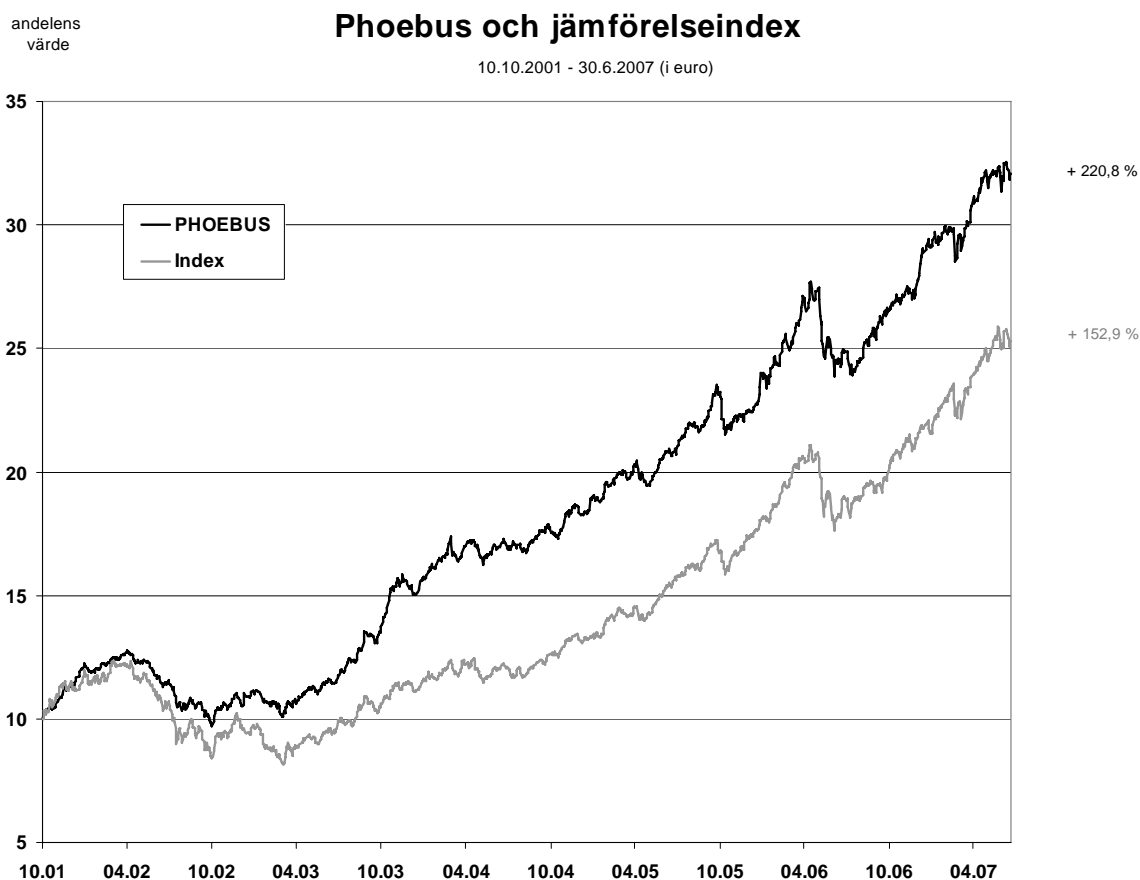


Seligson & Co Phoebus

Kvartalsrapport 2 / 2007



Avkastning och risk	Fonden		Jämförelseindex	
	Avkastning	Volatilitet	Avkastning	Volatilitet
30.06.2007			75% OMX Helsinki Cap GI 25% MSCI AC World NDR	
3 mån.	6,6 %	10,9 %	7,9 %	10,4 %
Från årets början	10,0 %	10,8 %	15,2 %	11,6 %
1 år	29,1 %	10,0 %	33,9 %	10,7 %
3 år	86,2 %	10,3 %	106,5 %	10,6 %
Från startdatum	220,8 %	10,6 %	152,9 %	15,0 %
Från startdatum per annum	22,6 %		17,6 %	

Kostnader, nyckeltal	1.7.2006.- 30.6.2007
Avgifter sammanlagt (TER) %	0,77 %
Avkastningsbunden provision (från årets början)	0,00 %
Transaktionskostnader %	0,08 %
Totalkostnadsandel (TKA) %	0,85 %
Portföljens omsättningshastighet	44,49 %
Tracking error	8,03 %
Förmedlingsarvoden betalda till företag inom samma koncern	0 %
Storlek	24 314 493 €
Närkretsens ägarandel (30.6.2007)	16,88 %

"Till min glädje kan jag konstatera att inte ett enda av våra portföljbolag byttes ut under kvartalet. Handel kostar alltid, så det är skäl att undvika onödiga affärer."

VÄRDEPAPPERSPLACERINGAR 30.6.2007

	Antal aktier	Aktiekurs valuta	euro	Marknads- värde EUR	Andel av fonden
Lassila & Tikanoja	95000		25.00	2,375,000	9.8%
Exel	135000		16.15	2,180,250	9.0%
Vacon	61500		31.21	1,919,415	7.9%
Tulikivi	500000		2.92	1,460,000	6.0%
Stockmann A&B	38000		31.51	1,197,400	4.9%
Tietoenator	47000		23.95	1,125,650	4.6%
Vaisala	27000		39.71	1,072,170	4.4%
Nokian Renkaat	40000		25.92	1,036,800	4.3%
Tamfelt pref	79052		11.55	913,051	3.8%
Inhemska aktier				13,279,736	54.6%
Air Liquide (6.000 rek)	13000	96.10	96.10	1,249,300	5.1%
Handelsbanken A	60000	192.00	20.75	1,245,204	5.1%
Hennes & Mauritz	20000	406.00	43.88	877,696	3.6%
Progressive	41000	23.77	17.62	722,251	3.0%
Automatic Data Processing	20000	48.42	35.88	717,679	3.0%
Fastenal	23000	42.10	31.20	717,605	3.0%
State Street	14000	69.03	51.16	716,212	2.9%
Costco	16000	58.22	43.15	690,347	2.8%
Tomra	95000	51.60	6.48	615,497	2.5%
Securitas Systems	200000	22.80	2.46	492,893	2.0%
Broadridge	4000	19.41	14.38	57,539	0.2%
Utländska aktier				8,102,223	33.3%
SUMMA aktier				21,381,959	87.9%
Kontanter				2,932,534	12.1%
FONDENS VÄRDE				24,314,493	100.0%
Antal andelar (A-korrigerat)				757,904.61	
Värde per A-andel				32.081	

FONDENS UTVECKLING

Trots den lilla korrigeringen i juni blev årets andra kvartal fortfarande exceptionellt positivt för aktiemarknaden. Phoebus jämförelseindex steg med 7,9%. Phoebus utvecklades lite sämre och steg med 6,6%.

Från årets början har Phoebus avkastat 10,0% samtidigt som vårt jämförelseindex har avkastat 15,2%. Sedan start har fondens värde stigit 220,8% medan indexet har stigit 152,9%.

Jag har många gånger sagt att Phoebus risk är mindre än genomsnittet så fonden kommer troligen att släpa efter marknaden då denna stiger kraftigt. Så har också skett under de tre senaste kvartalen, men jag bryr mig inte speciellt mycket om det.

Orsaken till att Phoebus risk är lite mindre än marknaden är framförallt att våra bolag är mer solida än genomsnittet, dvs deras finansiella risk är låg. Även deras rörelserisk är i de flesta fall under genomsnittet, eftersom deras lönsamhet är bättre än konkurrenternas. Jag tycker det är exceptionellt trevligt att äga den här typen av bolag, även om deras spekulativa kursutveckling sällan är särskilt imponerande på en vilt stigande marknad.

Fenomenet illustreras av följande statistik. Under Phoebus historia, som sträcker sig över 69 månader, har aktiemarknaden sjunkit 23 månader. Phoebus har slagit marknaden i 19 av dessa 23 månader. Däremot har Phoebus under de 46 månader då börsen har stigit slagit index 22 gånger och förlorat mot index 24 gånger.

Notera dock att jag sade att Phoebus risk är *lite* mindre än marknaden. Ordet "lite" är mycket väsentligt. Då marknaden sjunker kraftigt tenderar alla aktier att sjunka, åtminstone initieellt. Först på lång sikt skiljs agnarna från vetet (och nu talar jag inte om ett år eller ens fem år).

Jag försöker givetvis uppnå en avkastning som på lång sikt är bättre än marknaden, men det finns ingen garanti för att jag lyckas. Tvärtom är oddsen emot oss, närmast beroende på fondens förvaltningsavgift.

KÖP OCH FÖRSÄLJNINGAR

Jag berättade senast att: "Efter våra försäljningar och vårens stora dividender är vår kassa onödigt stor. I slutet av mars var den 15,3% av fondens värde. Jag har redan ökat vårt ägande i vissa av våra bolag, främst i USA, och jag kommer gradvis att fortsätta göra det."

Så har jag också gjort. Under kvartalet köpte jag fler aktier i våra existerande bolag för drygt tre procent av fondens värde. Våra amerikanska bolag representerade 65% av köpen. Deras aktiekurser har under de senaste månaderna stigit lite kraftigare än våra övriga bolags, trots dollarns försvagning, men jag tycker fortfarande att de är mycket billigare än våra finska bolag. Jag kommer därför sannolikt att fortsätta i samma stil under den närmaste framtiden. Vår kassa är fortfarande onödigt stor (12% av fondens värde).

Till min glädje kan jag konstatera att inte ett enda av våra portföljbolag byttes ut under kvartalet. Handel kostar alltid, så det är skäl att undvika onödiga affärer.

NÅGRA ORD OM BESKATTNINGEN

Beskattning hör till de tråkigaste ämnen jag kan tänka mig. För placeraren är dess betydelse dock helt central. En sparad euro är en förtjänad euro. Jag blir ofta tillfrågad om fondens skattefördelar och –

nackdelar jämfört med direkta placeringar ("är det inte en enorm fördel för fonden att få skjuta upp dividend- och vinstskatter?") så jag beslöt att gå igenom dem i mer detalj en gång för alla i den här rapporten.

Det finns tre egentliga skillnader mellan en fondplacering och en direkt placering: 1) Phoebus kostnader, 2) dividendskatter och 3) skatter på försäljningsvinster. Jag granskar här de olika komponenterna med förutsättningen att skattereglerna hade varit desamma som idag sedan Phoebus startade 2001 (vilket de inte har varit, men för att kunna applicera slutsatserna på framtiden).

På knappt sex år (10.10.2001-30.6.2007) har Phoebus avkastat 220,8% och dess jämförelseindex 152,9%. En privat placerare som vid start köpte Phoebus och säljer sin andel idag hade alltså efter skatt (28%) tjänat 159%, eller 18,1% per år. En placering i indexet skulle efter skatt ha avkastat 110% eller 13,8% per år.

En direkt placerare sparar Phoebus förvaltningsarvoden (men inte fondens handelskostnader). Under perioden skulle detta ha höjt hans avkastning till 176% (19,4% per år).

Beskattningen av dividender är fördelaktig för en direkt placerare, eftersom 70% av dividenden från ett börsnoterat bolag är skattefritt och eftersom han kan dra av källskatterna på utländska dividender. Fondens fördel är endast att beskattningen skjuts upp tills fondandelarna säljs. Under perioden hade dividendbeskattningen (förutsatt dagens skatteregler) enligt mina beräkningar höjt den direkta placerarens avkastning till 177% (19,5% per år).

Skatterna på försäljningsvinster skjuts också upp tills fondandelen säljs. Skattesatsen är densamma (28%). De skatter som den direkta placeraren hade varit tvungen att betala under resans gång hade enligt mina beräkningar sänkt hans avkastning till 165% (18,6% per år).

Således skulle direktplaceraren totalt på sex år ha tjänat cirka 0,5% per år mer än en fondplacerare. Fondens skattefördelar täckte på denna period två tredjedelar av dess förvaltningskostnader. Det är skäl att notera att ju längre perioden är, desto större blir fondens skattefördelar. Det är också skäl att påpeka att jag handlar mindre än de flesta, så övriga fonder är skattemässigt fördelaktigare (men bara för placerare som skulle handla onödigt mycket också direkt). Jag har inte beaktat direktplacerarens bank- och dylika kostnader.

Slutsatsen är dock tydlig, tycker jag: Man bör inte fondspara endast för skatternas skull (speciellt inte i dyra fonder som placerar utomlands). Men beskattningen är nuförtiden ganska neutral, efter att avoir fiscal avskaffades, så det finns heller ingen orsak att åtminstone av skatteskal preferera direkta placeringar framom fonder.

Ett tråkigt ämne och en tråkig slutsats? Kanske, men ämnet är värt att fundera över.



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



Jag presenterade Securitas för ett år sedan i rapporten 2/2006. Securitas Systems, som vi idag äger, är dock inte

samma bolag, utan Securitas före detta dotterbolag som delades ut till aktieägarna förra hösten. Jag beslöt då att byta våra Securitas-aktier till aktier i Securitas Systems. Den största orsaken var att Securitas VD avgick och hans efterträdare rekryterades externt. Systems VD Juan Vallejo har däremot varit i bolaget redan i 17 år, varav 4 som VD.

Securitas Systems är en av världens ledande integratörer av elektroniska säkerhetssystem, trots att dess marknadsandel ännu är låg (4% i Europa och 1% i USA). Bolaget planerar, installerar, underhåller och övervakar sina kunders säkerhetssystem, men tillverkar dem inte. Till skillnad från vad man kunde tro är produkternas andel av bolagets försäljning bara 20-25%. Systems är alltså ett servicebolag. Av försäljningen står installationer för 60% och fortlöpande underhåll för 40%.

Systems marknad är värd 25 miljarder euro och utgör 40% av säkerhetsbranschens totala marknad. Den växer snabbare än totalmarknaden, eftersom fysisk bevakning gradvis ersätts av elektronisk bevakning. Systems uppskattar marknadstillväxten till 6-8% och har som mål att själv växa med över 10% per år, varav en del genom förvärv. Den organiska tillväxten är god, 9% under 2006 och 13% under första kvartalet 2007.

För att vara ett tillväxtbolag är Systems inte så dyrt. De senaste 12 månadernas resultat per aktie var 1,10 kronor, så dagens kurs (23,10) ger ett P/E-tal på 21x. Då man ännu korrigerar detta med skuldsättningen blir bolagets "skuldfria P/E" 22x, som inte är helt billigt men absolut inte heller sanslöst, ifall tillväxtmålen realiserar.

Som jämförelse köpte amerikanska UTC på våren Rentokil Initial Security, som är en av Systems huvudkonkurrenter inom system för detaljhandeln i USA och Storbritannien. Priset var 600 miljoner pund, eller 85% av Systems bruttovärde, trots att Rentokils verksamhet är bara 60% av Systems storlek. I förhållande till resultatet motsvarade priset dock ganska exakt Systems nuvarande värdering.

Aktiemarknaden blev besviken, då många hade förväntat sig att Systems skulle köpa Rentokils verksamhet. Själv är jag glad att Juan Vallejo inte slösade våra pengar på ett dyrt förvärv. Jag menar inte att Systems inte skulle få göra förvärv – det kommer bolaget med säkerhet att göra – utan bara att tålamod är en dygd också i företagsköp. Därför är det kul att se att vår kapitalförvaltare (Juan) inte gör några dumheter bara för att verka aktiv. Eller bara för att göra analytikerna nöjda.



Vårt nyaste portföljbolag Broadridge Financial

Solutions är vår minsta placering, och jag har inte köpt det åt oss. Vi fick aktierna som dividend från Automatic Data Processing, vars dotterbolag Broadridge tidigare var.

Broadridge är ett av världens största outsourcingbolag inom värdepappersbranschen. Dess specialiseringsområden är placerarkommunikation – såsom utskick av fullmaktsblanketter för bolagstämmor i börsbolag och placeringsfonder – och outsourcingtjänster för processering och clearing av värdepappersaffärer.

Placerarkommunikation, där Broadridges globala marknadsandel är 30-40%, utgör över två tredjedelar av omsättningen. I fjol skickade bolaget över en miljard brev till placerare. Inom värdepappersprocessering är bolagets marknadsandel ännu liten (4-5%) trots att det förra året varje dag processerade över 2000 miljarder dollar i obligationsaffärer för de flesta av USA:s större värdepappersförmedlare.

Jag gillar ADP för att dess ledning är erfaren och långsiktig och efterföljarna alltid har rekryterats internt, och för att intäkterna i stor omsträckning är kontinuerligt återkommande. Man tappar inte outsourcing-kunder om man inte gör bort sig totalt, eftersom kundens interna kostnader för att byta outsourcing-provider oftast klart överskrider eventuella prisbesparingar. Broadridge präglas såvitt jag kan förstå av samma företagskultur och samma kontinuitet i verksamheten. VD Richard Daly har varit 18 år i huset, ledningsgruppen 14 år i medeltal.

Efter spinoffen fick Broadridge både mera kostnader och mer skuld, så dagens resultatnivåer är inte representativa. Bolaget borde dock nästa år kunna tjäna 1,20-1,30 dollar per aktie, så med dagens kurs (USD19,12) är dess P/E-tal 15-16x. Detta verkar billigt i förhållande till ADPs P/E på 26,5x men justerar man för skuldsättning är Broadridges skuldfria P/E 18x och ADPs 24x.

Av dessa två är ADP det klart bättre bolaget, men jag är inte säker på att skillnaden är fullt så stor som värderingen indikerar. Små bolag som noteras via spinoffs analyseras inte alltid särskilt flitigt, utan många placerare säljer dem mer eller mindre automatiskt. Jag har därför tills vidare bestämt mig för att hålla Broadridge, tills jag lär mig känna bolaget bättre. I det skedet blir det aktuellt att antingen sälja aktierna eller köpa fler. Vår nuvarande position utgör bara 0,24% av fondens värde, och är nästan betydelselös.