är större, mer lönsam och snabbare växande än sportdivisionen.

Exel gör inga standardprodukter, utan varje lösning skräddarsys för respektive kund. Eftersom varje profil kräver en unik gjutform, som kunden oftast betalar, är det typiskt att kundförhållandena räcker minst lika länge som kunden tillverkar de slutprodukter som profilerna används till.

Därför uppkommer Exels konkurrenskraft förutom från kostnadseffektivitet också från innovativitet och genuin förståelse för kundens behov. Kompositers ersätter gradvis traditionella material (trä, stål, aluminium) i allt fler applikationer och den som först får planera en ny produkt för en kund har ett klart försprång (en viss tid).

För tre år sedan höll Exels lönsamhet på att närma sig sitt cykliska botten och resultatet hade sjunkit två år i följd. Jag skrev då att om tillväxtmålet (15%) uppnås och lönsamheten normaliseras kan bolaget år 2005 göra 0,62-0,75 cent i resultat per aktie, och aktien kan kosta cirka 10 euro, vilket inklusive dividender skulle ge 25% i årlig avkastning.

Min målsättning uppnåddes ett år i förväg. Exels tillväxt 2001-2004 var 19% per år (varav 11% organiskt) och resultatmarginalen var 2004 den bästa på fem år, främst tack vare att den starka tillväxten gav gott kapacitetsutnyttjande. Eftersom målet nåddes i förtid och dividenderna var högre än väntat har aktiens årliga avkastning för de tre senaste åren överstigit 40%.

Men hur ser det ut framöver?

Bolaget är fortfarande lysande. Många nya produkter har lanserats de senaste åren, speciellt på industrisidan, och ännu fler finns i produktutvecklingsstadiet. Exel följer sina kunder ut i världen genom att bygga en fabrik i Kina. Bolaget har fortsatt göra små, specifika förvärv, senast österrikiska Faserprofil med 4 miljoner euro i omsättning.

Och framförallt har den duktiga företagsledningen stannat i huset. Jag har stor respekt för såväl Ari Jokelainen, Vesa Korpimies som Aki Karihtala. Alla är fortfarande unga, och utmaningar är det ingen brist på, så jag hoppas att denna kedja spelar ihop ännu länge.

Men värderingen är mer utmanande. Om Exel under de nästa 4 åren växer med 12-15% per år (utmanande men möjligt) och om marginalerna sjunker något (sannolikt) kunde EPS år 2008 vara av storleksordningen 1,10-1,20 euro. Om värderingen är P/E 12-15 och om direktavkastningen är cirka 3% kan aktien kanske avkasta 7-13% per år i medeltal.

Det finns alltså inte stor säkerhetsmarginal. Då Exel hör till de finska bolag som jag tycker har den bästa förväntade avkastningen är det kanske lätt att förstå varför jag är lite skeptisk till den finska aktiemarknaden.

Det är nästan säkert att Exel de nästa 3 åren ger en sämre avkastning än de förra 3 åren. Hur mycket sämre, det får vi se då jag återkommer till saken igen om cirka 3 år.



Även världens största industrigasbolag Air Liquide har överträffat mina förväntningar. Jag berättade för två år sedan (4/2002) att jag förväntade mig en avkastning på 11-12% per år, men den hittills realiserade avkastningen har överstigit 13%.

Industrigaserna är en mycket bra affärsverksamhet. Världsmarknaden domineras av fem bolag: Air Liquide, Praxair, BOC, Air Products och Linde (AGA). Air Liquide är störst av dessa och dess andel av världsmarknaden är cirka 22%.

Branschen är mycket kapitalintensiv, så det kommer inga nya bolag in på marknaden. Dessutom kan man inte kostnads-effektivt transportera gaser mer än ca 200km, så branschen är i varje land i praktiken ett oligopol med 2-3 stora bolag. Den "fridfulla" branschstrukturen innebär att priserna är stabila och branschens lönsamhet är mycket god.

Det enda sättet att förändra marknadsandelar är alltså genom företagsköp. Air Liquide köpte förra året Tysklands näst största gasbolag Messer Griesheim för ca 2 miljarder euro. Normalt skulle ett så här stort köp störa min nattsömn (speciellt som AL betalade 2,5 gånger MG:s omsättning), men i detta fall väntar jag ivrigt på de synergier som borde börja synas i år. Jag litar på att marknadsandelarna inom denna bransch är ganska stabila (och alltså kan köpas).

Kvaliteten på Air Liquidess affärsverksamhet illustreras bäst av det stabila resultatet. Under de senaste 30 åren har resultatet per aktie två gånger sjunkit! I medeltal har resultatet vuxit 9,4% per år, alltså 15-faldigats. Då dividenden dessutom kommit kontinuerligt har ökat har en placering i Air Liquide på 30 år 80-faldigats (15,8% per år), på 20 år 10-faldigats (11,9%) och på 10 år tredubblats (11,4%).

Ett så här bra bolag är sällan billigt, så ej heller Air Liquide. I förhållande till sin kvalitet är dock inte Air Liquide sanslöst värderat. Med dagens kurs (141€) motsvarar dess totalvärde 13,8x rörelseresultatet, då samma relationstal de senaste 10 åren i medeltal har varit 13,3x. Nästan alla andra bolag är idag mer än 4% dyrare än normalt.

Den största risken är säkert lathet. Bolag som lever i monopolistiska konkurrensmiljöer är kontinuerligt lönsamma och anstränger sig inte alltid så mycket som de borde. Men åtminstone hittills har Air Liquide jobbat mycket målmedvetet och även i år startar ett nytt effektivitetsprojekt (projekt Opal), som skall spara 400 miljoner euro till år 2007 (vilket motsvarar 30% av fjolårets rörelseresultat).

Med beaktande av att vi lever i en värld med låg inflation tror jag inte att Air Liquide de nästa 20 åren kommer att avkasta lika bra som de senaste 20. Aktien borde dock kunna erbjuda 9-10% årlig avkastning med en ganska låg risk. Och det är mycket i dagens marknad.

Och jag är medvetet konservativ. Air Liquidess egna mål ligger betydligt högre.