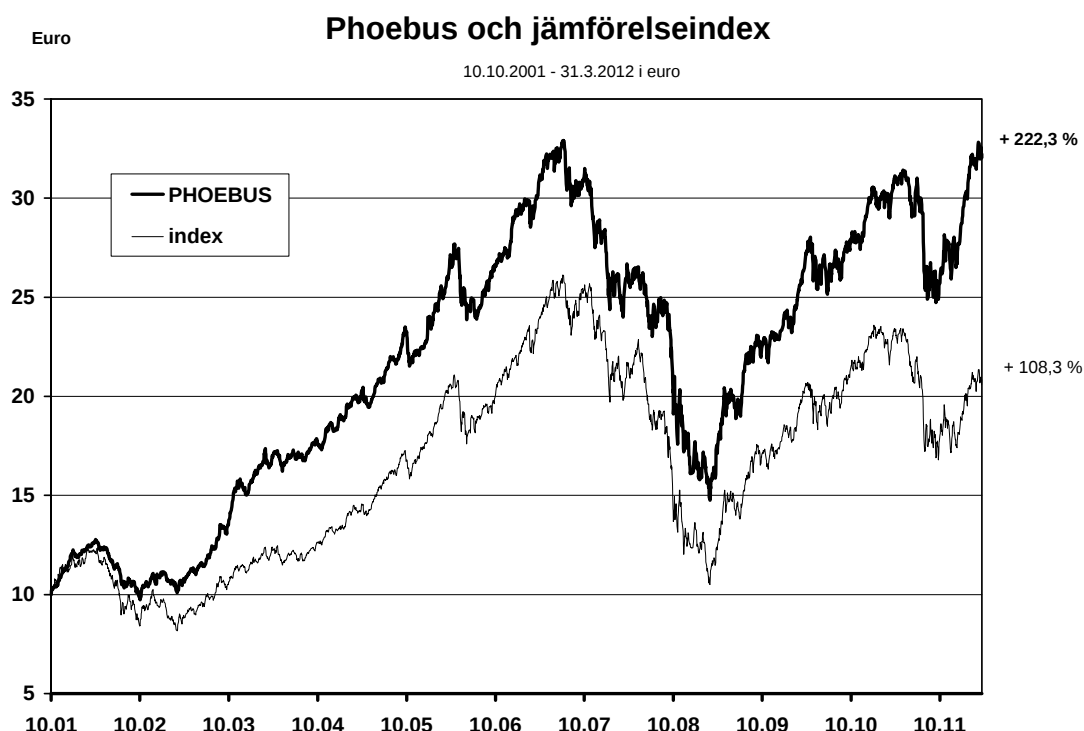


Seligson & Co Phoebus

Kvartalsrapport 1 / 2012



Avkastning och risk	Fonden		Jämförelseindex	
31.3.2012			75% OMX Helsinki Cap GI, 25% MSCI AC World NDR	
	Avkastning	Volatilitet	Avkastning	Volatilitet
3 mån.	15,87 %	10,13 %	13,48 %	15,73 %
1 år	5,70 %	18,13 %	-9,59 %	22,06 %
3 år	103,09 %	16,52 %	80,97 %	18,78 %
5 år	7,06 %	19,28 %	-11,10 %	21,01 %
10 år	155,88 %	15,62 %	70,69 %	17,54 %
Från startdatum	222,28 %	15,39 %	108,34 %	17,47 %
Från startdatum per annum	11,81 %		7,26 %	

Kostnader, nyckeltal	1.4.2011 - 31.3.2012
Avgifter sammanlagt (TER) %	1,09 %
Avkastningsbunden provision	0,33 %
Transaktionskostnader %	0,02 %
Totalkostnadsandel (TKA) %	1,11 %
Portföljens omsättningshastighet	-7,03 %
Tracking error	9,26 %
Förmedlingsarvoden betalda till företag inom samma koncern	0,00 %
Storlek	22 345 724 €
Närkretsens ägarandel (31.3.2012)	13,23 %

"Som aktieplacering ser vi varje dag en kursnotering på våra innehav, i motsats till de flesta företagare. Men ingen tvingar oss att bry oss om dem. Vi kan helt lugnt fortsätta att som bråkdelsföretagare bara äga våra fina bolag och ignorera slumpmässiga kurssvängningar."

VÄRDEPAPPERSPLACERINGAR 30.3.2012

	Antal aktier	Aktiekurs valuta	euro	Marknads- värde EUR	Andel av fonden
Nokian Tyres	42000		36.70	1,541,400	6.9%
Vacon	36000		40.17	1,446,120	6.5%
Exel Composites	110000		8.25	907,500	4.1%
Lassila & Tikanoja	84000		11.05	928,200	4.2%
Fortum	48000		18.04	865,920	3.9%
Tieto	55000		14.28	785,400	3.5%
Stockmann B	43000		16.56	712,080	3.2%
Konecranes	32000		19.70	630,400	2.8%
Tikkurila	42000		14.34	602,280	2.7%
Oriola-KD B	303000		1.85	560,550	2.5%
Ekokem A+B	12000		43.00	516,000	2.3%
Tulikivi	585690		0.69	404,126	1.8%
Vaisala	20000		16.20	324,000	1.4%
Inhemskas aktier				10,223,976	45.8%
Handelsbanken A	51500	209.60	23.69	1,220,203	5.5%
Air Liquide	12844	100.25	100.25	1,287,611	5.8%
Hennes & Mauritz	45500	236.40	26.72	1,215,884	5.4%
Harley-Davidson	31000	48.47	36.31	1,125,689	5.0%
Fastenal	26000	54.25	40.64	1,056,713	4.7%
Costco	14000	89.84	67.31	942,283	4.2%
Sandvik	82600	95.30	10.77	889,829	4.0%
Automatic Data Processing	18000	55.03	41.23	742,089	3.3%
Progressive	43000	23.03	17.25	741,901	3.3%
HHLA	19000	25.47	25.47	483,930	2.2%
Strayer Education	6000	95.01	71.18	427,075	1.9%
Utländska aktier				10,133,207	45.3%
SUMMA aktier				20,357,183	91.1%
Nettokassa				1,988,540	8.9%
FONDENS VÄRDE				22,345,724	100.0%
Antal andelar (A-korrigerat)				693,367.95	
Värde per A-andel				32.2278	

FONDENS UTVECKLING

Trots Greklands konkurs blev det första kvartalet på aktiemarknaden exceptionellt positivt. Phoebus jämförelseindex steg med hela 13,5% och Phoebus klarade sig ännu bättre. Fondens värde steg med 15,9%.

Det här var en överraskning för mig, dels för att vi är underviktade på den finska marknaden, som steg mer än resten av världen och dels för att vår kassa är för stor. Dessutom brukar våra stabila bolag normalt inte klara sig så bra på en kraftigt stigande marknad, utan deras relativa fördel brukar synas främst då marknaden är svag. Nå, väl så – men kom ihåg att kvartalet även i detta avseende var exceptionellt.

Sedan start har fonden stigit med 222,3% och jämförelseindexet med 108,3%.

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 oddsden emot oss, närmast beroende på fondens förvaltningsavgift.

KÖP OCH FÖRSÄLJNINGAR

Såsom jag planerade i vår förra rapport sålde jag under kvartalet en knapp tredjedel av vårt innehav i Sandvik. Bolagets ledning har på senaste tid fått mycket negativ publicitet i svensk media – ovanligt nog även av bolagets tidigare VD P-O Eriksson, som jag uppskattar högt¹. Orsakerna är i huvudsak desamma som jag själv nämnde för tre månader sedan, och min syn på bolaget har inte förändrats sedan dess. Sandvik är ett fint bolag, och platsar definitivt i vår portfölj, men endast med den nuvarande 4% vikten.

Jag minskade ytterligare vårt innehav i Fastenal med en dryg fjärdedel och har nu sålt totalt 44% av vår placering. Även vår position i Vacon minskade jag med en tiondedel. Båda företagen är lysande och vi kommer att äga dem även framöver. Mina försäljningar var bara en reaktion på att båda bolagens risker hade ökat betydligt i relation till den förväntade avkastningen, närmast på grund av aktiernas mycket goda kursutveckling.

Jag köpte ett nytt bolag, Fortum, om vilket jag skriver mer nedan. Dessutom köpte jag fler aktier i fem av våra gamla bolag. I storleksordning var dessa: L&T, Oriola-KD, Tikkurila, Stockmann och Strayer Education. Mina nettoköp var 475.000 euro, men då fonden fick nya pengar för nästan en miljon ökade vår kassa ytterligare, och står nu för 8,9% av fondens värde. Det är för mycket, så jag kommer att fortsätta att köpa aktier.

Mina affärer ökade våra finska aktiers vikt i portföljen med sju procentenheter, och vi har nu lite mer finska än utländska aktier. Fortfarande är vår geografiska fördelning dock inte ens närapå densamma som jämförelseindexets 75/25 fördelning.

ÄNNU 17 HÅL KVAR?

Trots att jag under kvartalet har ändrat portföljen mer än vanligt är Phoebus struktur nog fortfarande mycket stabil. Fondens omsättningshastighet är negativ, vilket betyder att jag har handlat mindre

med våra aktier än ägarna har handlat med sina fondandelar.

De flesta placerare funderar mycket på sina aktiers priser, och många brukar fråga av mig, till exempel i Phoebus blogg, om man nu skall köpa aktier eller om man borde sälja allt man har, skall man nu köpa aktie A eller borde man sälja aktie B? Det är helt naturligt, för detsamma frågar ju sig affärstidningarna varje dag. Men jag bryr mig inte just om sådana frågor. En aktie är en del av ett bolag, inte en lotterikupong.

Det amerikanska försäkringsbolaget Berkshire Hathaways huvudägare Warren Buffett, som jag uppskattar högt, har ibland fört fram ett intressant tanke-experiment: Antag, att du under resten av ditt liv fick göra bara 20 placeringar. Du får ett hålkort (jovisst – det var på 1980-talet!) med plats för 20 hål. För varje affär du gör stämplas ett hål i kortet. Då det är fullt får du aldrig mer göra några aktieaffärer. Hur skulle det förändra ditt beteende som placerare?

Jag tycker tankeleken är mycket lärorik. Självklart skulle vi analysera varje placering mycket noggrant. Ännu viktigare är att vi skulle försöka hitta aktier som vi tror på i ett mycket långt perspektiv. Bolagens kvalitet skulle vara mycket viktigare än aktiekursen.

En sådan värld låter antagligen ganska bekant för de flesta företagare. Då man köper hela företag, för att förstärka sitt eget bolag eller vidga dess verksamhet till nya områden är det köpta bolagets kvalitet helt avgörande. Visst måste priset vara rätt, men det är ett sekundärt kriterium. En företagare köper ju inte bolag för att snart sälja dem vidare, så han har ingen nytta av ett dåligt bolag som han har fått köpa billigt.

En aktie är en del av ett företag och jag ser ingen orsak till att man skulle ha en annan inställning till att köpa ett helt bolag än till att köpa en bråkdel. Jag tycker faktiskt att en aktieplacerare är en bråkdelsföretagare.

Visst finns det skillnader också. Små placerare deltar inte i sina bolags ledning eller utveckling, så ledningen och strategin måste vara i skick då man köper aktien. Å andra sidan kan en företagare sällan, om någonsin, köpa så fina bolag som vi får köpa på börsen. Om jag hade miljarder skulle jag inte kunna skapa en ny Handelsbanken eller ett nytt Air Liquide.

Som aktieplacerare ser vi varje dag en kursnotering på våra innehav, i motsats till de flesta företagare. *Men ingen tvingar oss att bry oss om dem.* Vi kan helt lugnt fortsätta att som bråkdelsföretagare bara äga våra fina bolag och ignorera slumpmässiga kurssvängningar.

Detta sätt att tänka återspeglar sig i Phoebus verksamhet och fondens omsättningshastighet kommer därför att förbli låg. Ibland kanske jag av riskhanteringsskäl minskar vårt innehav i de aktier som har stigit mest, men försäljningarna av Fastenal, Sandvik och Vacon var undantag från huvudregeln att jag helst inte handlar alls. Det bästa med det är att inga onödiga handelsprovisioner då tär på vår avkastning.

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

¹ <http://arbetarbladet.se/nyheter/sandviken/1.4395443--jag-ar-kritisk-till-att-man-tog-en-vd-utifran->



Som ett av Finlands och Sveriges ledande el- och värmebolag behöver vårt nyaste bolag Fortum säkert ingen större presentation. Men vad gör aktien i Phoebus portfölj? Bolaget är ju statsägt, byråkratiskt och i stor grad beroende av externa faktorer som det inte själv kan påverka, samt en bulkproducent med ganska mycket skulder?

För det första är Fortums marknadsposition i Finland och Sverige mycket stark. Eldistribution är ett reglerat lokalt monopol. Dess lönsamhet kan därför aldrig vara enorm, men är istället mycket stabil. Fjärrvärmeverksamheten är ganska liknande, om än ej reglerad.

Fortums viktigaste verksamhet är dock elproduktionen. Av Fortums produktion i Sverige och Finland är 83% billig vatten- och kärnkraft. Vattenkraften i dessa länder är redan fördelad och anläggningarnas livslängd är uppemot 100 år. Kärnkraftverk får inte heller vem som helst bygga. Fortum kommer därför även i fortsättningen att höra till Nordens största elproducenter och förbli lönsamt.

Som motvikt till stabiliteten är tillväxten blygsam. Bolaget uppskattar att efterfrågan på el i Norden växer med cirka 0,5% per år. För att kunna växa har Fortum styrt österut till Ryssland, där ett investeringsprogram på fyra miljarder euro blir klart 2014. Största delen av investeringarna börjar vara gjorda, men intäkterna låter ännu vänta på sig. I fjol gjorde bolaget 74me resultat i Ryssland, år 2015 borde resultatet vara närmare 500me.

Tillväxten i Ryssland har betydelse för hela Fortum-koncernen, som de senaste fyra åren har gjort ungefär 1,8 miljarder per år i normaliserat rörelseresultat. Partipriset på el har sjunkit och kommer de närmaste åren att belasta resultatet i Norden, men Ryssland torde ungefär kunna kompensera detta. Således verkar Fortums utsikter ganska stabila, som jag ser det.

Liksom resultatet har dividenden de senaste fyra åren varit stabil, en euro per aktie. Jag ser inte varför Fortum inte skulle ha råd med det också de närmaste åren. Vissa år, som 2012, kan stora investeringar belasta kassaflödet mer än vanligt, men bolagets 7 miljarders nettoskuld kan lugnt öka lite utan att skapa några problem.

På längre sikt är dock en växande utdelning nästan en förutsättning för en lyckad aktieplacering. Självt ser jag Fortum som en sorts realobligation, som är förknippad med en option att eventuellt bli en aktieplacering i framtiden. "Obligationen" avkastar knappt 6% beräknat så att vi från dagens kurs (18,04e) drar bort kupongen som snart lossnar (1,00e) och sedan relaterar kommande kuponger (1,00e) till kapitalet (17,04e). Då jag köpte våra första aktier var avkastningen beräknad på samma sätt 6,75%.

Fortums egentliga obligationer avkastar idag knappt hälften av detta. Deras konkursskydd är visserligen bättre, men deras kuponger stiger inte om inflationen stiger. Däremot antar jag att elpriset ungefär minst följer inflationen, så

även utdelningen kunde stiga ifall inflationen accelererade kraftigt. Därför talar jag om en realobligation.

Med option att bli en aktieplacering menar jag att jag köpte våra aktier för dividenden. Jag tror inte nödvändigtvis att Fortums tillväxtpotential eller ledningens kvalitet räcker för att Fortum skulle bli en långsiktig placering (> 5-10 år) för oss. Men i bästa fall kan det bli så, och vad vore bättre än det!



Då jag senast presenterade vår tyska containeroperatör Hamburger Hafen und Logistik (HHLA) för drygt tre år sedan i rapporten 4/2008 berättade jag att den svaga världsekonomin i samband med containerhamnarnas kraftiga expansion är en stor risk. En hamn har mest fasta kostnader, så lägre volymer slår direkt på resultatet. Överkapacitet som en följd av lägre volymer kan i sin tur förorsaka priskrig mellan olika hamnar.

Risken materialiserades. Normalt växer världshandeln snabbare än världsekonomin, men 2009 sjönk den interkontinentala containertrafiken med -13%. Nordsjöns fyra stora containerhamnar (Rotterdam, Hamburg, Antwerpen, Bremen) volymer sjönk med -18%. Hamburgs volym sjönk med -28% och HHLA:s volym med -33%. Att HHLA ändå lyckades göra 15,3% av omsättningen i rörelseresultat 2009 säger en hel del om bolagets kvalitet.

Huvudorsaken till att Hamburg förlorade så mycket mer än övriga hamnar är kundstrukturen. Hamburg betjänar transitotrafik med tåg dels till Tjeckien/Slovakien/Ungern, dels till Polen/Ukraina och feeder-trafik med fartyg till Baltikum och Petersburg. De här "utvecklingsmarknaderna" utvecklade sig under krisen mycket sämre än de övriga Nordsjöhamnarnas främst västeuropeiska kunder.

Läget är nu bättre. Volymerna i Nordsjöns hamnar var i fjol på samma nivå som 2008, vilket också gäller HHLA (men inte hela Hamburgs hamn). Priserosionen som jag fruktade har tyvärr också materialiserats – omsättningen per hanterad container har sjunkit med 12% sedan 2009 – så lönsamheten är inte ännu vad den borde vara. HHLA:s resultat per aktie, som år 2008 var 2,21 euro, var i fjol endast 1,20 euro. En klar förbättring dock från endast 0,67 euro under krisen 2009.

Det är alltså inte så konstigt att HHLA sedan jag senast presenterade bolaget har varit en av våra sämsta placeringar. Kursen har visserligen stigit med 8% och aktien har inklusive dividender avkastat 16%, men Phoebus har under samma period avkastat 96%.

Trots det är jag nöjd med HHLA, och inte bara för att det är vår fjärde minsta placering. Jag är positivt överraskad över hur bra bolaget klarade krisen, speciellt då vi minns: 1) hur mycket volymen sjönk, 2) hamnarnas kostnadsstruktur, 3) Tysklands uppsägningsskydd och 4) det att HHLA är majoritetsägt av staden Hamburg.

Den största risken, som är den politiska risken, förverkligades alltså inte. Ej heller i samband med den planerade muddringen av floden Elbe, som EU:s miljömyndigheter äntligen visade grönt ljus åt i december, efter flera års osäkerhet. Projektet är livsviktigt för Hamburgs konkurrenskraft, då containerfartygen hela tiden blir allt större.

Världsekonomin kommer att växa i framtiden och världshandeln samt containertrafiken kommer att växa snabbare än ekonomin. Stora hamnar byggs inte mer i Europa. Därför ser jag en positiv framtid för Europas näst största containerhamn Hamburg och dess klart största operatör HHLA. Aktien verkar inte helt billig i relation till fjolårets resultat, men HHLA:s hävstång fungerar åt båda hållen. Då ekonomin igen börjar växa kraftigare borde det således finnas rejält med potential att förbättra resultatet ytterligare.