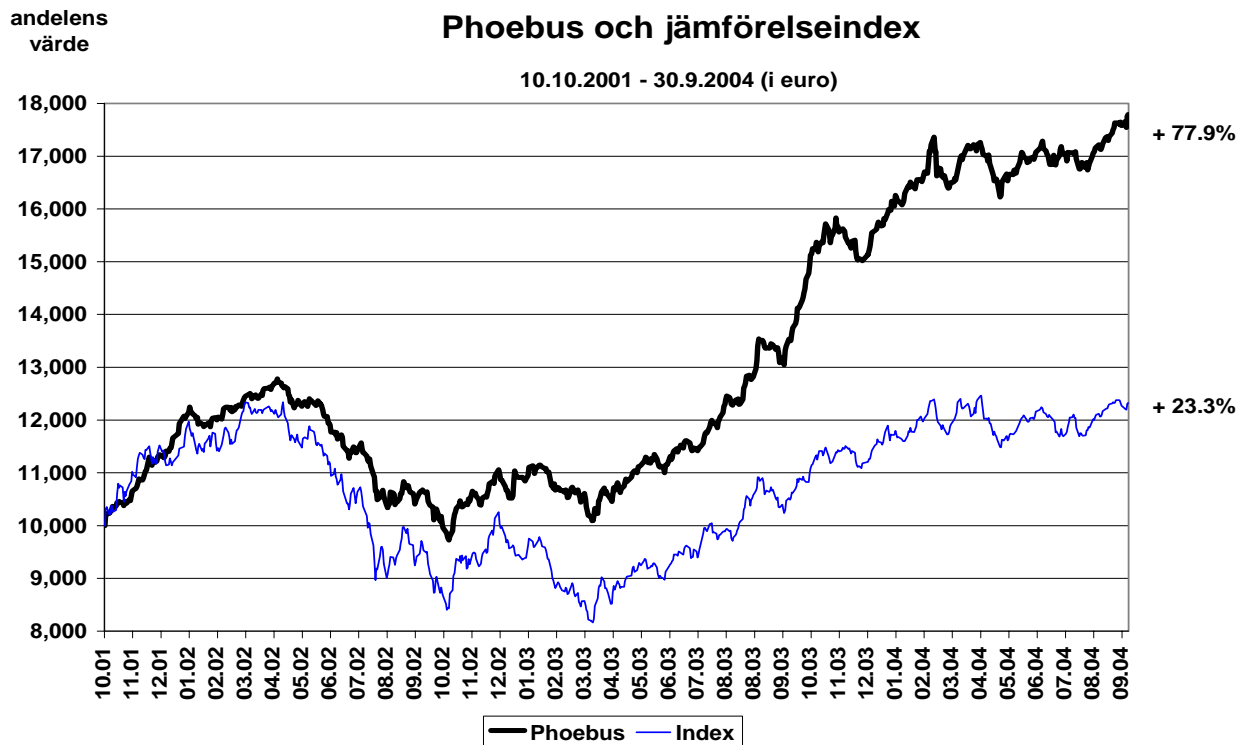


# Seligson & Co Phoebus

## Kvartalsrapport 3 / 2004



Avkastning och risk		Fonden		Jämförelseindex	
30.09.2004				75% Hex portfolio avkastning, 25% MSCI AC WNDR	
	Avkastning	Volatilitet	Avkastning	Volatilitet	
3 mån.	3,3 %	7,6 %	0,7 %	8,4 %	
Från årets början	16,3 %	7,5 %	9,4 %	8,4 %	
12 mån	35,1 %	9,8 %	19,6 %	9,9 %	
Från startdatum	77,9 %	10,8 %	23,3 %	15,2 %	
Från startdatum per annum	21,4 %		7,3 %		

Kostnader, nyckeltal	1.1.-30.9.2004
Avgifter sammanlagt (TER) %	0,8 %
Avkastningsbunden provision	1,1 %
Transaktionskostnader %	0,03 %
Totalkostnadsandel (TKA) %	1,9 %
Portföljens omsättningshastighet	1,8 %
Förmedlingsarvoden betalda till företag inom samma koncern	0,0 %
Tracking error	11,0 %
Närkretsens ägarandel	24,4 %

Kvartalets klart viktigaste händelse i våra portföljbolag var State Streets VD David Spinus beslut att pensionera sig. En ny företagsledning är alltid en risk men i det här fallet kommer hans efterföljare Ron Logue inifrån organisationen (han har jobbat för State Street i 14 år) och har varit Spinus uppenbara efterföljare redan i årtal.

**VÄRDEPAPPERSPLACERINGAR 30.6.2004**

	<b>Antal</b>	<b>Kurs valuta</b>	<b>Kurs EUR</b>	<b>Marknads- värde EUR</b>	<b>% av fonden</b>
Exel	88000		23,90	2 103 200	15,9%
Tulikivi	207700		6,30	1 308 510	9,9%
Tietoenator	50000		23,66	1 183 000	8,9%
Lassila & Tikanoja	38000		28,00	1 064 000	8,0%
Stockmann A&B	50000		20,30	1 015 000	7,7%
JW Suominen	125000		4,30	537 500	4,1%
Chips B	28000		17,28	483 840	3,7%
Vacon	43000		11,05	475 150	3,6%
Nokian Renkaat	5000		87,95	439 750	3,3%
Fiskars A	36000		10,89	392 040	3,0%
Tamfelt pref	30000		12,60	378 000	2,9%
<b>Inhemskta aktier</b>				<b>9 379 990</b>	<b>70,9%</b>
Handelsbanken B	33000	152,50	16,82	555 204	4,2%
Air Liquide	3300	128,50	128,50	424 050	3,2%
Scania B	15000	246,00	27,14	407 094	3,1%
Automatic Data Processing	9000	41,84	33,90	305 055	2,3%
Vestas	24000	87,75	11,79	283 002	2,1%
State Street	8000	42,15	34,15	273 169	2,1%
Tomra	85000	25,60	3,06	260 490	2,0%
Securitas	22000	97,25	10,73	236 037	1,8%
Walmart de Mexico C	71463	38,80	2,75	196 838	1,5%
Carrefour	4000	38,63	38,63	154 520	1,2%
Merck & Co	3000	45,07	36,51	109 535	0,8%
<b>Utländska aktier</b>				<b>3 204 994</b>	<b>24,2%</b>
<b>SUMMA aktier</b>				<b>12 584 984</b>	<b>95,1%</b>
<b>Kontanter</b>				<b>643 632</b>	<b>4,9%</b>
<b>FONDENS VÄRDE</b>				<b>13 228 617</b>	<b>100,0%</b>
Antal andelar (A-korrigerat)				743 507,40	
Värde per A-andel				<b>17,792</b>	

## FONDENS UTVECKLING

Fondens jämförelse index fortsatte stiga under årets tredje kvartal, om än bara med 0,7%. Phoebus klarade sig lite bättre och steg med 3,3%. Sedan årsskiftet har Phoebus stigit 16,3% medan marknaden stigit 9,4%. Marknadsutvecklingen under det senaste året har varit ovanligt positiv och Phoebus har samtidigt klarat sig exceptionellt bra jämfört med marknaden. Förvänta er inte att detta skall fortsätta.

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.

## VÅRA PLACERINGAR

Kvartalets klart viktigaste händelse i våra portföljbolag var State Streets VD David Spinus beslut att pensionera sig. En ny företagsledning är alltid en risk men i det här fallet kommer hans efterföljare Ron Logue inifrån organisationen (han har jobbat för State Street i 14 år) och har varit Spinus uppenbara efterföljare redan i årtal.

Trots detta är ledningsbyten, speciellt då de sker överraskande och plötsligt, såsom i detta fall, alltid något som får små röda flaggor att vifta i mina ögon. De kan vara ett tecken på att allt inte är i skick. I detta fall är jag dock ganska övertygad om att bolaget är i gott skick. State Streets marknadsposition är mycket stark och strategin är tydlig och behöver inte förändras. Resultatet håller gradvis på att förbättras.

En annan företagsledare som försvann var Vestas vice VD Torben Bjerre-Madsen, som fick sparken i slutet av september. Han var tidigare chef för NEG Micon, som Vestas köpte i början av året. Vestas är ett mycket bättre bolag än NEG Micon och integrationen förlöper säkert bättre utan ex-NEG-chefer som kan ha svårt att anpassa sig. Detta var alltså goda nyheter (för att det inte skall låta arrogant, låt mig notera att marknaden tyckte lika – Vestas marknadsvärde steg på några sekunder med 300 miljoner kronor då nyheten kom ut).

Även ett tredje ledningsbyte skedde i slutet av september, då Fiskars Brands VD Bill Denton pensionerade sig. Detta är också en viktig förändring. Det faktum att Fiskars inte genast kunde utnämna en efterträdare till Denton bekräftar det jag har fruktat en längre tid: att bolaget är i ett ganska rörigt skick just nu. Jag måste därför ännu mer än tidigare ifrågasätta dess position i vår portfölj.

Vad gäller Robert Mondavi är frågornas tid förbi. Jag sålde alla våra aktier i september, efter att bolaget meddelat att det kommer att fokusera sig på produktion av billigare viner (Woodbridge, Mondavi Private Selection) och sälja sina lyxmärken (Opus One, Robert Mondavi Winery mfl). Redan tidigare hade bolaget meddelat att det tänker dela verksamheten i två segment (ett vettigt beslut)

och att det slår ihop sina aktieserier (också vettigt). Den största överraskningen i september var att Michael Mondavi avgick.

Jag tycker den nya strategin är fel val. Jag hade hoppats att Mondavi skulle koncentrera sig på sina lyxviner.

I medelprisklassen är den viktigaste konkurrensfaktorn enligt min uppfattning distributionsstyrka, alltså att man får hyllutrymme i supermarkets. Mot konsumenterna är priset den viktigaste konkurrensfaktorn. I en sådan värld klarar sig endast de största, och jag har svårt att tro att Mondavi skulle klara sig emot jättar som Fosters, Diageo och Southcorp. Inom lyxviner kan däremot en mindre producent klara sig bra, så länge varumärket är tillräckligt exklusivt.

Vår placering i Mondavi gav oss en förlust på ungefär 20%. Beslutet att sälja aktierna var trots detta enkelt. Om jag inte längre tror på bolagets strategi, varför skulle vi äga det?

Jag placerade de pengar som frigjordes från Mondavi i Carrefour, som är världens näst största detaljhandelskedja. Jag har i några år följt med hur Carrefours aktie fortsatt sjunka trots att resultatet kontinuerligt har förbättrats. Detta kan givetvis inte fortsätta i evighet – P/E-talet har på tre år halverats (aktiekursen har sjunkit med 34% samtidigt som resultatet har förbättrats med 37%) och är nu endast 13, beräknat på årets resultat.

Dessutom kan Carrefour stå inför en period av ännu snabbare vinsttillväxt. Efter samgåendet med Promodès år 1999 tvingades Carrefour avstå från tillväxtinvesteringar i Frankrike för en period av 5 år. Under denna period, som nu är över, har konkurrenterna byggt över 600.000 kvadratmeter ny försäljningsareal, som Carrefour nu kan börja försöka ta ifatt.

## TILL SLUT

De här översikterna har begränsat med utrymme, speciellt då det händer så mycket i våra bolag som under juli-september. Bekanta er också med Phoebus webbsidor ([www.seligson.fi/phoebus](http://www.seligson.fi/phoebus)) där jag försöker berätta mer om fonden och våra bolag. Tyvärr är sidorna på finska, men de av er som inte talar finska kan alltid gärna kommunicera med mig direkt per e-post till [anders.oldenburg@seligson.fi](mailto:anders.oldenburg@seligson.fi).



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



Ett bra bolag behöver inte alltid vara störst i sin bransch. Ibland kan en klar strategi, duktigt implementerad, göra också ett mindre bolag till en klar marknadsledare inom de nischer det har valt. Ett bra exempel är **Nokian Tyres**, som är 20 gånger mindre än sina globala huvudkonkurrenter (Michelin, Goodyear, Bridgestone) men som ändå är klar marknadsledare inom vinterdäck i Norden och i Ryssland.

På fem år har NT:s produktionsverksamhet organiskt vuxit med 12% per år, dvs. nästan fördubblats. Dessutom har bolaget utvidgat sin verksamhet till däckförsäljning genom företagsköp. Produktionsverksamhetens resultat har ökat med 19% per år. Detta berättar att strategin har varit lyckad, vilket också rörelsemarginalen på 21% (i produktionen) vittnar om. Rörelsemarginalen är ungefär dubbelt så hög som de bästa konkurrenternas.

Den största orsaken till den trendmässiga förbättringen i lönsamheten har varit ett lyckat intrång på nya nischmarknader; framförallt den nordiska marknaden för high-performance-sommardäck. En större volym specialprodukter har möjliggjort en gradvis outsourcing av de billigare produkternas produktion. Fabriken i Nokia tillverkar idag nästan endast högmarginalprodukter.

Då jag i slutet av september besökte Nokia fick jag en bild av ett mycket välskött bolag med en klar strategi. Jag fick också se en ganska ineffektiv fabrik (den dåliga sidan av specialprodukter är att produktionsserierna är korta). Trots att det börjar bli svårt att ytterligare höja specialiseringsgraden kommer den nya fabriken som byggs i Ryssland att hjälpa förbättra lönsamheten genom en klar effektivisering av produktionen (med början ungefär år 2010).

Och tillväxten fortsätter. Bolagets mål är att fördubbla försäljningen under de närmaste fem åren till 14 miljarder däck (varav hälften görs i Finland). Tillväxtmålet förutsätter framförallt att efterfrågan på kvalitetsdäck i Ryssland fortsätter växa, vilket också enligt min åsikt är nästan en självklarhet.

Värderingen är inte längre helt billig, men inte heller orimligt dyr. Beräknat på de senaste 12 månadernas resultat som var 6,05 euro per aktie (före goodwill-avskrivningar) ger dagens kurs ett P/E-tal på 14,2. Bolaget är dock relativt skuldsatt, så det skuldfria P/E-talet är 15,7. Detta är inte orimligt för ett bolag som växer såhär snabbt.

Den stora frågan är dock om resultatet kan fortsätta växa snabbare än försäljningen. Andelen nya produkter är nu 50%, tack vare förra höstens lansering av Hakkapeliitta 4 – nubbdecket. En mer normal nivå är 35%. Nya produkter ger de bästa marginalerna, så en normalisering kommer inte att göra gott för resultatet. Dessutom är det skäl att minnas att den nya fabriken i Ryssland åtminstone inte förbättrar resultatet förrän 2007 (tidigast). Jag skulle inte bli helt förvånad om nästa års resultat blev sämre än det här årets.

Ett annat problem, som delvis tangerar detta, är bolagets arrogans. Jag har inget emot självsäkerhet, men jag prefererar bolag som lovar mindre än de presterar. För Nokian Tyres är marknadens förväntningar högt ställda och eventuella besvikelser kommer att förorsaka stora kursrörelser (liksom tidigare). Därför är Nokian Tyres en "krydda" för oss – dess andel av portföljen är endast 3%.

Åtminstone än så länge.



Det har gått 55 år sedan Henry Taub, i sitt lilla kontor ovanför Grinker's Ice Cream Parlor i småstaden Paterson (New Jersey), kom på idén att erbjuda outsourcing av löneberäkning åt närområdets företag. Glassbarerna har för länge sedan försvunnit ur gatubilden, men **Automatic Data Processing** har varit en succé.

Outsourcing är idag ett bättre känt begrepp än på 1950-talet, men växer fortfarande. Ungefär 25% av västvärldens personaladministration är idag utkontrakterad och ADP har en marknadsandel på ca. 35%. Bolaget är ungefär fyra gånger större än sin närmaste konkurrent. Dessutom utgörs idag en tredjedel av ADPs verksamhet av andra outsourcing-tjänster. Till dessa hör bokning av värdepappersaffärer, datastöd för bilhandeln och ersättningstjänster för försäkringsbolag.

ADPs affärsmodell är relativt lätt att prognosticera. Faktureringen är kontinuerlig, eftersom kunderna betalar sina anställda varje månad. Kundrelationerna är typiskt långvariga. Prognossäkerheten illustreras kanske bäst av att 2003 och 2004 är de första åren i ADPs historia då resultatet har sjunkit lite.

De viktigaste externa faktorerna som inverkar på resultatet är sysselsättningsgraden, löneutvecklingen och räntenivån. Sysselsättningen bestämmer antalet lönebetalningar. Löneutvecklingen driver ADPs "prisutveckling" per transaktion. Och räntorna är viktiga därför att en del av personaladministrationen är skatteinnehållning, vilken betyder att det kontinuerligt flödar 13 miljarder dollar i kundmedel genom ADP (som bolaget får ränta på).

Den sämre resultatutvecklingen under de senaste åren förklarar långt av att alla dessa faktorer samtidigt har varit negativa, och framförallt av de rekordlåga räntorna. En vändning till det bättre har redan skett. USA:s centralbank har redan höjt räntorna tre gånger i år<sup>1</sup>, vilket (med en viss eftersläpning) förbättrar ADP:s resultat (före skatt) med 100 miljarder dollar (7%). Också sysselsättningen har gradvis förbättrats.

Den jämna resultatutvecklingen är också ett tecken på en god företagsledning. Art Weinbach är faktiskt först den fjärde VD:n i ADPs 55-åriga historia; ett kvalitetsbolags tecken. Jag kan aldrig känna våra utländska företagsledare lika väl som våra finska, men åtminstone på basen av ADPs telefonkonferenser är Weinbach utmärkt.

Aktiemarknaden har insett att utsikterna har förbättrats och ADP är inte billigt. Räknet på fjolårets resultat per aktie (\$1,56) är P/E-talet ungefär 28. ADP har dock en mycket stark balansräkning – nettokassan är två miljarder – och resultatet är i tillväxt. Jag tycker därför inte att ADP är orimligt dyrt.

Det största problemet är bolagets generösa användning av optioner. ADP har idag lika många aktier som för 10 år sedan. Under denna period har bolaget dock återköpt aktier för netto 2,7 miljarder dollar (och samtidigt gett ut optioner). ADPs kumulativa resultat för hela perioden var 7,7 miljarder. Eller var det alltså egentligen 5,0 miljarder?

Jag lever motvilligt med detta problem, eftersom det berör de flesta bolag – också i Finland. Och ADP är ett otroligt mycket bättre bolag än de flesta.

<sup>1</sup> Jag fick trots allt skriva om USA:s centralbank i de här översikterna – det hade jag aldrig trott! Jag följer bolag, inte nationalekonomiska nyckeltal som jag upplever vara nästan helt irrelevanta för aktieplaceringar.