

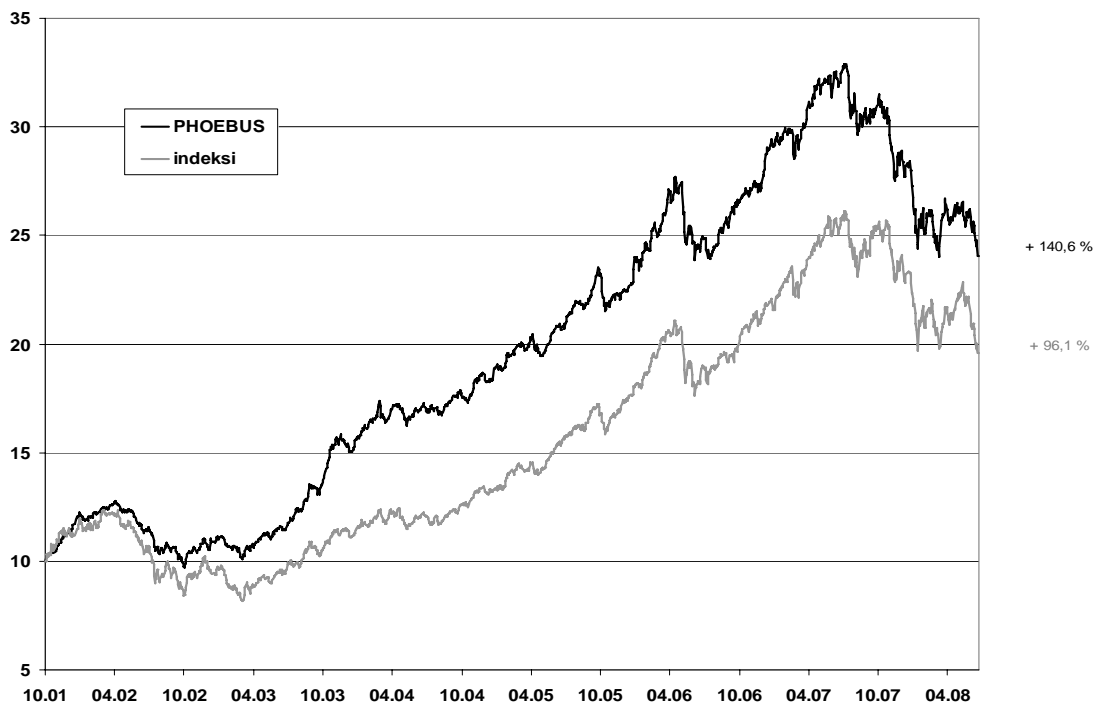
Seligson & Co Phoebus

Kvartalsrapport 2 / 2008

 andelens
värde

Phoebus och jämförelseindex

10.10.2001 - 30.6.2008 (i euro)



Avkastning och risk	Fonden		Jämförelseindex	
	Avkastning	Volatilitet	Avkastning	Volatilitet
30.06.2008			75% OMX Helsinki Cap GI, 25% MSCI AC World NDR	
3 mån.	-7,1 %	14,6 %	-6,3 %	15,9 %
Från årets början	-15,0 %	19,4 %	-15,8 %	20,4 %
1 år	-25,0 %	17,1 %	-22,4 %	18,4 %
3 år	15,8 %	13,6 %	26,5 %	14,3 %
5 år	110,1 %	12,0 %	106,3 %	12,7 %
Från startdatum	140,6 %	11,9 %	96,1 %	14,2 %
Från startdatum per annum	13,9 %		10,5 %	

Kostnader, nyckeltal	1.7.2007 - 30.6.2008
Avgifter sammanlagt (TER) %	0,77 %
Avkastningsbunden provision (från årets början)	0,00 %
Transaktionskostnader %	0,06 %
Totalkostnadsandel (TKA) %	0,83 %
Portföljens omsättningshastighet	11,27 %
Tracking error	9,68 %
Förmedlingsarvodet betalda till företag inom samma koncern	0 %
Storlek	16 324 267 €
Närkretsens ägarandel (30.6.2008)	18,84 %

”Under de 20 år som jag har verkat på aktiemarknaden kan jag inte minnas att jag någonsin skulle ha sett rubriken “Aktiernas förväntade avkastning steg!”. Men det är fråga om precis samma sak i både obligationer och aktier: Om jag betalar mindre för mitt placeringsobjekt idag kan jag förvänta mig att det kommer att ge en bättre avkastning framöver.”

VÄRDEPAPPERSPLACERINGAR 30.6.2008

	Antal aktier	Aktiekurs valuta	euro	Marknads- värde EUR	Andel av fonden
Vacon	55000		25,75	1 416 250	8,7%
Lassila & Tikanoja	77000		15,55	1 197 350	7,3%
Nokian Renkaat	36000		30,07	1 082 520	6,6%
Tulikivi	608140		1,40	851 396	5,2%
Exel	115868		7,30	845 836	5,2%
Tietoenator	60000		12,73	763 800	4,7%
Stockmann B	30000		24,30	729 000	4,5%
Vaisala	25000		25,09	627 250	3,8%
Tamfelt pref	80401		7,70	619 088	3,8%
Inhemska aktier				8 132 490	49,8%
Air Liquide	13200	82,97	82,97	1 095 204	6,7%
Handelsbanken B	65000	141,75	14,97	973 167	6,0%
Hennes & Mauritz	22000	320,50	33,85	744 735	4,6%
Fastenal	25000	44,72	28,38	709 481	4,3%
Progressive	55000	19,34	12,27	675 022	4,1%
Costco	14000	70,25	44,58	624 127	3,8%
Automatic Data Processing	20000	41,64	26,42	528 493	3,2%
Harley-Davidson	20000	36,63	23,25	464 907	2,8%
State Street	10000	64,01	40,62	406 206	2,5%
Niscayah	240000	13,30	1,40	337 143	2,1%
Utländska aktier				6 558 486	40,2%
SUMMA aktier				14 690 976	90,0%
Kontanter				1 633 292	10,0%
FONDENS VÄRDE				16 324 267	100,0%
Antal andelar (A-korrigerat)				678 380,99	
Värde per A-andel				24,0636	

FONDENS UTVECKLING

Aktiemarknaden fortsatte att vara nervös under det andra kvartalet. Vårt jämförelseindex sjönk 6,3% och Phoebus 7,1%. Från årsskiftet har Phoebus värde sjunkit 15,0%, vilket är något mindre än vårt jämförelseindex (-15,8%). Sedan start har Phoebus avkastat 140,6% medan jämförelseindex har avkastat 96,1%.

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 i vår senaste rapport att jag hade gjort en spekulativ placering i China Fire Safety Enterprise Group Holdings (CFE). Jag sålde aktierna i början av maj. Placeringen avkastade 19% på fyra månader, eller 65.500 euro efter kostnader.

Men, trots den goda avkastningen misslyckades placeringen. Min hypotes var att United Technologies (UTC) skulle använda sin köpoption och göra ett offentligt bud genast då det blev möjligt i april. I så fall hade vi fått 40% bättre betalt. Men så blev det inte.

Detta var i och för sig ingen katastrof, eftersom UTC:s option löper ännu i fem år. Men optionens lösenpris är bundet till CFE:s resultat, så med tiden ökar risken. CFE:s resultat kan ju sjunka. Beslutet att sälja aktierna var därför lätt, speciellt som placeringen redan inledningsvis hade varit spekulativ (läs: avsedd att vara kortvarig).

Under kvartalet köpte jag lite till Harley-Davidson, som jag lovade i förra rapporten. Vi har fortfarande utrymme att öka vår position.

I övrigt lyckades jag låta bli att göra affärer. Varje affär förorsakar handelskostnader, men bara en del av affärerna bidrar till vår avkastning. Ju mindre portföljen förändras, desto bättre kan den förväntas avkasta.

VAD ÄR NORMALT?

Sedan toppen för ett år sedan har Phoebus jämförelseindex sjunkit 25% och Phoebus värde hela 27%. Har placerarna orsak att vara oroliga? Borde jag se över min placeringsfilosofi då jag inte sålde alla våra aktier för ett år sedan?

Knappast.

Aktiekursernas upp- och nedgångar hör till börsen lika säkert som solsken och regn hör till sommaren. På kort sikt kan vi inte i förväg veta varken börsens utveckling eller sommarens väder. På flera års sikt kan vi däremot vara ganska säkra på att sommaren i medeltal är ganska solig. På lång sikt vet vi också att börskurserna följer bolagens utveckling och stiger ungefär i takt med den ekonomiska tillväxten.

Det kan dock vara svårt att skönja medeltalen då de enskilda observationerna avviker kraftigt från medeltalet. Vi minns säkert alla hur varma och soliga somrarna var då vi var unga. I verkligheten var somrarna likadana då som nu – tiden förgyller minnena. De exceptionellt vackra dagarna har fastnat bäst på näthinnan.

Under Phoebus 7 års historia har vårt jämförelseindex avkastat 10,5% per år, eller 2,5% per kvartal. De flesta av oss skulle säkert vara nöjda om vi varje kvartal fick en avkastning som var +/- 1,5% från medeltalet, dvs. 1-4%. Men hur ofta händer det?

Inte så ofta. Under de 27 kvartalen i Phoebus historia har marknaden

avkastat 1-4% under 7 kvartal. Under de resterande 20 kvartalen, eller tre fjärdedelar av tiden, har avkastningen varit något helt annat. Inte så underligt att det är svårt att se vad som är "normalt"!

Men den senaste tidens kursnedgång är just det: En helt normal händelse på aktiemarknaden.

Jag har många gånger sagt att den förväntade avkastningen på aktiemarknaden är något lägre än de historiskt realiserade 10%, eftersom direktavkastningen idag är lägre än tidigare. Så jag upplever själv att en "normal" avkastning är i storleksordningen 8-9% per år.

Trots det senaste årets kursnedgång har alltså aktiemarknaden under Phoebus historia gett en avkastning som är något *bättre* än normalt. Det rätta perspektivet är ytterst viktigt då man studerar aktiemarknaden.

DEN FÖRVÄNTADE AVKASTNINGEN STEG!

Man ser sällan rubriken "Obligationerna kraschade!" i tidningen. Istället berättar tidningarna att de långa räntorna har stigit betydligt. För ränteplaceraren känns detta säkert tröstande, trots att värdet på hans obligationsportfölj nyss har sjunkit precis av den orsaken.

Av någon orsak talar man om aktier med andra ord. Under de 20 år som jag har verkat på aktiemarknaden kan jag inte minnas att jag någonsin skulle ha sett rubriken "Aktiernas förväntade avkastning steg!". Men det är fråga om precis samma sak i både obligationer och aktier: Om jag betalar mindre för mitt placeringsobjekt idag kan jag förvänta mig att det kommer att ge en bättre avkastning framöver.

Efter kursnedgången i juni börjar jag för första gången på många år hitta en del billiga aktier. Det betyder inte att kursnedgången skulle vara över, men det är ett gott tecken. Hittills har jag inte köpt några nya bolag till vår portfölj, så vår kassa är fortfarande större än normalt, cirka 10% av fondens värde. Men de lägre kurserna gör det möjligt för oss att i något skede placera kassan till en bättre förväntad avkastning än vad som hittills har varit möjligt



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



Då jag första gången presenterade vårt frekvensomriktarbola g Vacon för dryga tre år sedan i rapporten 4/04 ägde vi 50.000 aktier, som utgjorde 4,2% av vår portfölj. Idag är Vacon med 8,7% Phoebus största placering. Detta trots att jag bara har köpt 5.000 aktier sedan dess. Aktiekursens fantastiska utveckling – den har mer än fördubblats – förklarar resten.

År 2004 hade nya VD:n Vesa Laisi just tagit över rodret av Veijo Karppinen. Jag kände mig lite osäker. Men tiden har utvisat att Vacons styrelse gjorde ett förträffligt val. Laisi är en man som håller sitt ord.

För fyra år sedan lovade han att Vacon år 2006 skulle nå 195me i omsättning (utgångsläget år 2003 var 112me) med en rörelsemarginal på 14% (10,7%). Detta uppnåddes inte riktigt – omsättningen år 2006 var 186me och marginalen 12,4% - men differensen kan i sin helhet skyllas på den försvagade dollarn. Världsmarknaden för frekvensomriktare var för fyra år sedan cirka 6 miljarder dollar och är i år över 8 miljarder. Men mätt i euro har marknaden inte just vuxit – till skillnad från Vacon!

Trots att kursen har fördubblats är aktien idag billigare än för fyra år sedan, eftersom Vacons resultat har stigit ännu snabbare. Billig är aktien dock inte. På förra årets resultat är värderingen med dagens kurs (25,75e) cirka P/E 19x. För ett bolag som växer med 15-20% per år är detta inte för mycket, förutsatt att tillväxten fortsätter. Men – om tillväxten avtar kan värderingen sjunka rejält. Risken är alltså klart större än normalt.

Kommer tillväxten att fortsätta? Varför ej. Vacons målsättning till år 2012 är att fördubbla omsättningen till en halv miljard euro och uppnå en rörelsemarginal på 14%. Om bolaget uppnår detta mål kommer aktien fortsättningsvis att vara en fantastisk placering.

En faktor som stöder Vacons tillväxt är att bolaget håller på att markant förstärka sin position på det största användningsområdet för frekvensomriktare: vindkraftverk. Dessa utgör idag en sjättedel av marknaden för frekvensomriktare och växer nästan tre gånger så snabbt som hela marknaden. Vindkraftverken utgjorde dock i fjol bara en fjortiondedel av Vacons omsättning. I år skall andelen tredubblas (trots att även Vacons övriga försäljning växer kraftigt).

Den största risken är att dollarn försvagas ytterligare. En annan betydande risk är den värderingsbubbla som har uppstått i aktier relaterade till förnyelsebar energiproduktion. Exempelvis vindkraften är fortfarande helt beroende av statliga subventioner, som tenderar att komma och gå i samma takt som politikerna. Då jag för fem år sedan köpte aktier i Vestas var aktiemarknadens åsikt att subventionerna i Nordamerika är slut, och aktien var därför billig. Nu är läget exakt det motsatta. Aktiemarknaden ser inga risker i subventionerna och aktierna är löjligt högt värderade.

Vacon är dock ett exceptionellt bra bolag och aktien är trots sina "clean tech" –egenskaper inte oskäligt dyr. Vacons verksamhet är heller inte helt beroende av förnyelsebar energi eller av att energipriserna är höga (det hjälper så klart). Jag har därför inte sålt några aktier, trots att Vacons vikt i portföljen har ökat. Åtminstone inte ännu.

Handelsbanken

Jag presenterade senast

Handelsbanken för drygt två år sedan i rapporten 1/06. Då hade banken just valt Pär Boman till ny VD och lyft förre VD:n Lars Grönstedt till styrelseordförande.

På våren 2008 fick Grönstedt sparken. Bankens styrelse leds nu för första gången på över 30 år av en utomstående ordförande. Detta är en så stor förändring att den tvingar mig att ifrågasätta om SHB ännu är den pålitliga och stabila bank som jag köpte åt oss?

Jag tror att den är det. I ljuset av de svenska tidningarnas bakgrundsundersökningar verkar det som om den största orsaken till Grönstedts avgång var att han ville ta mer risker än Boman. Under Grönstedts tid köpte ju SHB livförsäkraren SPP, som Boman sålde förra hösten. Dessutom gjorde Grönstedt mycket för att förstärka bankens kapitalmarknadsverksamhet, medan Boman förra våren stängde trading-verksamheten i New York. Det har också förekommit spekulationer i media om att Grönstedt skulle ha sökt fusioner mer aktivt än resten av styrelsen ville eller vågade.

Jag tycker att Handelsbanken är unik för att den som den enda av Europas större banker har lyckats med konststycket att fungera som en genuin lokalbank trots sin storlek. En av bankens interna regler är "kyrktornsprincipen": man skall inte bedriva bankverksamhet i ett större område än det som kan överblickas från närmaste kyrktorn (detta skall kanske inte tas bokstavligen på Tempelplatsen i Helsingfors).

Lokal närvaro innebär att organisationen är mycket decentraliserad. Kontoret betjänar till och med de största multinationella företagen i sitt område. Banken känner då sina kunder väl. Kostnaderna hålls under kontroll, kreditförlusterna minimeras och kundservicen fungerar. Då SHB dessutom satsar på personalen (95% av cheferna internrekryteras) är kunderna nöjda. Handelsbanken har redan i 20 år haft de nöjdaste kunderna bland de nordiska storbankerna. Bara de små lokalbankerna har ännu nöjdare kunder.

Hur bör då en bank som har dessa konkurrensfördelar växa? Det naturliga svaret är: genom att öppna flera kontor, som fungerar enligt samma principer. Om verksamhetsmodellen fungerar, varför skall man förändra den?

SHB har tänkt lika och vuxit närmast organiskt, genom att öppna nya kontor. År 1997 fanns hela 91% av bankens kontor i Sverige. Idag ligger 30% av kontoren utanför Sverige, främst i Norden och Storbritannien. På 10 år har SHB ökat antalet kontor med nästan en fjärdedel (128 st.). Av dessa öppnades 113 st organiskt, och bara en liten del kom via företagsköp. Under Bomans tid har banken redan öppnat 64 kontor, så takten accelererar kraftigt.

Kontoren i utlandet bidrar idag med bara 17% av bankens resultat, då de flesta av kontoren ännu är ganska nystartade och inte särskilt lönsamma. Men erfarenheterna från de utländska kontor som öppnades först har varit mycket lovande.

Trots denna positiva utveckling har Handelsbankens aktie på två år sjunkit med 34%. Med dagens kurs (SEK 142) är värderingen mycket låga P/E 8,1x på förra årets justerade resultat, eller P/E 9,4x då resultatet belastas med "normala" kreditförluster.

Bomans målsättning är igen i år att öppna cirka 40 nya kontor. Bara den lönsamma tillväxten fortsätter så kommer vi nog förr eller senare att se resultaten också i aktiekursen.