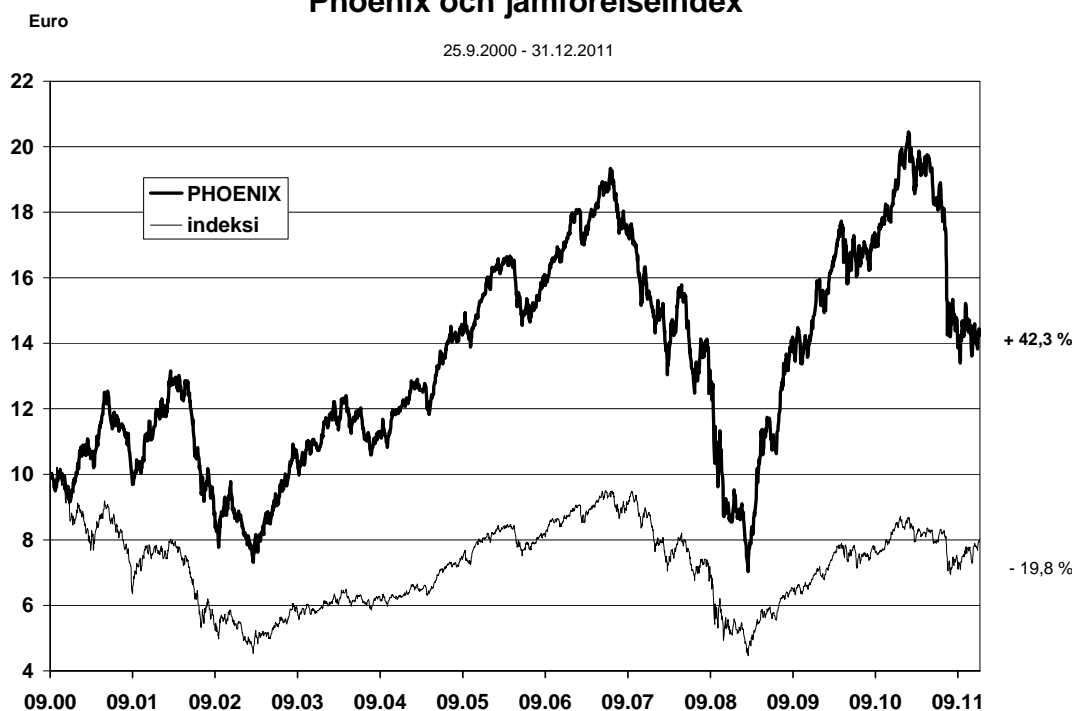


Seligson & Co Phoenix

Kvartalsrapport 4 / 2011

Phoenix och jämförelseindex



Avkastning och risk	Fonden		Jämförelseindex	
	Avkastning	Volatilitet	Avkastning	Volatilitet
31.12.2011			MSCI All Country World NDR	
3 mån.	0,39 %	23,69 %	10,36 %	15,88 %
1 år	-23,92 %	21,96 %	-4,81 %	16,07 %
3 år	64,52 %	21,49 %	53,98 %	16,36 %
5 år	-17,29 %	21,91 %	-8,20 %	19,57 %
10 år	24,32 %	19,17 %	3,65 %	17,78 %
Från startdatum	42,34 %	19,04 %	-19,79 %	18,26 %
Från startdatum per annum	3,18 %		-1,96 %	

Kostnader, nyckeltal	1.1.2011 - 31.12.2011
Avgifter sammanlagt (TER) %	1,38 %
Avkastningsbunden provision	0,24 %
Transaktionskostnader %	0,05 %
Totalkostnadsandel (TKA) %	1,43 %
Portföljens omsättningshastighet	21,21 %
Tracking error	10,17 %
Förmedlingsarvoden betalda till före tag inom samma koncern	0,00 %
Storlek	10 538 739 €
Närkretsens ägarandel (31.12.2011)	9,94 %

"Höga riskpremier och därav ett dåligt år svider, men det betyder också en motsvarande högre avkastning framöver om man disciplinerat håller fast vid sin valda strategi."

FRÅN PORTFÖLJVALTAREN

Under årets fjärde kvartal steg fonden med 0,4 %, Morgan Stanley World Index steg motsvarande med 10,4 %. På ett år har fonden sjunkit med 23,9 % när index sjunkit med 4,8 %. För de senaste tre åren är motsvarande siffror ännu på plus, 64,5 % för fonden och 54,0 % för index .

2011 var inget bra år för specialsituationsinvestorare. Året började visserligen bra och fonden överträffade sitt index varje månad fram till maj, men har sedan dess lika stabilt tappat absolut och relativt mot sitt index. Så här dåliga jämförelsesiffror hade vi inte ens under Lehmankrisens mörkaste skede 4Q2008.

Marknaden skyr med all tydlighet investeringsobjekt som uppfattas som riskfyllda. Detta beteende är vanligt i tider som dessa fyllda av osäkerhet. Med varje ny kris tycks detta beteende förstärkas vilket Tysklands lånauktion i början av januari som resulterade i en negativ ränta med all tydlighet visar . Värderingarna är ännu skevare än under den förra krisen, trots att jag inte med bästa vilja kan se denna som värre än den förra.

En ny kostym

Senast nu börjar många ana att vi varken lever enbart i en finansiell eller politisk kris utan snarare i en systemisk kris, en sådan som världen ungefär varje trettionde år tycks genomgå när världsekonomin behöver nya spelregler.

De spelregler som gällde för världsekonomin efter det första världskriget sattes på prov under trettioalets kris och utmynnade (visserligen efter krig) i ett nytt upplägg som kom att gälla för trettio år framöver. Dessa regler sattes å sin sida på prov under sjuttioalets kris och utmynnade i nya i början av åttiotalet med vilka vi spelat sedan dess.

Det är säkert inget sammanträffande att man börjar ifrågasätta spelreglerna varje gång när den världsekonomin ”kostymen” blir för trång, med resulterande imbalanser och spänningar som följd. Att ”kostymen” blir för trång med jämna mellanrum är i och för sig en både naturlig och önskvärd process när nya nationer tränger sig med i världsekonomin som Japan på sjuttioalets och Kina nu. Endast därigenom har vi fått den tillväxt vi behöver.

Skulden för den pågående krisen kan knappast skjutas över på ansvarslösa bankirers habegär, lika lite som sjuttioalets orsak sist och slutligen skulle ha varit snikna araber. Vi kommer dock alltid att komma ihåg dessa kriser genom dessa grupper som fått de existerande korthusen att falla ihop och klargöra behovet av nya regler. Lösningen på problemen är inte att straffa budbärarna för krisen, bankerna, eller de ansvariga politikererna för misskötseln av statens ekonomi, också om det verkar så populärt.

Földriktigt söker världens ledare hitta nya spelregler genom G20, WTO, Kyoto-protokollet eller EU-toppmöten. Med undantag av EU-toppmöten har försöken fått relativt lite uppmärksamhet i ett större perspektiv. Typisk är också den skepticism som är förbunden med sökandet efter nya spelregler.

Ur ett investerarperspektiv kan vi vidhålla att efter längre tider av osäkerhet har världsekonomin, och marknaderna, haft som vana att ”återfalla” i akseptans av nya regler. När de väl börjar vara på plats tar man också tillfälliga motgångar med ro. Kollapsen av en stat eller en bank avfärdas med ett axelryck och så koncentrerar man sig igen på tillväxt och kassaflöde, värderingen av investeringsobjekt med andra ord. Riskpremierna sjunker och specialsituationsinvestorare får återigen sin avkastning. Frågan är när?

När det aktuella läget lugnar sig kan ingen förutsäga. När olika staters 10-åriga skuldebrev avkastar mellan 0,8 % och 37 % p.a., lite beroende på hur marknaden mer eller mindre objektivt uppfattar deras risk, hjälper det oss säkert att förstå att riskpremierna för specialsituationer är höga.

Det är inte ovanligt att hitta bolag som handlar på ett EV/EBITDA på 2 vilket implicit betyder att bolaget efter räntor, skatter och behövliga återinvesteringar betalar sig tillbaka på så där en tre år. Tar världen inte slut och bolaget har minst samma värde då, är avkastningen antingen 33% p.a. eller oändlig, lite efter det hur man väljer att se på saken.

Höga riskpremier och därav ett dåligt år svider, men det betyder också en motsvarande högre avkastning framöver om man disciplinerat håller fast vid sin valda strategi.

Portföljen

Under kvartalet köpte jag aktier i fyra nya bolags och sålde bort två. Förutom det förlorade vi ett i konkurs och skrev ner ett annat.

Jag beslöt mig att sälja Amgen och Atrium European Real Estate, två bolag som under 2011 utvecklats sig väl, men inte har den typ av avkastningspotential som finns i andra tillgängliga tillfällen.

Många kanske kommer ihåg att jag under det tredje kvartalet använde tillfället att köpa kvalitativt goda bolag till låga priser. Under det fjärde handlade jag mycket olika. In i portföljen kom nämligen små positioner i tre högriskprojekt: Thomas Cook, Netflix och Gulfsands petroleum och en gammal bekant HR Block, som det visserligen kan beskrivas som god kvalitet till ett lågt pris.

Som pricken på i i en osäker tid gick Elcoteq i konkurs

och Chaoda Modern Agriculture's notering stoppades i slutet av september, i förväntan på en genomgående intern utredning av de anklagelser som riktats mot bolagets ledning. Eftersom ingen ny faktabaserad information kommit ut sedan dess och noteringen inte återupptagits beslöt vi att skriva ner värdet på aktien till noll.

HR Block

HR Block sköter uppgörandet av skattedeklarationen för mer än 13 % av alla skattepliktiga amerikanare och är därmed klar marknadsledare i en mycket fragmenterad bransch. I om med den mycket noggranna kunskapen om sina kunders finansiella ställning och behov erbjuder bolaget också vissa finansiella tjänster som bl.a kreditkort.

Resan till en specialsituation började för HR Block under 2000-talets början när man satsade på en del kortsiktigt mycket populära och lukrativa nischer inom finansiering såsom förmedling av bostadskrediter och konsultering för egenföretagare .

Jag besökte bolaget på våren 2006 vilket hjälpte mig att förstå den förestående subprime krisen i USA (se quattro 2/2006 och 1/2007). En betydande del av vinsttillväxten i bolaget kom genom förmedlingen av nya subprime lån. När fastighetsbubblan i USA kollapsade var det slut på dessa intäkter vilket ledde till att aktien sjönk från ca 30\$ till som lägst 10\$.

Bolagets ledning har tacklat situationen på ett föredömligt sätt genom att fokusera tillbaka på sin kärnverksamhet. I och med försäljningen av konsulteringsverksamheten RSM McGladrey, som slutfördes i december och inbringade 475 mio \$, är bolaget nu förutom skuldfritt också helt fokuserat på sin kärnverksamhet, assisterade och digitala skattedeklarationer samt utvalda finansiella tjänster (t.ex. skatteåterbäring i förhand på bolagets kreditkort).

I eftermälet av subprimekrisen hade också kärnverksamheten lidit med en negativ tillväxt som följd. De senaste två åren har ledningen genom sin nyfunna fokus kunnat vända trenden och presentera klart positiva siffror både gällande marknadsandelar och nykundsanskaffning. När man ännu tar i beaktande att nykunderna har rätt ålders- och socialstruktur och att den fått till stånd under recessionsliknande förhållanden bådär det gott för framtida tillväxt.

HR Blocks kärnverksamhets driftsbidrag har småningom tenderat uppåt från 26,7% av omsättningen 2007 till förväntat närmare 30 % under den pågående räkenskapsperioden, men omsättning har legat närmast oförändrad kring 3 miljarder. Det förklarar säkert att det på dagens värde (16 \$) inte finns mycket av förväntningar i priset. Bolaget tjänade 1,35 dollar per aktie under räkenskapsåret 2010/11. För 2011/12 förväntar marknaden omkring 1,5 och för 2012/13 omkring 1,7 per aktie.

Marknadsvärdet ligger kring 4,7 mrd \$ och driftsbidraget utan konsulteringsverksamheten på runt 860 mio \$. Vi talar alltså om ett EV/EBITDA på runt 5,5 i en bransch där investeringsbehoven är ytterst låga och därmed det fria kassaflödet högt.

Med den stärkta balansräkningen meddelade bolaget också att man framöver höjer dividenden från 0,6 \$ per år till 0,8 \$ motsvarande en direktavkastning på 5%. 80 % av kassaflödet efter dividenden använde bolaget förra året - som åren innan - till att köpa tillbaka egna aktier. Totalt använde bolaget åren 2009-11 1,2 miljarder \$, eller 90% av sitt fria kassaflöde till dividender och återköp.

I mina ögen alltså inget dåligt paket och till ett mycket förmånligt pris. Med subprimekrisen snart ett minne blott och en nyvunnen tillväxtvigör finns det all fog att tro att också värderingsmultipeln kan komma att öka minst till marknadens genomsnitt.

Skriv gärna frågor eller kommentarer till mina rapporter. Jag uppskattar feedback: peter.seligson@seligson.fi



Peter Seligson, portföljförvaltare