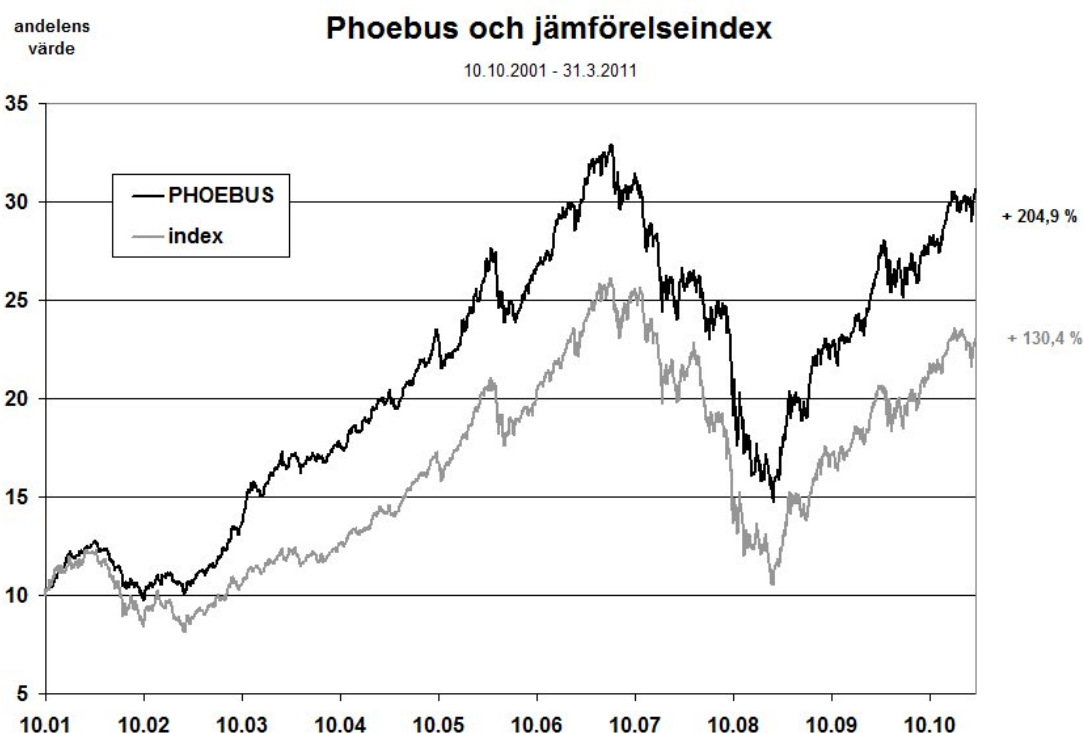


Seligson & Co Phoebus

Kvartalsrapport 1 / 2011



Avkastning och risk	Fonden		Jämförelseindex	
	Avkastning	Volatilitet	Avkastning	Volatilitet
31.3.2011			75% OMX Helsinki Cap GI, 25% MSCI AC World NDR	
3 mån.	1,91 %	12,50 %	0,54 %	12,04 %
1 år	15,30 %	14,39 %	14,17 %	15,41 %
3 år	17,68 %	20,45 %	10,09 %	21,70 %
5 år	16,59 %	18,32 %	12,60 %	19,53 %
Från startdatum	204,90 %	15,07 %	130,44 %	16,91 %
Från startdatum per annum	12,48 %		9,21 %	

Kostnader, nyckeltal	1.4.2010-31.3.2011
Avgifter sammanlagt (TER) %	0,79 %
Avkastningsbunden provision	0,03 %
Transaktionskostnader %	0,02 %
Totalkostnadsandel (TKA) %	0,81 %
Portföljens omsättningshastighet	-9,18 %
Tracking error	7,78 %
Förmedlingsarvoden betalda till företag inom samma koncern	0,00 %
Storlek	19 141 904 €
Närkretsens ägarandel (31.3.2011)	14,58 %

”Att köpa aktier i populära bolag känns tryggt, för man får vara av samma åsikt som majoriteten. Men det är farligt. Att köpa aktier i opopulära bolag är mycket ensamt och känns farligt – till och med dumt – men är det säkraste sättet att tjäna pengar. Alltså om man har rätt. Många är också de turnaround-bolag som aldrig har vänt till det bättre.”

VÄRDEPAPPERSPLACERINGAR 31.3.2011

	Antal aktier	Aktiekurs valuta	euro	Marknads- värde EUR	Andel av fonden
Vacon	40000		44,00	1 760 000	9,2%
Nokian Tyres	42000		30,53	1 282 260	6,7%
Exel Composites	110000		9,20	1 012 000	5,3%
Lassila & Tikanoja	65000		12,80	832 000	4,3%
Tieto	55000		12,92	710 600	3,7%
Tulikivi	585690		1,17	685 257	3,6%
Konecranes	18000		32,65	587 700	3,1%
Stockmann B	27000		21,43	578 610	3,0%
Vaisala	20000		23,35	467 000	2,4%
Ekokem A+B	12000		37,00	444 000	2,3%
Inhemska aktier				8 359 427	43,7%
Air Liquide	12844	94,05	94,05	1 207 978	6,3%
Handelsbanken A	50000	205,60	23,02	1 150 918	6,0%
Seco Tools	90000	112,00	12,54	1 128 527	5,9%
Fastenal	23000	64,49	45,35	1 043 161	5,4%
Hennes & Mauritz	44000	209,20	23,42	1 030 542	5,4%
Harley-Davidson	31000	42,31	29,76	922 435	4,8%
Costco	14000	72,81	51,21	716 886	3,7%
Automatic Data Processing	18000	51,15	35,97	647 514	3,4%
Progressive	43000	21,15	14,87	639 602	3,3%
HHLA	19000	32,84	32,84	623 865	3,3%
Strayer Education	4000	130,30	91,64	366 552	1,9%
Utländska aktier				9 477 979	49,5%
SUMMA aktier				17 837 406	93,2%
Nettokassa				1 304 498	6,8%
FONDENS VÄRDE				19 141 904	100,0%
Antal andelar (A-korrigerat)				627 806,40	
Värde per A-andel				30,4901	

FONDENS UTVECKLING

Trots katastrofen i Japan och kriget i Libyen var det första kvartalet ganska positivt på världens aktiemarknader. Dollarns försvagning ledde visserligen till att världsindex sjönk med 1,4% mätt i euro men Finlands index steg med 1,2% och Phoebus jämförelseindex steg därmed med 0,5%. Trots att Phoebus placerat betydligt mer än sitt index utomlands klarade sig fonden lite bättre än index och steg med 1,9%.

Sedan start har fonden stigit med 204,9% och vårt jämförelseindex med 130,4%.

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 sålde under kvartalet alla våra aktier i State Street, liksom jag redan lite indikerade i vår kvartalsrapport 3/2010. Då tyckte jag ännu att aktien var billig, men efter att den hade stigit med 28% beslöt jag att sälja aktierna.

Placeringen var usel. Jag köpte våra första aktier i State Street då Phoebus var två veckor gammal i oktober 2001 för 45,35 dollar styck. Jag sålde våra aktier för 47,35 dollar. På drygt nio år har dollarn försvagats med en tredjedel, så vår ursprungliga placering avkastade utan dividender i euro -29%.

I januari 2008 stod aktien i 82 dollar och hade avkastat över +80%. Men vi förlorade "permanent" en tredjedel av vår placering då banken under finanskrisen blev tvungen att emittera 50% till aktier för att täcka sina förluster. Värdet på bankens verksamhet ökade ju inte vid emissionen, utan pengarna behövdes bara för att lappa det hål som spekulationer slagit i balansräkningen. Därför är aktien inte billig trots att den inte på nio år har avkastat mer än dividenderna.

Istället köpte jag Strayer Education, som hör till USA:s ledande privata vuxenutbildare. Mer om bolaget nedan.

FRAMFÖR SPEGELN

Man kan i princip tjäna pengar på aktier bara på två sätt, genom dividender eller kursvinster. Aktiekursen kan stiga bara av två orsaker: värderingen stiger eller bolagets resultat ökar.

För en långsiktig placerare är tillväxt (vid sidan av dividender) den säkraste vägen till framgång. Värderingen kan nämligen inte stiga hur mycket som helst. P/E-talet beräknat på bolagets normaliserade resultat kanske kan 3-4-faldigas, men knappast mer, oberoende av hur lång placeringshorisonten är. Däremot finns det (nästan) inga gränser för hur mycket ett bolag kan växa, om bara tidshorisonten är tillräcklig.

Därför är det allt skäl för portföljförvaltaren att ställa sig framför spegeln då han säljer en långvarig placering med förlust, såsom jag i januari gjorde med State Street. Tanken är ju att köpa billigt och sälja dyrt, inte tvärtom.

Det skulle kunna vara fråga om självbedrägeri. Då en misslyckad placering finns kvar i portföljen påminner den varje dag förvaltaren om hans misstag. Då kan det kännas lättare att bara städa bort den. Ett annat problem är om portföljförvaltaren säljer de aktier som inte är populära på marknaden, så att fondens ägare inte skall tycka att han är en klantskalle (eller annars bara ställa svåra frågor).

Och självklart är det så att om förvaltaren bara håller sina aktier så länge det går bra för bolaget och säljer dem då bolaget har problem och kursen har sjunkit, så kan inte slutresultatet bli särskilt bra.

Jag analyserade därför alla de försäljningar jag har gjort under Phoebus existens. Tillsammans har jag på knappt 10 år sålt aktier i 27 bolag. Av dessa köptes sex ut från börsen och fyra fick vi genom avknoppningar, så dem valde jag aldrig att köpa. Resterande 17 bolag har jag själv köpt och själv beslutat att sälja.

Av dessa har 10 efter försäljningen stigit och 7 har sjunkit. I medeltal har de efter mina försäljningar stigit med 20%. Det säger ännu ingenting, eftersom Phoebus också har stigit efter dessa försäljningar. Det relevanta är att de aktier jag sålt har avkastat 50% sämre än Phoebus (och 42% sämre än vårt jämförelseindex) efter att jag sålde dem.

Med förlust eller med bara liten vinst har jag sålt 12 bolag, för att jag har varit besviken på bolagens utveckling. De har efter försäljningarna stigit med 3% och gått hela 76% sämre än Phoebus. Med stor vinst har jag sålt 5 bolag, för att jag tyckt att kursen stigit för mycket. Dessa bolag har sedermera stigit med 60% och gått 13% bättre än Phoebus.

Det har alltså varit bra för fonden att jag har sålt våra misslyckade placeringar. Däremot har jag gjort klara misstag då jag har sålt våra bra bolag för att jag tyckt att de varit för dyra (en del av dem har jag sålt av andra än värderingsskäl, men förklaringar finns ju alltid).

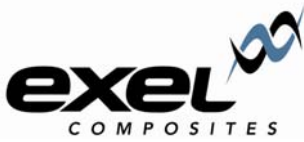
Totalt har jag sålt aktier för 18,5 miljoner euro med en vinst på 3,5me. Om vi eliminerar de uppköpta bolagen och mina arbitrageaffärer har jag sålt aktier för 11,9me med en vinst på 3,0me (34%). Dessutom innehåller vår portfölj realiserade vinster på 5,9me.

Siffrorna är inte viktiga, men de visar att förvaltaren i spegeln inte systematiskt gör endast dåliga affärer. Detta är kanske självklart då man granskar fondens värdeutveckling, men en noggrann självvransakan – eller "utveckling av förvaltningsprocessen", som man oftare kallar det i branschen, därför att det låter finare – är nog behövlig nu och då.

Speciellt då man har gjort ett klart misstag, som jag gjorde med State Street. Jag är inte rädd för misstag, för de kan inte undvikas i den här branschen. Men det lönar sig att kolla att man inte åtminstone omedvetet gör systematiska misstag. Och jag tror inte att jag har idkat någon "psykologisk städning" av portföljen, utan det har helt klart varit en god affär för oss att jag har sålt Phoebus dåliga placeringar.



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



Vår lilla kompositprofil tillverkare Exel Composites är ett bra exempel på hur de bästa placeringarna görs då placeringarna är mest pessimistiska och tvärtom.

I vår rapport 3/2008 berättade jag att bolaget på tre år hade förlorat 41% av sitt värde. Och jag gav (exceptionellt) en prognos: "Jag tror att Exel under de nästa 3 åren avkastar bättre än de senaste 3 åren." Och jag lovade följa upp prognosen efter cirka tre år.

Så framför spegeln igen: uppföljningens tid är här. Från september 2008 till mars 2011 avkastade Exel inklusive dividender 41,5%. Phoebus avkastade samtidigt 38,5%. Min prognos träffade alltså denna gång rätt, vilket inte var så svårt. Jag hade ju medvetet satt kompositribban lågt och bara spått att avkastningen skulle vara bättre än -41%. Hur som helst avkastade Exel alltså bättre än resten av Phoebus under perioden.

Orsaken var inte att bolaget skulle ha utvecklats mycket bättre än förväntat. Långt därifrån – i fjol var Exels industridivisions omsättning ännu 27% lägre än 2007. Rörelsemarginalen justerad för engångsposter – i fjol 11,0% - låg även den klart under den historiska normen kring 15%, framförallt just på grund av de låga volymerna. Balansen har dock förstärkts ordentligt. År 2007 hade Exel en nettoskuld på 28me, i slutet av förra året hade bolaget en nettokassa på en miljon. Och det har inte bett sina ägare om pengar däremellan.

Främst har kursökningen alltså berott bara på att placerarnas humör har förbättrats. Åren 2006-2008 var dystra, då sportdivisionen totalt förlorade nästan 30me. Men sportdivisionen hade lagts ned redan på sommaren 2008 – alltså innan jag senast skrev om Exel – så det var ingen överraskning att dess förluster försvann. Den enda större överraskningen efter september 2008 var hur djup den då annalkande recessionen blev. Och ändå steg aktien.

Detta berättar mycket om hur aktiemarknaden fungerar. Att köpa aktier i populära bolag känns tryggt, för man får vara av samma åsikt som majoriteten. Men det är farligt. Att köpa aktier i opopulära bolag är mycket ensamt och känns farligt – till och med dumt – men är det säkraste sättet att tjäna pengar. Alltså om man har rätt. Många är också de turnaround-bolag som aldrig har vänt till det bättre.

Då konjunkturen blir lite bättre borde Exel enligt min åsikt fortfarande ha alla chanser att nå de mål jag ställde för tre år sedan: en rörelsemarginal kring 15%, som på cirka 85me i omsättning skulle ge 75-80 cent i vinst per aktie (i fjol var vinsten per aktie korrigerad för engångsposter 48 cent). Ställt mot denna potential tycker jag inte dagens kurs (9,20e) är speciellt hög. Bolaget är ju skuldfritt, ledande på sin marknad och har en mycket god avkastning på det bundna kapitalet.

Med ovanstående historia vill jag för övrigt inte alls förringa det goda jobb som Exels ledning har gjort under de svåra tiderna. Tvärtom uppskattar jag högt VD Vesa Korpimies. Han kom till Exel redan för 24 år sedan och har varit en av huvudarkitekterna bakom bolagets goda lönsamhet och starka marknadsposition. Jag litar på att han igen kan leda sina trupper till 15% eller till och med högre rörelsemarginaler då tiderna blir lite bättre.

STRAYER EDUCATION INC. Vårt nyaste bolag Strayer Education hör till USA:s ledande vuxenutbildare. Det kallar sig själv ett universitet, men är inte ett traditionellt forskande sådant. Det är heller inte en yrkesskola, utan 81% av eleverna strävar efter kandidat- eller magistersexamen. Enligt finsk terminologi borde man kanske tala om ett "lägre nivåns, öppet universitet för vuxna". Strayer är inte branschens största eller lönsammaste bolag, men jag tror det kan vara det bästa.

Speciellt gillar jag att Robert Silberman, som har varit VD i tio år, konsekvent har betonat att ett universitet måste satsa främst på sin utbildning och att aktieägarnas förmögenhet kommer i andra hand. Därför har Strayer inte vuxit genom företagsköp, utan genom att öppna nya skolor. Ledningen för varje ny skola har rekryterats internt, för att säkerställa att företagets kultur förblir intakt.

Strategin har fungerat. På tio år har Strayers antal skolor sexfaldigats till 84 och dess antal elever femfaldigats till 56.000. Omsättningen har ökat med 23% per år, rörelseresultatet med 21% per år och vinsten per aktie med 21% per år. Rörelsemarginalen har i medeltal varit 34% liksom den var i fjol. Som sämst var den 30% (år 2006). Och resultatet har klirrat till i kassan: av 585 miljoner dollar i resultat på 10 år var 516m fritt kassaflöde. Bolaget är skuldfritt.

Så här bra bolag är sällan billiga. Jag har i åratal sneglat på Strayer, men ett P/E-tal kring 40x har varit för högt för mig. Under det senaste året har aktiekursen dock halverats, så värderingen är nu rimligare. På fjolårets resultat ger dagens kurs (130 dollar) ett skuldfritt P/E-tal på 13x.

Det finns givetvis en orsak till kursnedgången. President Obamas regim har kraftigt kritiserat de börslistade skolorna för överaggressiv marknadsföring, alltför höga terminsavgifter och för att andelen elever som blir färdiga är för låg. Staten står för tre fjärdedelar av skolornas finansiering (via studielån som staten beviljar till eleverna), så även om skolorna är privata är det självklart att staten har mycket att säga till om.

Strayer har fått sin del av kritiken, trots att bolaget till skillnad från sina konkurrenter inte har blivit ertappat för överaggressiv marknadsföring. Siffrorna tyder faktiskt på att Strayer är en modellelev i det nuvarande regleringssystemet. Konkursgraden bland dess studerande är hälften av konkurrenternas och faktiskt något lägre än medeltalet för alla universitet i USA (offentliga och privata).

Men den politiska osäkerheten om hur regleringen kommer att förändras är mycket stor, och den tynger aktiekurserna. Dessutom inverkar den på efterfrågan. Antalet nya elever har i de flesta skolorna sjunkit kraftigt (hos marknadsledaren Apollo -45% och hos Strayer -20%) och bolagens resultat kommer därför att sjunka 2011. Jag skulle inte bli förvånad om de sjönk ytterligare 2012.

Men jag skulle bli mycket förvånad om inte regleringen av branschen stabiliseras inom 2-3 år. Strayers goda lönsamhet, skuldfrihet och det faktum att verksamheten är lätt att prognosticera en studietermi framåt är goda motvikt till den politiska osäkerheten. Om Strayer faktiskt bryr sig om sina elever så mycket som Silberman säger borde bolaget inte ha några större problem att anpassa sig till ny reglering. Jag tror därför att aktien kan vara en god långsiktig placering, även om den säkert kommer att svänga kraftigt tills branschens nya spelregler är klara. Som långsiktiga placerare har vi tålamod att vänta.