

Seligson & Co Phoebus

Kvartalsrapport Q2 / 2014

PHOEBUS OCH JÄMFÖRELSEINDEX

10.10.2001 - 30.6.2014



Avkastning och risk		Fonden		Jämförelseindex	
30.6.2014				75% OMX Helsinki Cap GI, 25% MSCI AC World NDR	
	Avkastning	Volatilitet	Avkastning	Volatilitet	
3 mån.	6,41 %	7,45 %	6,44 %	9,20 %	
Från årets början	4,89 %	8,91 %	8,22 %	10,54 %	
1 år	16,27 %	8,11 %	30,43 %	10,37 %	
3 år	32,31 %	13,09 %	35,34 %	16,60 %	
5 år	100,73 %	13,24 %	102,44 %	15,97 %	
10 år	129,61 %	15,35 %	138,99 %	17,06 %	
Från startdatum	295,50 %	14,54 %	192,66 %	16,79 %	
Från startdatum per annum	11,41 %		8,80 %		

Kostnader, nyckeltal	1.7.2013 – 30.6.2014
Årliga avgifter	0,75 %
Avkastningsbunden provision	0,00 %
Transaktionskostnader %	0,01 %
Totalkostnadsandel (TKA) %	0,76 %
Portföljens omsättningshastighet	-14,75 %
Tracking error	6,97 %
Förmedlingsarvoden betalda till företag inom samma koncern	0,00 %
Storlek	33 144 194 €
Närkretsens ägarandel (30.6.2014)	10,23 %

"Phoebus byter den 1.9. status till en vanlig (UCITS) placeringsfond. Hittills har Phoebus ju under hela sin snart 13-åriga historia varit en specialplaceringsfond, som har kunnat verka med mindre diversifiering än vanliga fonder."

VÄRDEPAPPERSPLACERINGAR 30.6.2014

	Antal aktier	Aktiekurs valuta	euro	Marknads- värde EUR	Andel av fonden
Fortum	187000		19,60	3 665 200	11,1%
Vacon	72000		29,51	2 124 720	6,4%
Lassila & Tikanoja	115000		15,05	1 730 750	5,2%
Nokian Tyres	49000		28,49	1 396 010	4,2%
Tikkurila	68000		19,73	1 341 300	4,0%
Tieto	60000		21,41	1 284 600	3,9%
Oriola-KD B	460000		2,38	1 094 800	3,3%
Konecranes	43000		23,62	1 015 660	3,1%
Exel Composites	159000		6,35	1 009 650	3,0%
Vaisala	42000		24,00	1 008 000	3,0%
Stockmann B	76000		11,16	848 160	2,6%
Ekokem A+B	12000		61,00	732 000	2,2%
Tulikivi	1797811		0,287	515 972	1,6%
Inhemskas aktier				17 766 822	53,6%
Air Liquide	22099	98,17	98,17	2 169 459	6,5%
Handelsbanken B	55000	312,10	34,00	1 869 880	5,6%
Hennes & Mauritz	51000	292,60	31,87	1 625 556	4,9%
Harley-Davidson	31000	69,40	50,82	1 575 425	4,8%
Costco	14000	115,53	84,60	1 184 402	3,6%
Automatic Data Processing	18000	79,48	58,20	1 047 627	3,2%
Fastenal	28000	49,62	36,34	1 017 399	3,1%
Sandvik	92000	91,80	10,00	920 000	2,8%
Progressive	47000	25,26	18,50	869 376	2,6%
HHLA	35000	19,29	19,29	674 975	2,0%
TFF Group	8500	59,26	59,26	503 710	1,5%
Strayer Education	10000	52,64	38,54	385 435	1,2%
Utländska aktier				13 843 244	41,8%
SUMMA aktier				31 610 066	95,4%
Nettokassa				1 534 128	4,6%
FONDENS VÄRDE				33 144 194	100,0%
Antal andelar (A-korrigerat)				838 023,42	
Värde per A-andel				39,5504	

FONDENS UTVECKLING

Den kraftiga kursstegringen på världens börser, som nu har pågått i två år, fortsatte under det andra kvartalet. Vårt jämförelseindex steg med hela 6,4 %. Till skillnad från oftast då marknaden stiger kraftigt hölls Phoebus med i svängarna och steg också med 6,4 %. Från årets början ligger dock Phoebus ännu efter sitt jämförelseindex.

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

Fondens ägare löste under kvartalet in andelar för netto 40 te. Våra bolag betalade 400 te i dividender och jag köpte aktier för 274 te. Således var vår kassa i slutet av juni fortfarande 4,6 % av fondens värde, vilket jag tycker är ganska normalt.

Mest ökade jag vårt ägande i franska TFF Group, vars andel av portföljen dock fortfarande är bara 1,5 %. Aktien är mycket illikvid så jag har fördelat köpen över en lång tid och kommer att fortsätta öka vårt ägande. De andra bolagen jag köpte var Fortum och Konecranes.

PHOEBUS BLIR EN "VANLIG" FOND

Phoebus byter den 1.9. status till en vanlig (UCITS) placeringsfond. Hittills har Phoebus ju under hela sin snart 13-åriga historia varit en specialplaceringsfond, som har kunnat verka med mindre diversifiering än vanliga fonder.

Ändringen beror på nya EU-regler. Efter finanskrisen har vår Union bestämt sig för att börja reglera så kallade alternativa fonder mer än tidigare. Till dessa hör främst hedgefonder och Private Equity -fonder, men i Finland även specialplaceringsfonder. Istället för att skaffa nya verksamhetstillstånd, som skulle öka våra kostnader, beslöt vi att göra Phoebus till en "vanlig" fond. Enkelt är effektivt.

För portföljförvaltningen har statusändringen ingen stor betydelse. Phoebus har även hittills varit nästan lika diversifierad som vanliga fonder bör vara. I slutet av andra kvartalet hade visserligen vår största placering (Fortum) stigit till 11,1 % av fonden, då gränsen framöver kommer att ligga på 10 %. Men i övrigt följde portföljen redan nu de nya reglerna.

Även för fondens kunder är ändringarna små. Vi har berättat att Phoebus inte bör representera en särskilt stor del av kundens portfölj, då fonden inte strävar efter maximal diversifiering. Samma råd gäller också i fortsättningen. Fast minimikravet på diversifiering ökar lite kommer fondens riskspridning inte att förändras märkbart.

För dem som placerar större summor för minderåriga barn kommer statusändringen att förenkla vardagen lite. Placeringar i en specialplaceringsfond har krävt magistratens

tillstånd, men för vanliga placeringsfonder krävs såvitt jag begriper inget sådant.

Ändringen till UCITS innebär också att vi om vi vill kan sälja Phoebus även i andra EES-länder (även om jag inte ser något behov att göra det) och den kan eventuellt göra det lite lättare för Phoebus att få tillbaka källskatter i vissa länder.

JÄMFÖRELSEINDEXET ÄNDRAS (LITE)

Den största förändringen som statusändringen medför är att en enskild placerings maximala vikt sjunker till 10 % från nuvarande 20 %. Det påverkar mina möjligheter att övervika de största bolagen i förhållande till index.

I Phoebus jämförelseindex väger den finska börsen nu 75 % och världens aktiemarknad 25 %. Då maximivikterna i det finska indexet är 10 % väger alltså de största finska bolagen 7,5 % i vårt jämförelseindex (75 % x 10 %). Jag har hittills kunnat övervika dem 2,5-faldigt.

Ifall vi behöll jämförelseindexet oförändrat skulle jag bara kunna övervika dem 1,33-faldigt. Det är inte tillräckligt enligt min åsikt, så det är skäl att lite sänka Finlands vikt i vårt jämförelseindex då Phoebus byter status. Vi kommer i nästa årsskifte att förändra jämförelseindexet så att Finland väger 60 % och världen väger 40 %.

Inte heller denna förändring inverkar märkbart på portföljförvaltningen, utan den bringar snarare jämförelseindexet närmare portföljens nuvarande struktur. Jag har ju redan i några år berättat att det är allt svårare att hitta kvalitetsbolag på den finska börsen. Finlands andel av Phoebus aktieplaceringar var i slutet av juni därför bara 56,2 %.

Var det här alltså en lång diskussion om ingenting? Kanske, men det är viktigt att fullständigt begripa spelreglerna. I detta fall alltså fondens regler.

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

VAISALA

Då jag senast presenterade vårt väderobservationsutrustningsbolag Vaisala för tre år sedan i rapporten 2/2011 berättade jag att jag var besviken på bolagets utveckling under den nye VD:ns period. Jag sade också att det kan vara skäl att skrida till åtgärder om ingen klar förändring till det bättre sker under de kommande tre åren.

Det är alltså tid för utvärderingen. Förtjänar Vaisala ännu sin plats i vår portfölj?

På tre år har Vaisalas omsättning stigit med 8 %. Den anemiska tillväxten beror delvis på att många av bolagets kunder är offentliga samfund, som har fått se sina budgeter beskurna de senaste åren. Men även bolagets egna åtgärder lämnar en del att önska, såsom det att chefen för Controlled Environment –divisionen fick sparken förra hösten utvisar.

Trots bristen på tillväxt har resultatet utvecklats ganska bra. Sedan jag senast presenterade bolaget har driftsbidraget ökat med 38 % och rörelseresultatet med 77 %. Vaisalas stora projekt, som medfört extra kostnader, såsom det nya IT-systemet, börjar vara färdiga. Jag tycker också att den nya ekonomichefen verkar vara mycket duktig.

Det är dock en bra bit kvar tills bolaget når sina finansiella mål. Vaisala berättade i maj att man eftersträvar 15 % rörelsemarginal senast år 2018, då den i fjol var hälften av detta. Målet är högt, men kanske inte helt orealistiskt. Under 2002-2008 var resultatet på den nivån och dessförinnan till och med högre. Men Vaisalas kunder har under åren blivit mer professionella köpare, så det krävs nog en del jobb för att komma tillbaka till de historiska resultaten.

Om Vaisala når sina mål skulle resultatet per aktie vara ungefär 1,75 euro, så den nuvarande aktiekursen (24,00 euro) motsvarar P/E 13,8x. Med beaktande av det där lilla ordet "om" (som till sin innebörd inte är helt litet) verkar värderingen kanske hög. Men vi skall minnas att bolaget har en mycket stark balansräkning även efter fjolårets kapitalåterbäring. P/E-talet justerat för nettokassan blir 12,1x och bruttovärdet motsvarar 8,5x rörelseresultatet.

I förhållande till bolagets kvalitet kanske värderingen inte är så hög. Men det beror på hur man ser på kvaliteten. Operativt är Vaisala ett för finska förhållanden unikt starkt bolag, som en suverän global marknadsledare i sin bransch. Men den cyniske frågar sig kanske vad operativ styrka har för värde, om den inte konverteras till ekonomiska resultat?

Strayer Education, Inc.

Då en aktie på tre år sjunker med -60 % efter att den redan innan har halverats, och då bolaget beslutar sig för att ställa in dividenden är det väl fråga om en större kris? En portföljförvaltare som har placerat i bolaget ifråga känner sig nog ganska snopen?

Inte alltid. Då jag läste vad jag skrev om vårt vuxenutbildningsbolag Strayer Education för dryga tre år sedan i rapporten 1/2011 blev jag förvånad över hur lika jag ser på bolaget idag. Trots att det som placering alltså har varit jättedåligt.

Jag sade senast att jag skulle bli mycket förvånad om inte skolningsbranschens reglering stabiliseras på 2-3 år och jag antog att efterfrågan skulle återhämta sig då de nya spelreglerna är på plats. Den politiska regleringsprocessen har dock varit längre än jag trodde och är inte färdig än. Men de värsta vågorna har lagt sig och åtminstone placerarna verkar vara övertygade om att den nya regleringen inte kommer att fälla Strayer.

Det är tyvärr också klart att den sjunkande efterfrågan inte endast beror på regleringen, såsom jag antog. Även efter att nyhetsflödet har lugnat sig har efterfrågan fortsatt att sjunka. Strayer anser att bristen på nya arbetsplatser är den största förklaringen.

Jag tycker ledningen har handlat klokt under krisen. Strayer har under recessionen satsat på företagsallianser och utbildar nu anställda i tiotals stora företag (såsom American Express, Volkswagen, Toyota, Hewlett Packard och Starbucks). Dessutom förbättrade Strayer sin differentiering genom att köpa Jack Welch Management Institute, där den legendariske ex-chefen för GE erbjuder eMBA-program.

Trots att ledningen initieellt försökte undvika uppsägningar (vilket jag tyckte var klokt) blev den i fjol tvungen att inse att utnyttjandegraden hade sjunkit för mycket och beslöt stänga en femtedel av sina skolor. Åsiktsbytet tyckte jag också var klokt. En god ledning erkänner realiteterna och reagerar på dem, då den inser att den har haft fel.

Jag skulle närmast kritisera ledningen för att den under 2008-2012 delade ut hela 740 miljoner dollar till ägarna som dividender och återköp - som om ledningen genom detta skulle ha kunnat påverka aktiekursen. Under dåliga tider är det enligt min åsikt bättre att bygga en stark kassa än att förstöra den. Men även här insåg ledningen i fjol att den hade haft fel och ställde in dividenden samt minskade återköpen. Strayer torde bli nettoskuldfrött igen i år.

Jag kommer inte längre att bli förvånad om regleringsprocessen drar ut på tiden. Och jag erkänner mitt misstag: jag köpte Strayer alldeles för tidigt. Men med tre års tilläggserfarenhet av bolaget är jag än mer övertygad om att Strayer är ett av branschens bästa bolag, och jag tänker inte byta åsikt gällande huruvida bolaget platsar i vår portfölj. Skolning behövs och branschens bästa bolag har en fin framtid.

Exakt när molnen väjer är sedan en annan fråga. Men Strayer väger bara 1,2 % i vår portfölj, så vår risk är mycket begränsad. Som långsiktiga placerare har vi tålamod att i lugn och ro invänta bättre tider.