

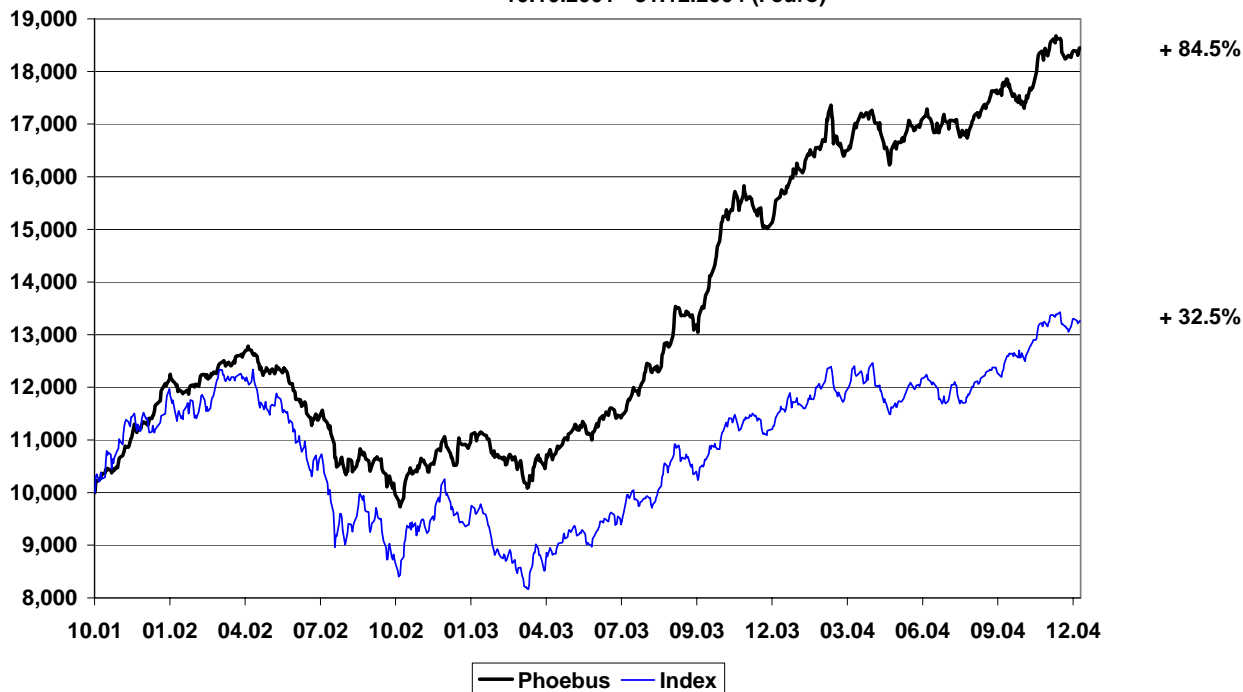
Seligson & Co Phoebus

Kvartalsrapport 4 / 2004

 andelens
värde

Phoebus och jämförelseindex

10.10.2001 - 31.12.2004 (i euro)



Avkastning och risk	Fonden		Jämförelseindex	
31.12.2004			75% Hex portfolio avkastning, 25% MSCI AC WNDR	
	Avkastning	Volatilitet	Avkastning	Volatilitet
3 mån.	3,7 %	7,9 %	7,5 %	7,9 %
1 år	20,6 %	8,8 %	17,6 %	9,3 %
3 år	54,7 %	10,6 %	15,7 %	14,5 %
Från startdatum	84,5 %	10,6 %	32,5 %	14,8 %
Från startdatum per annum	20,9 %		9,1 %	

Kostnader, nyckeltal	1.1.-31.12.2004
Avgifter sammanlagt (TER) %	0,8 %
Avkastningsbunden provision	1,2 %
Transaktionskostnader %	0,0 %
Totalkostnadsandel (TKA) %	2,0 %
Portföljens omsättningshastighet	-3,6 %
Förmedlingsarvoden betalda till företag inom samma koncern	0,0 %
Tracking error	9,8 %
Närkretsens ägarandel	24,6 %

De av er som under en längre tid har läst mina rapporter vet att jag inte speciellt uppskattar marknadsprognoser. De är bara gissningar, och inte alltid ens särskilt kvalificerade sådana. Denna gång tänker jag dock göra ett undantag.

VÄRDEPAPPERSPLACERINGAR 31.12.2004

	Antal	Kurs valuta	Kurs EUR	Marknads- värde EUR	% av fonden
Exel	88000		23,01	2 024 880	14,4%
Tulikivi	212000		6,32	1 339 840	9,6%
Lassila & Tikanoja	91200		13,13	1 197 456	8,5%
Tietoenator	51000		23,40	1 193 400	8,5%
Stockmann A&B	51000		21,61	1 102 080	7,9%
Chips B	30050		22,70	682 135	4,9%
Vacon	50000		11,78	589 000	4,2%
Nokian Renkaat	5000		111,80	559 000	4,0%
Suominen	125000		4,04	505 000	3,6%
Fiskars A	50400		7,90	398 160	2,8%
Tamfelt pref	45000		7,98	359 100	2,6%
Inhemskta aktier				9 950 051	71,0%
Handelsbanken B	33000	172,00	19,05	628 730	4,5%
Air Liquide	3300	135,60	135,60	447 480	3,2%
Scania B	15000	263,00	29,13	436 987	3,1%
Tomra	85000	33,30	4,04	343 580	2,5%
Automatic Data Processing	9000	44,30	32,47	292 248	2,1%
State Street	8000	49,01	35,92	287 396	2,0%
Securitas	22000	114,00	12,63	277 811	2,0%
Carrefour	7000	34,93	34,93	244 510	1,7%
Vestas	24000	68,00	9,14	219 403	1,6%
Walmart de Mexico	71463	38,25	2,51	179 415	1,3%
Merck & Co	3000	32,22	23,62	70 852	0,5%
Utländska aktier				3 428 414	24,5%
SUMMA aktier				13 378 465	95,4%
Kontanter				641 361	4,6%
FONDENS VÄRDE				14 019 827	100,0%
Antal andelar (A-korrigerat)				759 861,20	
Värde per A-andel				18,451	

FONDENS UTVECKLING

Frestelsen är stor att i årets sista rapport fokusera på helårssiffror och glömma det fjärde kvartalet. Det var nämligen det sämsta hittills i Phoebus historia. Fonden steg visserligen 3,7% men jämförelseindex steg hela 7,5%. Detta utvisar vad jag även sagt tidigare, att Phoebus bolag, som inte är särskilt riskfyllda, inte alltid kan förväntas klara sig bra på en kraftigt stigande marknad.

Huvudorsaken till kvartalets dåliga avkastning står att finna i att de tre största placeringarna – Exel, Tulikivi och TietoEnator – hämtade andan efter en kraftig kursuppgång. Detta är helt normalt – inga träd växer till himlen. Bolagen är fortfarande fantastiska.

Också Mercks och Vestas kraschlandning inverkade på Phoebus utveckling, men då deras vikter var små känns inte ens stora svängningar särskilt mycket. På motsvarande sätt hade inte heller Tomras och Chips över 30% uppgång så stor betydelse.

För hela året steg Phoebus 20,6%, alltså något mer än jämförelseindex som steg 17,6%. Sedan start har Phoebus avkastat 84,5% medan marknaden har stigit 32,5%.

Men det usla sista kvartalet utvisar enligt min åsikt tydligt att, trots att Phoebus hittills varje år har slagit marknaden, man inte bör förvänta sig att fonden alltid skall gå bra.

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

I den förra rapporten berörde jag tre ledningsförändringar i våra bolag. Takten förblev ovanligt hög också under det fjärde kvartalet.

Wal*Mart de México meddelade i december att Cesareo Fernandez, som jobbat för bolaget i 38 år, pensionerar sig. Detta var ingen överraskning. Walmex utnämnde redan år 2002 Eduardo Castro-Wright (som kom från Honeywell) till ny VD.

Tamfelt meddelade i december att Risto Hautamäki pensionerar sig 2005. Det var inte heller överraskande. Hans efterträdare, nuvarande vice VD Jyrki Nuutila, har jobbat för Tamfelt i 19 år. Jag tror inte att bolaget under hans ledning kommer att förändras mycket, åtminstone inte till det sämre.

Chips utnämnde chefen för sitt svenska dotterbolag till ny VD för koncernen. Norska Orkla hade dock redan innan detta gett bud på hela Chips, så detta generationsskifte har inte längre någon betydelse för oss.

Försäljningen av Chips till Orkla är givetvis positiv för Phoebus – på kort sikt. Men den skapar även problem. Chips hör till de få finska bolag som jag ännu under hösten har funnit köpvärda. Nu måste jag hitta ett bra alternativ, vilket inte är lätt med dagens värderingar.

En tråkig överraskning var att chefen för vårt danska vindturbinbolag Vestas, Sven Sigaard, avgår. Trots att han jobbat i 18 år för Vestas är han bara 47 år, och jag hade väntat mig att han skulle förbli VD i drygt 10 år till. En överraskning var också att hans efterträdare Ditlev Engel (40) kommer utifrån.

Beror detta på Vestas lönsamhetsproblem? Kanske, eller också tyckte styrelsen att fusionen med NEG Micon var ett smartare drag än vad ledningen tyckte. I vilket fall som helst ökar detta osäkerheten kring Vestas och jag har valt att inte öka vårt innehav trots att kursen har fallit tillbaka till ganska attraktiva nivåer.

UTSIKTER

De av er som under en längre tid har läst mina rapporter vet att jag inte speciellt uppskattar marknadsprognoser. De är bara gissningar, och inte alltid ens särskilt kvalificerade sådana. Denna gång tänker jag dock göra ett undantag:

Jag prognosticerar att de finska börsbolagens dividender i förhållande till bolagens resultat kommer att sjunka rejält under de närmaste åren. Detta beror på skattereformen. De dividender som betalats för 2002-2003 har klart överstigit bolagens långsiktiga dividendbetalningsförmåga – de har bara varit en förberedelse för den nya skatteregimen. Tro inte att de fortsätter.

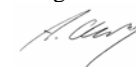
Dessutom kommer sannolikt dividenderna att sjunka ännu mer än vinstutdelningen, då de bästa bolagen gradvis övergår till att köpa tillbaka sina egna aktier. Detta är i framtiden ett effektivare utdelnings sätt, speciellt för utländska aktieägare.

Kommer detta att inverka på aktiekurserna? Jag vet inte. Men den finska börsens kraftiga uppgång under det sista kvartalet (+9,3%) och det att den länge har klarat sig bättre än världens börser (under 2002-2004 steg Finland 28,9% medan världen *sjönk* 19,7%) talar för att de stora dividenderna har bidragit till den goda utvecklingen. Jag skulle därför inte bli helt förvånad om lägre dividender nu skulle betyda att Finland emellanåt går sämre än resten av världen.

Kom ihåg att detta bara var en prognos – alltså en gissning. Ni får själva bedöma om den ens var särskilt kvalificerad. Men förbered er på att den kan realiseras.

TILL SIST

Phoebus regler förnyas. Jag bifogar ett separat brev gällande förändringarna, som närmast är onödig byråkrati som beror på den nya lagen om placeringsfonder (som i sin tur beror på ett nytt EU-direktiv). Läs brevet ändå – det är alltid viktigt att veta exakt vad man har placerat i. Det gäller även för Phoebus.



Anders Oldenburg
portföljförvaltare
anders.oldenburg@seligson.fi



Vacon är det yngsta och säkert det minst kända av våra finska bolag. Det grundades år 1993

av ett antal ingenjörer som lämnat ABB Strömberg. De startade från ingenting, men redan 1996 visade Vacon tvåsiffrig avkastning på sitt kapital. Alltsedan dess har lönsamheten varit lysande, trots kraftig tillväxt.

Vacon gör frekvensomriktare, alltså elektronikgrejer som kontrollerar elmotorers rotationshastighet. Detta kan låta exotiskt, men är en stor marknad, cirka 5 miljarder euro. Idag är ungefär 5% av de elmotorer som används inom industrin försedda med frekvensomriktare, i framtiden kan siffran bli 35-40%. Vacon verkar alltså på en växande marknad (enligt olika bedömare är branschens tillväxt 5-8% per år).

Vacon är inte ensamt i branschen. Dess marknadsandel är än så länge bara 2,4%. Marknadsledaren ABB är ungefär fem gånger större, och mellan ABB och Vacon ryms 11 övriga aktörer. Men trots sin ringa storlek är Vacon, åtminstone enligt sin egen åsikt, den teknologiska ledaren.

Denna uppfattning stöds av att många av Vacons konkurrenter har övergått (eller håller på att övergå) till Vacons teknologi. En av de viktigaste nya kunderna under 2004 var amerikanska Rockwell, som är världens fjärde största producent av frekvensomriktare, med en marknadsandel på 7%. En annan mycket viktig ny kund var det amerikanska jättebolaget Johnson Controls, som börjar använda Vacons frekvensomriktare i sina VVS-lösningar.

Även från Asien kan vi förvänta oss nyheter under början av 2005. Allt detta tyder, enligt min åsikt, på att den kraftiga tillväxten fortsätter (eller till och med accelererar). Vacon över fyrfaldigade sin omsättning under 1998-2003 och bolagets mål är även framöver att växa med cirka 20% per år. Målet låter högt men är i själva verket ganska realistiskt, i en normal konjunktromgivning.

Allra mest gillar jag Vacons ledning. Jag var lite osäker då Veijo Karppinen, som hörde till bolagets grundare, klev av år 2003. Men den nya VD:n Vesa Laisi har också visat sig vara mycket duktig. Framförallt är Vacons kultur unik i att den är en "mjuk performance-kultur" – bolaget tar exemplariskt väl hand om sin personal men teamet kräver också exceptionellt mycket av sig själv. Detta är en utmärkt kombination.

Ett litet men tydligt tecken på Vacons kvalitet var bolagets meddelande förra hösten att det inte kommer att betala någon tilläggsdividend. Det är betydligt vettigare av Vacon att satsa sina pengar på (organisk) tillväxt än att dela ut dem. Det krävs mod att göra såhär då spekulanterna skriker efter dividender, men courage att göra rätt beslut också då de är impopulära är ett kännetecken på ett lysande bolag.

Små tillväxtbolag är oftast riskabla, så även Vacon. Dess värdering, som för tillfället är ungefär P/E 20 på förra årets resultat, är inte speciellt hög. Men den förutsätter att tillväxten fortsätter. Skulle marknaden av någon orsak börja tvivla på detta kan kursen svänga kraftigt.

På kort sikt är dollarn säkert ett orosmoln, liksom för nästan alla finska bolag. De nya storkunderna ger trots detta såvitt jag kan bedöma Vacon ett mycket gott utgångsläge även för år 2005.



Den av Phoebus placeringar som känns allra mest exotisk är säkert detaljhandelskedjan Wal*Mart de México. Jag placerar ju främst i finska bolag därför att jag känner dem bäst. Våra utländska bolags roll i portföljen är att erbjuda likviditet (för eventuella inlösningar) och jag försöker undvika onödiga risker då jag placerar utomlands. Ett mexikanskt bolag känns inte genast som en helt naturlig del av en sådan portfölj.

Men skenet bedrar. Walmex är bara ett lite annorlunda sätt att placera i världens största detaljhandelskedja Wal*Marts vinnande handelskoncept. Walmex hette tidigare Cifra, innan Wal*Mart köpte majoriteten av bolaget år 1997. Idag är Walmex helt integrerat i Wal*Mart.

Walmex marknadsposition i Mexico är faktiskt ännu starkare än Wal*Marts i USA. I fjol var Walmex omsättning (11 miljarder US-dollar) 18% större än dess tre största konkurrenters (Soriana, Comercial, Gigante) *sammansräknade* omsättning. Dessutom ökar Walmex försprång stadigt, då dess överlägsna lönsamhet gör det möjligt att bygga ut kedjan snabbare än konkurrenterna kan.

Jag köpte våra första aktier i Walmex i början av 2002, då de värderades till 22,9 gånger det föregående årets resultat. Moderbolaget Wal*Marts P/E-tal var då 40,0. Jag utgick ifrån att Walmex tillväxtpotential är ännu bättre än moderbolagets och upplevde att den lägre värderingen och bättre potentialen mer än uppväger u-landsrisken.

Jag hade fel (men inte helt fel). Walmex resultat (i peso) har sedan dess vuxit 60%. I dollar har resultatet ökat 31%. Samtidigt har dock moder-Wal*Marts resultat (i dollar) vuxit med hela 56%, alltså ännu mer, till skillnad från vad jag trodde.

Värderingsskillnaden har dock försvunnit (liksom jag antog). Idag är Walmex P/E-tal 25,4 vilket faktiskt är högre än moderbolagets P/E 23,8. Därför har moderbolagets aktiekurs, trots den bättre resultatutvecklingen, *sjunkit* 7% (i dollar) samtidigt som Walmex-aktien har *stigit* 45% (i peso har den stigit 78%).

Ett felaktigt resonemang ledde alltså till ett korrekt bolagsval. Om ni fortfarande tror att skicklighet är viktigare än tur i kapitalförvaltning, flytta blicken tre stycken uppåt, dra ett djupt andetag och läs texten på nytt med eftertanke.

Till slut bör noteras att Walmex inte har varit någon bra placering. Dollarn har sjunkit med 33% gentemot euron, så våra första Walmex-aktiers värde har faktiskt sjunkit 4% mätt i euro (Wal*Mart har sjunkit 38% i euro).

Walmex är ett fantastiskt bolag som fortfarande har en lysande framtid. Dess relativa värdering är dock inte längre billig. Därför har jag inte på senaste tiden placerat nya pengar i Walmex utan istället köpt aktier i världens näststörsta handelskedja Carrefour.