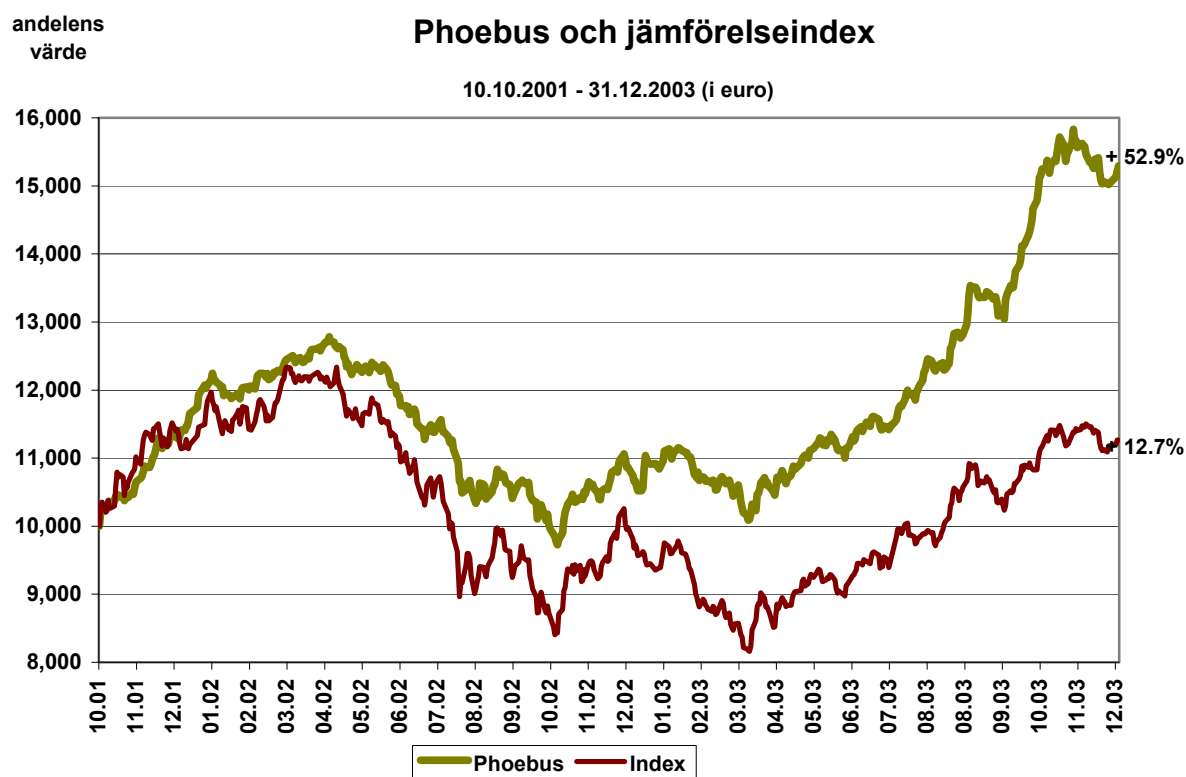


Seligson & Co Phoebus

Kvartalsrapport 4 / 2003



Avkastning och risk	Fonden		Jämförelseindex	
31.12.2003			75% Hex prtf.avkastn, 25% MSCI AC WNDR	
	Avkastning	Volatilitet	Avkastning	Volatilitet
3 mån.	16,1 %	11,6 %	9,3 %	10,0 %
12 mån.	40,6 %	11,1 %	20,0 %	13,9 %
3 år	-	-	-	-
Från startdatum	52,9 %	11,3 %	12,7 %	16,7 %
Från startdatum per annum	21,0 %		5,4 %	

Kostnader, nyckeltal	1 – 12. 2003
Avgifter sammanlagt (TER) %	1,3 %
Avkastningsbunden provision	0,0 %
Transaktionskostnader %	0,1 %
Totalkostnadsandel (TKA) %	1,4 %
Portföljens omsättningshastighet	15,2 %
Förmedlingsarvoden betalda till företag inom samma koncern	0,0 %
Närkretsens ägarandel	23,6 %
Tracking error	10,6 %

Det utmärkta året fick ett fantastiskt slut. Phoebus steg även under det sista kvartalet betydligt mer än marknaden och för hela året steg fonden med otroliga 40,6% samtidigt som marknaden steg 20,0%. Sådär bra kan det inte länge fortsätta.

VÄRDEPAPPERSPLACERINGAR 31.12.2003				
	Antal	Kurs	Marknads- värde EUR	% av fonden
Tulikivi	197500	5,18	1 023 050	9,8%
Exel	86000	11,85	1 019 100	9,8%
Tietoenator	46000	21,95	1 009 700	9,7%
Lassila & Tikanoja	32900	27,49	904 421	8,7%
Stockmann A&B	47000	18,17	854 060	8,2%
JW Suominen	125000	6,58	822 500	7,9%
Tamfelt pref	30000	13,90	417 000	4,0%
Fiskars A	42000	9,69	406 980	3,9%
Nokian Renkaat	6000	59,90	359 400	3,4%
Vacon	34500	9,85	339 825	3,3%
Chips B	20900	16,25	339 625	3,3%
Inhemskta aktier			7 495 661	71,8%
Handelsbanken B	29000	15,70	455 206	4,4%
Air Liquide	2400	138,30	331 920	3,2%
Tomra	65000	4,78	310 501	3,0%
State Street	7000	41,42	289 917	2,8%
Vestas	20000	12,89	257 898	2,5%
Securitas	22000	10,68	235 066	2,3%
Automatic Data Processing	7500	31,09	233 163	2,2%
Walmart de Mexico C	70533	2,14	150 944	1,4%
Merck & Co	3000	36,09	108 282	1,0%
Robert Mondavi	3000	31,68	95 026	0,9%
Utländska aktier			2 467 924	23,6%
SUMMA aktier			9 963 585	95,5%
Kontanter			473 228	4,5%
FONDENS VÄRDE			10 436 813	100,0%
Antal andelar (A-korrigerat)			682 422,50	
Värde per A-andel			15,294	

FONDENS UTVECKLING

Det utmärkta året fick ett fantastiskt slut. Phoebus steg även under det sista kvartalet betydligt mer än marknaden och för hela året steg fonden med otroliga 40,6% samtidigt som marknaden steg 20,0%. Sådär bra kan det inte länge fortsätta.

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.

PHOEBUS VS MARKNADEN: 5-1 (?)

För ett år sedan skrev jag att ett år i aktieplacerings-verksamhet kan jämföras med en period i en ishockey-match. En period säger absolut ingenting om slutresultatet i en serie matcher. Om ett normalt års avkastning är ett "mål" leder Phoebus efter andra perioden 5-1. Väl så.

Då man analyserar en fonds avkastning bör man alltid fråga: (1) Återspeglar fondens jämförelseindex dess verkliga placeringar och (2) med vilken risk har avkastningen uppnåtts? Vad gäller jämförelseindex är den första observationen att marknaden i Finland (+22,7%) förra året avkastade bättre än världsmarknaden (+11,7%). Phoebus överviktade inte Finland, så detta hjälpte inte.

En annan observation är att Phoebus placerar främst i små bolag men indexen består av stora bolag. Många små bolag utvecklades väl under året men som en grupp klarade sig inte små bolag i Finland (till skillnad från övriga Europa) särskilt bra.

Detta kan visas genom att jämföra HEX-port-följvaktningindex (+22,7%), som innehåller börsens alla bolag, med HEX25-avkastningsindex (+23,4%), som bara innehåller stora bolag. Eftersom det bredare indexet gav sämre avkastning avkastade stora bolag något mer än små. Fondens risk kan man bäst granska genom att studera fördelningen av dess dagsavkastningar (Phoebus har nu verkat i 555 vardagar):

Marknads- utveckling	Fonden jämfört med index		
	bättre	sämre	alla
upp	87	204	291
ned	212	52	264
alla	299	256	555

På stigande marknader har fonden sällan klarat sig mot marknaden. På sjunkande marknader har däremot Phoebus 80% av dagarna utvecklats bättre än index. Fondens marknadsrisk är alltså klart lägre än jämförelseindexets.

Akademiskt sett var Phoebus marknadsräskänslighet eller dess "beta-tal"¹ förra året 0,5. Då "borde" fonden ha avkastat ungefär 10%. Den avkastade över 40%.

¹ Phoebus' och marknaden avkastningars korrelation gånger Phoebus volatilitet (avkastningens standard-avvikelse) gånger marknaden volatilitet dividerat med marknaden varians (volatiliteten i kvadrat) – hängde ni med?

Differensen, cirka 30%, utgör sådan "alfa" som fondförvaltarna eftersträvar, alltså avkastning som beror på aktievalen istället för marknadsrisken.

En viktig tumregel i riskhantering är att det som lyckas alltid också kan misslyckas. Hade aktievalen misslyckats (och "alfa" hade haft omvänt förtecken) skulle Phoebus ha avkastat -20%, alltså 40% sämre än marknaden.

En analys av Phoebus historiska avkastning berättar alltså följande: (1) Fonden kan inte förväntas klara sig bra på en stigande marknad. Förra året var ett undantag. (2) Risken är hög trots att marknadsräskänsligheten är låg. Detta beror på att fonden placerar i ett fåtal bolag (som jag tycker mig förstå). Så här kommer det att vara även framöver.

Mest relevant är dock att jag fortfarande utvärderar våra bolag – inte deras aktiekurser – med ungefär 3-4 års perspektiv. Det att aktiekurser förra året utvecklades bättre än bolagens verkliga värden är oviktigt. Det är till fördel endast för *spekulanter* som tänker sälja sina fondandelar. För långsiktiga *placerare* är det antingen irrelevant (engångsplacerare) eller dåligt (sparare / nya placerare).

PLACERINGAR

Under det sista kvartalet gjorde jag tre förändringar i våra placeringar: (1) Jag köpte aktier i Chips, (2) jag sålde en tredjedel av våra aktier i Vestas och (3) jag sålde alla aktier i Takefuji.

Chips är ett utmärkt bolag som jag har följt i 15 år men aldrig har ägt. Det är inte heller nu alldeles billigt men bolaget är en stark marknadsledare i Norden (förutom i Norge) och förra sommarens företagsköp i Ryssland öppnar helt nya möjligheter för tillväxt.

Vestas är också ett fint bolag men dess beslut att köpa sin mindre konkurrent NEG Micon ökar risken märkbart. Fusioner kostar nästan alltid mer än de smakar och marknaden blir nästan alltid besviken på det sammanslagna bolagets resultatutveckling initialt. Vi hinner öka vårt innehav då fusionen kommit längre – förhoppningsvis billigare.

Takefuji är däremot inte ett bra bolag. Jag sålde alla våra aktier då bolagets chefsdirektör fängslades, misstänkt för olaglig telefonavlyssning. Jag har diskuterat lärdomarna av denna felplacering i mer detalj på Phoebus webbsidor (www.seligson.fi/phoebus) - tyvärr endast på finska. Jag kräver att våra bolags chefer visar tecken på självständigt tänkande, öppenhet och absolut ärlighet. Sådana kvaliteter hittar man sällan i fångelset.

Anders Oldenburg
Portföljförvaltare
anders.oldenburg@seligson.fi



Jag tycker att självständigt tänkande är ett av de säkraste tecknen på en duktig företagsledning – man kan alltid kopiera andra, men kreativitet kräver verklig förståelse. På väggen i mitt arbetsrum finns en kopia av vd-brevet i **Lassila & Tikanojas** årsredovisning 1996, där den dåtida vd:n Juhani Maijala, som nu är ordförande, skriver:

“Our policy of basing dividend payment on financial performance will be further emphasized; that portion of the profit not needed to secure the healthy development of the company will be paid out in dividends.”

Enkelt, och samtidigt briljant. Speciellt som 1996 var det år då de flesta andra bolag började definiera sin utdelningspolitik som en andel av vinsten (oftast 30%, 40% eller 50%). Maijals text illustrerar hur huvudlösa procentuella målsättningar egentligen är.

Samma år blev Jari Sarjo vd för Lassila & Tikanojas dotterbolag Säkkiiväline, som inriktar sig på avfallshantering och städning. Efter att gamla L&T delade sig är ju nu Säkkiiväline det nya L&T, som alltså har samma ledning som för sju år sedan.

Bolaget har under denna tid utvecklats fantastiskt. Omsättningen har vuxit 19% per år (varav 10% organiskt). Vinsten per aktie har på sju år tredubblats. Justerad för goodwill-avskrivningar har den 3,5-faldigats, alltså vuxit med 20% per år.

Trots att L&T:s marknadsposition är stark – med 20% marknadsandel är bolaget Finlands ledande avfallshanterare och det hör med 13-14% andel till de ledande fastighetsskötarna – syns inget slut på tillväxten. Avfallshantering växer framförallt i takt med att återvinning ökar, vilket också ökar branschens kapitalkrav och höjer inträdesbarriärerna. Städning och övrig fastighetsskötsel växer också i takt med att en allt större del av dessa läggs ut åt privata serviceföretag.

Totalmarknaden inom L&T:s verksamhetsområden överstiger i Finland 4 miljarder euro, då man räknar in även den verksamhet som inte ännu outsourcats. Av denna kaka utgör L&T:s omsättning på 300 miljoner euro endast 7%. Bolaget strävar dessutom efter att expandera i Ryssland och Baltikum, där potentialen är mångdubbel.

Värderingen är tyvärr inte längre helt billig. Med nuvarande kurs (28e) är P/E-talet på förra årets resultat (1,20e) cirka 23, som är högt. Justerat för goodwill-avskrivningar var resultatet 2003 cirka 1,70e vilket ger ett vettigare P/E på 16,5. Men L&T är ganska skuldsatt, vilket också bör justeras för – ett “skuldfritt P/E” för förra året är 18. Inte billigt, men inte heller helt obegripligt.

Det lönar sig att betala för kvalitet. Juhani Maijala och Jari Sarjo skriver i ”Ledningens diskussion” också i årsredovisningen för 2002 som direkt ur Phoebus placeringskriterielista:

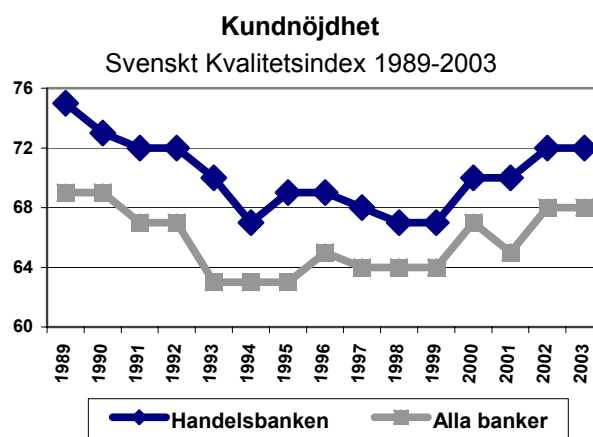
“For several years to come, the market we operate in will grow faster than the national economy. We strive to make Lassila & Tikanoja grow faster than the market. We pay special attention to organic growth. Our goal is to improve both EVA and earnings per share annually.”

Och det är inte bara lösa ord.

Handelsbanken Då jag för 15 år sedan började jobba som analytiker i Stockholm var doktor Jan Werding min förman som Alfred Bergs analyschef. Han kom från **Svenska Handelsbanken**, som var Sveriges mest lönsamma bank. Allt det lilla jag kan om banker har jag lärt mig av Janne. Som tur är fick han sin utbildning av de bästa.

Handelsbankens koncept är annorlunda än de flesta andra bankers, men ändå mycket enkelt. Den fungerar som en lokalbank. Alltid. Detta innebär att kontorschefen är kung hos Handelsbanken. Det är beskrivande att man till och med på Internet först måste välja sitt kontor innan man kan bläddra igenom produkt- och servicesidorna.

Man kunde lätt föreställa sig att en sådan här modell är dyr. I verkligheten är det precis tvärtom. Handelsbanken är Nordens klart mest kostnadseffektiva bank och en av de effektivaste universalbankerna i hela Europa. Kostnadsmedvetenheten ligger i bankens kultur – den är en daglig process. Förutom kostnadsmedvetande har Handelsbanken egentligen bara ett styrmedel: den bör ha de mest nöjda kunderna. Och det har den:



Då de förverkligas leder dessa två egenskaper banken till sitt mål: att nå en högre avkastning på eget kapital än genomsnittet för övriga nordiska banker. Förra året nådde banken sannolikt detta mål för det trettioandra året i rad!

Bankens ledning är också mycket bra. Läs vd:s översikt i årsberättelserna för 1996-2002 så märker ni det själva! Tillväxtpotentialen är kanske det största frågetecknet – bankverksamhet är ju inte någon egentlig tillväxtbransch.

Och som ett genuint Phoebus-bolag är Handelsbanken mycket selektivt gällande företagsköp.

Trots detta har Handelsbanken redan byggt starka brohuvud i Danmark, Norge och Finland. Dessa länder utgör än så länge bara 10% av resultatet men andelen växer snabbt. Sedan år 2000 har Handelsbanken också expanderat i England, som ger enorm potential om expansionen lyckas. Banken är ju som sagt en av Europas effektivaste.

Då värderingen dessutom är vettig (P/E 12) tycker jag att Handelsbanken är en av våra bästa placeringar. Det finns inget som jag är lika säker på som att en kombination av de lägsta kostnaderna med den största kundnöjdheten ger resultat. Precis som Handelsbanken har bevisat redan i 32 år.

FONDGUBBAR SOM SPÅGUMMOR

Vi lever igen den tid av året då fondförvaltare, analytiker och ekonomireportrar alla får ett plötsligt behov att förutspå framtiden. Men kan man lita på deras prognoser?

En av de utförligaste sammanställningarna av prognoser görs av amerikanska Merrill Lynch, som är en av världens största bankirfirmor. De samlar varje månad in prognoser av 230 fondförvaltare som tillsammans sköter ungefär 1000 miljarder dollar. Av detta uppstår en 32-sidig rapport, "Global Fund Manager Survey", som hör till världens bästa prognosrapporter.

På basen av svaren räknar Merrill Lynch varje månad ut ett Stock Market Conditions -index. Denna "fondförvaltarens konjunkturbarometer" försöker berätta om aktiemarknaden är på väg uppåt eller nedåt. Ett positivt tal berättar att förvaltarna tror att kurserna skall stiga, och tvärtom. Indexet har beräknats sedan maj 2001.

I bifogade bild syns Merrill Lynchs SMC-index och MSCI's världsindex för aktier (i dollar):

Hur är det möjligt att världens bästa (eller åtminstone största) förvaltare inte alls kan prognostisera marknadens utveckling?

Man kommer inte alltid att tänka på att aktiemarknaden är ett nollsummespel i förhållande till index. En affär har alltid två parter, och om någon skall vinna måste någon annan förlora. Detta kunde teoretiskt lämna utrymme för "skicklighet" ifall de "oskickliga" marknadsaktörerna hade tillräckligt mycket pengar.

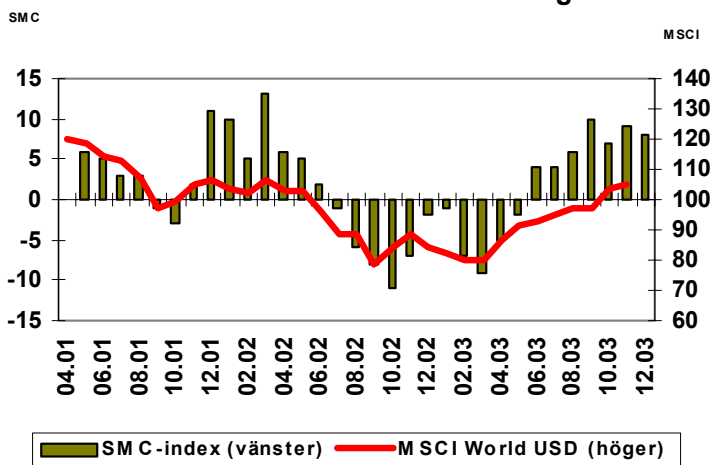
Det har de dock inte. Det är faktiskt så att både professionella placerare och småsparare varje dag handlar till kurser som bestäms av de professionella placerarna (eftersom profffsen representerar över 90% av handeln).

Om köparna och säljarna är lika duktiga börjar det intuitivt kännas mer logiskt att en akties kurs är på rätt nivå – i relation till den information som är tillgänglig - då en affär sker.

Fenomenet är inte nytt. Professor Eugene F. Fama lade redan 1965² fram sin hypotes om att marknaderna är effektiva, enligt vilken aktiekurserna på en marknad med tillräckligt många intelligenta aktörer kommer att reflektera all tillgänglig information. Professor Michael C. Jensen noterade redan 1968³ att placeringsfonder i medeltal erhåller marknadens avkastning minus kostnader. På våra hemsidor (www.seligson.fi) finns ett dussin övriga undersökningar som kommer till samma slutsats.

Man bör alltså inte lita på de prognoser som görs av fondförvaltare, analytiker eller övriga professionella placerare. Använd dem som ni använder er av horoskop – de kan vara kul att läsa, men man skall inte basera sina beslut på vad de säger.

SMC-index och marknadens utveckling



Vid första anblick kan man tycka att kurvorna går snyggt åt samma håll. Men fondförvaltarna skall ju inte berätta vart marknaden har gått utan vad de väntar sig av framtiden. Förväntningskurvan borde alltså förutsäga förändringarna i världsindex. Det gör den inte.

De facto märker man, då man närmare studerar förväntningarna, att fondförvaltarna under den här perioden 18 gånger har gissat fel gällande marknadens utveckling följande månad, och bara 12 gånger har gissat rätt. De tre mest optimistiska prognoserna har följts av en sjunkande aktiemarknad och efter de tre mest pessimistiska har aktierna stigit kraftigt!

Matematiskt ser man samma sak genom att korrelera förändringen i prognosindex med förändringen i aktiemarknaden. Prognosförändringen och *föregående* månads aktiemarknad uppvisar en stark positiv korrelation (+0,57). Däremot uppvisar prognosförändringen och *följande* månads marknadsutveckling ingen korrelation (-0,02). Förvaltarna baserar alltså sin optimism eller pessimism på det som redan har skett, och det är ingen prognos för framtiden.

² Fama, "Random Walks in Stock Market Prices" - Financial Analysts Journal, Sep/Oct 1965

³ Jensen: "The Performance of Mutual Funds in the Period 1945-1964" - Journal of Finance 1968