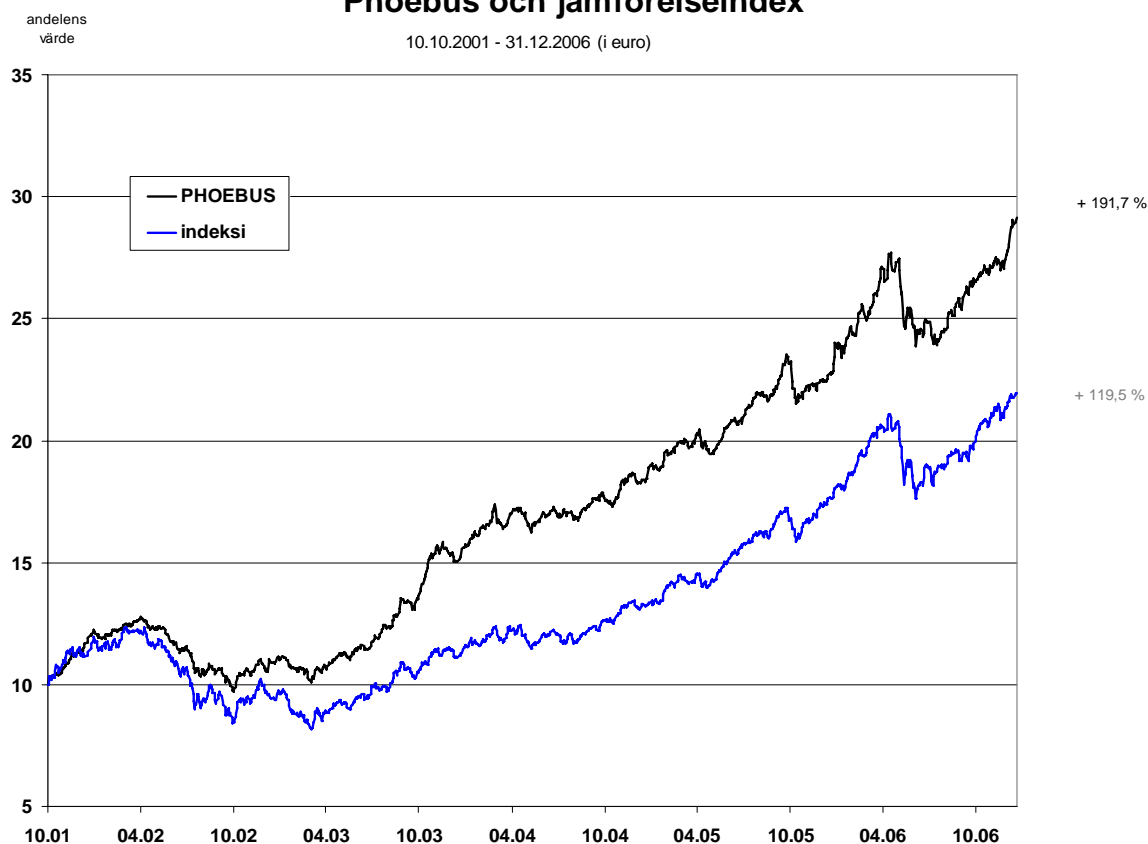


Seligson & Co Phoebus

Kvartalsrapport 4 / 2006

Phoebus och jämförelseindex



Avkastning och risk 31.12.2006	Fonden		Jämförelseindex 75% OMX Helsinki Cap GI, 25% MSCI AC World NDR	
	Avkastning	Volatilitet	Avkastning	Volatilitet
3 mån.	10,0 %	8,5 %	10,9 %	9,2 %
1 år	28,1 %	12,4 %	24,6 %	12,7 %
3 år	90,7 %	10,1 %	94,9 %	10,5 %
5 år	144,5 %	10,6 %	93,7 %	13,2 %
Från startdatum	191,7 %	10,6 %	119,5 %	13,5 %
Från startdatum per annum	22,7 %		16,2 %	

Kostnader, nyckeltal	1.1.-31.12.2006
Avgifter sammanlagt (TER) %	0,77 %
Avkastningsbunden provision (från årets början)	0,00 %
Transaktionskostnader %	0,07 %
Totalkostnadsandel (TKA) %	0,84 %
Portföljens omsättningshastighet	36,56 %
Tracking error	9,99 %
Förmedlingsarvodet betalda till företag inom samma koncern	0,0 %
Storlek	21 838 125 €
Närkretsens ägarandel (31.12.2006)	17,13 %

"Jag handlade exceptionellt mycket under det gångna kvartalet. Det betyder inte att Phoebus skulle ha bytt strategi på något sätt. Timingen var bara en slump."

SPECIALPLACERINGSFONDEN PHOEBUS**VÄRDEPAPPERSPLACERINGAR 29.12.2006**

	Antal aktier	Aktiekurs valuta	euro	Marknads- värde EUR	Andel av fonden
Tulikivi	600000		3,53	2 118 000	9,7%
Lassila & Tikanoja	95000		21,70	2 061 500	9,4%
Exel	135000		13,70	1 849 500	8,5%
Vacon	61500		25,64	1 576 860	7,2%
Stockmann A&B	38000		36,52	1 387 850	6,4%
Tietoerator	47000		24,43	1 148 210	5,3%
Vaisala	27000		32,70	882 900	4,0%
Puuharymä	14000		62,80	879 200	4,0%
Tamfelt pref	63200		10,65	673 080	3,1%
Nokian Renkaat	40000		15,42	616 800	2,8%
Inhemska aktier				13 193 900	60,4%
Handelsbanken A	60000	207,50	22,96	1 377 525	6,3%
Air Liquide	5500	180,50	180,50	992 750	4,5%
Hennes & Mauritz	20000	346,50	38,34	766 767	3,5%
State Street	12000	67,86	51,47	617 611	2,8%
Progressive	33000	24,33	18,45	608 942	2,8%
Securitas Systems	200000	27,40	3,03	606 332	2,8%
Automatic Data Processing	16000	49,25	37,35	597 649	2,7%
Walmart de Mexico	167265	46,90	3,28	548 166	2,5%
Tomra	95000	43,20	5,24	497 959	2,3%
Fastenal	17000	35,59	26,99	458 878	2,1%
Utländska aktier				7 072 578	32,4%
SUMMA aktier				20 266 478	92,8%
Kontanter				1 571 646	7,2%
FONDENS VÄRDE				21 838 125	100,0%
Antal andelar (A-korrigerat)				748 762,03	
Värde per A-andel				29,166	

FONDENS UTVECKLING

Året slutade med en fantastisk spurt. Aktiemarknaden steg, mätt med Phoebus jämförelseindex, under årets sista kvartal hela 10,9%. Phoebus höll inte riktigt denna takt, men steg ändå 10,0%. Under kalenderåret 2006 steg Phoebus 28,1% eller lite mer än index, som steg 24,6%.

Sedan start har Phoebus avkastat 191,7% medan marknaden har avkastat 119,5%.

Sådana här årsavkastningar är inte normala. Kom ihåg det.

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.

KÖP OCH FÖRSÄLJNINGAR

Jag handlade exceptionellt mycket under det gångna kvartalet. Det betyder inte att Phoebus skulle ha bytt strategi på något sätt. Timingen var bara en slump.

Jag berättade redan i rapporten 2/2006 att jag efter att Securitas har delats upp måste bestämma om jag skall sälja de nya Securitas-bolagen eller köpa mer av dem. Först bestämde jag att sälja alla våra aktier i Securitas Direct, på grund av den mycket höga värderingen. Jag sålde också våra aktier i gamla Securitas, då koncernchefen Thomas Berglund och finanschefen Håkan Winberg, som jag har stor respekt för, meddelade att de slutar. Samtidigt köpte jag till aktier i Securitas Systems, närmast för att jag tror på dess chef Juan Vallejo. Vallejo tror också på sitt bolag – han köpte under kvartalet personligen aktier i Systems för cirka 20 miljoner kronor, och äger nu 899.000 aktier.

Jag sålde också alla våra aktier i den danska vindkraftverkstillverkaren Vestas. Vi tjänade 124% på vår placering och efter att kursen stigit så kraftigt tyckte jag aktien var dyr. Jag hade också förlorat min tro på den nya ledningen, som nog berättar trevliga historier men som just inte fått några mätbara förbättringar till stånd på ett och ett halvt år. Då risken hade ökat (för att kursen stigit) och mitt förtroende samtidigt minskat var beslutet lätt. Det var också felaktigt, åtminstone på kort sikt. Vestas har nämligen stigit med ytterligare 41% sedan jag sålde aktierna. Å andra sidan har jag ju aldrig påstått mig vara någon mästare på timing.

Jag köpte tre nya bolag under kvartalet: den svenska modekedjan H&M (se mer nedan), den amerikanska bilförsäkraren Progressive Corporation (se mer nedan), samt den amerikanska distributören av industri- och byggtillbehör Fastenal. Gemensamt för alla tre är att de är bolag av fantastisk kvalitet, som inte är helt billiga. Men jag tycker de är hyfsat värderade för tillfället, till skillnad från vad de för det mesta har varit under de senaste åren.

Det är ingen tillfällighet att alla våra nya bolag är utländska. Under de senaste tre åren har Phoebus jämförelseindex stigit 95% (Phoebus har stigit 91%). Denna ökning kan delas upp i att Finland (75% av indexet) har stigit 112% och världen (25% av indexet) har stigit 48%. Det är ganska självklart att det på grund av detta idag är lättare att hitta hyfsat värderade bra bolag utomlands än det är i Finland.

Normalt har jag i dessa rapporter presenterat ett finskt och ett utländskt bolag ur vår portfölj. Jag gör nu ett undantag och presenterar två utländska bolag, och kommer att göra detsamma nästa gång tills jag har presenterat dem alla. Så värst många ytterligare nya utländska bolag kommer jag dock inte att köpa.

ÖVRIGA HÄNDELSER

Kvartalets absolut viktigaste nyhet var att VD:n byttes i vårt tredje största portföljbolag Exel, då Ari Jokelainen, som jag uppskattar mycket, gick till Sponsor Capital. Speciellt viktig var händelsen eftersom jag inte kan begripa varför styrelsens ordförande utnämnde sin gamla 60-åriga arbetskompis, som nuförtiden jobbar som företagskonsult, till tillfällig VD?

Det kan helt enkelt vara ett tecken på att Exels organisation inte riktigt har hängt med i bolagets snabba tillväxt, speciellt efter förvärvet av Pacific Composites förra våren. Bolaget kan därför behöva en starkare mellanledning (läs: mer byråkrati), Förhoppningsvis dock inte mycket mer byråkrati.

Exels Sport-division gjorde ett olovligt dåligt resultat efter att efterfrågan på promenadstavar sjönk i Tyskland, vilket var förväntat men gick oväntat snabbt. Såvitt jag begriper har de nödvändiga åtgärderna redan genomförts, så Sport-divisionen borde göra ett nollresultat i år ifall inga nya motgångar uppkommer. Det räcker – bolagets framtid och dess värde finns inom Industri-divisionen, som har utvecklats väl.

I bästa fall får Exel redan i år en bestående ny VD, helst inifrån, och resultatet förbättras då Sport-divisionens förluster försvinner. Men eftersom Ari inte längre håller i tyglarna och eftersom jag inte förstår styrelsens agerande måste jag följa med Exel noggrannare än vanligt. Jag har inte ännu sålt några aktier, men en minskning av vårt innehav är en mer sannolik utveckling än en ökning.... nåja, och just som jag skriver detta meddelade Exel att Aki Karihtala igen tar över ledningen för Sport-divisionen. Det är en mycket god nyhet!

Även från vårt tredje minsta finska portföljbolag hörs underliga – men entydigt positiva – nyheter. Puuharyhmäs rörelseresultat förbättrades under första hälften av räkenskapsåret 2006/07 med hela 2,2 miljoner euro (+80%) och var under de senaste 12 månaderna det bästa i bolagets 22-åriga historia. Det bör det också vara (sommaren var ju exceptionellt varm), men Erkki Mattila med kolleger har lyckats hålla kostnaderna beundransvärt väl under kontroll, vilket glädjer mig.

Framför allt har Erkkis son, Alekski Mattila, lyckats lyfta vattenparken Serena i Esbo tillbaka till svarta siffror. Det är mycket roligt att se! Bristen på snö kommer sannolikt att i viss mån försvaga Serenas vintersäsong, men det hör till serien naturens under. Alekski har varit en verklig "regnmakare", men inte ens av honom kan vi kräva snöfall.



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



H&M (Hennes & Mauritz) är en av Sveriges och Europas största framgångshistorier. Under de senaste 10 åren har dess antal butiker trefaldigats – de är nu 1300 – försäljningen har femfaldigats och resultatet har nästan tiofaldigats. Allt detta har skett helt organiskt, genom att H&M har expanderat butik för butik på nya marknader samtidigt som försäljningen och resultatet i de existerande butikerna har ökat. Och allt har skett utan tilläggsfinansiering, eftersom tillväxten hela tiden har varit lönsam.

H&M har faktiskt lyckats göra modekläder till "färskvaror". Bolagets konkurrenskraft baserar sig framförallt på dess logistik. Storleken möjliggör effektiva inköp, som sedan kan spridas i små mängder till de olika butikerna så att utbudet förändras dagligen. Samtidigt innebär storleken att bolaget kan anpassa utbudet mer exakt till efterfrågan. På svenska: man köper bara mer av de varor som faktiskt säljer. På detta sätt uppstår sällan behov att kraftigt rabattera varorna och enskilda modemissar slår inte katastrofalt på resultatet.

Genom att kombinera dessa logistikfördelar med traditionell sparsamhet och innovativ design har H&M lyckats göra lite samma för modekläder som IKEA har gjort för möbler – kombinerat en hög modegrad med låga priser så att "de stora massorna" har råd med produkterna. För bägge bolagen har strategin lett till fantastiska resultat.

Trots att H&M redan är ett stort bolag har det mycket utrymme att växa. Inom den närmaste framtiden satsar H&M bland annat på att öka näthandeln, införa ett skosortiment i butikerna, öppna butiker i Kina och att provlansera en helt ny butikskedja. Dessutom kommer bolaget att fortsätta öppna butiker framförallt på gamla marknader. Till exempel i USA, där H&M startade för bara 6 år sedan, har bolaget ännu bara 105 butiker, i Tyskland redan 300. H&M:s målsättning är att öka antalet butiker med 10-15% per år och samtidigt öka försäljningen i existerande butiker så att försäljningen totalt fortsätter växa med 15-20% per år.

Värderingen är utmanande, men inte helt sanslös. Under de senaste 12 månaderna har H&M gjort 12,34 kronor resultat per aktie så P/E-talet är med dagens kurs (SEK340) cirka 27,5x. Detta är högt, men på samma nivå som i vårt andra klädhandelsbolag Stockmann, som jag presenterade i Phoebus förra kvartalsrapport.

Den största risken gäller ledningen. VD Rolf Eriksen är redan 62 år, så han kommer sannolikt att pensionera sig inom de närmaste åren. Valet av hans efterträdare kommer att ha stor betydelse för hur vår placering lyckas. Det valet görs framförallt av Stefan Persson (59), som är arbetande styrelseordförande och son till Erling Persson, som grundade H&M 1947. Stefan Persson med familj äger fortfarande 36,5% av bolaget.

Här är det av intresse att nämna att det första valet av en chef utanför familjen år 1998, som föll på unge Fabian Månsson, gick helt åt skogen. En fullständig katastrof undveks genom att Månsson fick sparken efter ett par år. Jag skulle utgå ifrån att Stefan Persson lärde sig sin läxa första gången och att valet av Rolf Eriksens efterträdare kommer att vara mycket noggrant.

USA:s tredje största bilförsäkrare Progressive



Corporation är ett av våra nyaste portföljbolag. Branschen är ganska tråkig och har inte vuxit mer än dryga 4% per år de senaste 8 åren. Progressive är dock ett exceptionellt bra bolag, och det är det viktigaste för oss.

Bolagets kvalitet märks framförallt i att det är lönsammare än sina konkurrenter. Progressive har faktiskt varje år under de senaste 16 åren varit lönsammare än branschen i medeltal. Detta beror dels på att riskhanteringen är bättre än konkurrenternas men framförallt på att bolaget är mer kostnadseffektivt – en stor del av försäljningen sker nämligen direkt till slutkund (framförallt på nätet), vilket sparar försäkringsagenternas kostnader.

En bättre lönsamhet har gjort det möjligt för bolaget att växa klart snabbare än branschen. Progressives marknadsandel är idag knappt 8% då den för åtta år sedan var under 4%. Progressive har därmed sedan 1997 vuxit med 16% per år, eller nästan fyra gånger snabbare än branschen i medeltal!

Kvaliteten syns också i att bolaget koncentrerar sig på det väsentliga. Till skillnad från många sämre försäkringsbolag, som försöker kompensera sina medelmåttliga försäkringsresultat genom att ta mer risk på placeringssidan, koncentrerar sig Progressive på försäkringsverksamheten. Inom placeringsverksamheten spekulerar bolaget inte. Det placeras. Detta syns i att aktie/ränteallokeringen har varit stabil (15/85) och i att aktieportföljen i sin helhet är indexerad. Exotiska instrument eller "alternativa" placeringar leker bolaget inte med.

Men framförallt syns kvaliteten i bolagets öppenhet. Progressive vill verkligen att *alla* dess aktieägare skall få all relevant information om sitt bolag samtidigt. Därför publicerar bolaget resultatrapporter varje månad. En gång om året publicerar det också en knappt hundra sidig aktuarierapport, där det med hjälp av exempel förklarar hur det gör reserveringar för kommande ersättningar. Detta är kanske den allra viktigaste komponenten i att analysera ett försäkringsbolag. Trots det är Progressive det enda försäkringsbolaget i världen som jag någonsin har sett ge ut denna information åt sina ägare(!).

Som placeringar är bilförsäkrare lite komplicerade då branschens resultat svänger kraftigt i de olika skederna av försäkringscykeln. De senaste fyra åren har varit exceptionellt goda för branschen, så bolagets "normaliserade resultat" är klart sämre än deras resultat idag. Progressives "normaliserade" resultat är 1,30-1,40 dollar per aktie, så med dagens kurs (USD23,75) är P/E-talet 17-18x. Det är absolut inte för mycket men jag är osäker på hur aktiemarknaden kommer att förhålla sig till att dagens resultat (1,93 dollar per aktie) sjunker cirka 30% till sin normala nivå (eller ännu lägre då cykeln är som sämst)?

Jag funderade länge på detta – faktiskt i dryga tre år – och beslöt till slut att inte bry mig om det. Kursen har redan sjunkit cirka 25% från toppnivåerna för ett år sedan, så marknaden har prissatt någon form av försvagning i försäkringscykeln. Jag kan inte gissa svängningarna bättre än aktiemarknaden. Men jag tror att jag kan känna igen ett fantastiskt välskött försäkringsbolag då jag ser ett sådant. I Progressive ser jag ett av de bästa.