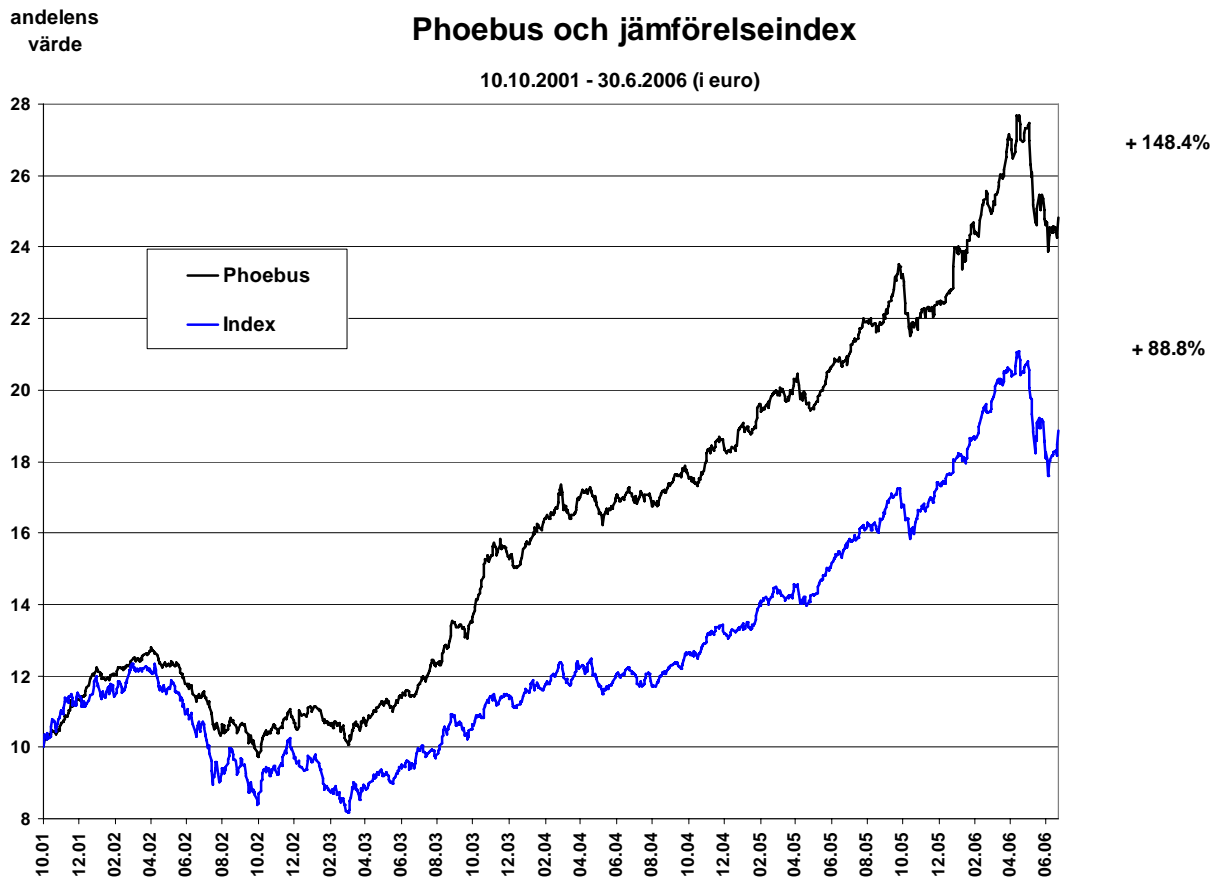


Seligson & Co Phoebus

Kvartalsrapport 2 / 2006



Avkastning och risk	Fonden		Jämförelseindex	
30.6.2006			75% Hex portfolio avkastning, 25% MSCI AC WNDR	
	Avkastning	Volatilitet	Avkastning	Volatilitet
3 mån.	-5,0 %	17,9 %	-7,7 %	19,8 %
1 år	19,5 %	12,4 %	21,8 %	12,4 %
3 år	116,9 %	10,4 %	97,8 %	10,8 %
Från startdatum	148,4 %	10,8 %	88,4 %	13,8 %
Från startdatum per annum	21,2 %		14,4 %	

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	-3,07 %
Förmedlingsarvoden betalda till företag inom samma koncern	0,00 %
Tracking error	9,80 %
Närkretsens ägarandel (31.3.2006)	17,70 %

"Då jag under våren har mött placerare har den vanligaste frågan varit: Är detta början på en längre nedgång, och hur länge kommer den att räcka? Det korrekta svaret är lätt: Jag vet inte."

SPECIALPLACERINGSFONDEN PHOEBUS**VÄRDEPAPPERSPLACERINGAR 30.6.2006**

	Antal	Kurs valuta	Kurs EUR	Marknads- värde EUR	% av fonden
Tulikivi	633000		3,18	2 012 940	11,2%
Exel	135000		12,40	1 674 000	9,3%
Lassila & Tikanoja	95000		16,15	1 534 250	8,5%
Vacon	61500		22,63	1 391 745	7,7%
Stockmann A&B	38000		31,80	1 208 250	6,7%
Tietoenator	47000		22,64	1 064 080	5,9%
Vaisala	27000		24,00	648 000	3,6%
Puuharymä	14000		41,51	581 140	3,2%
Tamfelt pref	63200		8,80	556 160	3,1%
Nokian Tyres	40000		10,45	418 000	2,3%
Inhemska aktier				11 088 565	61,6%
Handelsbanken B	55000	187,50	20,29	1 115 878	6,2%
Air Liquide	4950	150,60	150,60	745 470	4,1%
Tomra	95000	50,25	6,34	602 062	3,3%
Automatic Data Processing	16000	45,42	35,73	571 703	3,2%
State Street	12000	58,50	46,02	552 256	3,1%
Securitas	37000	137,00	14,82	548 498	3,0%
Scania B	15000	317,00	34,30	514 521	2,9%
Vestas	24000	157,75	21,15	507 588	2,8%
Walmart de Mexico	167265	30,00	2,09	349 111	1,9%
Utländska aktier				5 507 087	30,6%
SUMMA aktier				16 595 652	92,2%
Konterter				1 406 823	7,8%
FONDENS VÄRDE				18 002 476	100,0%
Antal andelar (A-korrigerat)				724 676,73	
Värde per A-andel				24,842	

FONDENS UTVECKLING

Efter tolv kvartal i rad med stigande aktiekurser är en korrigerigering inte särskilt dramatisk. Phoebus jämförelseindex sjönk under det andra kvartalet med 7,7%. Phoebus klarade sig något bättre, som fonden bör göra på en sjunkande marknad. Fondens värde sjönk 5,0%.

Sedan start har Phoebus avkastat 148,4% medan marknaden har avkastat 88,8%.

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 minskade ytterligare vår placering i Tulikivi, som jag i den förra rapporten berättade att jag tänker göra. Under kvartalet sålde jag drygt 200.000 aktier, eller knappt en fjärdedel av vårt innehav. Detta betyder inte att jag inte tror på Tulikivi. Det var en ren riskhanteringsåtgärd som följde av att den starka kursutvecklingen hade lyft Tulikivis vikt i Phoebus portfölj alltför mycket.

Det är alltid lite tråkigt att behöva sälja en aktie som man tror på. Samtidigt är det ju positivt att det beror på att aktien har gett en god avkastning – annars hade ju inte vikten stigit.

De pengar vi fick från Tulikivi gick till största delen till att betala andelsägarnas inlösningar och fondens utdelning. Jag har bara marginellt köpt till aktier i vissa av våra övriga bolag (ADP, Tamfelt, Walmex).

Under det andra kvartalet fick vi största delen av årets dividender. Då jag inte köpte aktier med dem hade Phoebus kassa stigit till 7,8% av fondens värde i slutet av juni, från 6,1% i slutet av mars. En stor kassa är inget självändamål, men den ger rörelseutrymme om kursfallet skulle fortsätta och den möjliggör verkställande av inlösningar utan att sälja aktier, vilket är viktigt speciellt i tider av fallande kurser. Det kan nämligen då vara svårt att sälja våra illikvida innehav utan att påverka kurserna alltför mycket.

GÖR EN PLACERINGSPLAN - NU

Då jag under våren har mött placerare har den vanligaste frågan varit: Är detta början på en längre nedgång, och hur länge kommer den att räcka? Det korrekta svaret är lätt: Jag vet inte.

Ingen kan veta. En akties kurs skulle inte vara äkta om inte det fanns lika stora köp- och säljintressen vid just det priset. Varje affär har både en säljare och en köpare. Per definition är därför priset vid varje tidpunkt den bästa "gallup-mätningen" av bolagens verkliga värde.

Jag kunde också svara "15,11,10,0,0 eller -25,0,30,20,20". Om man granskar dessa sifferserier som årliga avkastningar

märker man att båda leder till 7% avkastning på fem år. Slutresultatet är detsamma, men vägen dit är totalt olika. För en placerare har detta ringa betydelse (för en månadssparare är det senare alternativet bättre), men spekulanterna tror ofta att de kan prognosticera just *vägen* snarare än slutresultatet.

Jag påstår att det är omöjligt. Man kan kanske någotsånär bilda sig en uppfattning om slutresultatet av en långsiktig placering (inte 5 år men 20-30) genom att granska aktiernas värdering. Svängningarna på vägen dit går inte at gissa. Det är en självklarhet då man funderar närmare på hur marknadens prissättning fungerar.

Jag rekommenderar därför att man fokuserar sina tankar kring aktiemarknaden på något nyttigt – det som man själv kan påverka. Det viktigaste är en placeringsplan för de närmaste 20-30 åren. Om man märker att marknadens svängningar börjar bekymra en, då har man antagligen för mycket aktier i portföljen. Om man sover gott har man lämpligt av dem (eller kanske för lite). Det är nästan omöjligt att göra denna övning på en stigande marknad utan at lura sig själv. Man måste göra den då svängningarna är stora, alltså då "skrämselfaktorn" är tillräcklig.

Det är viktigt att minnas att girighet och rädsla är placerarens största fiender. Det lönar sig att vara rädd då de flesta andra är giriga, och vara girig bara då de flesta andra är rädda. Just nu tycker jag inte vi är i någondera extremläget, så det lönar sig antagligen bäst att bara följa sin noggrannt upprättade placeringsplan – liksom oftast.

[Om det känns besvärligt att själv göra upp en placeringsplan kan ni kontakta oss. Till exempel Ari Kaaro (ari.kaaro@seligson.fi) hjälper gärna till.]

OM VÅRA BOLAG

I skrivande stund gav Exel just en resultatvarning, för att efterfrågan på promenadstavar i Tyskland inte har motsvarat förväntningarna. Ändrar detta min åsikt om bolaget? Nej, därför att Exels industridivision gör största delen av resultatet, och går fortsatt bra. Sportdivisionens resultat kommer säkert att kunna förbättras på lite sikt, genom att skära kostnader, men den framtida tillväxten kommer att komma från industrisidan.

Samtidigt är det skäl att notera att både Exels förvärv av Pacific Composites och Tulikivis förvärv av Kermansavi är stora affärer. Risken i våra största placeringar har alltså ökat i år, och Phoebus risk har därför också ökat. Men jag litar på både Exels Ari Jokelainen och Tulikivis Juha Sivonen, liksom tidigare. Företagsledarna är våra egentliga portföljförvaltare.



Anders Oldenburg, CFA
portföljförvaltare
anders.oldenburg@seligson.fi

TietoEnator



Jag presenterade senast vårt portföljbolag TietoEnator för tre och ett halvt år sedan i rapporten 4/2002. Jag spådde då att aktiemarknaden förr eller senare skulle värdera bolagets resultat med högre multiplar. Så blev det.

Men innan vi går vidare, en viktig poäng: Jag påstod också att TietoEnators ledning hör till Finlands bästa. Den största förändringen i bolaget är enligt min åsikt att Matti Lehti har lämnat den operativa ledningen och Pentti Heikkinen tagit över som VD. Matti fortsätter dock som ordförande så några större strategiska förändringar är knappast att vänta.

Jag gissade att resultatet för 2002 skulle överstiga 1,10 euro per aktie – det blev 1,14e – och tyckte att ett skuldfritt kvalitetsbolag borde värderas högre än dåvarande P/E 12x. På tre år (till slutet av 2005) skedde en betydande förändring – aktien nästan tredubblades till 31 euro medan resultatet steg till 1,55 euro per aktie. P/E-talet fördubblades alltså nästan till ungefär 20x.

I år har dock marknaden blivit besviken på bolagets resultat och kursen är i skrivande stund 26% under årsskiftets nivå. Betyder detta ett nytt gyllene köptillfälle?

Först är det skäl att notera att bolaget befinner sig i ett litet men tydligt brytningskede. Den nya ledningen gjorde ganska kraftiga nedskrivningar av vissa projekt i början av året och har också accelererat kostnadsbesparingarna inom Telecom-verksamheten (vilket initiiellt ökar kostnaderna). Dessutom kommer engångsfaktorer (liksom prissättningsmekanismen för Nokias avtal) att påverka 2006 negativt. Jag skulle därför inte bli förvånad om resultatet per aktie sjönk något – men det betyder inte att resultat*potentialen* har sjunkit.

Den nuvarande värderingen är cirka 15x, som för ett skuldfritt (ex. Personec) bolag fortfarande i mitt tycke är lågt. Samtidigt måste jag säga att "rabatten" denna gång har klara orsaker, till skillnad från senast. En orsak är osäkerheten om resultatet, som bör skingras under 2007 om allt går som planerat. En annan är osäkerhet om den nya ledningen, som sannolikt kommer att skingras i något långsammare takt.

Grundfrågan för en långsiktig placerare som Phoebus är vad vi tror om den nya ledningens kvalitet. Inte när resultatet vänder – det är en bisak.

Jag tycker Pentti Heikkinen verkar ambitiös och han har jobbat redan i 10 år för bolaget, så han delar dess kultur. Strategin torde inte heller förändras, då Matti Lehti fortsätter som ordförande. Mitt största bekymmer är att de tillväxtmål som TietoEnators styrelse har satt upp är alltför aggressiva vilket i kombination med en (alltför) ambitiös företagsledning kan vara en mycket farlig kombination.

Tillväxtmålet är 20%. Då marknaden piggnar till torde en organisk tillväxttakt på 5-10% vara rimlig, så målet förutsätter stora förvärv. TietoEnators historia i att köpa bolag och speciellt i att integrera dem är dock inte särdeles imponerande, enligt min åsikt. Därför skulle jag hellre se ett lägre tillväxtmål. Däremot tycker jag att resultatmålet (13% av omsättningen) är helt realistiskt.

Om bolaget inte gör förhastade förvärv är jag ganska övertygad om att resultatet och den organiska tillväxten kommer att förbättras de närmaste åren. I så fall torde värderingen igen stiga. Men en ny ledning är alltid en risk, och tiden utvisar hur det går.

Securitas är i denna rapport för sista gången ett bolag, i nästa redan fyra. Eller tre, ifall Securitas säljer Loomis Cash Handling istället för att dela ut det till sina aktieägare.



Av de nya bolagen kommer Securitas Direct (hemalarm) och Securitas Systems (säkerhetssystem) att vardera representera 10-15% av dagens börsvärde, Loomis (kontanthantering) 20-25% och det nya mindre Securitas (bevakning) cirka 55%. Det är helt klart att jag förr eller senare antingen måste sälja aktier i bolagen eller köpa till. I annat fall kommer våra innehav att vara obetydligt små för Phoebus som helhet.

Vilka av bolagen kan då vara intressanta?

För Phoebus är det allra viktigaste att bolagen har en duktig ledning. Jag har köpt Securitas för att jag litar på VD Thomas Berglund och ekonomichefen Håkan Winberg. Det skulle alltså vara mest logiskt att följa dessa herrar och alltså hålla nya Securitas.

Jag prefererar organisk tillväxt. Securitas har under de senaste åren satsat kraftigare än tidigare på organisk tillväxt, men kommer sannolikt nu att göra fler förvärv på nya marknader. Systems kommer att växa främst genom förvärv. Direct kommer däremot att växa organiskt även framöver, kund för kund. Därför är Direct det av bolagen vars strategi bäst motsvarar min placeringsfilosofi.

Securitas historia känner liknande händelser. Bolaget har tidigare knoppat av dotterbolagen Assa Abloy (lås) och det mindre kända Attendo (äldreård och -system). Bägge bolagen har varit mycket lönsamma placeringar, då de som självständig enheter har blommat upp. Detta skulle tala för att jag borde låta de nya bolagens ledning visa sina framfötter innan jag drar några slutsatser.

Den logiska följden av dessa resonemang är att jag till att börja med håller alla bolagens aktier och senare – kanske nästa vår – sannolikt säljer Systems och Loomis och antingen säljer Direct eller köper till, beroende på ledningens åtgärder och aktiekursen. Securitas kommer däremot med stor säkerhet att förbli en del av vår portfölj.

Vad betyder avknoppningarna för aktiekursen?

Då jag senast presenterade bolaget för två år sedan var P/E-talet cirka 15x, vilket jag bedömde vara lågt. På två år har resultatet per aktie stigit 16% och aktiekursen stigit 47% (56% inklusive dividender), så P/E-talet är nu cirka 19x. Jag tycker det är en ganska rättvisande nivå för ett fint men ganska skuldsatt bolag.

Aktiekursen har givetvis redan reagerat på avknoppningsplanerna så några dramatiska förändringar då avknoppningarna verkställs i september är ej att vänta. Direct kan bli något högre värderat, då det är skuldfritt och växer snabbare än de övriga bolagen, men det är så litet att dess betydelse för helheten är ringa. En eventuell försäljning av Loomis kan ha en positiv inverkan.

Jag tror att Thomas Berglund efter avknoppningarna kommer att ha både nya resurser och ny iver att utveckla det nya Securitas traditionella bevakningsverksamhet. Jag är ganska säker på att Thomas ännu är vår portföljförvaltare, då jag om två år igen presenterar Securitas.