

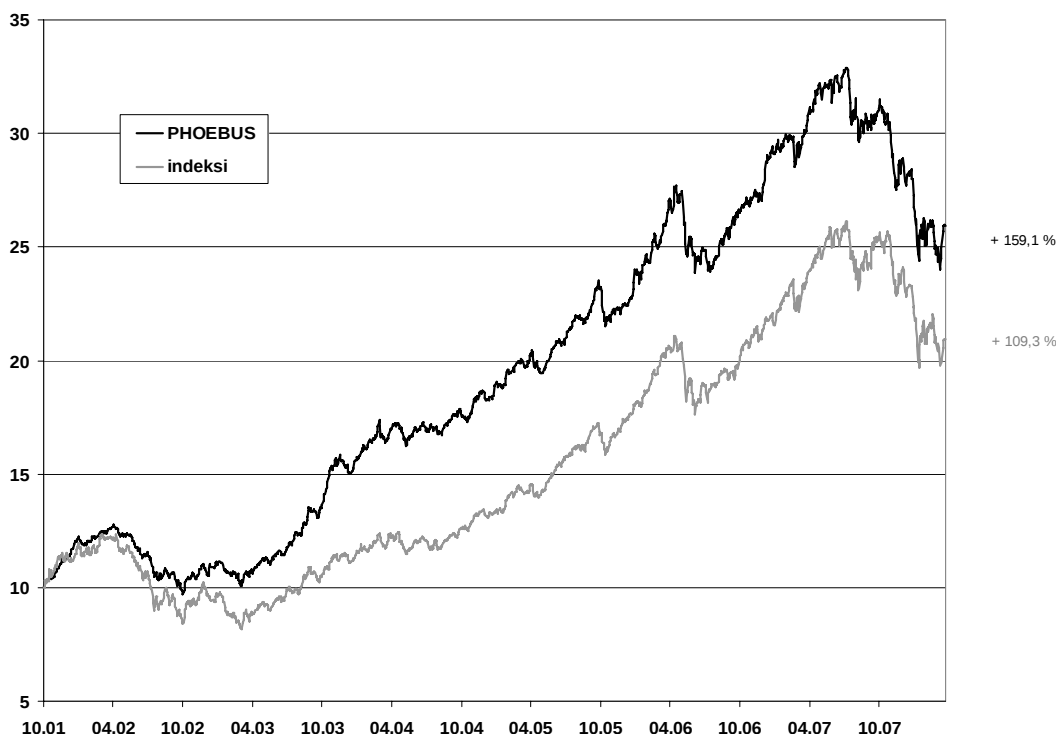
Seligson & Co Phoebus

Kvartalsrapport 1 / 2008

andelens
värde

Phoebus och jämförelseindex

10.10.2001 - 31.3.2008 (i euro)



Avkastning och risk		Fonden		Jämförelseindex	
31.03.2008				75% OMX Helsinki Cap GI, 25% MSCI AC World NDR	
	Avkastning	Volatilitet		Avkastning	Volatilitet
3 mån.	-8,5 %	23,2 %		-10,1 %	24,2 %
1 år	-13,9 %	16,5 %		-10,7 %	17,5 %
3 år	30,3 %	13,1 %		47,0 %	13,8 %
5 år	146,7 %	11,8 %		145,9 %	12,6 %
Från startdatum	159,1 %	11,7 %		109,3 %	14,1 %
Från startdatum per annum	15,8 %			12,1 %	

Kostnader, nyckeltal	1.4.2007 - 31.3.2008
Avgifter sammanlagt (TER) %	0,77 %
Avkastningsbunden provision (från årets början)	0,00 %
Transaktionskostnader %	0,05 %
Totalkostnadsandel (TKA) %	0,82 %
Portföljens omsättningshastighet	15,64 %
Tracking error	8,95 %
Förmedlingsarvoden betalda till företag inom samma koncern	0 %
Storlek	17 447 690 €
Närkretsens ägarandel (31.3.2008)	18,98 %

I Finland bytte jag våra A-aktier i Stockmann till B-aktier. Vi äger lika många aktier i Stockmann som tidigare, men vi fick 3500 euro emellan. Summan är ju inte enorm, men den motsvarar 10 dagars förvaltningsarvoden. Sparade pengar är tjänade pengar.

VÄRDEPAPPERSPLACERINGAR 31.3.2008

	Antal aktier	Aktiekurs valuta	euro	Marknads- värde EUR	Andel av fonden
Vacon	55000		27,99	1 539 450	8,8%
Lassila & Tikanoja	77000		17,89	1 377 530	7,9%
Exel	115868		11,00	1 274 548	7,3%
Nokian Tyres	36000		27,11	975 960	5,6%
Tietoenator	60000		15,71	942 600	5,4%
Tulikivi	608140		1,49	906 129	5,2%
Stockmann B	30000		30,06	901 800	5,2%
Vaisala	25000		28,55	713 750	4,1%
Tamfelt pref	80401		8,80	707 529	4,1%
Inhemska aktier				9 339 295	53,5%
Handelsbanken B	65000	170,00	18,09	1 175 726	6,7%
Air Liquide	12000	96,60	96,60	1 159 200	6,6%
Hennes & Mauritz	22000	359,00	38,20	840 351	4,8%
Fastenal	25000	45,76	28,96	723 934	4,1%
Costco	14000	64,35	40,72	570 098	3,3%
Progressive	55000	15,96	10,10	555 480	3,2%
Automatic Data Processing	20000	41,79	26,45	528 902	3,0%
State Street	10000	78,63	49,76	497 578	2,9%
Securitas Systems	240000	17,30	1,84	441 775	2,5%
Harley-Davidson	18000	37,93	24,00	432 044	2,5%
China Fire Safety (8201)	7574000	0,460	0,04	283 235	1,6%
Utländska aktier				7 208 323	41,3%
SUMMA aktier				16 547 618	94,8%
Kontanter				900 070	5,2%
FONDENS VÄRDE				17 447 688	100,0%
Antal andelar (A-korrigerat)				673 434,68	
Värde per A-andel				25,9085	

FONDENS UTVECKLING

Året började i samma tecken som förra året slutade: Avkastningen i absoluta tal var dålig, men Phoebus utveckling i förhållande till vårt jämförelseindex var lovande. Indexet sjönk med 10,1% och Phoebus sjönk med 8,5%.

Sedan start har Phoebus avkastat 159,1% medan jämförelseindexet har avkastat 109,3%.

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

Jag handlade relativt lite under det första kvartalet, vilket jag tycker är bra. Aktiehandel kostar alltid, men det finns ingen garanti för att resultatet skulle vara positivt.

Jag ökade vårt innehav i Harley-Davidson, som jag under ett halvt år har köpt i sakta mak. Vår position är inte ännu heller riktigt så stor som mitt mål är, så jag kommer sannolikt att fortsätta köpa under de kommande kvartalen. Jag köpte också lite till H&M, då kursen sjönk utan någon märkbar orsak.

Jag finansierade köpen genom att sälja lite av våra aktier i Air Liquide och State Street. Bägge bolagen har förtjänat sin plats i vår portfölj, men Air Liquide är något dyr och State Streets aktie är nära alla tiders högsta kurs, trots att bankens affärsrisker har ökat betydligt.

I Finland bytte jag våra A-aktier i Stockmann till B-aktier. Vi äger lika många aktier i Stockmann som tidigare, men vi fick 3500 euro emellan. Summan är ju inte enorm, men den motsvarar 10 dagars förvaltningsarvoden. Sparade pengar är tjänade pengar.

Vårt enda nya bolag är desto mer exotiskt: Det kinesiska, på Hong Kongs tillväxtbolagsbörs noterade brandskyddsföretaget China Fire Safety Enterprise Group Holdings (CFE). Till skillnad från vanligt är placeringen rent spekulativ. Bolaget är lönsamt och dess värdering är mycket låg. P/E-talet på fjolårets resultat är 7,4x och nettokassan motsvarar nästan hälften av bolagets marknadsvärde. Verksamheten värderas alltså till EV/EBIT cirka 3,0x.

Det är oftast vettigt att köpa billigt. I det här fallet känns det speciellt vettigt, då det amerikanska jättebolaget United Technologies (som bl.a. tillverkar Otis-hissar och Pratt & Whitney-flygmotorer) äger 29% av bolaget. UTC har dessutom en option att köpa aktier av CFE:s grundare, så att UTC uppnår aktiemajoritet. Lösenpriset för optionen är EV/EBIT 8,5x, som skulle motsvara ungefär dubbelt CFE:s nuvarande börskurs. Optionen kan utnyttjas under de närmaste 5 åren och UTC har förbundit sig att erbjuda samma pris till alla ägare, ifall bolaget utnyttjar optionen.

Jag tycker att sannolikheterna i detta fall är så starkt på vår sida att jag inte kunde låta bli att göra en spekulativ placering. CFE utgör dock mindre än 2% av vår portfölj, så det är ingen katastrof för Phoebus i det fall att min spekulering skulle misslyckas.

FINLAND OCH ÖVRIGA VÄRLDEN

Phoebus klassificeras ofta som en "Finlandsfond". Det är den dock inte, utan jag kan placera även i resten av världen. Vårt jämförelseindex berättar att jag tror mig normalt placera cirka 75% i Finland och 25% i övriga världen. För tillfället är 54% av vår portfölj i Finland, 41% i övriga världen och resterande 5% är kassamedel.

Under de senaste åren har Finlands aktiemarknad utvecklats betydligt bättre än börserna i resten av världen, vilket kan ge en något skev bild av hur fonden utvecklats, om man jämför den endast med fonder som bara placerar i Finland. Sedan Phoebus startade i oktober 2001 har den finska aktiemarknaden (inklusive dividender) stigit med hela 158%. Världsindex (inklusive dividender) har samtidigt stigit med bara 6%.

Vårt jämförelseindex, som rebalanseras årligen, har stigit med 109%. Phoebus har stigit med 159%. Men trots att Phoebus har klarat sig betydligt bättre än sitt jämförelseindex har fonden alltså bara hållit jämna steg med den finska marknaden.

Det finns fler orsaker till de olika marknadernas olika utveckling. Dollarns försvagning har syns i världsmarknadens utveckling mätt i euro. Den cykliska industrins andel av den finska börsen är betydande, och de cykliska bolagen har under de senaste åren fått njuta av en exceptionellt stark och lång högkonjunktur. Men inga träd växer till himlen, så resultaten och därmed värderingarna kommer att normaliseras då konjunkturen i något skede normaliseras.

Det är ingen slump att vi äger betydligt mer aktier utanför Finland än normalt, och betydligt färre i Finland. Även om jag primärt fokuserar på bolagens kvalitet strävar jag även efter att köpa sådana aktier som är vettigt värderade. Under de senaste åren har det varit mycket lättare att hitta sådana utomlands än i Finland.

Att agera som "kärringen mot strömmen" leder på kort sikt till sämre avkastning, så länge trenderna inte bryts. Men om inte denna trend *någonsin* skulle brytas så skulle Finland småningom utgöra 100% av världens börsvärde, vilket inte känns sannolikt. Därför är det bara en tidsfråga när vår övervikt på vettigare värderade marknader kommer att börja synas till vår fördel i fondens avkastning i förhållande till sitt jämförelseindex.

För klarhets skull bör jag kanske notera att jag inte ägnar mig åt market timing eller försöker hitta de bästa geografiska marknaderna. Min placeringsfilosofi är helt enkelt att köpa aktier i välskötta kvalitetsbolag, då de säljs till vettiga priser. Ifall jag inte brydde mig ett skvatt om priset skulle den geografiska fördelningen av vår portfölj kunna vara konstant. Eftersom jag dock bryr mig om priset – må vara att det är det minst viktiga av mina placeringskriterier – kommer fördelningen att variera över tiden.

Men min preferens är fortsatt att placera mestadels i Finland, eftersom jag tycker mig känna våra finska bolag bättre än våra utländska. Framöver kommer vi med säkerhet igen att få se sådana tider då även värderingarna stöder en större andel finska aktier i vår portfölj.



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



För tre och ett halvt år sedan (i rapporten 3/2004) berättade jag om Nokian Tyres att: "Jag skulle inte bli helt förvånad om nästa års resultat blev sämre än det här årets." Så blev det också, resultatet sjönk marginellt år 2005. Men det har förblivit den enda lilla skönhetsfläcken i bolagets hisnande framgångssaga över de senaste åren.

På tre år har omsättningen organiskt vuxit med 70%. Rörelseresultatet har samtidigt stigit med 97% och resultatet per aktie med 83%. Aktiekursen har inklusive dividender mer än trefaldigats, samtidigt som Phoebus har stigit med 46% och vårt jämförelseindex med 70%. Aktien har alltså fyllt sin plats i vår portfölj – lindrigt sagt. Trots att jag inte har köpt fler aktier har bolagets andel i vår portfölj nästan fördubblats till 5,6%.

Bolagets framgångar kan, för att fritt citera vår försvarsminister, förklaras med tre saker: Ryssland, Ryssland och Ryssland.

För det första har volymerna i Ryssland vuxit kraftigt. Enligt mina beräkningar har Nokian Tyres försäljning till Ryssland och övriga OSS-länder volymmässigt trefaldigats från 2004 till 2007. Marknaden växer kraftigt, speciellt i de dyrare segmenten. Dessutom har Nokian Tyres på tre år ökat sin marknadsandel från 20% till över 30%.

För det andra har snittpriset på de till Ryssland sålda däckerna stigit kraftigt. Om jag tolkar Nokian Tyres siffror rätt så har medelpriset i Ryssland på tre år stigit med 50% mätt i euro. Däckspriserna är idag högre i Ryssland än i Norden.

För det tredje står den nya fabriken i St. Petersburg redan idag för över en tredjedel av bolagets produktion, och kommer sannolikt redan 2009 att vara större än fabriken i Nokia. Petersburgfabriken är modern, så dess produktivitet är redan idag högre än i Nokia. Dessutom är kostnadsnivån (åtminstone hittills) betydligt lägre i Ryssland än i Finland.

Det är alltså inte så konstigt att Nokian Tyres bildäcksdivisions rörelsemarginal på tre år har stigit från den utomordentliga utgångsnivån på 27% till fjolårets smält otroliga 31%. Men kan en sådan här sagolik tillväxt fortsätta?

Varför inte. Marknaden för bildäck i Ryssland verkar åtminstone fortsätta att växa kraftigt. Nokian Tyres prognos är att hela marknaden för ersättningsdäck fördubblas och premium-segmentet trefaldigas till år 2013. Ifall bolaget lyckas försvara sin marknadsandel skulle detta kräva ytterligare 6-7 miljoner däck produktionskapacitet. Bolaget håller för tillfället på att expandera Petersburgfabrikens kapacitet från 4 miljoner däck idag till 10 miljoner år 2011.

Ytterligare potential finns i östliga Centraleuropa samt i Ukraina och Kazakstan, där bolaget nyss har börjat förstärka sina försäljningsled. Nokian Tyres strategiska mål – att fördubbla omsättningen till år 2012 – kan alltså visa sig vara helt realistiskt.

Men riskerna är betydligt högre än normalt, speciellt då aktiens värdering har stigit. Med dagens kurs (26e) är bolagets P/E-tal cirka 20x, vilket är det högsta under bolagets börshistoria. Värderingen är inte sanslös, men den lämnar inget utrymme för besvikelser. Därför tänker jag inte öka vårt ägande. Nokian Tyres är redan idag vår sjätte största placering, så vi är rejält med på ett hörn av bolagets framgångar redan med dagens ägande.



Jag presenterade senast Air Liquide i vår rapport 2/2005. Då hade bolaget nyss köpt Tysklands näst största industrigas-

bolag Messer Griesheim för 2 miljarder euro. Jag berättade att jag inte var särskilt orolig för hur köpet skulle lyckas. En blick i backspegeln visar att det inte heller fanns någon orsak till oro. Air Liquides rörelsemarginal var 14,3% år 2004. Förra året var den 15,2%.

Den absolut viktigaste händelsen på industrigasmarknaden sedan senast är att tyska Linde år 2006 köpte brittiska BOC. Då branschen tidigare var ett oligopol med fem huvudspelare är branschledarna idag fyra. Detta torde vara en god nyhet. Ökad koncentration borde ytterligare förstärka oligopolets fridfullhet, skulle jag tycka.

Konkurrenternas fusion har gynnat Air Liquide. Man kan visserligen debattera om Air Liquide med sin cirka 22% globala marknadsandel längre är nummer ett i världen. Åtminstone ligger Linde i så fall tätt bakom. Men det är egentligen irrelevant. Det som är viktigt är att fusionen tvingade Linde att sälja vissa verksamheter. Air Liquide köpte några av dessa, och förstärkte därmed sin position i Japan, Fjärran Östern och Storbritannien.

Det enda negativa är att aktien börjar bli lite dyr. Jag berättade senast att jag tror att Air Liquide kan avkasta 9-10% per år åt oss. På knappt tre år har aktien avkastat 57% (inklusive dividender), eller 18% per år. Samtidigt har Phoebus avkastat 25% och vårt index 35%.

Air Liquides aktie har utvecklats betydligt bättre än bolagets affärsverksamhet. Omsättningen har på samma period stigit med 26%, rörelseresultatet med 34% och nettoresultatet med 34%. Värderingen är idag (kurs 96,60e) mätt med EV/EBITA –multipeln 15,2x då den för tre år sedan var 13,8x. Under de senaste 15 åren har bolaget bara en gång (1999) varit dyrare än idag i förhållande till resultatet.

Man kan därmed befogat fråga varför jag inte byter till Linde, som värderas till EV/EBITA 13,6x? Lindes globala position är ju lika stark som Air Liquides och dess regionala position på tillväxtmarknaderna i Asien, Sydamerika och Afrika betydligt starkare. Air Liquides balansräkning är lite starkare, men skillnaden är ringa efter att Linde betalat bort hälften av sina skulder med de medel bolaget fick från försäljningen av vissa av BOC:s verksamheter.

Jag har trots det beslutat hålla mig till Air Liquide, åtminstone tills vidare. Jag tycker mig veta att bolaget är mycket aktionärsvänligt. Linde är säkert det också, men i Air Liquides fall är jag mer säker. Och om värderingsdifferensen är 15% är den egentligen ganska marginell.

Men jag vill betona att den högre värderingen förr eller senare måste bli bestraffad. Air Liquides aktie har på tre år avkastat nästan dubbelt det som affärsverksamhetens utveckling skulle förutsätta. Skillnaden måste vara bort från vår framtida avkastning. Vi kommer därför sannolikt att istället för de 9-10% jag senast lovade under de nästa 20 åren att få nöja oss med 8-9% årlig avkastning. Men med ganska låg risk.