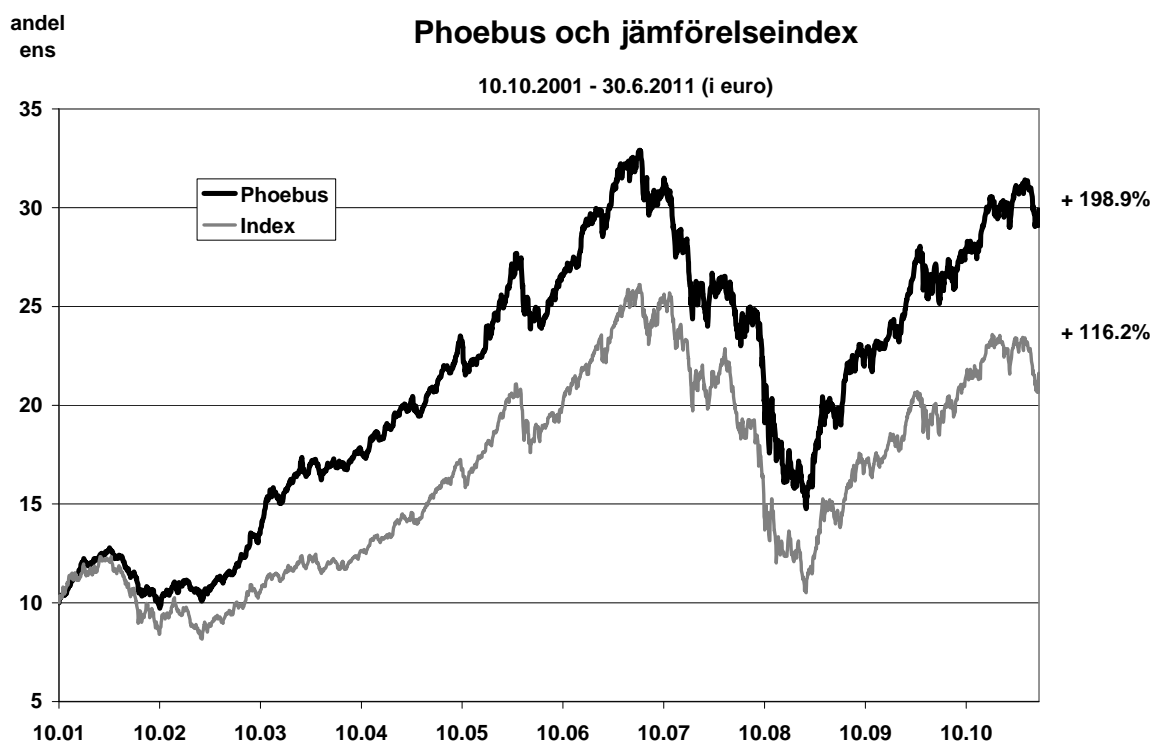


Seligson & Co Phoebus

Kvartalsrapport 2 / 2011



Avkastning och risk	Fonden		Jämförelseindex	
	Avkastning	Volatilitet	Avkastning	Volatilitet
30.06.2011			75% OMX Helsinki Cap GI, 25% MSCI AC World NDR	
3 mån.	-1,96 %	10,22 %	-6,16 %	14,13 %
Från årets början	-0,09 %	11,40 %	-5,66 %	13,09 %
1 år	15,86 %	11,68 %	14,05 %	12,93 %
3 år	24,22 %	20,24 %	10,25 %	21,62 %
5 år	20,33 %	18,04 %	14,53 %	19,30 %
Från startdatum	198,93 %	14,97 %	116,24 %	16,85 %
Från startdatum per annum	11,92 %		8,25 %	

Kostnader, nyckeltal	1.7.2010- 30.6.2011
Avgifter sammanlagt (TER) %	0,96 %
Avkastningsbunden provision	0,20 %
Transaktionskostnader %	0,02 %
Totalkostnadsandel (TKA) %	0,98 %
Portföljens omsättningshastighet	-7,95 %
Tracking error	7,24 %
Förmedlingsarvoden betalda till företag inom samma koncern	0,00 %
Storlek	19 104 677 €
Närkretsens ägarandel (30.6.2011)	14,32 %

Ledningsförändringarna i Tieto och L&T innebär att jag under de närmaste åren lite mer än vanligt måste fundera på bolagens roll i vår portfölj. Men en ännu viktigare fråga är huruvida ledningens kvalitet överhuvudtaget kan vara ett vettigt placeringskriterium, om ledningen byts ut flera gånger under en placeringshorisont?

VÄRDEPAPPERSPLACERINGAR 30.6.2011

	Antal aktier	Aktiekurs valuta	euro	Marknads- värde EUR	Andel av fonden
Vacon	40000		43,18	1 727 200	9,0%
Nokian Tyres	42000		33,96	1 426 320	7,5%
Exel Composites	110000		8,10	891 000	4,7%
Lassila & Tikanoja	65000		12,08	785 200	4,1%
Tieto	55000		11,40	627 000	3,3%
Tulikivi	585690		0,93	544 692	2,9%
Stockmann B	27000		19,30	521 100	2,7%
Konecranes	18000		27,93	502 740	2,6%
Ekokem	12000		39,00	468 000	2,4%
Vaisala	20000		22,35	447 000	2,3%
Inhemska aktier				7 940 252	41,6%
Air Liquide	12844	97,71	97,71	1 254 987	6,6%
Fastenal	46000	36,02	24,89	1 144 835	6,0%
Handelsbanken A	51500	193,10	21,07	1 085 187	5,7%
Hennes & Mauritz	45500	215,10	23,47	1 067 989	5,6%
Seco Tools	93000	103,90	11,34	1 054 419	5,5%
Harley-Davidson	31000	39,42	27,24	844 345	4,4%
Costco	14000	80,03	55,30	774 145	4,1%
Automatic Data Processing	18000	52,54	36,30	653 437	3,4%
Progressive	43000	21,26	14,69	631 645	3,3%
HHLA	19000	29,60	29,60	562 400	2,9%
Strayer Education	5000	124,48	86,01	430 042	2,3%
Utländska aktier				9 503 432	49,7%
SUMMA aktier				17 443 683	91,3%
Nettokassa				1 660 994	8,7%
FONDENS VÄRDE				19 104 677	100,0%
Antal andelar (A-korrigerat)				639 106,35	
Värde per A-andel				29,8928	

FONDENS UTVECKLING

Det andra kvartalet blev ganska trist då Nokias kris drabbade Helsingforsbörsen och Greklands kris gjorde placerarna runtom världen nervösa (eller rättare sagt kanske närmast spekulaterna blev nervösa). Phoebus värde sjönk med -2,0% och vårt jämförelseindex sjönk med -6,2%.

Sedan årets början har Phoebus sjunkit med -0,1% och vårt jämförelseindex med -5,7%. Sedan start har fonden stigit med 198,9% och jämförelseindexet har stigit med 116,2%.

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 kvartalet förändrades inte de bolag vi äger. Jag ökade vårt innehav lite i vissa av våra gamla bolag (Handelsbanken, H&M, Seco Tools och Strayer Education) då fonden fick nya pengar både genom dividender och teckningar.

Även efter köpen ökade dock kassan från 6,8% till 8,7% av fondens värde. Detta är något för mycket för min smak – Phoebus är ju en aktiefond – så jag kommer småningom att köpa mer aktier. Inte nödvändigtvis i nya bolag, de gamla fungerar fortfarande också bra!

FÖRVALTARNA BYTS UT

Phoebus långvariga ägare vet att jag framförallt betonar företagsledningens kvalitet då jag gör placeringar. Därför var kvartalets största nyheter att Tietos VD Hannu Syrjälä fick gå i april och att L&T:s VD Jari Sarjo fick gå i juni.

Varför är ledningen då så viktig? För att vi inte idag på något sätt kan veta vilka möjligheter och vilka utmaningar våra bolag kommer att stöta på under de kommande 10-15 åren. Därför måste vi kunna lita på våra bolags ledning – både den verkställande ledningen och styrelsen. Företagsledarna är våra egentliga "portföljförvaltare".

En annan aspekt som berör företagsledningen (speciellt styrelsen) är aktionärsvänlighet. Jag vill att våra bolagspartners uppskattar oss som minoritetsägare och att de inte faller för frestelsen att berika sig på vår bekostnad. Sådant har ju faktiskt hänt i vissa bolag de senaste åren, då aktieserier med olika rösträtt har slagits samman i andra förhållanden än 1:1. Det är tillräckligt svårt att bli rik på aktier även om du inte har kumpaner som försöker råna dig.

Ledningsförändringarna i Tieto och L&T innebär att jag under de närmaste åren lite mer än vanligt måste fundera på bolagens roll i vår portfölj. Men en ännu viktigare fråga är huruvida ledningens kvalitet överhuvudtaget kan vara ett vettigt placeringskriterium, om ledningen byts ut flera gånger under en placeringshorisont?

Vi äger idag aktier i 21 bolag. Av dessa är ett (Tieto) i skrivande stund utan permanent VD. De övriga bolagens VD:ar har suttit i fem år (medianvärde). Av ledarna har 11 anställts internt och 9 från något annat än sitt nuvarande bolag.

Jag undersökte våra bolags VD-historik minst 20 år tillbaka. Endast Costco har idag samma VD som för 20 år sedan. Nio av våra bolag har haft två ledare under 20 år (Vacon, Nokian Tyres, Stockmann, Konecranes, Air Liquide, Fastenal, Progressive, HHLA och Strayer). Fem av bolagen har haft tre ledare (Exel, Ekokem, Vaisala, Handelsbanken och ADP). Och sex av bolagen har haft fyra ledare (L&T, Tieto, Tulikivi, H&M, Seco Tools och Harley-Davidson).

Jag tycker det är klart att fyra ledare på 20 år är för många. I familjebolagen H&M och Tulikivi förklarar antalet förutom av felrekryteringar också av generationsskiptenas tidtabell, men åtminstone L&T, Tieto, Seco Tools och H-D har bytt ledning alltför ofta för min smak. Alla fyra har också senast anställt sin VD externt. En slump månntro?

Av de åtta av våra företagsledare som har suttit längst anställdes ursprungligen bara två externt. De övriga sex anställdes internt. Jag har tyckt mig märka att bra bolag typiskt tenderar att anställa sina ledare internt oftare än genomsnitt. Headhunters tycker förstås helt annorlunda ...

Varje bolag har sina unika konkurrensfördelar och en unik företagskultur som baserar sig just på dessa fördelar. För att kunna utveckla bolaget måste man förstå och utnyttja dem. Även en extern VD kan lyckas med detta – goda exempel är Vesa Laisi på Vacon och Robert Silberman på Strayer Education – men med en extern VD tappar man mycket tempo, och resultatet är långtifrån alltid lyckat. Och vad kunde vara mer motiverande för en ung talang än att veta att hon med ett gott jobb någon dag kan få leda hela företaget?

Därför är det kanske ännu viktigare än att se på vem som våra bolag har rekryterat att se på hur de rekryterar. Under hela sin historia har H&M, Costco, ADP, Fastenal och Progressive aldrig rekryterat sin VD utifrån. Ej heller Handelsbanken, Air Liquide eller Stockmann åtminstone under de senaste 25-30 åren. De här är bolag i min smak.

Mina exempel visar att våra bästa bolag inte hela tiden byter företagsledning, utan de agerar långsiktigt. I bästa fall så långsiktigt att nästa generation företagsledare växer upp inom bolaget. Även om utvärdering av företagsledare är subjektivt och allt annat än enkelt tycker jag fortfarande att det är en mycket viktig del av Phoebus portföljförvaltning. Faktiskt vårt viktigaste enskilda placeringskriterium, trots några enstaka motgångar.



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

VAISALA

Då jag senast preenterade Vaisala för två och ett halvt år sedan i rapporten 4/2008 hoppades jag att resultatet skulle utvisa att den nya VD:n Kjell Forséns förändringsprocess var på rätt väg då jag nästa gång presenterar bolaget. Så har tyvärr inte skett. Siffrorna har nog förändrats, men inte åt det håll jag hade hoppats.

Forsén rekryterades 2006 från Ericsson. Följande år gick ännu enligt gammalt mönster. Den mest synliga förändringen var sju nya chefsutnämningar. Av dem rekryterades fem externt. Av dem jobbar idag bara en inom Vaisala. Med efterklokhet kan vi alltså konstatera att rekryteringarna misslyckades ganska totalt. Det är kanske inte så förvånande, då en externt rekryterad VD börjar sitt jobb med att externt rekrytera medarbetare.

Till Forséns första åtgärder hörde också att introducera en ny, mer kundinriktad strategi istället för den gamla produktfokuserade strategin samt att introducera en därtill hörande matrisorganisation (2007-2008). Och att bygga ett nytt ERP-datasystem (2007-2012), ett nytt huvudkontor (2008-2011) och att göra produktutbudet mer modulärt. Alla dessa förändringar kostade förstås pengar. Speciellt ERP-systemet, vars ibruktagning i Finland förorsakade Vaisala mycket stora leveransproblem under 2010.

Finanskrisen som slog till mitt i förändringsprocessen gjorde förstås inte heller Forséns uppgift lättare. Vaisalas rörelseresultat var i fjol 70% lägre och resultatet per aktie 62% lägre än då Forsén började på hösten 2006. Aktiekursen har givetvis reagerat på det usla resultatet och har sjunkit med -18%. Inklusivt dividender har aktien avkastat -6% då Phoebus samtidigt har avkastat +13% och vårt jämförelseindex +9%.

Vaisala har alltså inte ännu varit någon god placering. Jag tycker att pudelns kärna är: Har Forsén lyckats utveckla bolaget med sina förändringar, eller har han bara lyckats skapa kaos i ett före detta mycket välskött bolag?

Tyvärr kan jag inte ännu ge ett definitivt svar. Vi äger ju Vaisala, så jag har röstat för Forsén med våra pengar. Jag tror att de senaste årens problem beror mer på intern ineffektivitet under förändringsprocessen än på finanskrisen. Jag tror också att förändringarna har dragit ut på tiden främst för att rekryteringarna i början misslyckades. Men jag tycker samtidigt att jag börjar se de första positiva tecknen:

I fjol lanserade Vaisala fler nya produkter än någonsin. Huvudkontoret blev färdigt i maj och ERP-systemets mest kritiska fas bör vara förbi. Organisations- och personalförändringarna verkar ha avtagit. Åtminstone trodde jag så innan Vaisala i skrivande stund anställde en ny ekonomichef utifrån.

Bolagets marknadsposition är fortfarande mycket stark. I maj vann Vaisala World Meteorological Organization's globala radiosondtest. Då kostnaderna för förändringsprocessen minskar borde bolaget ha alla förutsättningar att betydligt förbättra sitt resultat, till och med till historiska toppnivåer. På kort sikt kommer dock katastrofen i Japan att tära på resultatet.

Då jag nästa gång presenterar Vaisala om cirka tre år hoppas jag att siffrorna utvisar att mitt förtroende för Forsén inte har varit missriktat. Skulle så inte ske denna gång heller, är det säkert tid att dra konkreta slutsatser. Men ännu tycker jag inte att tiden är mogen för det.

Handelsbanken

Ibland kan de bästa placeringarna verka riktigt tråkiga under ganska långa perioder. Då jag för tre år sedan presenterade Handelsbanken i rapporten 2/2008 såg bankens siffror nästan exakt lika ut som de gör idag. Från 2007 till 2010 sjönk Handelsbankens resultat efter skatt med -0,4% och resultatet per aktie sjönk med -2%. Aktiekursen har sjunkit med -7% så värderingen har sjunkit något. P/E-talet är 11,4x som jag tycker är ganska resonligt.

Det är dock skäl att notera att inom denna period föll en global finanskris som stälpte ett antal stora, renommerade banker. Handelsbanken skälvde inte märkbart. Det är alltså inte så konstigt att nyhetsbyrån Bloomberg i maj valde Handelsbanken till världens näststarkaste bank. Ännu viktigare är att marknaden är av samma åsikt. Handelsbankens sk. Credit Default Swap –spread, som mäter räntemarknadens bedömning av bankens konkursrisk, är den lägsta av alla Europas banker.

Då vi synar Handelsbankens siffror noggrannare märker vi att banken faktiskt har förstärkt under finanskrisen – utan externt tillfört kapital. Primärkapitalet (Tier I) beräknat enligt de gamla Basel I –reglerna var i fjol 7,2% och för tre år sedan 6,1%. Under de mer svårtolkade Basel II –reglerna var fjolårets siffra 16,5% och för tre år sedan 10,6%.

Trots att banken målmedvetet har förstärkt sin kapitalisering har den inte glömt sina ägare. Handelsbanken har sedan 2007 delat ut 37,50 kronor per aktie i dividend. Aktiens totalavkastning i euro har därmed varit 17% samtidigt som Phoebus har avkastat 6% och vårt jämförelseindex har sjunkit med -7%. Handelsbanken har alltså även under finanskrisen lyckats ge positivt mervärde åt Phoebus.

Mest gillar jag att strategin är så konsekvent. I fjol nådde Handelsbanken sitt mål – en bättre avkastning på det egna kapitalet än konkurrenternas – för 39:e året i rad! Och det är viktigt att notera att målet inte har nåtts genom att ta mer risk än konkurrenterna. Faktiskt tvärtom, som jag utvisade ovan.

Istället försöker Handelsbanken nå sitt mål genom att ha branschens lägsta kostnader och nöjdaste kunder. I båda fallen hjälper den extremt decentraliserade organisationen – kontoret är banken. Detta är vettigt. Det är betydligt lättare för ett enskilt kontor att hålla efter kostnaderna och hålla sina kunder nöjda med lokala medel än på basen av dekret från något elfenbenstorn i fjärran. Handelsbanken hade igen i fjol de nöjdaste kunderna av storbankerna för 22:a året i rad.

Bäst hör man ibland sanningen från konkurrenterna. Sampos chef Kari Stadigh sade på Sampos kapitalmarknadsdag i London 1.6.2011 (fritt översatt):

”Handelsbanken är inte en plattform för något större. Det är ett nästan religiöst sätt att leda en nordisk bank. Man kan bara följa den strategi de redan har. Ingen kan någonsin köpa dem. Den filosofi de leder banken med går inte att fusionera med någon annan bank.”

För en långsiktig placerare som mig var hans ord nästan den största möjliga komplimang som man kan ge Handelsbanken.