

Seligson & Co Phoebus

Kvartalsrapport 2 / 2013



| Avkastning och risk | Fonden | | Jämförelseindex | |
|---------------------------|------------|-------------|--|-------------|
| | Avkastning | Volatilitet | Avkastning | Volatilitet |
| 30.6.2013 | | | 75% OMX Helsinki Cap GI, 25% MSCI AC World NDR | |
| 3 mån. | -3,12 % | 11,99 % | -1,58 % | 14,84 % |
| Från årets början | 7,67 % | 10,18 % | 6,41 % | 12,98 % |
| 1 år | 12,83 % | 9,76 % | 19,90 % | 13,15 % |
| 3 år | 31,84 % | 13,94 % | 18,34 % | 17,15 % |
| 5 år | 41,35 % | 18,31 % | 14,40 % | 20,59 % |
| 10 år | 197,02 % | 15,49 % | 136,03 % | 17,11 % |
| Från startdatum | 240,15 % | 14,96 % | 124,38 % | 17,22 % |
| Från startdatum per annum | 11,00 % | | 7,13 % | |

| Kostnader, nyckeltal | 1.7.2012 – 30.6.2013 |
|---|----------------------|
| Årliga avgifter | 0,76 % |
| Avkastningsbunden provision | 0,51 % |
| Transaktionskostnader % | 0,03 % |
| Totalkostnadsandel (TKA) % | 1,30 % |
| Portföljens omsättningshastighet | -4,02 % |
| Tracking error | 7,90 % |
| Förmedlingsarvodena betalda till företag inom samma koncern | 0,00 % |
| Storlek | 27 055 865 € |
| Närkretsens ägarandel (30.6.2013) | 11,28 % |

"Finanskrisen 2008 gav upphov till protester mot "giriga bankirer". Politikerna har därför i fem år försökt strama åt tyglarna för finanssektorn. Detta kommer framöver sannolikt att ha vissa effekter också på Phoebus."

VÄRDEPAPPERSPLACERINGAR 28.6.2013

| | Antal aktier | Aktiekurs valuta | euro | Marknads- värde EUR | Andel av fonden |
|------------------------------|-------------------------|-----------------------------|-------------|--------------------------------|----------------------------|
| Fortum | 145000 | | 14,30 | 2 073 500 | 7,7% |
| Vacon | 36000 | | 51,25 | 1 845 000 | 6,8% |
| Lassila & Tikanoja | 115000 | | 13,60 | 1 564 000 | 5,8% |
| Nokian Tyres | 45000 | | 31,66 | 1 424 700 | 5,3% |
| Tikkurila | 68000 | | 17,30 | 1 176 400 | 4,3% |
| Oriola-KD B | 383000 | | 2,26 | 865 580 | 3,2% |
| Tieto | 57000 | | 14,77 | 841 890 | 3,1% |
| Stockmann B | 71000 | | 11,25 | 798 750 | 3,0% |
| Konecranes | 35000 | | 22,44 | 785 400 | 2,9% |
| Exel Composites | 145000 | | 5,18 | 751 100 | 2,8% |
| Vaisala | 33800 | | 19,67 | 664 846 | 2,5% |
| Ekokem A+B | 12000 | | 54,50 | 654 000 | 2,4% |
| Tulikivi | 585690 | | 0,47 | 275 274 | 1,0% |
| Inhemska aktier | | | | 13 720 440 | 50,7% |
| Air Liquide | 18000 | 94,88 | 94,88 | 1 707 840 | 6,3% |
| Handelsbanken B | 55000 | 260,60 | 29,69 | 1 632 720 | 6,0% |
| Hennes & Mauritz | 51000 | 221,80 | 25,27 | 1 288 565 | 4,8% |
| Harley-Davidson | 31000 | 53,59 | 40,99 | 1 270 779 | 4,7% |
| Costco | 14000 | 111,49 | 85,28 | 1 193 957 | 4,4% |
| Automatic Data Processing | 18000 | 69,37 | 53,06 | 955 144 | 3,5% |
| Fastenal | 26000 | 46,90 | 35,88 | 932 762 | 3,4% |
| Progressive | 45000 | 25,26 | 19,32 | 869 502 | 3,2% |
| Sandvik | 90000 | 81,00 | 9,23 | 830 429 | 3,1% |
| HHLA | 32000 | 16,51 | 16,51 | 528 320 | 2,0% |
| Strayer Education | 10000 | 47,92 | 36,66 | 366 557 | 1,4% |
| Utländska aktier | | | | 11 576 576 | 42,8% |
| SUMMA aktier | | | | 25 297 017 | 93,5% |
| Nettokassa | | | | 1 758 849 | 6,5% |
| FONDENS VÄRDE | | | | 27 055 865 | 100,0% |
| Antal andelar (A-korrigerat) | | | | 795 415,10 | |
| Värde per A-andel | | | | 34,0148 | |

FONDENS UTVECKLING

Efter att ha stigit 12 månader i sträck sjönk börserna i juni. Under andra kvartalet sjönk vårt jämförelseindex med -1,6%. Phoebus sjönk med -3,1%.

Från årets början har Phoebus stigit med 7,7%, något mer än vårt jämförelseindex (6,4%). Sedan start har Phoebus avkastat 240,1% och indexet 124,4%.

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

Vi fick under andra kvartalet knappt 400te i dividender och knappt 600te netto i nyteckningar. Jag köpte aktier i tolv av våra bolag för drygt en miljon, så kassan minskade lite.

De bolag jag köpte var: Fortum, Vaisala, Stockmann, Tikkurila, Air Liquide, Nokian Tyres, Exel Composites, Oriola-KD, Sandvik, H&M, HHLA och Tieto. Listan berättar något om hur jag ser på potentialen och risken i våra bolag. Men den berättar också om att vissa aktier har stigit mer än andra och/eller betalat mer i dividend, som jag har återinvesterat.

Kassan var i slutet av kvartalet 6,5% av fondens värde, så vi har råd att fortsätta att gradvis köpa aktier.

HEJ, VI REGLERAR!

Finanskrisen 2008 gav upphov till protester mot "giriga bankirer". Politikerna har därför i fem år försökt strama åt tyglarna för finanssektorn. Detta kommer framöver sannolikt att ha vissa effekter också på Phoebus.

Även om det verkliga problemet för nationalekonomin har varit bankernas risktagning har regleringen skärpts också för kapitalförvaltare och fondbolag. EU skapade de första spelreglerna för fonder 1985, det s.k. UCITS-direktivet. Detta utvidgades 2001 och 2009 och skall snart ändras igen. Byråkratins tillväxt accelererar.

Phoebus är dock inte en UCITS-fond utan en specialfond enligt finsk lagstiftning, som bland annat vad gäller diversifiering kan avvika från UCITS-reglerna. Ett nytt direktiv (AIFMD) har precis trätt i kraft för "alternativa" fonder. Efter en övergångsperiod innebär detta att vi antingen måste ansöka om ett nytt verksamhetstillstånd för alternativa fonder eller att Phoebus blir en UCITS-fond.

För Phoebus kunder är det ingen större skillnad. Vår portföljs riskspridning uppfyllde faktiskt i slutet av juni alla UCITS-krav, så jag skulle inte bli tvungen att göra några ändringar. Flexibiliteten att ta ett flertal större positioner skulle dock försvinna.

REGLERINGENS BIVERKNINGAR

På senare tid har det skett tre i min åsikt mycket betydelsefulla saker för finansbranschens kunder i Finland: Det **har blivit**

svårare att få lån, bostadslånens marginal har mer än trefaldigats och tre av de medelstora fondbolagen har bytt ägare. Som jag ser det är det i alla dessa fall fråga om regleringens sideeffekter.

Den ekonomiskt sett mest relevanta är svårigheten att få lån. I ett läge där Europas tillväxt annars också skulle vara låg har den av skärpt reglering förorsakade kreditbristen ytterligare förvärrat det ekonomiska läget. Detta är givetvis ett stort minus för EU:s beslutsfattare. Samtidigt gör det mig dock hoppfull att ekonomin kan förbättras snabbare än väntat då regleringen någon gång lite lättar på sitt strupgrepp om bankerna.

De som ännu får lån tvingas betala mycket mer än tidigare. Bostadslånens marginaler har mer än trefaldigats på en kort tid. Detta beror framför allt på ny riskreglering, men även byråkratin spelar en roll. Som exempel var Handelsbankens årsredovisning med bilagor för 10 år sedan 102 sidor, nu är den 291 sidor. Någon ny information som skulle var nyttig för placeringen innehåller den dock inte.

Fondernas förvaltningsavgifter har inte just stigit, sannolikt på grund av den hårda konkurrensen. Då man inte kan höja priserna men byråkratin ökar, måste man sänka kostnaderna. Jag tror detta är orsaken till de många företagsaffärer vi har sett i vår bransch.

För Phoebus del ser jag ingen orsak att vara orolig. Vår lönsamhet är god, så vi behöver inte höja avgifterna. Strukturella förändringar behöver vi inte heller. Regleringen kommer kanske att leda till vissa tekniska förändringar även i Phoebus, men jag ser inget betydelsefullt

DE BÄSTA KLARAR SIG ALLTID

Då jag har följt våra bolag har jag tyckt mig märka att om ledningen börjar tala mer om politik än om sitt företag, brukar tillväxten och lönsamheten börja lida. Bra bolag koncentrerar sig på det de kan påverka. God lönsamhet är ett absolut måste.

Min hoppfulla kommentar om att kreditkrisen kan lätta skall inte tolkas som att jag skulle tro att den gör det redan nu. Snarare tvärtom. Men Handelsbanken kommer att klara sig bra trots ytterligare reglering, för banken hör till de lönsammaste i Europa. Precis som Fastenal kommer att klara sig oberoende av industrikonjunkturen, så länge bolaget fortsätter att betjäna sina kunder bättre än konkurrenterna (se nästa sida).

Börsen svänger och jag kan inte gissa om den som nästa svänger upp eller ner. Men jag vet att de bästa bolagen klarar sig. Min uppgift som portföljförvaltare är att hitta dem till Phoebus.

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



För tre år sedan, i rapporten 2/2010 då jag senast presenterade Lassila & Tikanoja, skrev jag att aktiens risk hade minskat betydligt då värderingen hade sjunkit. Jag hade ganska rätt. Bolaget har sedan dess varit ganska kaotiskt, men ändå har aktien avkastat 16% inklusive utdelningar. På samma tid har dock vårt jämförelseindex avkastat 18% och Phoebus 32% så någon särskilt bra placering har L&T inte varit.

Jag berömde senast bolagets ledning. Dåvarande VD:n Jari Sarjo fick sparken i juni 2011, så styrelsen delade tydligen inte min åsikt. Hans efterföljare Pekka Ojanpää, som kom från Kemira, har lett L&T i mindre än två år, så honom kan jag inte utvärdera ännu. Om tre år kanske jag redan kan det.

Jag glädde mig senast åt att L&T hade avtalat att sälja sin andel i det olönsamma avfallsoljebolaget L&T Recoil. Jag jublade för tidigt, affären blev inte av. Ojanpää sålde sedan andelen förra året, men bara på pappret – L&T garanterar ännu sin andel av bolagets skulder (16me) och de aktier i köparen Ecostream som man fick som en del av köpeskillingen har visat sig vara praktiskt taget värdelösa.

Ojanpää började, liksom externt rekryterade chefer brukar, med att lägga upp en ny strategi för L&T. Så mycket nytt fanns där inte, men de viktigaste punkterna var enligt min åsikt: 1) att Biowatti klassificerades som icke-strategiskt, 2) att industriserviceverksamheten gjordes till ett separat segment och 3) att verksamheten centraliseras kraftigt. De två första punkterna tycker jag är bra, den tredje är mer tvivelaktig. För bra servicebolag, som vill vara möjligast nära sina kunder, brukar decentraliserad ledning ofta fungera bättre. Goda exempel på detta är Handelsbanken, Costco och Fastenal.

Jag hade också hoppats att den nya strategin skulle ha varit mer fokuserad. Jag påstod senast att L&T hade för många järn i elden, och detsamma gäller ännu. Jag är dock ganska säker på att t.ex. städning i Sverige inte egentligen är så strategiskt för Ojanpää.

Av det här kanske man får intrycket att jag inte är så imponerad av bolagets utveckling. L&T:s vikt i vår portfölj är dock nu 5,8% då den för tre år sedan var 5,4% och aktien har gått sämre än Phoebus, så jag har alltså köpt till mer aktier i L&T än i våra andra bolag. Varför?

I sin kärnverksamhet, avfallstjänster i Finland, har L&T en mycket stark position i en bransch som växer och inte är särskilt konjunkturberoende. Då bolaget reder upp sina problem och börjar koncentrera sig på sina styrkor ser jag en stor potential att förbättra lönsamheten. Aktiens värdering återspeglar enligt min åsikt inte helt detta. Räknat på senaste 12 månaders resultat är P/E-talet 16,4x och det skuldfria P/E-talet med normal skatt 17,7x.

Dessa siffror ser inte billiga ut, men de är beräknade på ett dåligt resultat. Om bara Ojanpää får ordning på sina trupper tror jag det finns mycket potential i aktien. Om tre år vet vi bättre hur han har lyckats.

FASTENAL®

Då jag senast presenterade vår amerikanska distributör av industri- och byggtillbehör Fastenal i rapporten 1/2010 berättade jag att aktien under de föregående tre åren hade varit vår bästa placering, trots den usla byggkonjunkturen i USA. Samma takt har fortsatt och sedan senast har aktien (i euro) avkastat 111% med dividender. Under samma period har Phoebus avkastat 29% och vårt jämförelseindex 11%.

Dollarn har visserligen förstärkts lite under perioden, men även i dollar har Fastenal på dryga tre år avkastat hela 104%.

Var kommer då avkastningen ifrån? Lyckligtvis inte från att placerarna skulle ha byggt några luftslott, utan från att verksamheten har utvecklats mycket bra. På tre år har Fastenal öppnat bara 12% nya butiker – ännu för 7 år sedan öppnade det lika många varje år – men försäljningen per butik har ökat med hela 46% så omsättningen har vuxit med 64%. Då kostnadskontrollen har varit god, vilket är typiskt för Fastenal, har såväl rörelseresultatet som resultatet per aktie ökat med 132%. Aktien är alltså idag lite billigare än för tre år sedan.

Någon billig aktier är det dock knappast, då (det skuldfria) P/E-talet beräknat på senaste 12 månaders resultat är 32,5x. Därför beslöt jag för ett och ett halvt år sedan att sälja knappt hälften av vår position, för att minska värderingsrisken. Värderingen var då klart högre än nu (P/E 40x), men aktiekursen var faktiskt lite lägre än idag. Fina bolag "växer ofta in" i sina höga värderingar och Fastenal är ett bra exempel på detta.

På tre år har två relevanta saker skett i bolaget, båda goda. Förra året utnämndes 52-åriga Leland Hein till ställföreträdare åt VD:n, 55-åriga Will Oberton, som har varit chef i 11 år. Oberton berättade att han inte har några planer att gå i pension, men att han ser det som sin skyldighet mot bolaget att börja fostra en efterföljare. Någon grönköping är det visserligen inte fråga om, Hein har jobbat för Fastenal i 28 år (Oberton i 33 år).

Den andra förändringen är ännu viktigare. Fastenal började för två år sedan att hos sina kunder installera tillbehörsautomater, från vilka kunderna i takt med sin användning kan köpa sina skruvar, muttrar etc. Till mars 2013 hade Fastenal levererat över 25.000 automater, och kunderna med automater stod redan för över en fjärdedel av bolagets omsättning.

Oberton ser stor potential i konceptet. Kunden drar nytta, då han inte längre behöver köpa tillbehör i lager och konsumtionen av tillbehör minskar, då felköpen elimineras. Dessutom får han leverans på några sekunder 24 timmar om dygnet. Fastenal dra nytta, då nya order kommer elektroniskt via internet från maskinerna och då bolaget kommer närmare kunden. Försäljningen till de kunder som har tillbehörsmaskiner ökade i fjol med över 30% vilket torde indikera att kunderna är nöjda och att Fastenals andel av dessa kunders inköp har ökat.

Är det alls möjligt att jag igen om tre år skulle berömma Fastenal som vår bästa placering? Jag hoppas det. Fastenal gjorde i fjol alla tiders rekord i såväl omsättning, rörelsemarginal och resultat per aktie. Om bara bolaget kan fortsätta att växa lönsamt så finns det nog förutsättningar även för aktien att fortsätta stiga.