

Seligson & Co Phoebus

Kvartalsrapport 2 / 2010

 andelens
värde

Phoebus och jämförelseindex

10.10.2001 - 30.6.2010 (i euro)



Avkastning och risk	Fonden		Jämförelseindex	
	Avkastning	Volatilitet	Avkastning	Volatilitet
30.06.2010			75% OMX Helsinki Cap GI, 25% MSCI AC World NDR	
3 mån.	-2,44 %	20,06 %	-6,06 %	22,29 %
Från årets början	10,16 %	16,22 %	5,49 %	17,75 %
1 år	30,95 %	15,05 %	31,16 %	16,83 %
3 år	-19,58 %	21,53 %	-25,02 %	22,93 %
5 år	24,16 %	18,15 %	22,30 %	19,24 %
Från startdatum	158,01 %	15,30 %	89,60 %	17,24 %
Från startdatum per annum	11,47 %		7,61 %	

Kostnader, nyckeltal	1.7.2009-30.6.2010
Avgifter sammanlagt (TER) %	1,28 %
Avkastningsbunden provision	0,52 %
Transaktionskostnader %	0,05 %
Totalkostnadsandel (TKA) %	1,32 %
Portföljens omsättningshastighet	-17,63 %
Tracking error	8,77 %
Förmedlingsarvoden betalda till företag inom samma koncern	0,00 %
Storlek	15 768 436 €
Närkretsens ägarandel (30.6.2010)	15,17 %

“Under andra kvartalet gjorde jag inte en enda affär i vår portfölj! Bristen på aktivitet betyder inte att portföljförvaltaren har varit lat. Tvärtom är minimal aktivitet det optimala (fastän det är sällsynt). Onödiga affärer kostar alltid, dels i form av handelskommissioner och framförallt i form av “spread” mellan aktiernas köp- och säljnoteringar. Därför försöker jag undvika onödig aktivitet.”

VÄRDEPAPPERSPLACERINGAR 30.6.2010

	Antal aktier	Aktiekurs valuta	euro	Marknads- värde EUR	Andel av fonden
Vacon	40000		33,89	1 355 600	8,6%
Lassila & Tikanoja	65000		13,21	858 650	5,4%
Nokian Tyres	42000		20,27	851 340	5,4%
Tulikivi	585690		1,35	790 682	5,0%
Tieto	55000		13,85	761 750	4,8%
Stockmann B	27000		25,11	677 970	4,3%
Exel Composites	110000		5,20	572 000	3,6%
Konecranes	18000		21,64	389 520	2,5%
Vaisala	20000		18,85	377 000	2,4%
Ekokem A+B	7400		30,00	222 000	1,4%
Inhemska aktier				6 856 512	43,5%
Air Liquide	12844	83,30	83,30	1 069 905	6,8%
Handelsbanken A	50000	191,10	20,06	1 002 771	6,4%
Hennes & Mauritz	44000	214,40	22,50	990 030	6,3%
Fastenal	23000	50,49	41,10	945 275	6,0%
Seco Tools	90000	90,20	9,47	851 961	5,4%
Progressive	43000	18,91	15,39	661 888	4,2%
Costco	14000	55,63	45,28	633 960	4,0%
Automatic Data Processing	18000	40,40	32,89	591 941	3,8%
Harley-Davidson	31000	23,14	18,84	583 915	3,7%
HHLA	19000	26,20	26,20	497 800	3,2%
State Street	10000	33,95	27,64	276 353	1,8%
Utländska aktier				8 105 801	51,4%
SUMMA aktier				14 962 312	94,9%
Nettokassa				806 124	5,1%
FONDENS VÄRDE				15 768 436	100,0%
Antal andelar (A-korrigerat)				611 162,36	
Värde per A-andel				25,8007	

FONDENS UTVECKLING

Euforin på aktiemarknaden lugnade sig under andra kvartalet och vårt jämförelseindex sjönk för omväxlings skull med 6,1%. Många marknadskommentatorer berättade att det berodde på euroländernas kris etc. men för att hålla rätt perspektiv bör man notera att indexet faktiskt har stigit med 5,5% sedan årsskiftet, vilket är något mer än normalt.

Phoebus klarade sig bättre än sitt jämförelseindex och sjönk med 2,4% under kvartalet. Också från årets början har fonden slagit index och stigit med 10,2%. Sedan start har Phoebus stigit med 158,0% samtidigt som vårt jämförelseindex har stigit med 89,6%.

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

Under andra kvartalet gjorde jag inte en enda affär i vår portfölj! Vi fick visserligen en stor del av årets dividender under kvartalet, men andelsägarna löste samtidigt in 0,6% av fonden (netto). Sålunda ökade vår kassa endast marginellt (till 5,1% av fonden), trots att jag inte köpte några aktier åt oss.

Bristen på aktivitet betyder inte att portföljförvaltaren har varit lat. Tvärtom är minimal aktivitet det optimala (fastän det är sällsynt). Onödiga affärer kostar alltid, dels i form av handelskommissioner och framförallt i form av "spread" mellan aktiernas köp- och säljnoteringar. Därför försöker jag undvika onödig aktivitet.

OM AVKASTNING OCH RISK

Såsom de flesta andelsägare säkert redan vet tycker jag inte att kortare perioder än 3-4 år har någon större betydelse då man utvärderar aktiefonders avkastning. Marknadens och de enskilda aktiernas slumpmässiga svängningar är helt enkelt så stora att man inte kan dra några pålitliga slutsatser av en fonds kortvariga avkastningshistorik.

Även då man granskar fonder på längre sikt bör man vara uppmärksam. För Phoebus del vill jag speciellt poängtera att 1) Phoebus är inte en Finlandsfond och 2) min placeringsstil inverkar sänkande både på Phoebus risk och dess förväntade avkastning (åtminstone i teorin).

Phoebus klassificeras ofta som en Finlandsfond, men det berättar nog mer om klassificerarna än om fonden. Min målsättning är på längre sikt att i medeltal placera ungefär som vårt jämförelseindex, alltså tre fjärdedelar i Finland och en fjärdedel utomlands. Därför har jag konstruerat vårt jämförelseindex just så. Just nu är 44% av Phoebus i finska aktier, 51% i utländska aktier och 5% är fondens kassa.

Sedan fonden startade har det finska viktbegränsade generalindexet inklusive dividender stigit med 125% eller 9,8% per år. Världsindex inklusive dividender har i euro stigit med bara 7% eller 0,8% per år. Phoebus har klarat sig bra också jämfört med det finska indexet, men det är inte en korrekt måttstock. I normalfall skulle jag antaga att skillnaden i avkastning mellan Finland och resten av världen inte är så stor som den hittills under Phoebus historia har varit, men de realiserade siffrorna utvisar att placeraren bör vara noggrann för att undvika att jämföra äppel och päron.

Min andra poäng är kanske ännu viktigare. Jag är ganska försiktig som placerare och som de flesta andelsägare vet innehåller vår portfölj till största delen aktier i bolag som jag upplever vara av hög kvalitet och vars balansräkningar är utomordentligt starka. Såväl våra bolags

operativa risker som deras finansiella risker är därför lägre än genomsnittet.

I vår rapport 4/2003 berättade jag att Phoebus lägre risk jämfört med marknaden syntes i att fonden hade gått sämre än marknaden 70% av de dagar då marknaden stigit och att fonden gått bättre än marknaden 80% av de dagar då marknaden sjunkit. Det att fonden svänger mindre än marknaden förklaras delvis av att en del av våra placeringar är illikvida (och av fondens kassa) men den största förklaringen är nog att vi placerar i företag vars risker är lägre än genomsnittet.

Fonden hade då fungerat i bara 555 dagar. Jag beslöt uppdatera siffrorna då vi nu har en fyra gånger så lång historia (2193 dagar). Resultatet är mycket liknande. Phoebus har under sin historia släpat efter marknaden 65% av de positiva dagarna och gått bättre än marknaden 69% av de negativa dagarna. Under den senare 1638 dagars perioden var siffrorna 64% och 65%.

Phoebus profil har alltså normaliserats en aning, dels för att vi har fler likvida placeringar och dels för att kassan har varit mindre än tidigare. Dels kanske också för att diversifieringen har varit bättre än tidigare. Fonden är dock fortfarande helt klart en lågriskfond i förhållande till sitt jämförelseindex. Jag strävar till att den så skall förbli.

(Det är skäl att poängtera att jag med låg risk här menar endast marknadskänslighet. Den är låg i Phoebus, men samtidigt bidrar fondens dåliga diversifiering med en annan typ av risk, som i Phoebus är betydligt större än normalt. Därför tycker jag inte att man skall placera en särskilt stor andel av sin totala förmögenhet i Phoebus.)

En lägre risk än marknaden kan låta positivt, men det är skäl att minnas att det innebär att också fondens förväntade avkastning är lägre än marknadens. Åtminstone borde det vara så, enligt finansiell teori. Våra stabila bolag är sällan de största kursraketerna, utan de utvecklas (förhoppningsvis) stabilt tråkigt. Jag är därför lite förvånad över hur bra fonden under årens lopp har avkastat i förhållande till sitt jämförelseindex.

På dagsnivå (2193 observationer) har Phoebus visserligen förlorat mot index lika ofta som den slagit det. På månadsnivå (105 observationer) har fonden slagit index 53% av tiden, på kvartalsnivå (35 observationer) slagit index 57% av tiden och på årsnivå (8 observationer) slagit index 75% av tiden.

Förvänta er inte att detta nödvändigtvis skulle fortsätta. Att utvärdera en fond på basen av dess historia är aldrig särskilt tillförlitligt och speciellt med så här kort data (Phoebus har fungerat i bara 8,7 år) är det snarast finansunderhållning utan någon statistisk betydelse.

Men ifall ni under sommaren skulle roa er med att jämföra fonder istället för att fiska, jämför då Phoebus med dess jämförelseindex (75% Finland och 25% världen), inte med Finlandsfonder. En sådan är den inte.



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



Då jag senast presenterade vårt avfallshanteringsbolag Lassila & Tikanoja i rapporten 4/2007 berättade jag att aktiens risk var högre än normalt på grund av dess höga värdering.

Bolagets resultat hade inte ökat på fyra år, men den höga värderingen visade att placerarna förväntade sig att investeringarna snart skulle synas också på sista raden i resultaträkningen.

Jag frågade också om bolaget eventuellt hade för många järn i elden, då det strävade efter att expandera på så många fronter samtidigt (köpet av Biowatti, städning i Sverige, avfallshantering i Lettland, städning i Moskva och avfallshantering i Moskva). Det gick inte länge förrän L&T öppnade en sjätte tillväxtfront, då det grundade Recoil, som re-raffinerar återvunna smörjeoljor, tillsammans med det finska bolaget EcoStream.

Min oro visade sig tyvärr befogad. L&T:s resultat har inte nämnvärt förbättrats sedan 2007, så placerarnas tålamod har börjat ta slut. Aktiekursen har på två och ett halvt år inklusive dividender sjunkit med en tredjedel (Phoebus har sjunkit med 9%). Biowatti och Recoil har varit stora besvikelser, och de övriga tillväxtingsatsningarna har inte varit stora succéer.

Men allt är inte dystert. L&T berättade på våren att bolaget förhandlar om att sälja sin del av Recoil till EcoStream. Om affären blir av kommer den att ge L&T bättre fokus och stabilare resultat och samtidigt en stor försäljningsvinst. L&T:s stora investering i en ny återvinningsanläggning i Kervo blir färdig på hösten, vilket torde bidra positivt till resultatet nästa år. Även de övriga tillväxtprojekten verkar vara bättre under ledningens kontroll än tidigare och det verkar som om styrelsen skulle ha insett att bolagets tillväxt förutom i omsättningen bör synas också i resultatet.

Aktiens lägre värdering har minskat risken i vår placering betydligt. Med dagens kurs (13.21e) värderas L&T på fjolårets siffror till P/E 15,5x. Skuldfritt P/E med normala skatter är 16,9x. Dessa multiplar är relativt normala för ett inte särskilt konjunkturkänsligt bolag som verkar i en växande bransch. Men de är alltså normala då man beräknar dem på fjolårets resultat, som inte var normalt utan sämre än genomsnitt. Det finns med andra ord potential då Jari Sarjo och hans trupper får ordning på resultatet.

Och varför skulle de inte få det? Jag berättade senast att jag tycker L&T:s ledning är exceptionellt duktig och min åsikt har inte förändrats fastän resultatet inte har ökat. De strategiska åtgärderna för att öka bolagets fokus verkar vettiga och jag blev igen övertygad om ledningens kvalitet då jag träffade Jari Sarjo i början av mars och i slutet av april.

Som jag berättade i senaste rapport äger vi nu i avfallshanteringsbranschen även aktier i Ekokem. Det skall inte ses som ett tecken på att mitt förtroende för L&T skulle ha minskat. Tvärtom – bolagets potential är intakt och riskerna i vår placering är idag betydligt mindre än för två och ett halvt år sedan.



Även om den största delen av Phoebus bolag är mycket stabila så har vi också några mer riskfyllda placeringar. En av dem är världens mest kända motorcykeltillverkare Harley-Davidson. En motorcykel är en (onödig) lyxprodukt, så konjunkturerna inverkar mycket kraftigt på efterfrågan. Dessutom har H-D en stor kundfinansieringsverksamhet som har för finansbranschen typiska refinansierings- och kreditrisker.

Då jag senast presenterade H-D i rapporten 3/2007 hade motorcykelmarknaden i USA redan sjunkit och jag antog att den fortsätter sjunka på grund av den svaga ekonomin. Jag hade mer rätt än jag önskade: marknaden har sedan dess sjunkit med -45%. H-D:s marknadsandel har stigit lite och är för tillfället 53% men H-D:s försäljning i USA har ändå sjunkit med -41%. I Europa har marknaden sjunkit med -20% och H-D:s försäljning har ökat marginellt.

Dessutom har bolaget, som jag berättade senast, försökt minska lagren hos sina återförsäljare och därför producerat färre motorcyklar än vad som säljs. Det faktum att H-D trots konjunkturen har nått sina lagermål tycker jag är ett bevis på bolagets kvalitet. Under de tre senaste åren har de globala lagren minskat med 37.000 motorcyklar eller ungefär lika mycket som de ökade under den föregående treårsperioden.

En ny VD har lett till ytterligare turbulens. Jim Ziemer pensionerade sig efter 40 år hos H-D och till hans efterträdare rekryterades Keith Wandell, som var andre man på Johnson Controls. Jag är inte speciellt förtjust i att chefer rekryteras externt men Johnson Controls är ett mycket bra bolag, så Wandells bakgrund verkar åtminstone lovande.

Den nya ledningen har snabbt fokuserat H-D:s strategi och bestämt att lägga ner tillverkningen av Buell-motorcyklar samt sälja MV Augusta som köptes 2008. Jag tycker dessa beslut verkar vettiga. H-D:s konkurrensfördelar ligger ju i varumärket Harley-Davidson. På kort sikt förorsakade strategibytet visserligen extra kostnader för 2009 och 2010.

Trots allt detta gjorde H-D exklusive finansbolaget i fjol en rörelsemarginal på 7,3% (utan omstruktureringkostnader hade den varit 12,5%). Det är förstas klart sämre än de goda årens marginaler på 23-24% men med beaktande av omständigheterna tycker jag det är ett fantastiskt resultat, som visar att bolaget är av hög kvalitet.

Sedan senast har aktiekursen i dollar halverats, trots att den redan då hade sjunkit med 34%. Kursen är alltså nu en tredjedel av vad den var år 2006, och den var inte exceptionellt hög i förhållande till resultatet ens då. Den största orsaken till den usla utvecklingen torde vara att placerarna är rädda för H-D:s finansbolags risker. De har dock minskat betydligt under det senaste året, och refinansieringen är inte längre något problem. Jag hoppas trots det att den nya ledningens strategi innehåller en plan på att sälja även finansbolaget, så snart det ekonomiska läget möjliggör det inom några år.

Jag skrev senast att man inte skall se köpet av H-D som något tecken på portföljförvaltarens annalkande medelålderskris, då jag köpte aktier och inte en motorcykel. Sedermera har jag även köpt en motorcykel, men H-D är fortfarande inte en emotionell utan en helt rationell placering. Bolagets problem beror på konjunkturerna, och konjunkturer kommer och går. Men hur många skulle tatuera till exempel L&T:s logo på sin arm?