

# Seligson & Co Phoebus

## Kvartalsrapport 1 / 2009

 andelens  
värde

### Phoebus och jämförelseindex

10.10.2001 - 31.3.2009 (i euro)



Avkastning och risk	Fonden		Jämförelseindex	
	Avkastning	Volatilitet	Avkastning	Volatilitet
<b>31.3.2009</b>			75% OMX Helsinki Cap GI, 25% MSCI AC World NDR	
3 mån.	-3,5 %	27,6 %	-9,1 %	27,7 %
1 år	-38,7 %	27,3 %	-45,0 %	28,6 %
3 år	-39,3 %	19,8 %	-43,7 %	21,0 %
5 år	-4,1 %	16,4 %	-4,7 %	17,3 %
Från startdatum	58,7 %	14,9 %	15,1 %	16,9 %
Från startdatum per annum	6,4 %		1,9 %	

Kostnader, nyckeltal	1.4.2008 - 31.3.2009
Avgifter sammanlagt (TER) %	0,88 %
Avkastningsbunden provision (från årets början)	0,11 %
Transaktionskostnader %	0,05 %
Totalkostnadsandel (TKA) %	0,92 %
Portföljens omsättningshastighet	3,70 %
Tracking error	15,50 %
Förmedlingsarvoden betalda till företag inom samma koncern	0,00 %
Storlek	8 603 829 €
Närkretsens ägarandel (31.3.2009)	18,35 %

“Från sin lägsta notering den 9 mars har Phoebus i skrivande stund stigit med nästan 19% och är i år redan nästan 7% på plus. Vågar vi tro att det här betyder att börserna har svängt och att tidsspekulanterna nu borde köpa rejält med aktier? Eller är det bara en tjuvstart?”

## VÄRDEPAPPERSPLACERINGAR 31.3.2009

	<b>Antal aktier</b>	<b>Aktiekurs valuta</b>	<b>euro</b>	<b>Marknads- värde EUR</b>	<b>Andel av fonden</b>
Vacon	40000		18,25	730 000	8,5%
Lassila & Tikanoja	60000		9,70	582 000	6,8%
Vaisala	20000		21,11	422 200	4,9%
Tulikivi	585690		0,70	409 983	4,8%
Tieto	50000		7,68	384 000	4,5%
Exel	100000		3,35	335 000	3,9%
Nokian Tyres	36000		8,69	312 840	3,6%
Tamfelt pref	65000		4,10	266 500	3,1%
Stockmann B	25000		10,34	258 500	3,0%
<b>Inhemska aktier</b>				<b>3 701 023</b>	<b>43,0%</b>
Air Liquide	10500	60,63	60,63	636 615	7,4%
Hennes & Mauritz	19000	305,00	27,85	529 086	6,1%
Handelsbanken A	50000	115,25	10,52	526 119	6,1%
Fastenal	20000	31,87	23,93	478 524	5,6%
Automatic Data Processing	15000	35,24	26,46	396 843	4,6%
Progressive	40000	12,79	9,60	384 081	4,5%
Costco	10000	46,25	34,72	347 219	4,0%
Harley-Davidson	26000	13,42	10,07	261 950	3,0%
Seco Tools	45000	56,75	5,18	233 158	2,7%
State Street	10000	27,98	21,01	210 058	2,4%
HHLA	9000	17,21	17,21	154 890	1,8%
<b>Utländska aktier</b>				<b>4 158 543</b>	<b>48,3%</b>
<b>SUMMA aktier</b>				<b>7 859 566</b>	<b>91,3%</b>
<b>Kontanter</b>				<b>760 537</b>	<b>8,8%</b>
<b>FONDENS VÄRDE</b>				<b>8 603 829</b>	<b>100,0%</b>
Antal andelar (A-korrigerat)				542 178	
<b>Värde per A-andel</b>				<b>15,8690</b>	

## FONDENS UTVECKLING

Kursnedgången blev något mindre brant under början av 2009, som jag lite gissade i vår senaste rapport. Phoebus jämförelseindex sjönk under det första kvartalet dock ännu med -9,1%. Phoebus klarade sig bättre och sjönk bara med -3,5%.

Sedan fonden startade har vårt jämförelseindex stigit med 15,1% och Phoebus med 58,7%.

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 oddsens emot oss, närmast beroende på fondens förvaltningsavgift.

## KÖP OCH FÖRSÄLJNINGAR

Jag handlade för nästan 3 miljoner euro under kvartalet (varav 2,4me var försäljningar). I realiteten var dock min aktivitet mycket begränsad – en enskild inlösen förklarar 1,8me av försäljningarna och mitt byte av aktieserie i Handelsbanken (en arbitrageaffär) förklarar resten.

Egentliga förändringar i vår portfölj uppkom endast från det faktum att jag inte sålde samma proportion av alla våra innehav för att verkställa inlösen. Jag sålde alla våra aktier i svenska Niscayah, som var vår minsta position. Jag sålde inga aktier i Nokian Tyres, Seco Tools, Harley-Davidson, State Street och HHLA. Deras andel av portföljen steg alltså. Man kan därför säga att jag indirekt "köpte mer" av dessa bolag åt de andelsägare som fortfarande äger fonden.

## SVÄNGDE BÖRSEN?

Från sin lägsta notering den 9 mars har Phoebus i skrivande stund stigit med nästan 19% och är i år redan nästan 7% på plus. Vågar vi tro att det här betyder att börsen har svängt och att tidsspekulanterna nu borde köpa rejält med aktier? Eller är det bara en tjuvstart?

Jag citerar Warren Buffetts text i Berkshire Hathways årsredovisning för 2008 (fritt översatt):

*"Under de senaste 44 åren har börsen stigit tre år av fyra. Jag skulle gissa att den stiger ungefär lika ofta under de följande 44 åren. Men varken min affärspartner Charlie Munger eller jag kan i förväg gissa vilka år börsen stiger och vilka den sjunker. (Uppkäftiga som vanligt påstår vi att ingen annan heller kan det). Vi är säkra på att ekonomin kommer att vara uruselt under hela 2009 – och sannolikt längre – men det berättar oss ingenting om huruvida börsen kommer att stiga eller sjunka."*

Detsamma gäller givetvis Finland. Jag är säker på att 2009 blir ett mycket svårt år för börsbolagen. Av våra bolag har Nokian Tyres och Tamfelt redan berättat att de gör förlust i början av året. Tieto och Tulikivi har inlett stora besparingsprogram, vilket indikerar att deras resultat blir usla. Stockmanns försäljning sjönk kraftigt i januari-februari. Lassila, Vaisala, Vacon och Exel har inte ännu sagt något om sina resultat, men vi skall nog inte hoppas på några positiva överraskningar.

Seco Tools amerikanska konkurrent Kennametal berättade att orderingången i december-februari föll med -25%. Då vi minns att vändskär är förbrukningsvaror, som går åt ifall fabriken snurrar, inser vi hur kraftig och snabb konjunkturedgången har varit.

Om ekonomin fortfarande krymper under 2010, vilket de flesta ekonomisterna idag tror, kan nästa års resultat bli ännu sämre. De dåliga resultaten kommer nästan säkert att innebära att dividenderna

våren 2010 och 2011 sjunker kraftigt.

Är det då inte självklart att den kraftiga börsuppgången har varit bara en tjuvstart?

Nej, det är det inte. Det att bolagens resultat sjunker berättar oss ingenting om börsen. En akties värde bestäms av alla dess framtida dividender (och dividendliknande poster, såsom återköp av egna aktier), diskonterade till idag. Och de närmaste åren är givetvis bara en liten bråkdel av tiden från idag till evigheten, så de närmaste årens dividender utgör bara en liten bråkdel av företagets värde.

Den största effekten på aktiernas värde har faktiskt förändringarna i det avkastningskrav vi använder i diskonteringen, alltså förändringarna i den så kallade riskpremien. Riskpremien är en psykologisk företeelse, för vilken det inte existerar någon "objektivt korrekt" nivå. Att förutspå aktiekurser skulle därför innebära att man kan förutspå förändringar i placerarnas grupp beteende – balansen mellan rädsla och girighet. Det kan nog inte mångas.

Jag är helt säker på att jag inte kan det, ens med min 20-åriga placeringserfarenhet. Men jag vet också att rädlans (temporära) seger över girigheten har lyft riskpremien och därmed aktiernas långsiktiga förväntade avkastning, som redan torde vara tvåsiffrig. Det är alltså en bättre tid nu än på mycket, mycket länge att äga aktier.

Men det förutsätter givetvis att våra bolag hålls vid liv över lågkonjunkturen. Alla börsbolag kommer nog inte att göra det. Och vi kan ju inte dra någon nytta av en vändning om banken redan har tagit över vårt ägande då konjunkturen vänder.

Phoebus bolag är till den absolut största delen välskötta, stabila marknadsledare med ringa skuld. Även våra lite mer skuldsatta bolag har hittills uppvisat goda kassaflöden. Även om fonden inte är särskilt väl diversifierad vågar jag därför påstå att vi är i en stark position då börsen svänger. Men när den svänger, eller om den redan svängde den 9 mars, det kan jag tyvärr inte svara på.



Anders Oldenburg, CFA  
portföljförvaltare  
[anders.oldenburg@seligson.fi](mailto:anders.oldenburg@seligson.fi)



Jag presenterade senast Tulikivi för tre år sedan i vår rapport 1/2006 och skrev då att risken i vår placering hade ökat betydligt, dels på grund av förvärvet av Kermansavi, dels för att aktiens värdering hade stigit kraftigt.

Båda farhågorna var befogade. Integreringen av Kermansavi har tagit tid, och förvärvet har inte åtminstone ännu såvitt jag begripit gett de synergieffekter som förväntades. Detta är snarare regel än undantag vid förvärv. Aktien omvärderades betydligt kraftigare än jag hade trott och dagens kurs (0,70e) är 79% lägre än för tre år sedan.

Jag berättade senast att jag hade sålt aktier i Tulikivi och tänkte sälja mer. Som mest ägde vi 883.200 aktier, idag äger vi 585.690 aktier så vårt ägande har sjunkit med 34%. Men detta är inte en relevant betraktelse, utan ägandet bör relateras till fondens storlek. Som mest hade vi 1,18 aktier i Tulikivi per Phoebus-andel, för tre år sedan hade vi 1,12 och förra årsskiftet hade vi 0,91. Mitt beslut att sälja bara lite Tulikivi trots den stora inlösningen i år har under 2009 ökat vårt ägande till 1,08 Tulikivi per Phoebus-andel.

Jag borde kanske ha lyssnat lite mer på mina egna farhågor. Men det har också skett en hel del positiva saker i Tulikivi under de senaste tre åren, och jag tycker aktien fortfarande är värd att äga trots kurskraschen (och delvis just på grund av kraschen).

Det allra viktigaste kanske är att distributionsledet i Finland nu börjar vara i skick. Förändringen i distribution från handelskedjor till specialaffärer har ifrågasatts av många av Phoebus andelsägare. Själv tror jag fortfarande starkt på att en specialiserad försäljare kan betjäna sina kunder mycket bättre än en kedjeförsäljare, vilket borde leda till såväl högre kundlojalitet som till bättre marginaler på längre sikt.

Mycket har hänt också på produktsidan. Tulikivi lanserade i fjol sin Nammi-ugn, som kombinerar täljstenens goda värmelagring med de keramiska ugnarnas obegränsade möjligheter att variera utseendet. Dessutom har bolaget satsat mycket på teknik för renare förbränning, och har redan nu den CE-märkning som blir obligatorisk inom EU från början av 2010. Den nya virvelbädden minskar kolmonoxidutsläppen med 85%.

Konjunkturedgången kommer givetvis att slå hårt mot byggbranschen, och Tulikivi är inget undantag. Bolaget har dock reagerat snabbt och har på två år minskat personalen med 28%. Detta är tråkigt men nödvändigt, och det är bra att det sker snabbt.

Just Tulikivis flexibilitet, i kombination med den mycket låga värderingen, är den största orsaken till mitt intresse för bolaget. Marknadsvärdet är nu 26me, till vilket bör läggas 15me i nettoskuld, tillsammans 41me. Detta är lite mindre än det sysselsatta kapitalet och bara 60% av försäljningen – exceptionellt låga siffror för ett bolag som i en normal konjunktur gör 10% rörelsevinst och tjänar 20% på det sysselsatta kapitalet.

Nu kommer givetvis konjunkturen inte att vara normal på ett antal år. Men Tulikivis risk som placering har minskat betydligt i takt med att kursen har sjunkit, och dess risk som bolag har minskat då integreringen av Kermansavi nu börjar vara slutförd.



Då jag presenterade Automatic Data Processing i vår rapport 3/2006 skrev jag att dess aktiekurs förr eller senare kommer att reflektera den positiva utvecklingen i bolagets verksamhet; jag vet bara inte när. Ännu har så inte skett.

Men ADP har nog gjort sitt bästa. Av den dåvarande aktiekursen (47,52 dollar) har vi på två och ett halvt år fått 7,52 dollar eller 16% tillbaka i dividender, inklusive utdelningen av dotterbolaget Broadridge. Aktiekursen är dock idag 26% lägre (USD 35,24) så vår totala avkastning inklusive dividender har varit -12%.

Under samma period har ADP ökat sin omsättning med 32% (varav 25% organiskt) och sitt nettoresultat med 34%. Dessutom har bolaget använt sina överlopsmedel till att köpa tillbaka sina egna aktier, vilket jag tycker har varit vettigt, så att aktieantalet har minskat med 13%. Vinsten per aktie har därför under perioden stigit med hela 64%.

Det är skäl att notera att återköpen inte har finansierats med skuld, utan att ADP fortfarande har en nettokassa på 1,4 miljarder dollar, vilket motsvarar 8% av marknadsvärdet.

Allt detta innebär givetvis att värderingen har sjunkit dramatiskt. P/E-talet (utan Broadridge) för räkenskapsåret 2006 (juli-juni) var 29x och mätt på resultatet för kalenderåret 2008 är P/E-talet under 15x. P/E är i detta fall ett vettigt nyckeltal, då bolaget är skuldfritt. Direktavkastningen har mer än fördubblats till 3,7%.

Har ADP blivit så mycket sämre att det skulle förklara nedvärderingen?

Det tror jag inte. Bolaget är fortfarande världsledande på outsourcing av personaladministration. Allt började från löneberäkning, som i USA är en marknad värd 27 miljarder dollar, varav drygt en fjärdedel är outsourcad. ADP:s andel av den outsourcade marknaden är över hälften.

Förutom denna 3,4 miljarders verksamhet säljer ADP tilläggstjänster för 1,9 miljarder åt sina stora kunder och helhetslösningar för 1,2 miljarder åt sina små kunder. Totalt utgör dessa tilläggstjänster, som växer 3-4 gånger snabbare än löneberäkning, redan nästan hälften av ADP:s personaladministrationsverksamhet i USA.

Jag ser tre styrkor i bolaget. För det första hålls 90% av kunderna kvar år efter år, vilket gör verksamheten kontinuerlig och lättare att styra. För det andra ökar behovet av tilläggstjänster i takt med nya regleringar som gör livet jobbigare för kundföretagen. För det tredje har ADP betydande tillväxtpotential utomlands – idag är bara knappt 18% av dess personaladministration utanför USA. Själv ser ADP en marknadspotential på totalt över 140 miljarder dollar.

Bolaget är givetvis inte immun mot konjunkturedgången. Då arbetslösheten stiger minskar behovet av ADP:s tjänster, dock inte dramatiskt. En annan risk ligger i placeringen av kundmedel, där ADP hittills har lyckats undvika förluster. Den låga konjunkturkänsligheten syns kanske bäst i att bolaget tror att resultatet i år ökar med 10% trots att tillväxten försvagas.

Jag vågar därför upprepa min prognos: ADP:s aktiekurs kommer förr eller senare att reflektera den positiva utvecklingen i dess affärsverksamhet. Jag vet bara inte när.