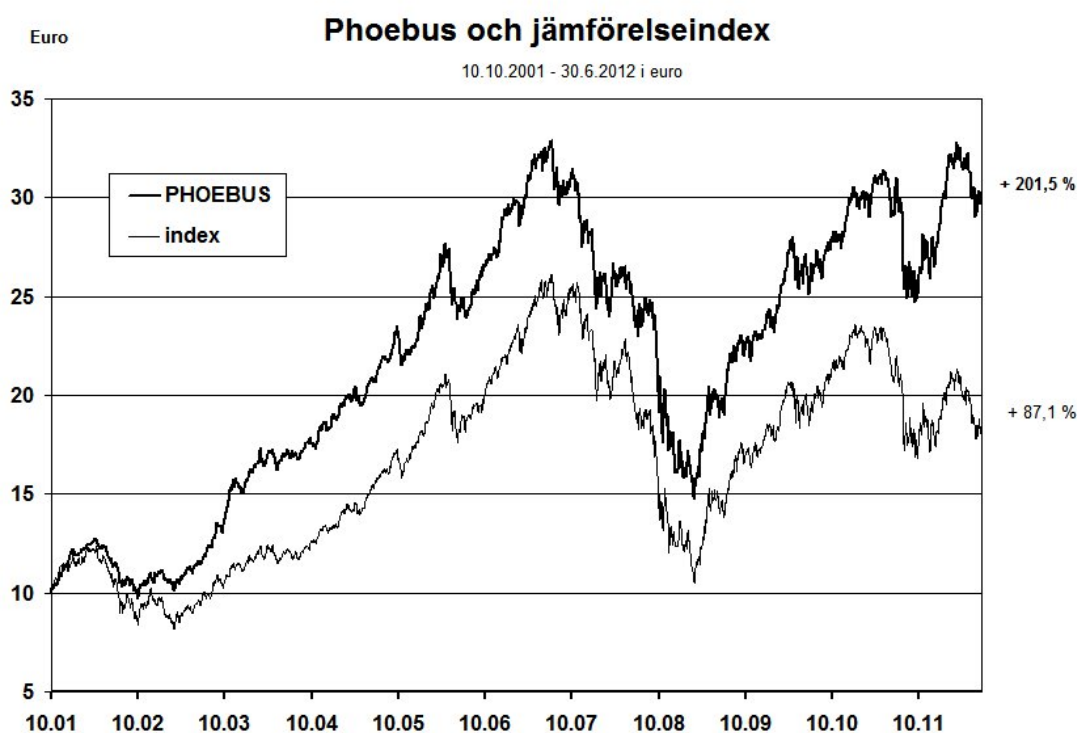


# Seligson & Co Phoebus

## Kvartalsrapport 2 / 2012



Avkastning och risk	Fonden		Jämförelseindex	
	30.6.2012		75% OMX Helsinki Cap GI, 25% MSCI AC World NDR	
	Avkastning	Volatilitet	Avkastning	Volatilitet
3 mån.	-6,46 %	13,96 %	-10,17 %	20,71 %
Från årets början	8,39 %	12,38 %	1,94 %	18,47 %
1 år	0,85 %	18,75 %	-13,46 %	23,28 %
3 år	53,01 %	15,42 %	29,45 %	18,19 %
5 år	-6,03 %	19,37 %	-26,00 %	21,37 %
10 år	165,13 %	15,70 %	76,48 %	17,69 %
Från startdatum	201,47 %	15,36 %	87,14 %	17,55 %
Från startdatum per annum	10,83 %		6,02 %	

Kostnader, nyckeltal	1.7.2011 – 30.6.2012
Avgifter sammanlagt (TER) %	1,50 %
Avkastningsbunden provision	0,74 %
Transaktionskostnader %	0,03 %
Totalkostnadsandel (TKA) %	1,53 %
Portföljens omsättningshastighet	-8,28 %
Tracking error	10,21 %
Förmedlingsarvoden betalda till företag inom samma koncern	0,00 %
Storlek	21 402 748 €
Närkretsens ägarandel (30.6.2012)	12,92 %

*"En långvarig andelsägare frågade mig nyligen vem som sköter portföljen då jag har semester? Frågan är både aktuell och mycket bra, då den tangerar såväl förvaltarens arbetsuppgifter som min placeringsstil."*

**VÄRDEPAPPERSPLACERINGAR 29.6.2012**

	<b>Antal aktier</b>	<b>Aktiekurs valuta</b>	<b>euro</b>	<b>Marknads- värde EUR</b>	<b>Andel av fonden</b>
Nokian Tyres	42000		29,57	1 241 940	5,8%
Vacon	36000		34,13	1 228 680	5,7%
Fortum	78000		14,66	1 143 480	5,3%
Lassila & Tikanoja	111700		9,30	1 038 810	4,9%
Exel Composites	111500		6,60	735 900	3,4%
Stockmann B	46500		15,48	719 820	3,4%
Konecranes	35000		20,17	705 950	3,3%
Tieto	55000		12,58	691 900	3,2%
Oriola-KD B	350000		1,91	668 500	3,1%
Tikkurila	47487		13,16	624 929	2,9%
Ekokem A+B	12000		38,90	466 800	2,2%
Vaisala	20000		15,00	300 000	1,4%
Tulikivi	585690		0,50	292 845	1,4%
<b>Inhemska aktier</b>				<b>9 859 554</b>	<b>46,1%</b>
Air Liquide	15470	88,30	88,30	1 366 001	6,4%
Handelsbanken A	53000	222,70	25,41	1 346 617	6,3%
Hennes & Mauritz	47000	245,00	27,95	1 313 748	6,1%
Harley-Davidson	31000	44,68	35,49	1 100 056	5,1%
Costco	14000	92,92	73,80	1 033 182	4,8%
Sandvik	85000	85,95	9,81	833 514	3,9%
Fastenal	26000	38,63	30,68	797 697	3,7%
Automatic Data Processing	18000	54,18	43,03	774 553	3,6%
Progressive	45000	20,62	16,38	736 955	3,4%
Strayer Education	6000	103,00	81,80	490 827	2,3%
HHLA	20000	19,89	19,89	397 800	1,9%
<b>Utländska aktier</b>				<b>10 190 950</b>	<b>47,6%</b>
<b>SUMMA aktier</b>				<b>20 050 504</b>	<b>93,7%</b>
<b>Nettokassa</b>				<b>1 352 245</b>	<b>6,3%</b>
<b>FONDENS VÄRDE</b>				<b>21 402 748</b>	<b>100,0%</b>
Antal andelar (A-korrigerat)				709 937,65	
Värde per A-andel				<b>30,1474</b>	

## FONDENS UTVECKLING

Efter ett starkt första kvartal började den europeiska skuldskrisen igen tära på placerarnas (eller rättare sagt spekulanternas) nerver under det andra kvartalet. Vårt jämförelseindex sjönk med -10,2%. Phoebus klarade sig lite bättre, andelens värde sjönk med -6,5%.

Från årets början har fonden dock stigit med 8,4% och jämförelseindexet med 1,9%, så året har hittills varit ganska bra. Från start har fonden stigit med 201,5% och jämförelseindexet har stigit med 87,1%.

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

Vår kassa var i förra rapporten 8,9% av fondens värde. Jag berättade då att det är för mycket och att jag kommer att fortsätta köpa aktier. Under andra kvartalet köpte jag aktier i 13 av våra bolag för sammanlagt 1,3 miljoner euro (6% av fonden). De största köpobjekten var Fortum, L&T, Air Liquide, Oriola-KD och Tikkurila. Hela 80% av köpen var finska aktier. Trots detta hade vi vid halvårsskiftet igen mer utländska än finska aktier, då kursutvecklingen för våra utländska innehav var klart bättre.

Inflödet av nyteckningar var under kvartalet en halv miljon (netto) och en del av vårens dividender kom först under andra kvartalet. Därför förblev kassan lite onödigt stor, 6,3% av fondens värde, trots mina aktieköp. Jag kommer alltså att fortsätta köpa aktier.

## SOMMARFÖRVALTNING

En långvarig andelsägare frågade mig nyligen vem som sköter portföljen då jag har semester? Frågan är både aktuell och mycket bra, då den tangerar såväl förvaltarens arbetsuppgifter som min placeringsstil.

Förvaltaren har i princip tre huvuduppgifter, åtminstone hos oss på Seligson & Co: dagliga rutiner, kundservice och placeringsverksamhet. Alla dessa uppgifter är lite olika och reservbemanningen därför också lite olika.

Av de dagliga rutinerna är den mest arbetsdryga att dagligen granska fondens värdeberäkning. Då jag är på plats gör jag det själv. Men även då jag inte har semester är jag inte alltid vid mitt skrivbord. Är jag inte på plats granskar indexfondförvaltarna Phoebus.

Av kundservicen ansvarar portföljförvaltaren bland annat för texten i dessa kvartalsrapporter. Därför är jag aldrig på semester i början av juli. Jag skriver själv också Phoebus blogg, men bloggen är ju inte någonsin i realtid, så på sommaren tar den helt enkelt paus i några veckor. Daglig kundservice, som gäller teckningar, inlösningar, kundkontrakt etc. sköts av vår kundtjänst varje vardag kl. 9-17.

Frågan blir alltså vem som sköter fondens placeringsverksamhet då jag är på semester? Även placeringsverksamheten kan delas

upp i tre underkategorier: uppföljning av existerande innehav, planering av nya innehav och aktiehandel.

Först är det dock skäl att repetera Phoebus placeringsfilosofi. Jag strävar efter att köpa aktier i bolag som är lite bättre än genomsnitt, och sedan att äga aktierna långsiktigt. Phoebus eventuella mervärde kommer alltså inte från aktiv handel eller träffsäkra marknadsvyer, utan från att våra bolag växer lite snabbare och lönsammare än sina konkurrenter, vilket gör att vi gradvis blir mer förmögna i ungefär samma takt som våra bolag.

En av de viktigaste grundstenarna i min placeringsfilosofi är att det lönar sig att skynda långsamt. I de fall då jag börjar vara färdig att sälja någon aktie gör jag det sällan direkt, utan jag funderar i lugn och ro några veckor eller månader. På motsvarande sätt tycker jag inte att resultatvarningar är någon bra orsak att sälja (eller köpa) en aktie. Bra beslut kräver tid.

Uppföljningen av våra existerande innehav är därför inget brådsåkande. Det enda som har en konkret tidtabell är faktiskt möjligheten att träffa företagets ledning, som för en liten fonds förvaltare ofta är enklast i samband med resultatpresentationer eller kapitalmarknadsdagar. Jag brukar missa någon sådan möjlighet i juli, men de återkommer minst fyra gånger om året.

Att hitta nya placeringsidéer är, åtminstone för mig, en ganska ostrukturerad process, som kräver mera kreativitet än hårt arbete. Att vara utan internet i några veckor har ingen som helst betydelse. Nästan tvärtom, fri från dagliga rutiner tänker jag faktiskt ofta mer kreativt än när jag sitter på kontoret.

Aktiehandeln i sin tur beror på de två ovannämnda underkategorierna samt på fondens kassaflöden. I Phoebus uppstår däremot inga handelsbehov av att kurserna stiger eller sjunker, då jag inte försöker utnyttja kurssvängningar eller förutspå marknadsrörelser. Denna brist på spådomar i kombination med min "skynda långsamt -filosofi" innebär att ett plötsligt behov av handel kan uppstå endast om kunderna gör mycket stora teckningar eller inlösningar.

Våra indexfondförvaltare vet alltid då jag är borta i vilken ordning de vid behov skall sälja aktier, om fonden behöver pengar för inlösningar. Själva handeln sköter de minst lika bra som jag. Och om fonden skulle få någon jätteteckning som behöver placeras avbryter jag gärna min semester för några dagar!

Mitt sommarlov inverkar alltså egentligen inte alls på portföljförvaltningen. Jag har tidigare dragit en parallell mellan placeringsverksamhet och att se hur träden växer<sup>1</sup>. På sommaren tänker jag göra just det. Under resten av året tittar jag sedan från kontoret – och alltför sällan i våra företags fabriker – på hur våra portföljbolag växer.

Anders Oldenburg, CFA  
portföljförvaltare  
[anders.oldenburg@seligson.fi](mailto:anders.oldenburg@seligson.fi)

<sup>1</sup>

[http://www.seligson.fi/resource/phoebus\\_files\\_sve/phoebus\\_kvartalsrapport\\_4-2007.pdf](http://www.seligson.fi/resource/phoebus_files_sve/phoebus_kvartalsrapport_4-2007.pdf)



Jag märker att jag för tredje gången i följd i dessa rapporter berättar att vårt portföljbolag Tieto har en ny VD. Då jag senast presenterade bolaget i rapporten 2/2009 skrev jag att Hannu Syrjälä hade fått en lovande start. Tietos styrelse tyckte tydligen annorlunda och Kimmo Alkio, tidigare VD för F-Secure, började som VD i Tieto förra hösten.

Även Alkio tycker jag har fått en god start, om än någon grundlig utvärdering inte ännu är möjlig efter så kort tid. Åtminstone försöker han tydligt fokusera bolaget och förbättra verksamhetens kvalitet. Jag tror att Syrjälä identifierade samma problem, men Alkio går kanske ett steg längre och har åtminstone snabbt lyckats sälja den olönsamma och fullständigt perifera finansbranschverksamheten i England.

Alkios planer innebär tyvärr att 1300 anställda får gå, vilket på kort sikt säkert inte gör gott för arbetsmoralen och därför inte underlättar kvalitetsförbättringarna. Men det är nödvändigt. Omstruktureringen innebär också 50 miljoner euro i "engångskostnader". Jag använder citationstecken för att Tieto under de senaste sju åren varje år har haft engångskostnader, så man borde väl snarare tala om flergångskostnader?

Faktum är dock att efter det katastrofala året 2007 (som var före Syrjäläs tid) har Tieto varje år gjort 9-10% i driftsbidrag, betalt en stigande dividend och amorterat hälften av sin nettoskuld. Och detta inkluderar de så kallade engångsposterna. Bolaget har visserligen inte vuxit och resultatet har stampat på stället, men bolaget har ändå gjort resultat.

Jag skrev senast att värderingen är exceptionellt låg och att jag inte tycker att Tieto är något krisbolag, så jag har inte sålt våra aktier, fastän bolagets kvalitet har visat sig vara sämre än jag ursprungligen trodde. Efter detta har aktien, inklusive dividender, avkastat 50% och klart slagit Phoebus jämförelseindex, som har avkastat 30%. Phoebus har dock under samma period stigit med 53%, så Tieto har inte nu heller hört till våra bästa placeringar.

Jag tycker fortfarande att värderingen är ganska låg. Räknat på fjolårets resultat innebär dagens kurs (12,58e) ett P/E-tal på 15x, som är ganska normalt. Om vi eliminerar engångsposterna är P/E-talet 11,4x. Och då skall vi komma ihåg att bolaget i fjol ännu hade många olönsamma enheter, som inte är en del av Alkios nya strategi. Tieto borde ha god potential att förbättra sitt resultat, om bara kvalitetsproblemen kan lösas och bolagets fokus skärpas ytterligare.

På lång sikt är jag inte alls säker att Tieto passar i Phoebus portfölj. Dess konkurrensfördelar har visat sig vara klart mindre än jag ursprungligen trodde, vilket har syns som ganska dåliga resultat och brist på tillväxt. Men med beaktande av den nuvarande värderingen och det faktum att aktiens vikt i vår portfölj bara är 3,2% har jag inte ännu tyckt att det är läge att sälja aktien. Det var helt klart ett misstag av mig att köpa Tieto, men det betyder inte att vi måste sälja aktierna till vilket pris som helst.



Då jag senast presenterade vårt löneberäknings- och personaladministrationsoutsourcingbolag (vilket ord!) Automatic Data Processing i rapporten 1/2009 skrev jag att bolagets tillväxt förr eller senare kommer att synas också i aktiekursen, jag vet bara inte när. Sedan dess har aktien avkastat 77% i euro, samtidigt som vårt jämförelseindex har stigit med 63%, så ADP har äntligen gått bättre än marknaden. Aktien har dock gått sämre än Phoebus, som under samma period har stigit med 90%.

ADP:s verksamhet har däremot inte utvecklats så bra. Omsättningen har på tre år visserligen vuxit med 19% (varav en tredjedel från förvärv), men nettoresultatet har ökat med bara 8% och resultatet per aktie lite mer (11%) på grund av återköp av egna aktier. Nettokassan har ökat med en tiondedel till 1,8 miljarder dollar.

Den svaga utvecklingen är naturlig, då räntenivån har sjunkit. ADP placerar i år förutom sina egna pengar också 18 miljarder i kundmedel, som ger ADP cirka 500 miljoner i ränteintäkter, vilket representerar en fjärdedel av bolagets resultat före skatt. I en mer normal räntevärld skulle dessa medel avkasta betydligt bättre och rörelsemarginalen skulle vara högre. Även de senaste årens företagsköp har tillfälligt pressat lönsamheten något.

Periodens mest relevanta förändring i ADP skedde i november 2011, då 65-åriga Gary Butler, som hunnit vara VD i bara fem år, avgick dagen efter bolagsstämman. Liksom ADP brukar så utnämnde bolaget genast en intern efterföljare, 47-åriga Carlos Rodriguez, som har jobbat 12 år för ADP. Han blev den sjätte VD:n under bolagets 63-åriga historia.

ADP berättade att övergången var planerad, men dess plötslighet och tidpunkt förbryllade mig lite. Något senare kom det fram att Butler ett par dagar före sin avgång hade blivit arresterad av polisen på sin sommarstuga av personliga orsaker. Bolaget medgav att det kände till episoden, men hade låtit bli att nämna den för att skydda Butlers privatliv.

Jag är inte överdrivet förtjust i ADP:s sätt att kommunicera om VD-bytet. Jag var också förvånad över hur många av ADP:s anställda som anonymt jublade över Butlers avgång på diverse internet-forum. Jag hade nämligen trott att ADP var ett väl skött bolag med hög moral. Förhoppningsvis kommer detta igen att bli fallet under den nye VD:n, men jag måste säkert fundera lite mer på ADP:s företagskultur framöver än jag hittills har gjort.

Efter kursuppgången motsvarar ADP:s kurs (54,18 dollar) 20,5x resultatet för de senaste 12 månaderna. Värderingen är högre än för tre år sedan (15x) men lägre än de senaste tio årens (23x) och 20 årens (25x) medeltal. Det bör den också vara, då ADP inte längre är riktigt det tillväxtbolag som det tidigare har varit.

Eller åtminstone inte i den räntevärld vi nu lever i. Bolaget kan nog se betydligt bättre ut då de korta räntorna i något skede stiger till mer normala nivåer.