

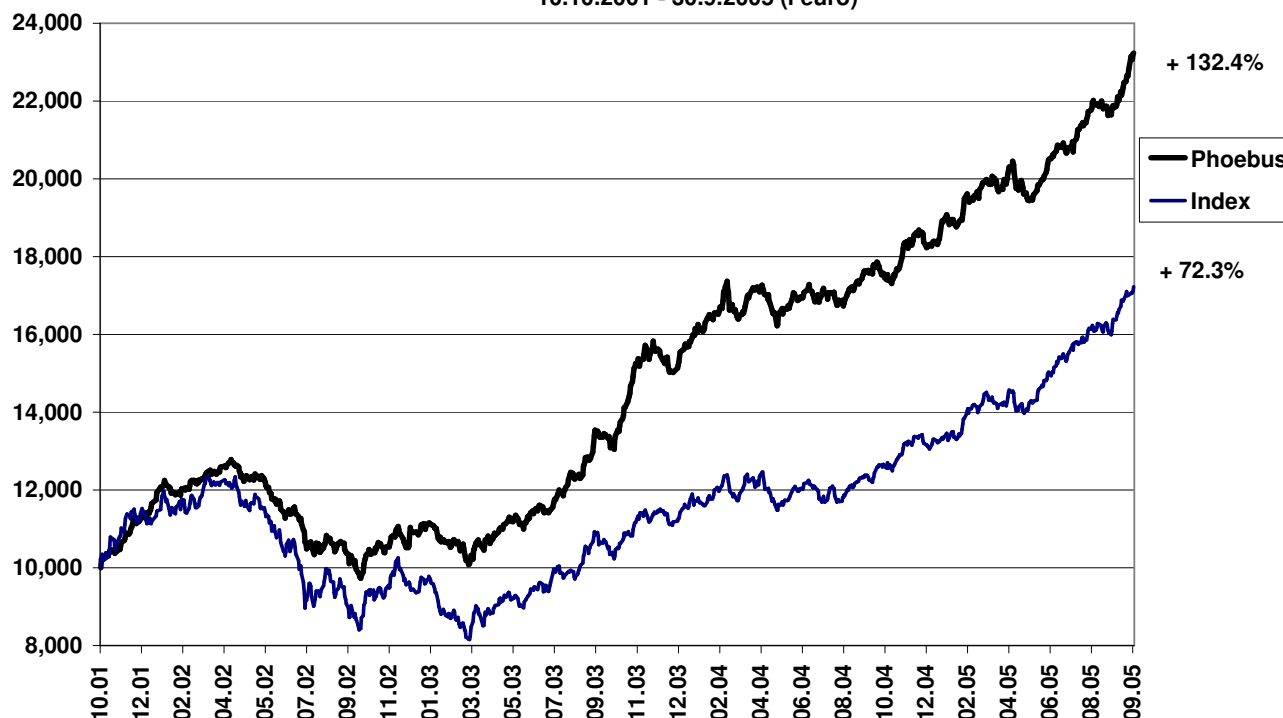
Seligson & Co Phoebus

Kvartalsrapport 3 / 2005

andelens
värde

Phoebus och jämförelseindex

10.10.2001 - 30.9.2005 (i euro)



Avkastning och risk	Fonden		Jämförelseindex	
30.9.2005			75% Hex portfolio avkastning, 25% MSCI AC WNDR	
	Avkastning	Volatilitet	Avkastning	Volatilitet
3 mån.	11,8 %	7,3 %	11,1 %	7,3 %
Från årets början	25,9 %	7,7 %	30,0 %	8,2 %
1 år	30,6 %	7,9 %	39,7 %	8,1 %
3 år	129,3 %	9,8 %	90,8 %	11,9 %
Från startdatum	132,4 %	10,1 %	72,3 %	13,8 %
Från startdatum per annum	23,6 %		14,7 %	

Kostnader, nyckeltal	1.1.-30.9.2005
Avgifter sammanlagt (TER) %	1,26 %
Avkastningsbunden provision	0,49 %
Transaktionskostnader %	0,04 %
Totalkostnadsandel (TKA) %	1,31 %
Portföljens omsättningshastighet	11,31 %
Förmedlingsarvoden betalda till företag inom samma koncern	0,00 %
Tracking error	9,97 %
Närkretsens ägarandel	20,59 %

"Att 'sparka på däcken' är ett bra sätt att tvinga sig själv att ha rätt perspektiv på sina placeringar, alltså följa med verksamheten istället för börskursen. Jag rekommenderar därför för varje aktieplacering att säga upp prenumerationen på sina ekonomitidningar, stänga text-tv:s börssidor och gå ut på en promenad i sin 'egen skog', dvs. bekanta sig med sina bolag."

SPECIALPLACERINGSFONDEN PHOEBUS**VÄRDEPAPPERSPLACERINGAR 30.9.2005**

	Antal	Kurs valuta	Kurs EUR	Marknads- värde EUR	% av fonden
Exel	140000		13,88	1 943 200	10,1%
Tulikivi	220800		8,23	1 817 184	9,4%
Stockmann A&B	51000		33,44	1 705 504	8,9%
Tietoenator	57000		27,76	1 582 320	8,2%
Lassila & Tikanoja	91200		15,85	1 445 520	7,5%
Vacon	57000		17,08	973 560	5,1%
Nokian Renkaat	40000		20,01	800 400	4,2%
Puuharyhmä	14000		47,00	658 000	3,4%
Fiskars A	50400		11,45	577 080	3,0%
Suominen	125000		3,50	437 500	2,3%
Tamfelt pref	50000		8,24	412 000	2,1%
Inhemska aktier				12 352 268	64,1%
Handelsbanken B	62000	177,00	18,98	1 176 502	6,1%
Air Liquide	4500	152,30	152,30	685 350	3,6%
Tomra	95000	46,70	5,94	563 970	2,9%
State Street	12000	48,94	40,59	487 066	2,5%
Vestas	24000	149,25	20,00	480 019	2,5%
Scania B	15000	281,00	30,13	451 882	2,3%
Securitas	34000	119,50	12,81	435 587	2,3%
Automatic Data Processing	12000	42,96	35,63	427 551	2,2%
Walmart de Mexico	82601	54,04	4,15	343 195	1,8%
Utländska aktier				5 051 122	26,2%
SUMMA aktier				17 403 390	90,3%
Kontanter				1 861 961	9,7%
FONDENS VÄRDE				19 265 351	100,0%
Antal andelar (A-korrigerat)				829 044,48	
Värde per A-andel				23,238	

FONDENS UTVECKLING

Börsfesten fortsatte på förhösten. Phoebus jämförelseindex steg under det tredje kvartalet hela 11,1%. Detta var redan det tionde positiva kvartalet i följd, av vilka åtta har varit exceptionellt goda. Tro inte att det här kan fortsätta speciellt länge.

Förvånansvärt nog höll Phoebus takt med marknaden och steg 11,8% trots att vår kassa ännu är stor och våra aktier stabilare än genomsnitt. Från början av året har Phoebus (+25,9%) dock förlorat mot marknaden (+30,0%).

Sedan start har Phoebus avkastat 132,4% medan marknaden har avkastat 72,3%.

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.

SPARKA PÅ DÄCKEN!

Jag deltog nyligen på vårt portföljbolag Puuharymäns bolagsstämma som hölls i nöjesparken Tervakosken Puuhamaa. Förutom sex representanter för bolaget var bara fyra placerare på plats. Efter snabbt skötta formaliteter hade vi tillfälle till en intressant, informell diskussion med nästan hela bolagets ledning. Dessutom fick vi bekanta oss med nöjesparken vi äger. Detta påminde mig om hur nyttigt det är att emellanåt "sparka på bildäcken", dvs bekanta sig noggrannare med sina placeringsobjekt.

En aktie är inte en lottokupong. Den är en del av ett företag. Detta minns man bäst då man försöker bekanta sig med sina bolags verksamhet. Oftast är kanske bolagsstämmor inte särskilt nyttiga forum för detta ändamål men i många mindre bolag är de ett bra tillfälle att se sina placeringspengar i arbete (här kommer jag att tänka på de ypperliga skyltarna vid vägarbeten i USA: *"Your Tax Dollars At Work"*).

För en skogsplacering är det självklart att avkastningen kommer från att träden växer. Alla som har sett en tall växa fattar att detta kräver en relativt lång placeringshorisont. Kanske det just därför inte finns några Reuters/Bloomberg-skärmar där man skulle kunna se sina tallar växa i realtid?

För aktieplaceringar gäller på precis samma sätt att avkastningen kommer från bolagets tillväxt. Men alla verkar inte alltid minnas det, kanske för att aktier varje dag har ett pris på börsen.

Analogin är intressant också därför att aktieplaceringar är mer riskabla än fastigheter (som skog). Detta innebär naturligtvis att placeringshorisonten borde vara längre än för skogsplaceringar. Men jag undrar hur ofta så är fallet?

Att "sparka på däck" är ett bra sätt att tvinga sig själv att ha rätt perspektiv på sina placeringar, alltså följa med verksamheten istället för börskursen. Jag rekommenderar därför

för varje aktieplacering att säga upp prenumerationen på sina ekonomitidningar, stänga text-tv:s börssidor och gå ut på en promenad i sin "egen skog", dvs. bekanta sig med sina bolag.

KÖP OCH FÖRSÄLJNINGAR

Vår portfölj förändrades inte mycket under kvartalet, och den bör ju inte heller göra det. Jag placerade ungefär 20% av vår kassa i tilläggsköp av sex av våra utländska bolag (Handelsbanken, Securitas, Air Liquide, ADP, State Street och Walmex). Fonden fick dock nya placeringar och dividender så att kassan fortfarande utgör 9% av fondens värde.

Jag köpte inga aktier i våra finska bolag. Detta är ingen slump. Jag tycker finska aktier generellt är ganska högt värderade, både i förhållande till sina utländska konkurrenter och i förhållande till sina konserverivt beräknade "korrekta" värden (förutsatt en mer normal ränteomgivning). Låtom oss alltså vara något försiktiga.

VÅRA BOLAGS UTVECKLING

Kvartalets absolut viktigaste händelse bland våra portföljbolag var Handelsbankens ordförande Arne Mårtenssons (54) beslut att åka iväg och segla världen runt under tre år. Mårtensson blev VD 1991 och ordförande 2001.

Det säger mycket om bankens kvalitet att fortsättningen genast var klar. Nuvarande VD Lars Grönstedt (51) blir ordförande och kapitalmarknadsenhetens chef Pär Boman (43) ny VD. Boman har jobbat för Handelsbanken sedan 1991.

Här behövdes inga headhunters. Jag tycker ett av de viktigaste tecknen på ett välskött bolag är just det att det växer tillräckligt av nya resurser inom huset så att kontinuiteten är säkerställd i varje läge. I Handelsbankens fall är detta uppenbart.

Jag har inte brukat analysera våra bolags kvartalsresultat i dessa rapporter - och tänker inte börja nu. Men så mycket vill jag ändå säga, att de flesta bolag just nu är exceptionellt lönsamma tack vare den långa högkonjunkturen. Då samtidigt resultaten är ovanligt goda och värderingarna - i förhållande till dessa exceptionella resultat - är ganska höga, bör en liten röd flagga börja svaja någonstans i undermedvetandet.

Den svajar inte för att vi borde sälja alla aktier. Den berättar att vi inte skall vänta oss att den kursuppgång vi sett under tio kvartal kommer att fortsätta för evigt. På lång sikt kan vi vänta oss att aktiekurserna följer tillväxten i bolagens verksamhet. Inte mer - men ej heller mindre.



Anders Oldenburg
portföljförvaltare
anders.oldenburg@seligson.fi

**Suominen**

Suominen har hittills varit en av våra sämsta finska placeringar. Helt usel har den dock inte varit – de aktier vi nu äger är värda 23% mindre än sitt anskaffningspris men som helhet är vi faktiskt 28% på plussidan. Skillnaden beror på att jag sålde en del av våra aktier år 2003 och framförallt på att vi under årens lopp har fått 220 000 euro i dividender, vilket motsvarar 32% av vår totalplacering i bolaget.

Vad lär vi oss av detta? För en långsiktig placerare är dividender en mycket viktig komponent av den totala avkastningen, som bara blir viktigare ju längre placeringshorisonten är.

Faktum är dock att Suominen som bolag har varit en klar besvikelse för mig.

Jag skrev i rapporten 1/2002 att ”jag tycker att Suominen har kanske den allra bästa potentialen av alla Phoebus placeringar att förbättra sitt resultat”. Min gissning gick ganska totalt åt skogen (jag kanske borde ha sparkat ännu mer på däckan?).

Sedan 2001 har bolagets försäljning av nonwoven-tyger sjunkit med 12% och resultatet halverats. För plastförpackningarna har det gått ännu sämre. Bolaget har expanderat framåt i produktionskedjan till konvertering av nonwovens genom ett dyrt förvärv som hittills närmast har bidragit med huvudvärk. Den nya VD:n som jag berömde fick sparken. Till råga på allt sjönk resultatet till förlust detta år.

Borde jag alltså sälja våra aktier?

Då ett bolag har försämrats kontinuerligt under åtta år, liksom Suominen, är frågan berättigad. I de fall då en resultatförsämring beror på konjunkturen är det inte så farligt, men en konjunktursvacka räcker inte så här länge.

En stor orsak till kraftgången är marknadens överkapacitet, som till stor del beror på dollarns försvagning. Exporten från Europa till USA har sinat, vilket har lett till överkapacitet i Europa. Då efterfrågan växer med 4-5% per år torde det ta cirka 4-5 år att äta upp överkapaciteten.

Det måste alltså finnas också andra orsaker. En sådan är den kraftiga prisökningen för de plaster som är Suominens råvaror, på grund av det höga oljepriset. Faktum är att nästa hela försvagningen i resultatet för Suominens nonwoven-verksamhet från slutet av 2003 till idag kan förklaras av råvarupriserna.

Men är det faktiskt så att ett bolag som har såhär många problem inom alla sina verksamhetsområden bara har dålig tur eller är det något mer grundläggande som är fel? Jag vet inte, men det börjar kännas olustigt. Jag tycker fortfarande att Heikki Bergholm är en intelligent och trevlig kille, och han har ett stort personligt intesse (han äger 7,3% av bolaget). Men jag gillar inte hans resultat de senaste åren (och jag vet att han inte själv heller gör det).

Vad skall vi alltså göra? Jag har beslutat att just nu inte är rätt tid att göra någonting alls. Aktiekursen reflekterar bolagets svårigheter och råvaruproblemet kommer att försvinna då oljepriset normaliseras. Detta är säkert. Därför vill jag först se hur Suominen klarar sig i en mer normal omgivning innan jag drar mer drastiska slutsatser. Samtidigt betyder detta att Heikki får tid att sätta konverteringsverksamheten i skick.

Tiden kommer att utvisa hur det lyckas. I vilket fall som helst är Suominen inte längre någon stor risk för oss, eftersom kursfallet och det faktum att jag inte har köpt fler aktier har lett till att bolagets andel av vår portfölj idag bara är 2,3 procent.



Jag presenterade senast vår danska vindturbintillverkare Vestas i rapporten 1/2003. På två och ett halvt år har många saker hunnit förändras, inte minst aktiekursen, som har stigit 150%.

Jag påstod då att den politiska risken är avgörande för aktiekursen och att aktien har potential då risken minskar. Det var en lyckad gissning. Som man kunde antaga har USA inte slutat subventionera vindkraft, även om subventionernas framtid verkade osäker för två år sedan. Då läget har klarnat har marknadens tillväxt accelererat – den växer cirka 25% i år efter tre lugnare år – och placerarna har änyo blivit intresserade av Vestas.

Trots att marknadsläget har förbättrats är bolaget inte just nu i skick. Detta beror på att Vestas i följ köpte Danmarks näst största vindturbinbolag NEG Micon. NEG har alltid varit ett uselt skött bolag och dess integrering är varken snabb eller lätt.

Integreringen kostade uppenbarligen den förre VD:n Svend Sigaard hans jobb. I hans ställe kom – utanför bolaget – den unge Ditlev Engel (41), som tidigare var VD för målfärgsbolaget Hempel. Jag gillar inte att man söker chefer utifrån men i detta fall är det mer förståeligt än normalt (eftersom ett neutralt alternativ kan underlätta integreringen av NEG).

Den nya VD:n har som sitt första jobb lagt fram en ny strategi – ”The Will to Win” – och verkar mycket ambitiös. Målsättningarna verkar vettiga. Vestas strävar under de närmaste åren efter att klart höja sin lönsamhet på bekostnad av tillväxten, helt som marknadsledaren bör göra. Vestas är, med en marknadsandel på 35%, världens klart ledande producent av vindkraftverk.

Målet är att nå ett rörelseresultat som motsvarar 10% av omsättningen. I år kommer resultatet före integrationskostnader att utgöra 3-4% av försäljningen, och efter engångskostnader bli det sannolikt inte mycket kvar. Avsikten är att nå målet år 2008.

Om Engel lyckas är aktien ganska konservativt prissatt, om än inte helt billig. Vestas omsättning kommer i år att vara cirka 3,3 miljarder euro. Målet för rörelsemarginalen skulle alltså motsvara 330 miljoner. Bolagets marknadsvärde är idag 3,2 miljarder (kurs DKK137) och Vestas har en nettoskuld på cirka 400 miljoner euro. Bolagets bruttovärde (3,6 mrd) i relation till den potentiella rörelsevinsten (330m) är alltså 11x, vilket efter skatt motsvarar ett ”skuldfritt P/E-tal” på cirka 16x. För en snabbt växande marknadsledare är det inte orealistiskt.

Frågan lyder: kommer Ditlev Engel att nå sina mål? Jag tror den största risken ligger i att han som ung och ambitiös driver bolaget med en för hård hand, vilket kan riskera Vestas position i spetsen av branschens utveckling. Tiden får utvisa hur det går.

Vestas är ett gott exempel på hur optimistiska placerarna idag är. Om allt går väl är aktien vettigt värderad, men det finns inget utrymme för besvikelser. Jag vågar lova att då jag återkommer till saken igen om cirka tre år har aktien inte på nytt 2,5-faldigats. Men Vestas har absolut potential att även framöver ge oss en bättre avkastning än marknaden i genomsnitt.