

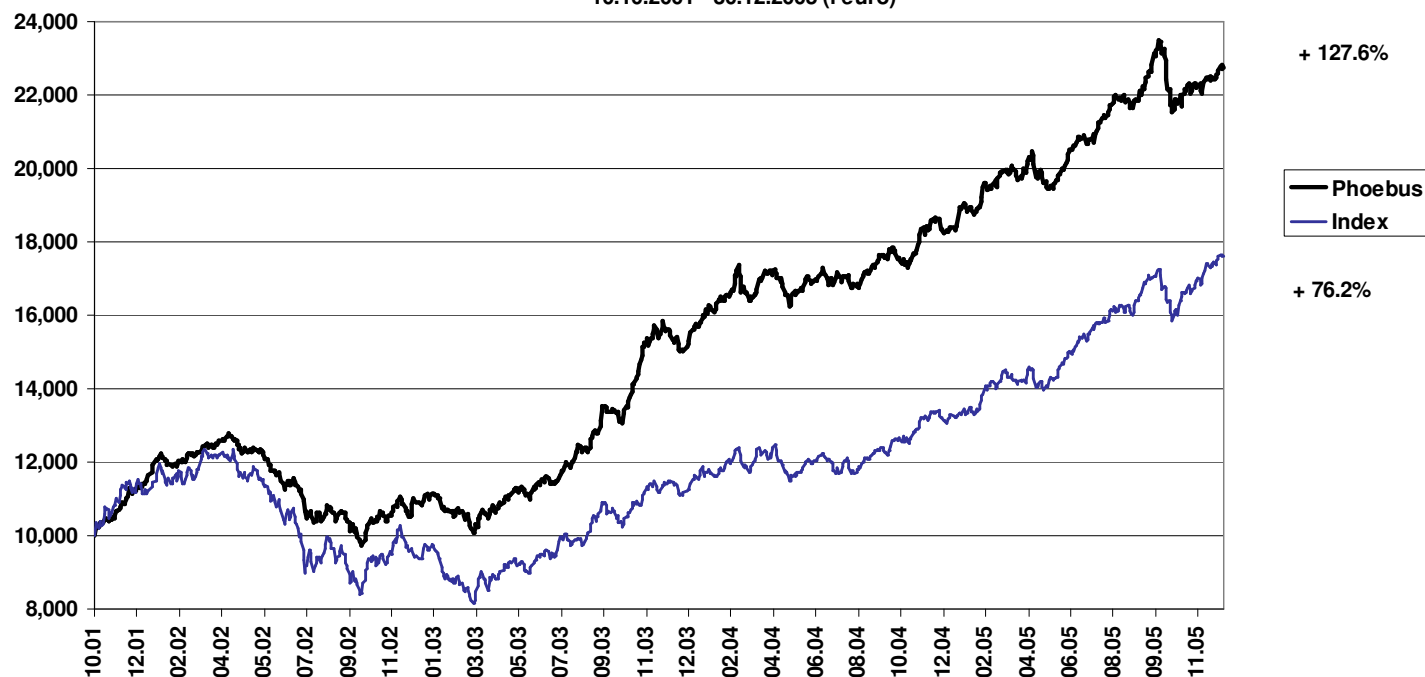
Seligson & Co Phoebus

Kvartalsrapport 4 / 2005

 andelens
värde

Phoebus och jämförelseindex

10.10.2001 - 30.12.2005 (i euro)



Avkastning och risk	Fonden		Jämförelseindex	
31.12.2005			75% Hex portfolio avkastning, 25% MSCI AC WNDR	
	Avkastning	Volatilitet	Avkastning	Volatilitet
3 mån.	-2,0 %	10,4 %	2,3 %	10,9 %
1 år	23,4 %	8,5 %	33,0 %	8,1 %
3 år	109,2 %	9,6 %	87,7 %	10,9 %
Från startdatum	127,6 %	10,1 %	76,2 %	13,3 %
Från startdatum per annum	21,5 %		14,4 %	

Kostnader, nyckeltal	1.1.-31.12.2005
Avgifter sammanlagt (TER) %	1,19 %
Avkastningsbunden provision	0,43 %
Transaktionskostnader %	0,04 %
Totalkostnadsandel (TKA) %	1,23 %
Portföljens omsättningshastighet	1,10 %
Förmedlingsarvoden betalda till företag inom samma koncern	0,00 %
Tracking error	9,68 %
Närkretsens ägarandel	16,75 %

Jag är ingen trader, men jag är lite stolt över det sätt på vilket vi köpte våra Vaisala-aktier. Vaisalas aktie är totalt illikvid och även små köpmängder påverkar normalt aktiekursen. Jag köpte aktierna genom bolagets personloptioner, som vi fick en procent under börskursen utan att påverka aktiekursen.

SPECIALPLACERINGSFONDEN PHOEBUS**VÄRDEPAPPERSPLACERINGAR 31.12.2005**

	Antal	Kurs valuta	Kurs EUR	Marknads- värde EUR	% av fonden
Tulikivi	220800		8,17	1 803 936	10,6%
Exel	137000		13,02	1 783 740	10,4%
Stockmann A&B	46000		32,41	1 491 083	8,7%
Tietoenator	47000		30,85	1 449 950	8,5%
Lassila & Tikanoja	95000		14,76	1 402 200	8,2%
Vacon	61500		17,45	1 073 175	6,3%
Puuharyhmä	14000		42,54	595 560	3,5%
Tamfelt pref	62000		8,10	502 200	2,9%
Nokian Renkaat	40000		10,69	427 600	2,5%
Vaisala	15000		23,95	359 250	2,1%
Suominen	105000		3,27	343 350	2,0%
Inhemska aktier				11 232 044	65,8%
Handelsbanken B	55000	196,00	20,87	1 147 785	6,7%
Air Liquide	4500	162,70	162,70	732 150	4,3%
Tomra	95000	48,50	6,07	576 348	3,4%
State Street	12000	55,93	47,31	567 769	3,3%
Securitas	37000	131,50	14,00	518 047	3,0%
Automatic Data Processing	12000	46,41	39,26	471 128	2,8%
Scania B	15000	287,50	30,61	459 167	2,7%
Walmart de Mexico	82601	57,92	4,60	379 755	2,2%
Vestas	24000	103,25	13,84	332 143	1,9%
Utländska aktier				5 184 293	30,4%
SUMMA aktier				16 416 337	96,2%
Kontanter				654 303	3,8%
FONDENS VÄRDE				17 070 640	100,0%
Antal andelar (A-korrigerat)				749 976	
Värde per A-andel				22,762	

FONDENS UTVECKLING

Den svaga oktobermånaden visade sig vara ett tillfälligt spöke och det sista kvartalet blev det elfte i rad då marknaden stigit (+2,3%). Phoebus svåra år fick en blek avslutning, då fonden föll -2,0%. Under år 2005 avkastade fonden trevligt nog hela 23,4% men den höll inte ens närmelsevis takt med sitt jämförelseindex, som steg 33,0%.

Den svaga relativa utvecklingen på en kraftigt stigande marknad är inte förvånande. Den är normal. Phoebus bolag är huvudsakligen solida och stabilt lönsamma, alltså inte särskilt spekulativa. Därför är fondens marknadskänslighet låg (akademiskt sagt är dess Beta-värde endast 0,60).

Riskkorregerad blir historien alltså ganska annorlunda. Beta-värdet säger oss att Phoebus risknivå borde ha gett en avkastning på 21% , men fonden steg alltså lite mer än så. Min målsättning är dock inte att endast riskkorregerat slå marknaden, utan att göra det även i termer av absolut avkastning (på lång sikt). I detta misslyckades jag totalt förra året.

Sedan start har Phoebus avkastat 127,6% medan marknaden har stigit 76,2%.

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.

KÖP OCH FÖRSÄLJNINGAR

Till skillnad från mina vanor sålde jag ett av våra finska portföljbolag helt i december. Vi äger inte längre Fiskars.

De av er som länge har ägt Phoebus vet att jag redan i några år har tyckt att Fiskars hör till de svagare av våra placeringar. Det fanns ingen enskild stark orsak till mitt beslut att sälja, utan ett antal olika småsaker har länge stört mig.

Bolaget har inte resultatmässigt uppnått sin potential på många år. Ännu viktigare för oss är att det till sin struktur mer är ett holdingbolag för familjen än ett genuint börsbolag. Vad skogen hämtar in förbrukar skötselns av herrgårdarna. Två aktieserier tyder på att alla ägare inte är likvärdiga och styrelsens höga arvoden tyder på ineffektivitet.

Då aktien på tre år hade gett oss lite över 100% avkastning (med dividender) och bolaget inte har förbättrats (snarare tvärtom), beslöt jag agera. Jag hade en intressant annan placering i tankarna, men inte pengar att köpa den, på grund av två större inlösningar i fonden under hösten.

Tajmingen var antagligen fel – Fiskars sålde ju aktier i Wärtsilä för 100 miljoner euro förra sommaren, så bolaget kommer sannolikt att betala en god dividend nästa vår. Jag tror dock inte att jag är någon mästare på tajming, men jag visste att jag inte annars har råd att göra nya placeringar. Därför var tajmingen perfekt för oss.

Pengarna från Fiskars behövde jag för att köpa Vaisala. Jag har redan i många år beundrat bolaget, men jag har varit rädd för att dollarn försvagas och har inte tyckt att bolagets ambitionsnivå är tillräcklig. Nu håller Vaisalas marknader klart på att bli livligare, men aktien (mätt i dollar) har inte ännu reagerat särskilt kraftigt. Samtidigt tycker jag bolaget verkar ha höjt sina ambitioner (internt). Mer om Vaisala nedan.

Jag är ingen trader, men jag är lite stolt över det sätt på vilket vi köpte aktierna. Vaisalas aktie är totalt illikvid och även våra små köpmängder påverkar normalt aktiekursen. Jag köpte aktierna genom bolagets personaloptioner, som vi fick en procent under börskursen utan att påverka aktiekursen. Eftersom den största delen av investeringen utgörs av lösenpriset betalade vi bara 0,02% i provisioner åt mäklarna. Vårt nettopris var alltså 0,98% under börskursen.

Här är det skäl att notera att operationen lyckades endast för att jag orkade läsa optionsprospektet i detalj. De teckningar som görs efter julen 2005 berättigar inte till dividend. Våra aktier gör det.

Den noggranna läsaren noterar att jag även har sålt mindre mängder av andra aktier än Fiskars. Detta beror endast på de inlösningar jag hänvisade till och skall inte ses som något ställningstagande gällande våra bolag.

SERVICEN UTVECKLAS

Phoebus diskussionssidor på internet har nu funnits i tre år (www.seligson.fi/phoebus). Framöver kommer de att förändras lite. Jag kommer att ta emot frågor per e-mail och svara på dem en gång per vecka.

Fördelen med detta är att både ni läsare och jag kan prioritera vår tidsanvändning bättre (då svaren är regelbundna) och det blir lättare att följa med diskussionen, eftersom jag kommer att lyfta fram de bästa frågorna som berör Phoebus verksamhetsprinciper (inte övriga bolag eller marknadsspådomar). Dessutom kommer den publika diskussionen att breddas, då jag anonymt kan inkludera de bästa frågorna av de som hittills kommit direkt till mig.

Jag har med glädje noterat att diskussionen blivit allt livligare under de tre gångna åren. Förhoppningsvis blir den ännu livligare med dessa förbättringar, och hålls kvalitativt intressant och lättläst även i fortsättningen!

Diskussionssidan finns tyvärr endast på finska, men jag svarar alltid gärna direkt även på svenskspråkiga frågor. I framtiden kommer jag även att inkludera de bästa av dessa anonymt på finska på blogsidorna, och besvara dem även där.



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



Det finns inte många bolag i Finland vars försäljning till 97% sker utanför landets gränser, som är klara marknadsledare globalt inom sin bransch och tre gånger större än sin närmaste konkurrent, eller som under 14 år som sämst har gjort 15% rörelsemarginal (som bäst över 25%). De facto kan jag inte komma att tänka på något annat bolag än Vaisala som skulle uppfylla dessa kriterier. Kan det vara Finlands till sin marknadsposition bästa bolag?

Vaisala passar åtminstone Phoebus. Bolaget har redan i årtionden varit överlägsen marknadsledare i väderobservationsutrustning. Idag är dess andel av världsmarknaden på 550 miljoner euro 27-28%. Branschen är mycket fragmenterad, så konkurrenterna är en storleksordning mindre.

Vaisalas kärnverksamhet – radiosonder, som man använder för mätningar i den högre atmosfären – har varit stabilt extremt lönsam. Produkten är en konsumtionsvara. Alla 800 väderstationer i världen gör ett par mätningar per dag, så världsmarknaden är något över 500 000 sonder per år. Vaisalas marknadsandel är 60-70% så 350 000 av dessa är Vaisalas. Eftersom sönerna måste kommunicera med en viss marksatation byter man sällan leverantörer. Därmed är marknadspositionen relativt stabil, även om marknaden inte nämnvärt växer.

Endast då det sker generationsskiften i produkterna uppstår viss fluktuation på marknaden. Vaisala lanserade i slutet av 2003 en ny digital sond, som kommer att förbättra lönsamheten i kärnverksamheten på sikt (för att den är billigare att tillverka). Under de första åren har den dock försämrat resultatet, eftersom väderstationerna kör ner sina lager av gamla analoga sonder innan de börjar beställa de digitala. Såvitt jag begriper har denna effekt varit negativ 2004-2005 men borde normaliseras från innevarande år.

Ännu viktigare är dollarn. Vaisalas kunder och – mer relevant – dess konkurrenter verkar i dollar. Därför syns dollarns förändringar ganska direkt i omsättningen. Och, eftersom Vaisalas kostnader huvudsakligen är i euro syns alltså dollarns svängningar ganska direkt även på sista raden.

Aktiekursen (€24) har stigit 31% sedan slutet av 2004. Dollarns förstärkning förklarar hälften av detta. Bolagets värdering har alltså inte förändrats markant, trots att den finska aktiemarknaden i övrigt har varit ganska euforisk under året.

I förhållande till sin kvalitet är Vaisala inte svindyr. Mätt på resultatet för de senaste 12 månaderna är P/E-talet 17,6x. Men bolaget har en nettokassa på 3 euro per aktie. Justerad för denna är "det skuldfria P/E-talet" 16,4x. För en växande, överlägsen marknadsledare tycker jag faktiskt det är en lägre värdering än normalt.

Men växer Vaisala? I kärnverksamheten är det svårt, även om bolaget med god framgång de senaste åren har breddat sitt produktutbud till askvädermätning och vindprofilering, samt nyligen till väderadar. Vaisalas instrumentverksamhet (sensorer) har gradvis hittat nya kunder utanför meteorologisektorn. Framförallt tycker jag mig notera att bolagets ambitionsnivå för den organiska tillväxten har stigit.

Tiden får utvisa om mina sensorer har uppsnappat de svaga signalerna korrekt. I varje fall betyder Vaisalas starka marknadsposition och balans att placeringen inte hör till de mest riskabla.



Jag presenterade senast vår norska flaskreturmåskintillverkare Tomra i rapporten 3/2003. Under drygt två år har bolaget hunnit snubbla, byta ledning och åter börja komma på fötter. Kursen har under perioden stigit dryga 20%.

Jag berättade redan då att Tyskland är den största potentialen på kort sikt. Landet har infört en flaskpant, och där kommer att behövas 30 - 40 000 returmaskiner. Projektet är enormt: i hela Europa finns idag drygt 40 000 returmaskiner (varav 36 000 Tomras).

Tyskland har figurerat i analytikernas Tomra -prognoser sedan år 2000 men liksom alla politiska beslut har projektet fördröjts. Osäkerhetens och potentialens strid om spekulanternas själar har under fem år kontinuerligt fått aktien att svänga vilt.

Läget börjar nu klarna. Tyskarna har äntligen uppnått en politisk konsensus och Tomra her i oktober-december redan fått orders på 4 000 maskiner från Tyskland (Aldi Süd, SPAR, Metro och Marktkauf, endast Aldi Nord har hittills gått till konkurrenten). [och under tiden jag översatte denna rapport till svenska fick Tomra en ytterligare order (Lidl?) på 4 000+ maskiner.] Då Tomras årsförsäljning normalt är 5-6 000 maskiner är detta en mycket bra start.

Jag skulle vara ännu gladare om bolaget var i bättre skick internt. Den förra ledningen litade tydligen för mycket på potentialen i Tyskland, spred resurserna på alltför många nya utvecklingsprojekt samtidigt och glömde kontrollera kostnaderna, så resultatet störtök och ledningen byttes ut förra våren.

Den nya VD:n Amund Skarholt – som har gjort en lång karriär i vårt portföljbolag Securitas – har tycker jag gjort rätt saker. Hans huvudfokus är på att skära onödiga kostnader och ge organisationen arbetsro genom att priorisera utvecklingsprojekten korrekt. Lönsamhetsmålen är mer konkreta än under den gamla ledningen. Även rapporteringen är öppnare än tidigare. Det verkar alltså som om sakerna skulle vara på väg åt rätt håll men – liksom alltid då ledningen byts – resultatet av detta kommer att klarna först efter något år.

Skarholts mål är realistiskt: att lyfta resultatet från dagens 200 miljoner kronor till det dubbla, vilket skulle innebära 13-14% av omsättningen. Detta är nivån där Tomra befann sig under 2001/2002. En realistisk tidtabell torde vara 2007/08, men en klar resultatförbättring eftersträvas redan för 2006. Då Skarholt dessutom tänker dela ut cirka 700 miljoner av den överstarka kassan till aktieägarna, är aktiekursen (NOK48) försvarbar – om än inte billig – även utan den tyska potentialen.

Och Tyskland är för Skarholt – helt rätt enligt min åsikt – närmast extra potential. Den är betydande – Tysklands "maskinprojekt" är värt ca NOK 5-7 miljarder (varav Tomra förväntar sig 50-70% med 20% resultat, alltså NOK 500-900 miljoner i "extra resultat"). Tyskland är dock en marknad som kommer och går under de närmaste åren.

För framtiden är det viktigaste för Tomra att öppna nya marknader. Bolaget har nått framgångar i Japan och mindre lovande resultat i England. Själv tror jag att det bara är en tidsfråga hur de nya marknaderna framskrider. Av de 800 miljarder flaskor och burkar som konsumeras i världen varje år är det bara en bråkdel som cirkuleras automatiskt. Trenden mot ökad återanvändning av avfall och detaljhandels trend mot ökad effektivitet stöder båda Tomras affärsverksamhet.

Nu är det Tomras tur att visa att ledningen kan hålla i tyglarna.