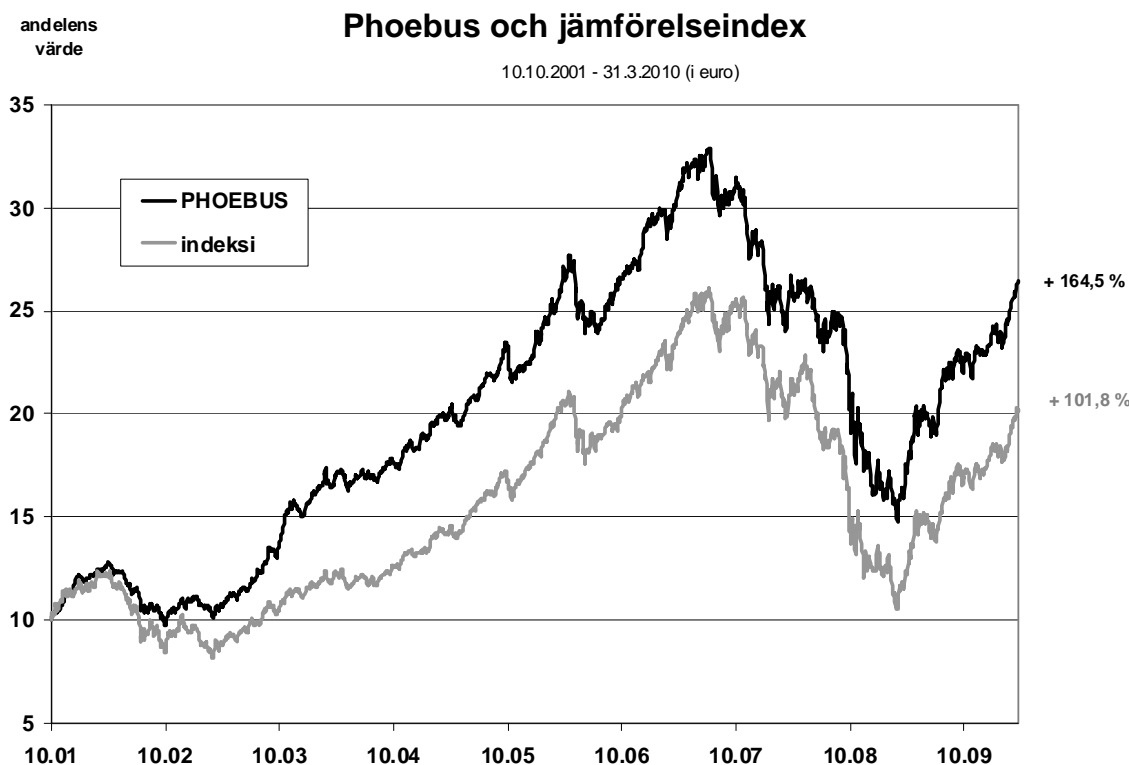


Seligson & Co Phoebus

Kvartalsrapport 1 / 2010



Avkastning och risk	Fonden		Jämförelseindex	
	31.03.2010		75% OMX Helsinki Cap GI, 25% MSCI AC World NDR	
	Avkastning	Volatilitet	Avkastning	Volatilitet
3 mån.	12,91 %	11,13 %	12,30 %	11,46 %
1 år	66,65 %	16,76 %	75,33 %	18,11 %
3 år	-12,15 %	21,02 %	-13,87 %	22,27 %
5 år	32,96 %	17,69 %	41,75 %	18,71 %
Från startdatum	164,45 %	15,15 %	101,84 %	17,08 %
Från startdatum per annum	12,16 %		8,64 %	

Kostnader, nyckeltal	1.4.2009 - 31.3.2010
Avgifter sammanlagt (TER) %	0,97 %
Avkastningsbunden provision	0,21 %
Transaktionskostnader %	0,05 %
Totalkostnadsandel (TKA) %	1,03 %
Portföljens omsättningshastighet	-15,73%
Tracking error	8,61 %
Förmedlingsarvoden betalda till företag inom samma koncern	0,00 %
Storlek	16 257 433 €
Närkretsens ägarandel (31.3.2010)	16,23 %

“ Phoebus får i princip placera upp till 10% i onoterade bolag. Jag har tidigare berättat att det är osannolikt att jag skulle köpa onoterade bolag, eftersom fonden varje dag är öppen för inlösnin-
gar. Jag tyckte dock att Ekokem var en så intres-
sant långsiktig placering, tack vare sin stabila
bransch, rimliga värdering och duktiga operativa
ledning, att jag bestämde mig för att göra ett
undantag..”

VÄRDEPAPPERSPLACERINGAR 31.3.2010

	Antal aktier	Aktiekurs valuta	euro	Marknads- värde EUR	Andel av fonden
Vacon	40000		30.10	1,204,000	7.4%
Lassila & Tikanoja	65000		15.60	1,014,000	6.2%
Tieto	55000		17.13	942,150	5.8%
Nokian Tyres	42000		19.09	801,780	4.9%
Tulikivi	585690		1.34	784,825	4.8%
Stockmann B	27000		27.57	744,390	4.6%
Exel Composites	110000		6.05	665,500	4.1%
Vaisala	20000		22.60	452,000	2.8%
Konecranes	18000		22.17	399,060	2.5%
Ekokem	74		2825	209,050	1.3%
Inhemska aktier				7,216,755	44.4%
Handelsbanken A	50000	210.20	21.64	1,081,932	6.7%
Air Liquide	12000	89.09	89.09	1,069,080	6.6%
Hennes & Mauritz	22000	471.00	48.49	1,066,697	6.6%
Seco Tools	90000	92.75	9.55	859,318	5.3%
Fastenal	23000	48.50	35.97	827,277	5.1%
Harley-Davidson	31000	28.53	21.16	655,911	4.0%
Costco	14000	60.17	44.62	624,726	3.8%
Progressive	43000	19.10	14.16	609,092	3.7%
Automatic Data Processing	18000	44.59	33.07	595,239	3.7%
HHLA	19000	28.57	28.57	542,830	3.3%
State Street	10000	45.78	33.95	339,513	2.1%
Utländska aktier				8,271,615	50.9%
SUMMA aktier				15,488,369	95.3%
Nettokassa				769,063	4.7%
FONDENS VÄRDE				16,257,433	100.0%
Antal andelar (A-korrigerat)				614,761.97	
Värde per A-andel				26.4451	

FONDENS UTVECKLING

År 2010 inleddes där 2009 slutade – med en otrolig kursrusning. Under det första kvartalet steg Phoebus jämförelseindex med hela 12,3% och fonden till och med lite mer, 12,9%. Sådana här avkastningar är givetvis inte normala, utan siffrorna återspeglar bara en snabb återhämtning från en exceptionellt djup kursgröp.

Sedan start har Phoebus stigit med 164,5% och vårt jämförelseindex med 101,8%.

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

Under kvartalet skedde inga större förändringar i vår portfölj. Och det är bra – varje affär kostar ju med säkerhet, men det finns ingen säkerhet för att varje affär skulle ge oss något mervärde.

Jag fortsatte att gradvis köpa aktier i Konecranes och ökade vårt ägande med 40%. Bolagets vikt i vår portfölj är fortfarande endast 2,5% men jag tycker kursen har rusat iväg lite för kraftigt, så jag har ingen brådska att ytterligare höja bolagets vikt just nu.

Som ett nytt bolag för oss köpte jag aktier i det i Riihimäki verkande avfallsbolaget – eller egentligen avfallsenergibolaget – Ekokem. Mer om bolaget nedan.

TÅLAMOD ÄR EN DYGD

De exceptionellt stora kursvägningarna under de senaste åren har gett spekulanterna en möjlighet att genom market timing antingen bli sagolikt rika eller fullständigt schabbla bort sina placeringar. Som exempel sjönk ju Phoebus värde först nästan 50% från början av 2008 till de första dagarna i mars 2009 och har sedan dess stigit med nästan 80% (vilket sammantaget innebär att värdet fortfarande är 7% lägre än i början av 2008).

Långsiktiga ägare i Phoebus vet att jag inte rekommenderar försök till market timing, utan att jag talar för att man skall äga sina aktier kontinuerligt, oberoende av marknadsläget. Men hur har mitt budskap nått fram? Jag beslöt utreda det genom att granska de teckningar och inlösningar som andelsägarna har gjort i Phoebus under åren 2008-2010.

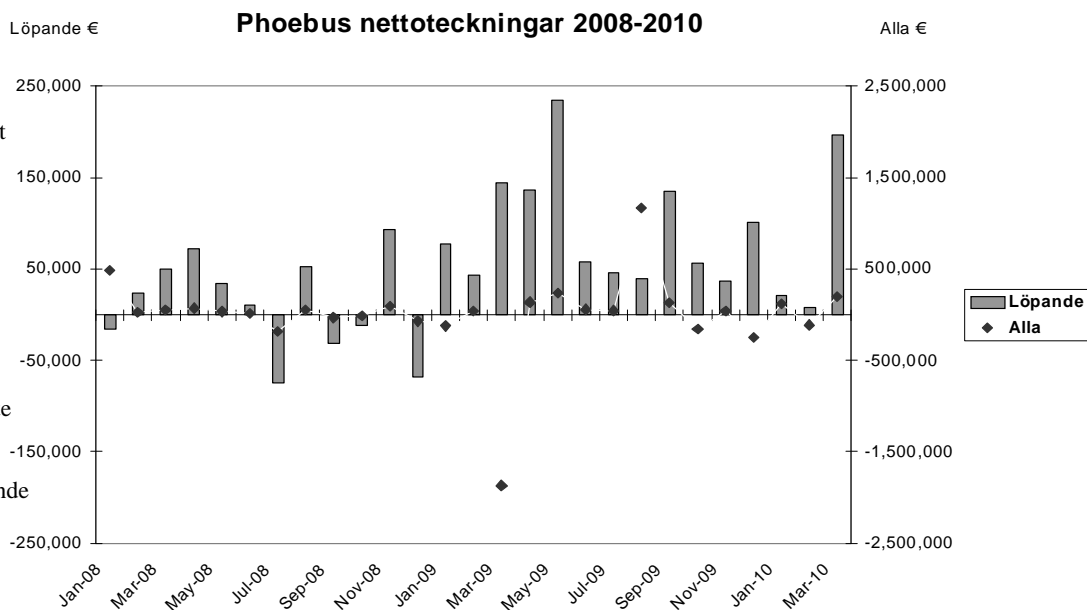
Under hela 27-månadersperioden var teckningarna (4,62me) bara lite större än inlösningarna (4,43me). Nästan hälften av inlösningarna (2,03me) skedde i mars 2009, då fondens värde stod som lägst. På basen av detta har jag alltså inte lyckats kommunicera mitt budskap särskilt bra?

Men låtom oss inte dra förhastade slutsatser. Då vi justerar siffrorna för stora placerars affärer, eller alla de 13 st. teckningar och inlösningar som överstiger 100te, är läget ett helt annat. De "löpande" teckningarna (2,57me) överstiger klart de "löpande" inlösningarna (1,10me) och fondens nettoteckningar har varit positiva fyra månader av fem – också under den värsta kursnedgången!

Vad betyder då detta? Phoebus andelsägare – förutom några större placerare – har månadssparat effektivt, såsom de kontinuerliga nettoteckningarna utvisar. Månadssparande är ett mycket bra sätt att sprida risker, eftersom man inte tar risken att placera alla sina pengar på marknaden vid just fel tidpunkt (dock ej heller vid bästa möjliga tidpunkt).

Värdet på de 1,47me som andelsägarna under de senaste 27 månaderna nettomässigt har placerat i Phoebus har redan stigit med 30% till 1,94me, trots att fondens värde alltså fortfarande är 7% lägre än i början av 2008. Därför att andelsägarna har hållit fast vid sin placeringsplan – också då marknaden var som dystrast.

Det bör noteras att andelsägarnas tålmodighet för med sig också andra fördelar. Då det inte sker stora rörelser i fondkapitalet uppstår inget onödigt behov för mig att göra aktieaffärer. Affärer förorsakar alltid kostnader, både direkt som provisioner och indirekt som "spread" mellan köp- och säljnoteringar. Och i en fond bärs kostnaderna ju av alla andelsägare, också av dem som inte gör affärer. Genom ert tålmod besparar ni mig arbete, men ni sparar också själva onödiga kostnader.



Gratulerar! Härifrån är det bra att fortsätta.

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



Vårt nyaste bolag Ekokem grundades för drygt 30 år sedan som ett problemavfallsbolag, och de flesta uppfattar det fortfarande som ett sådant. Idag utgör dock problemavfall endast en fjärdedel av omsättningen och de verksamheter där bolaget är i monopolställning bara 3%. Totalt behandlar Ekokem cirka 100.000 ton problemavfall per år, vilket är ungefär en sjättedel av den finska marknaden för problemavfall.

Något större verksamheter till omsättningen är miljötekniskt byggande & jordmånsanering samt kundernas avfallstjänster. Den viktigaste orsaken till att jag blev intresserad av bolaget är dess fjärde verksamhetsområde, avfallskraftverket. Ekokem bränner årligen cirka 150.000 ton samhällsavfall till fjärrvärme för städerna Hyvinge och Riihimäki, samt till el. Detta ger en sjättedel av Ekokems omsättning men om jag förstår rätt närmare hälften av resultatet (2008). Avkastningen på det sysselsatta kapitalet är därmed densamma som i den övriga verksamheten, eftersom investeringen i kraftverket (55me) står för cirka hälften av koncernens sysselsatta kapital. Kraftverksamheten är mycket stabil, skräpet brinner oavsett konjunkturen och kontrakten är långa (15 år).

Ekokem planerar att bygga ett kraftverk till, efter vilket bolaget skulle kunna tillgodose hela Hyvinges behov av fjärrvärme och producera relativt sett mer el än idag. Totalinvesteringen, som dock kommer att förverkligas gradvis, torde bli något större än för det första kraftverket, men även resultatet torde bli större då elproduktionen är relativt större. Således kommer Ekokem under de närmaste åren att till 2/3 bli en kraftproducent och bara till 1/3 ett avfallshanteringsbolag (mätt med resultatet om än icke med omsättningen).

Jag besökte anläggningen i Riihimäki på mellandagarna efter jul. Samtidigt fick jag träffa den nya VD:n Timo Piekari. Jag gillade vad jag såg (både anläggningen och chefen), vilket förde mig ett steg närmare mitt placeringsbeslut.

År 2008 var Ekokems resultat 233 euro och dividenden 100 euro per aktie. Beräknat på vårt anskaffningspris (2800e) var alltså P/E-talet 12,0x, det skuldfria P/E-talet med normal skatt 11,9x och direktavkastningen 3,6%. I fjol halverades resultatet men jag tror 2008 ger en bättre bild av verksamhetens "normala" potential, och jag tycker inte aktien är dyr. L&T värderas med dagens kurs (15,60e) på sina siffror för 2009 till P/E 18,3x och skuldfritt P/E med normal skatt 19,4x.

Det är helt klart att Ekokem skall vara billigare än L&T då aktien är illikvid och ägarstrukturen är ett litet frågetecken. Staten och kommunerna äger ju nästan 2/3 av Ekokem så den politiska risken är större än normalt. Pensionsbolaget Ilmarinens ställning som tredje största ägare med 12% ger mig dock en viss tröst, speciellt som Ilmarinen har betalat 44% mer för sina aktier än vi för våra. Och jag tycker värderingsskillnaden är såpass stor att den motiverar en plats för Ekokem vid sidan av L&T i vår portfölj.

Phoebus får i princip placera upp till 10% i onoterade bolag. Jag har tidigare berättat att det är osannolikt att jag skulle köpa onoterade bolag, eftersom fonden varje dag är öppen för inlösningsgar. Jag tyckte dock att Ekokem var en så intressant långsiktig placering, tack vare sin stabila bransch, rimliga värdering och duktiga operativa ledning, att jag bestämde mig för att göra ett undantag. Trots den nästan totala bristen på likviditet är Ekokem inte något problemavfall i vår portfölj!



Då jag för tre år sedan presenterade Fastenal, distributören av fästelement och övriga industrivaror, som ett nytt bolag i vår portfölj frågade jag mig själv om jag eventuellt har en skruv lös då jag (just då) placerar i ett amerikanskt bolag som är beroende av byggkonjunkturen? Idag kan vi notera att Fastenal sedan dess har varit vår klart bästa placering. Aktien har stigit med 38% (i euro) samtidigt som Phoebus har sjunkit med 12%.

Men min fråga var nog berättigad. Problemen i USA:s ekonomi började synas i Fastenals verksamhet på hösten 2008 och intensifierades i fjol. Omsättningen sjönk med 17,5% och trots att ledningen reagerade snabbt sjönk resultatet med 34%. Det här var den andra gången under de senaste 19 åren som Fastenals resultat har sjunkit (första gången var 2001).

Industriella kunder utgör hälften av Fastenals omsättning, icke-bostadsrelaterat byggande knappt en fjärdedel och övriga kunder (partihandel, staten, transportindustrin och privatkunder) tillsammans en dryg fjärdedel. Industrikundernas omsättning sjönk i fjol 19% liksom även byggsektorns.

Vändningen har dock redan skett. Fastenals försäljning ökade 3% i januari-februari 2010 och en noggrannare granskning visar att vändningen på månadsbasis skedde i maj 2009 för industrikunderna och i augusti för bolaget som helhet. Men vid årsjämförelser syns vändningen förstås med en eftersläpning. Kostnadsinbesparingarna fortsätter, så resultatet torde redan vara på klar uppgång.

Under åren 1996-2008 växte Fastenal med 20% per år. Företaget öppnade 15% nya butiker per år och de gamla butikerna växte med 4%. Denna tillväxt inverkar inte på den relativa lönsamheten, utan rörelsemarginalen hölls på 17-18% av omsättningen. Under 2007 lade bolaget upp en ny strategi, enligt vilken öppningstakten för nya butiker minskas till 7-10% samtidigt som de frigjorda resurserna används för att accelerera tillväxten i de gamla butikerna till 7-8%. Den totala tillväxten (16-17%) skulle då bli lägre än tidigare, men samtidigt var planen att höja rörelsemarginalen till 23% på fem år, så resultat tillväxten skulle faktiskt accelerera från 20% till 22% per år. Recessionens effekt på resultatet var så kraftig att dessa siffror nu har skjutits upp med 24-30 månader till år 2015. Men själva målsättningarna har inte förändrats.

Aktien kan verka dyr. Med dagens kurs (USD 48,50) är ju det skuldfria P/E-talet på fjolårets resultat hela 39x. Men om de strategiska målen uppnås tjänar Fastenal cirka 5,50 dollar per aktie år 2015. Om vi konservativt antar att det skuldfria P/E-talet då skulle vara 15x, vilket är mindre än hälften av medeltalet för de senaste 20 åren, så skulle aktien på sex år inklusive dividender avkasta cirka 11% per år. Detta är klart högre än marknadsens genomsnittliga förväntade avkastning för tillfället. Fastenals mål är ganska ambitiösa, men det finns en god säkerhetsmarginal i avkastningen även om de inte fullt skulle uppnås.

Fastenal är ett lysande exempel på att osäkerhet är placerarens bästa vän. Speciellt om osäkerheten är kortvarig och placeringsobjektet är av hög kvalitet och lämpar sig som långsiktig placering. Då jag köpte Fastenal hade aktien redan sjunkit med 27% för att placerarna var nervösa över USA:s byggkonjunktur. Trots att resultatet idag är detsamma som för tre år sedan har aktiekursen i dollar stigit med 40% då placerarna insåg att bolaget klarar konjunktursvackan galant. Jag repeterar det jag sade senast:

Konjunkturer kommer och går. Fantastiska bolag består.