

Phoebus

Kvartalsrapport 3Q 2003

FONDENS UTVECKLING

Det tredje kvartalet var också fantastiskt; aktiemarknaden steg hela 8,4%. Phoebus steg 15,0%. Från årets början har Phoebus stigit 21,1% medan marknaden har stigit 9,7%. Sedan start har Phoebus stigit 31,7% medan marknaden har stigit 3,0%.

Detta är exceptionellt bra. Jag strävar visserligen efter en avkastning som på lång sikt är bättre än marknadens, men det finns ingen garanti för att jag skulle lyckas. Tvärtom är oddsen emot oss, främst på grund av fondens förvaltningsavgift.

OM AKTIEHANDELN

I tidigare rapporter har rubriken för det här avsnittet varit "Placeringar". Den här gången var jag tvungen att dela upp det i "Försäljningar" och "Inköp". Utvecklingen är något oroväckande. Tre företag utgick ur portföljen och tre nya tog deras plats. Då jag dessutom gjorde några omviktningar var portföljens omsättningshastighet under kvartalet hela 5% (20% på årsnivå). Detta är inte normalt, det är entydigt för mycket.

Jag försöker minimera handeln eftersom den kostar. Det finns ingen garanti för att fondens avkastning skulle förbättras av att jag ofta byter ut våra placeringar. Däremot är det alldeles säkert att handel kostar. Phoebus placeringsfilosofi är att köpa aktier i ett fåtal lysande bolag – och hålla dem. Kostnader har betydelse.

FÖRSÄLJNINGAR

Jag säljer aktier endast ifall 1) kursen har stigit alldeles för högt; 2) jag hittar en bättre placering istället; 3) bolagets kvalitet klart har försämrats; eller 4) jag inser att jag har haft fel. I Tellabs, McDonald's Japans och Coca-Colas fall, som jag alla sålde under kvartalet, var det tyvärr fråga om punkterna 2-4 istället för punkt 1.

Jag köpte McDonald's Japan för att jag förväntade mig att galna kosjukans effekter skulle ebba ut och lönsamheten förbättras. Ännu finns inga tecken på det. Däremot avgick bolagets grundare Den Fujita och hans son Gen från styrelsen senaste vår. Det kan innebära att det blir mer sannolikt att moderbolaget löser in sin dotter. Men det kan också betyda att problemen ligger mycket djupare än jag trodde. Därför vågade jag inte öka vårt innehav. Då bolagets andel av vår portfölj sjönk klart under en procent sålde jag aktierna.

Tellabs var också ett försök att dra nytta av att temporära problem försvinner; i detta fall de problem som förorsakats av att telefonbolagens investeringar abrupt tog slut. Jag blev orolig då Tellabs beslöt sig för att lägga ned sin produktion i USA. Det kan vara ett mycket vettigt beslut – eller ett tecken på att bolagets problem är värre än jag trodde. Även denna placering blev marginell och jag avvecklade den.

Coca-Cola är däremot fortfarande ett lysande bolag. Men de två nedan nämnda svenska bolagen är också lysande, jag förstår dem bättre och de är billigare än Coca-Cola. Medan McDonald's Japan och Tellabs var klara misstag gav Coca-Cola alltså plats åt ännu bättre placeringar.

INKÖP

Våra nya placeringar är Handelsbanken, Securitas och Takefuji.

Av dessa är Handelsbanken tydligast ett Phoebus-bolag. Banken är unik tack vare sin fokus på kontoren – kontorschefen är kung inom Handelsbanken. Centraladministrationen är bara en stödfunktion. Så skall det förstås också vara – det är ju så det är ur kundens synvinkel. Och bankverksamhet är ju kundservice.

Den klara verksamhetsmodellen har gett banken en kultur av kontinuerlig sparsamhet. Därför är Handelsbanken en av Europas mest kostnadseffektiva universalbanker. Dess avkastning på eget kapital har redan i över 30 år varit bättre än konkurrenternas – varje år. Samtidigt har banken branschens nöjdaste kunder. Det här är en marknadsledare i Phoebus smak.

Världens ledande bevakningsföretag Securitas hör till de bolag som aktiemarknaden har bestraffat hårt då den kraftiga tillväxten (temporärt) har avstannat. Bolaget är trots detta fortfarande lysande. Nu är det också vettigt prissatt.

Takefuji är däremot en mer spekulativ placering. Jag tycker det är ett intressant sätt att dra nytta av en eventuell återhämtning i Japans ekonomi. Bolaget ger små konsumtionslån utan säkerheter åt fattiga japaner. Dess räntemarginal är över 20%, av vilken de operativa kostnaderna äter upp en fjärdedel. Trots att kreditförlusterna är de värsta i bolagets historia äter de mindre än hälften av räntemarginalen. Bolaget klarar alltså recessionen bra, och dess resultat torde växa kraftigt då ekonomin någon gång återhämtar sig. Då värderingen är rimlig med dagens resultat (P/E 10) bör aktien ha ordentligt med potential.

I mitt tidigare liv hade jag glädjen att jobba med några av världens bästa mäklare. En av dessa brukade säga om sina mer spekulativa placeringar: ”You know, it’s kind of a macro thing”. Takefuji är precis ett sådant här ”macro thing”. Därför kommer dess andel av vår portfölj även framöver att vara liten. Som ni har sett har våra spekulativa placeringar inte lyckats särskilt väl. Därför försöker jag minimera dem. Phoebus placeringsfilosofi är helt enkelt att köpa aktier i några lysande bolag – och hålla dem.

FÄRSK INFO PÅ WEBBEN

Som andelsägare har ni rätt till möjligast öppen information. Sådana här tryckta rapporter är alltid kompakta och utkommer inte särskilt ofta. Om ni vill ha mer aktuell information, bekanta er med Phoebus webbsidor www.seligson.fi/phoebus. Huvuddelen av informationen är tyvärr på finska, men det går bra att diskutera på chatten också på svenska. Och det går givetvis alltid att kontakta mig direkt per e-post anders.oldenburg@seligson.fi

Anders Oldenburg
portföljförvaltare



Stockmanns varuhusgrupp har ett mycket klart koncept. Dess konkurrensfördel ligger i att erbjuda ett brett sortiment som säljs i minst en hektar stora utrymmen på stans bästa affärsplats. Ekvationen förutsätter att försäljningen är minst 50 miljoner euro om året, vilket kräver en kvarts miljon invånare. I Finland finns sju sådana här affärsplatser, och år 2005 har var och en av dem ett Stockmann-varuhus.

Inom modeförsäljningen kommer små specialbutiker alltid att ta sin del av märkestrognas konsumenters inköp, och stora vitvaru- och livsmedelsaffärer kommer även i framtiden att växa upp utanför centrum på billiga affärsplatser. I storstädernas centrum är Stockmanns koncept däremot överlägset och – bäst av allt – ingen kommer någonsin att starta ett annat (lönsamt) varuhus i samma stad. Inte någonsin.

Få bolag har en lika stark marknadsställning. Det största potentiella hotet skulle vara att storstädernas centrum dör ut och blir "kontorscentrum" som i USA. I Finland finns inga tecken på detta. Det enda undantaget är Esbo, som aldrig har varit en genuin stad, och där Iso Omena klart håller på att ersätta Hagalund som Esbos "centrum".

Den andra sidan av myntet är givetvis en brist på tillväxt. Stockmanns varuhus har i hemlandet visserligen vuxit med 5% per år under de senaste fem åren, men tillväxten för jämförbara enheter har varit anemiska 3,7% per år.

Nu är ju Finland som tur inte längre någon begränsning för Stockmann. Ännu för 5 år sedan fanns endast 12% av Stockmanns försäljningsyta utanför Finland. År 2005 överstiger den en tredjedel. I Ryssland verkar Stockmann tillsammans med IKEA ha funnit ett fungerande expansionskoncept. Och det finns ju 15 miljonstäder i Ryssland (just det – bl.a. Kazan och Ufa hör till dessa hemliga metropoler), så de två första varuhusen i Moskva är bara en början.

Liksom de flesta fina bolag är Stockmann inte billigt. På basen av fjolårets operativa resultat är P/E –talet nästan 20. Justerat för nettokassan är den verkliga värderingen något lägre, men inte billig. Men Phoebus filosofi är inte att köpa billiga bolag – utan lysande bolag vars värdering är vettig. Och Stockmanns värdering är fortfarande vettig.

Till skillnad från de flesta av våra finska bolag känner jag inte Stockmanns ledning särskilt väl. Jag har följt med Hannu Penttilä i ett tiotal år (han var ju chef för varuhusen innan han blev chef för hela bolaget), och jag har gillat resultaten. Också den följande generationen av ledare verkar mycket lovande (som så ofta i lysande bolag).

Jag är övertygad om att Stockmanns koncept om tio år i huvudsak är detsamma som idag. Skillnaden är att det kommer att finnas 40-50 potentiella affärsplatser inom Stockmanns verksamhetsområde istället för sju i Finland. Ledningen har alltså händerna fulla med att implementera den nuvarande strategin i många, många år.



Det känns självklart för oss att returnera flaskor. Vi kanske inte alltid tänker på att det inte är självklart överallt i världen. I Europa finns flaskpanter endast i Norden, Österrike och Schweiz; i USA bara i tio delstater. Den största delen av de 800 miljarder dryckesflaskor och -burkar som säljs varje år hamnar på soptippen eller i rännstenen. De nordiska länderna är alltså världsledande, liksom inom många andra miljönischer (såsom vindkraft).

Det norska bolaget Tomra är världens största producent av återvinningsmaskiner och –system för dryckesförpackningar. Dess andel av världsmarknaden överstiger 80%. Trots sin ledande ställning samlar Tomra ”bara” in 26 miljarder flaskor och burkar per år. Av dess 50.000 installerade maskiner finns nästan 40% i Norden, en tredjedel i övriga Europa och mindre än 30% i resten av världen. Det finns alltså tillväxtpotential.

Tyskland är ett bra exempel på potentialen. Landet håller gradvis på att införa ett systematiskt återvinningssystem och Tomra har uppskattat att det kommer att behövas ungefär 40.000 maskiner under de närmaste åren. I hela Europa finns idag bara lite över 40.000 maskiner (varav 36.000 är Tomras)!

Samtidigt är det klart att efterfrågan beror på varje lands miljöpolitik och alltså är omöjlig att exakt prognosticera. Aktiemarknaden har redan blivit nervös på de tyska politikernas svängningar – analytikerna hade ju bakat in 40.000 maskiner i sina prognoser för flera år sedan. För en långsiktig placerare som Phoebus har det ingen betydelse exakt när efterfrågan materialiseras, så länge den gör det. Och det gör den helt säkert – också i många andra länder än bara Tyskland. Till de mer lovande på medellång sikt hör England, Japan och Canada.

Som en placering påminner Tomra mycket om Vestas (se rapport 1/2003) – det är frågan om ett tillväxtbolag som gynnas av en megatrend (miljöskydd) och som har varit placerarnas alldeles på tok övervärderade favorit tills kursen har normaliserats – läs sjunkit 80% - då tillväxten tillfälligt avstannat som en följd av att den politiska risken har materialiserats.

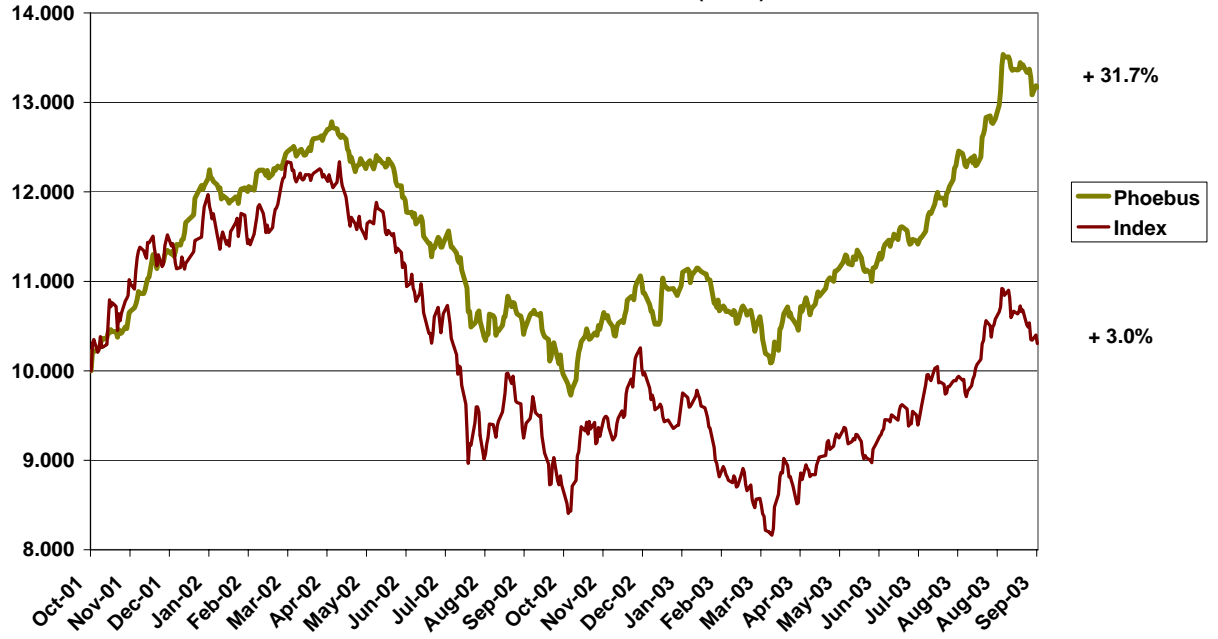
Trots kursnedgången är Tomra inte helt billigt. Dess marknadsvärde är 7 miljarder norska kronor, varav bolagets nettokassa är en miljard. För de 6 miljarder man betalar för affärsverksamheten får placerarna knappt 3 miljarder i omsättning med en normal rörelsemarginal kring 15%. Det skuldfria P/E –talet på ett normalresultat är cirka 20 – inte direkt billigt, men acceptabelt för ett lysande snabbväxande bolag. Dagens resultatnivå är något lägre än normalt, närmast på grund av den svaga dollarn och fördröjningen i Tyskland. Båda problemen är övergående.

För några år sedan såg aktiemarknaden bara potentialen i Tomra. Kursen var 200 kronor. Nu oroar sig placerarna och analytikerna för den politiska risken, och kursen är under 40 kronor. Vilkendera tror ni är ett bättre tillfälle att köpa aktier i Norges bästa bolag?

andelens
värde

Phoebus och jämförelseindex

10.10.2001 - 30.9.2003 (i euro)



SPECIALPLACERINGSFONDEN PHOEBUS**VÄRDEPAPPERSPLACERINGAR 30.9.2003**

	Antal	Kurs	Marknads- värde EUR	% av fonden
Tietoenator	46000	18.20	837,200	10.1%
JW Suominen	100000	7.70	770,000	9.3%
Tulikivi	37500	20.20	757,500	9.1%
Exel	86000	8.55	735,300	8.8%
Stockmann A&B	43000	16.22	697,404	8.4%
Lassila & Tikanoja	32000	20.00	640,000	7.7%
Fiskars A	42000	9.20	386,400	4.6%
Tamfelt pref	30000	12.20	366,000	4.4%
Nokian Renkaat	6000	51.74	310,440	3.7%
Vacon	26900	9.95	267,655	3.2%
Inhemskta aktier			5,767,899	69.3%
Vestas	25000	14.95	373,717	4.5%
Handelsbanken B	22000	14.33	315,320	3.8%
Tomra	55000	4.55	250,076	3.0%
Air Liquide	2000	122.40	244,800	2.9%
State Street	6000	38.68	232,074	2.8%
Automatic Data Processing	5800	31.04	180,017	2.2%
Securitas	15000	10.60	158,943	1.9%
Merck & Co	3000	43.69	131,072	1.6%
Walmart de Mexico C	50533	2.27	114,865	1.4%
Takefuji (8564)	1500	55.46	83,191	1.0%
Robert Mondavi	3000	26.09	78,283	0.9%
Utländska aktier			2,162,358	26.0%
SUMMA aktier			7,930,257	95.3%
Kontanter			387,383	4.7%
FONDENS VÄRDE			8,317,640	100.0%
Antal andelar (A-korrigerat)			631,404.92	
Värde per A-andel			13.173	