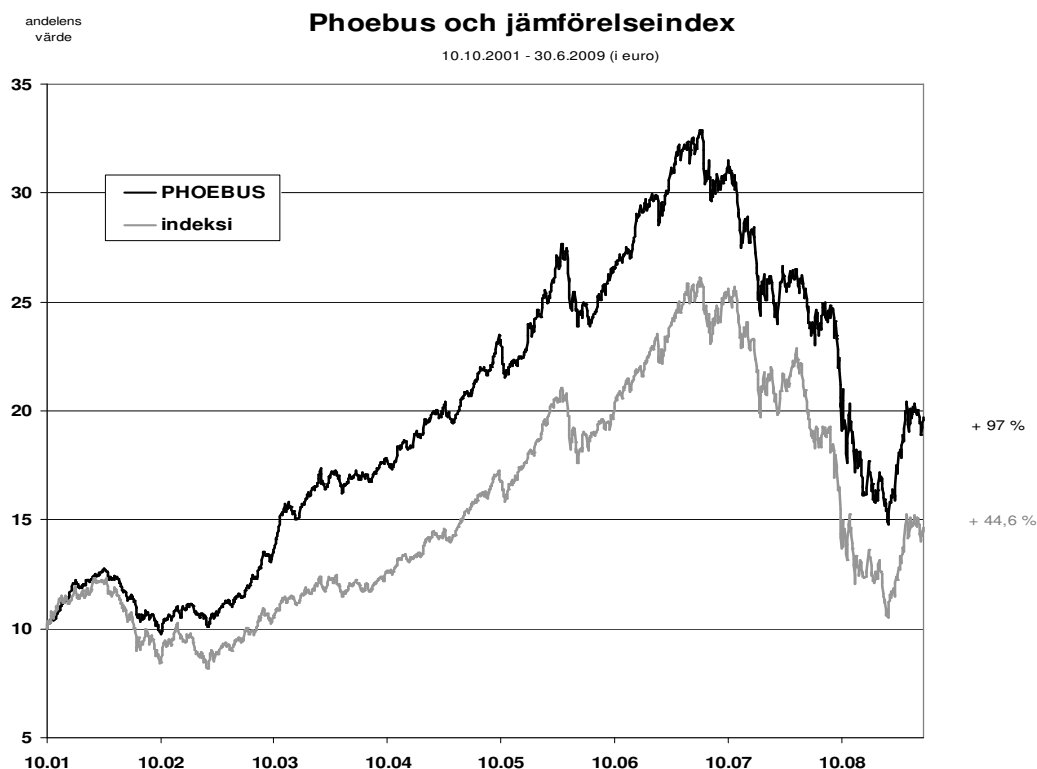


Seligson & Co Phoebus

Kvartalsrapport 2 / 2009



Avkastning och risk	Fonden		Jämförelseindex	
30.06.2009			75% OMX Helsinki Cap Gl. 25% MSCI AC World NDR	
	Avkastning	Volatilitet	Avkastning	Volatilitet
3 mån.	24,2 %	25,4 %	25,6 %	26,6 %
Från årets början	19,8 %	26,4 %	14,1 %	26,9 %
1 år	-18,1 %	29,5 %	-26,3 %	30,9 %
3 år	-20,7 %	20,6 %	-23,4 %	21,7 %
5 år	14,4 %	17,2 %	18,1 %	18,1 %
Från startdatum	97,0 %	15,3 %	44,6 %	17,3 %
Från startdatum per annum	9,2 %		4,9 %	

Kostnader, nyckeltal	1.7.2008-30.6.2009
Avgifter sammanlagt (TER) %	0,85 %
Avkastningsbunden provision	0,08 %
Transaktionskostnader %	0,05 %
Totalkostnadsandel (TKA) %	0,89 %
Portföljens omsättningshastighet	0,39 %
Tracking error	15,59 %
Förmedlingsarvoden betalda till företag inom samma koncern	0,00 %
Storlek	11 118 458 €
Närkretsens ägarandel (30.6.2009)	17,63 %

"Jag berättade i Bloggen veckan 42/06 att jag skulle vara besviken om Phoebus kassa över en hel aktiecykel (10-15 år) utgör mycket mer än 5-6% av fondens värde. Jag lovade återkomma till ämnet senast år 2016, men jag gör det redan nu i form av en kort mellanöversikt."

VÄRDEPAPPERSPLACERINGAR 30.6.2009

	Antal aktier	Aktiekurs valuta	euro	Marknads- värde EUR	Andel av fonden
Vacon	40000		24,99	999 600	9,0%
Lassila & Tikanoja	60000		12,78	766 800	6,9%
Tulikivi	585690		0,90	527 121	4,7%
Exel Composites	100000		5,25	525 000	4,7%
Vaisala	20000		25,68	513 600	4,6%
Nokian Tyres	36000		13,67	492 120	4,4%
Tieto	50000		9,66	483 000	4,3%
Stockmann B	25000		15,21	380 250	3,4%
Tamfelt pref	65000		4,00	260 000	2,3%
Inhemska aktier				4 947 491	44,5%
Air Liquide	10500	65,88	65,88	691 740	6,2%
Hennes & Mauritz	19000	387,00	35,75	679 166	6,1%
Handelsbanken A	50000	145,75	13,46	673 116	6,1%
Fastenal	20000	33,59	23,78	475 645	4,3%
Progressive	40000	15,32	10,85	433 872	3,9%
Automatic Data Processing	15000	35,29	24,99	374 788	3,4%
HHLA	13000	28,41	28,41	369 330	3,3%
Seco Tools	57616	69,25	6,40	368 531	3,3%
Costco	11000	46,20	32,71	359 813	3,2%
Harley-Davidson	29000	16,79	11,89	344 740	3,1%
State Street	10000	48,50	34,34	343 387	3,1%
Utländska aktier				5 114 127	46,0%
SUMMA aktier				10 061 618	90,5%
Nettokassa				1 056 840	9,5%
FONDENS VÄRDE				11 118 458	100,0%
Antal andelar (A-korrigerat)				564 303	
Värde per A-andel				19,7030	

FONDENS UTVECKLING

Årets andra kvartal var på aktiemarknaderna det bästa i Phoebus historia. Vårt jämförelseindex steg hela 25,6%. Kvartalet var antagligen ett av de bästa någonsin på världens börser. Som vanligt då marknaden stiger kraftigt så hölls inte Phoebus riktigt med, men steg ändå med hyfsade 24,2%.

Från årets början har Phoebus stigit 19,8% och vårt jämförelseindex 14,1%. Sedan start har Phoebus stigit 97,0% och vårt jämförelseindex 44,6%.

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 köpte under kvartalet fler aktier i fyra av våra bolag: HHLA, Seco Tools, Costco och Harley-Davidson. Trots att jag använde 2,3% av fondens kapital till köpen utgjorde vår kassa tack vare dividender och nya kundmedel i slutet av juni hela 9,5% av fondens värde (8,8% i slutet av mars), vilket är enormt mycket.

Det att våra portföljbolag inte har förändrats är positivt, och skall inte tolkas som förvaltarens lättja. Aktiehandel är inget självändamål i fondförvaltning. Tvärtom vet vi att varje affär kostar i form av provisioner, men varje affär leder till bättre avkastning. Det är därför skäl att undvika onödiga affärer.

En noggrann läsare räknar på basen av de ovanstående siffrorna snabbt ut att vår aktieportfölj under kvartalet utvecklades lite bättre än vårt jämförelseindex (+26,5% efter kostnader), trots att fonden inte gjorde det. Skillnaden beror på vår stora kassa, vars effekt på fonden accentuerades under kvartalet, då aktiemarknadens avkastning var så exceptionellt hög. Kassans avkastning var blygsam, liksom alltid.

Det kan därför vara skäl att fråga sig om portföljförvaltaren har lyckats i sitt arbete, eller om jag borde sköta vår kassa mer effektivt? Alltså minimera den effektivare. Detta har ni också frågat ganska ofta i Phoebus Blog på våra www-sidor.

Jag berättade i Bloggen veckan 42/06 att jag skulle vara besviken om Phoebus kassa över en hel aktiecykel (10-15 år) utgör mycket mer än 5-6% av fondens värde. Jag lovade återkomma till ämnet senast år 2016, men jag gör det redan nu i form av en kort mellanöversikt:

KASSAN OCH DESS EFFEKT

Under Phoebus historia har kassan i medeltal varit 8,7% av fondens värde. Om vi eliminerar de första månaderna och bara granskar de senaste 7 åren – vilket jag tycker ger en bättre bild – så har kassan i medeltal varit 8,0% av fonden. Vad innebär detta?

På lång sikt kan korta ränteinstrument förväntas ge en avkastning som knappt överstiger inflationen, alltså 3-4% per år. Aktiemarknadens långsiktiga förväntade avkastning är snarare i storleksordningen 8-9% per år. Skillnaden i avkastning mellan dessa placeringsslag är alltså ungefär 5 procentenheter per år (just nu ger dock korta räntor en betydligt sämre avkastning än

normalt, medan aktier har en lite högre förväntad avkastning än normalt).

I normala fall belastar en kassa på 8% alltså fondens årliga avkastning med cirka 0,4% (8% x 5%) jämfört med att kassan vore noll. En nollkassa är knappast realistisk, men mitt mål på 5% kan definitivt uppnås. Kassans "överflödiga" belastning är alltså cirka 0,15% per år. Det kan låta marginellt, men det motsvarar faktiskt en femtedel av fondens fasta förvaltningsarvode (som är 0,75%).

KASSANS ROLL I FÖRVALTNINGEN

Varför har jag då hållit en så stor kassa? Ekvationen beror bland annat på: 1) den tidsmässiga diversifieringen av placeringarna; 2) kundservicen vid inlösningar; 3) våra aktiers värdering och likviditet; och 4) minimering av handelsprovisioner.

Phoebus kassa är ofta störst på våren, närmast på grund av dividenderna. Jag tycker det är vettigt att gradvis köpa aktier för dividenderna, istället för att placera allt på en gång. Tidsmässig diversifiering är oftast ett bra sätt att minska riskerna.

Jag vill med kassan också garantera kontinuiteten i vår kundservice. Ifall någon andelsägare gör en så stor inlösning att fonden måste sälja aktier så kan den tillfälligt stoppa övriga ägares inlösningar (under affärernas clearing-tid), om det inte finns pengar i kassan. Det kassabehov som uppstår härav minskar dock gradvis i takt med att antalet andelsägare ökar.

För det tredje vill jag hålla lite torrt krut. Jag försöker köpa aktier då de är billiga, eller åtminstone vettigt värderade. Jag finansierar dock inte gärna köpen med att sälja andra aktier, vilket leder till onödiga handelsprovisioner. Speciellt om de aktier som skall säljas är illikvida kan kostnaden bli stor, då vi i tillägg till provisionerna även betalar en indirekt "spread-kostnad", som utgörs av skillnaden mellan aktiens köp- och säljnoteringar.

Jag kunde givetvis skydda vår kassa med indexderivat, som vi gör i våra indexfonder. Detta skulle slå två flugor i en smäll: clearing-dagarna och det torra krutet. Hittills har jag dock tyckt att det tilläggsarbete som derivaten förorsakar är större än marginalnyttan – det är skäl att notera att den skillnad i förväntad avkastning som jag nämnde ovan inte gäller då man granskar riskjusterade avkastningar. Men om jag inte annars får ordning på kassan under de närmaste 5-7 åren är derivaten ett seriöst alternativ.

Phoebus portföljförvaltning är alltså inte perfekt. Men jag delar den filosofi som försvarsmaktens blivande kommandör, generalöjtnant Puheloinen framförde i Helsingin Sanomats månadsbilaga i juli (fritt översatt): "Jag har med en bondpojkes mentalitet försökt sköta mitt jobb så bra som jag kan utan att sträva till att vara perfekt, vilket kan leda till stress." Jag skulle ännu tillägga att jag varje år försöker sköta jobbet ännu lite bättre än sist. Jag återkommer till kassahanderingen senast år 2016.

Anders Oldenburg
portföljförvaltare
anders.oldenburg@seligson.fi



Då jag senast presenterade Tieto Oyj för tre år sedan i rapporten 2/2006 var jag glad över att aktiens värdering hade förbättrats, men samtidigt orolig för den nya ledningen och bolagets alltför aggressiva tillväxtmål, vilket hade lett Tieto till att göra en rad företagsköp utan någon helt uppenbar gemensam strategisk nämnare.

Mina farhågor besannades. Pentti Heikkinens period som VD präglades av misslyckad kostnadskontroll i diverse kundprojekt och på koncernnivå. Detta ledde till att resultatet sjönk kraftigt. Redan två år senare hade bolaget sin följande VD, Hannu Syrjälä som kom från General Electric (Instrumentarium).

Efter en lite jobbig start på grund av riskkapitalisten Nordic Capitals underliga uppköpsförsök tycker jag att Syrjälä har fått mycket gott till stånd. Riskprojekten verkar vara under kontroll, åtminstone har de inte längre förorsakat extra kostnader. Det gamla tillväxtmålet (20% per år) har slopats, och målet är nu att organiskt växa snabbare än marknaden. Strategin har fokuserats, de prioriterade tillväxtområdena är nu tre: Sverige, Ryssland och telecom-marknaden globalt. Tidigare hade bolaget globala ambitioner också inom bank- och hälsovårdssektorerna, vilket spred resurserna för mycket.

Effektiveringen har också fortskridit raskt. År 2005 var 8% av personalen i lågkostnadsländer, i fjol redan 26%. Målet för år 2011 är 40%. Då borde bolaget uppnå en rörelsemarginal på 10%. Redan fjolårets marginal på 6% (8% utan engångskostnader) var ett klart framsteg från Heikkinens dystraste dagar. I år kommer dock resultatet att sjunka på grund av konjunkturen.

Tietos problem har dock inte funnits bara på kostnadssidan, utan även kvaliteten på dess tjänster har kritiserats. Det är säkert en stor utmaning att samtidigt skära kostnader och förbättra kvaliteten, och konjunkturläget hjälper inte till. Den viktigaste frågan – som jag inte kan besvara – är därför: Hur mycket har Tietos goda namn bland kunderna lidit av företagets kläpande?

Någon indikation kanske vi får av marknadsandelarna. År 2003 var Tietos marknadsandel i Finland 31% och i Sverige 6%. År 2005 var den 28% i Finland och 8% i Sverige. I fjol var den 26% i Finland och 7% i Sverige. Bolaget har alltså gradvis förlorat andelar, men inte särskilt mycket. Läget verkar inte kritiskt.

På tre år har aktiekursen ändå sjunkit med 57% och bolaget värderas med dagens kurs (9,66e) som om det vore i en djup kris. Bruttovärdet (772me) motsvarar 5,1 gånger fjolårets rörelseresultat före engångsposter och 4,1 gånger resultatmålet. Dessa är exceptionellt låga siffror för ett tjänstebolag som inte binder särskilt mycket kapital.

Då vi ännu noterar att Tietos balansräkning är mycket stark är det ännu svårare att begripa krisvärderingen. På tre år har bolaget minskat sin nettoskuld med 62% till bara 79 miljoner euro. Dessutom kommer dess skarpare strategiska fokus sannolikt att innebära divesteringar, så fort marknadsläget tillåter sådana. Dessa torde ytterligare förstärka balansen.

Tieto har visat sig vara ett mer sårbart bolag än jag trodde då jag köpte våra aktier. Men tack vare den låga värderingen tycker jag att avkastningspotentialen i förhållande till riskerna idag är mycket lovande.



Då jag senast presenterade Hennes & Mauritz i rapporten 4/2006 berättade jag att bolaget testat ett antal nya koncept (nya modekedjan COS, skohandel, distanshandel och hemtextiler). Jag berättade också att H&M börjar söka en efterträdare till VD Rolf Eriksen, som närmar sig pensionsåldern. Och jag spekulerade att efter det tidigare katastrofovalet av Fabian Månsson kommer huvudägaren Stefan Persson säkert att vara mycket noggrann vid valet av VD.

Min spekulation verkar ha varit träffsäker. Sedan början av juli har Stefan Perssons son Karl-Johan verkat som H&M:s VD. Ur faderns synvinkel lär valet kännas ganska riskfritt. Dels har junior fått sin del av H&M:s företagskultur redan i modersmjölken, dels kan pappa som styrelsens ordförande gripa in lite mer än vanligt om det skulle behövas. Själv är jag dock inte helt förtjust i lösningen. Nästan vem som helst skulle säkert gärna leda en av Sveriges största framgångshistorier och jag har svårt att tro att det inte skulle ha funnits ännu duktigare förstagång inom bolaget än huvudägarens son.

Om de nya koncepten finns det mindre att berätta. Distanshandeln har enligt bolaget startat bra. Lanseringen av hemtextilerna fördröjdes och sker i liten skala genom distanshandeln 2009. Collection of Style öppnar i år 8 nya butiker, men om kedjans lönsamhet finns ingen information. Skohandelns roll kanske accentueras då H&M lanserar en dammode-, väska- och skokollektion av Jimmy Choo i november. Som ett femte nytt koncept köpte H&M i fjol det lilla svenska företaget FaBric Scandinavien, med modekedjorna Monki och Weekday.

Test av nya koncept har hört till den nya VD:n Karl-Johan Perssons ansvarsområden. Så värst mycket har vi dock inte ännu lärt oss om honom, eftersom H&M inte ännu har varit tvunget att döda ett enda av sina nya favoritbarn. Det är mycket sannolikt att de flesta nya koncepten misslyckas – inte för att H&M skulle vara dåligt, utan för att de flesta nya koncept misslyckas – så de svåra besluten ligger ännu i framtiden. Först då vi ser hur snabbt och kraftfullt de svåra besluten tas lär vi oss lite mera om den nya verkställande direktören.

Finansiellt har denna ”modevärldens IKEA” på två och ett halvt år utvecklats utmärkt. Antalet butiker har ökat med 35%, omsättningen med 42%, rörelseresultatet med 32% och resultatet per aktie med 41%. Nettokassan har minskat något, men uppgår fortfarande till betryggande 15 miljarder kronor.

Aktiekursen har stigit med betydligt mildare 12% till 387 kronor. H&M:s P/E-tal, som senast var 26,6 gånger har alltså sjunkit ytterligare och är nu 21,1 gånger. Jag tycker värderingen är osedvanligt låg för ett bolag av den här kalibern, speciellt med tanke på tillväxten och den starka balansräkningen.

I början av juli såg jag i Skogsforskningsinstitutets samlingar en snittskiva sågad ur en 32-årig sydfinsk gran. Dess diameter var 40 cm! Jag trodde knappt mina ögon – en normal gran i södra Finland växer till samma storlek på 60-70 år. Då jag

studerar H&M:s lönsamma tillväxt känner jag nästan samma storögda beundran som inför den där exceptionella granen.

Om inte Karl-Johan Persson totalt gör bort sig – vilket torde vara en ringa risk under faderns vaksamma uppsyn – är jag ganska säker på att H&M under de närmaste 5-10 åren kommer att vara en av våra bästa placeringar. Det kräver inga underverk, det räcker bra att kursen ungefär följer med resultatutvecklingen. Och från dagens blygsamma värderingsnivåer är det knappast för mycket begärt.