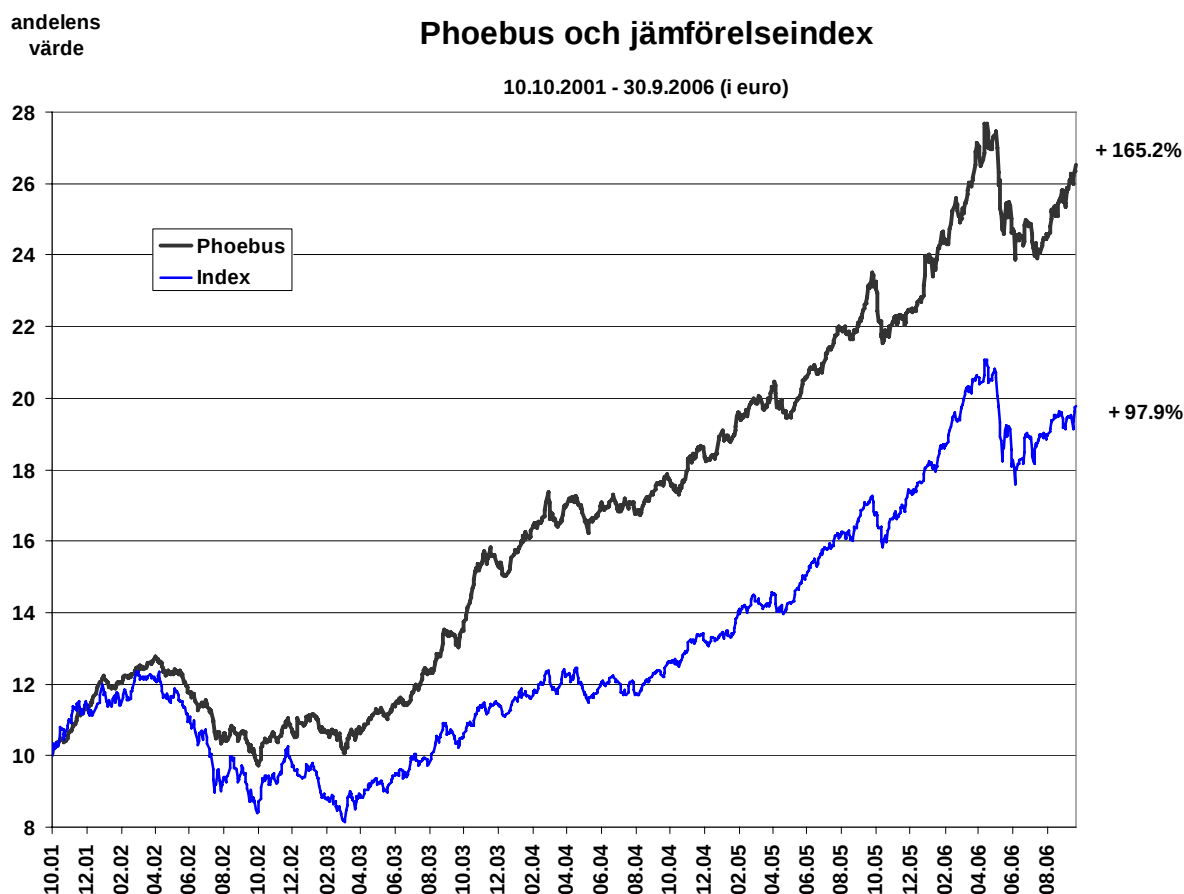


Seligson & Co Phoebus

Kvartalsrapport 3 / 2006



Avkastning och risk		Fonden		Jämförelseindex	
30.09.2006				75% OMX Helsinki Cap GI, 25% MSCI AC World NDR	
	Avkastning	Volatilitet		Avkastning	Volatilitet
3 mån.	6,7 %	10,3 %		4,8 %	11,3 %
Från årets början	16,5 %	13,5 %		12,3 %	13,7 %
1 år	14,1 %	12,8 %		14,9 %	13,0 %
3 år	101,3 %	10,3 %		90,3 %	10,5 %
Från startdatum	165,2 %	10,7 %		97,9 %	15,0 %
Från startdatum per annum	21,7 %			14,7 %	

Kostnader, nyckeltal	1.10.2005- 30.9.2006
Avgifter sammanlagt (TER) %	0,77 %
Avkastningsbunden provision (från årets början)	0,00 %
Transaktionskostnader %	0,04 %
Totalkostnadsandel (TKA) %	0,82 %
Portföljens omsättningshastighet	16,43 %
Tracking error	10,23 %
Förmedlingsarvoden betalda till företag inom samma koncern	0,0 %
Storlek	19 316 851 €
Närkretsens ägarandel (30.9.2006)	17,6 %

"Dolda kostnader syns inte i våra nyckeltal men de är ändå kostnader. I detta fall skulle den dolda kostnaden ha varit dubbelt så stor som handelskommissionerna. Tack vare Jani sparade vi alltså 2.844 euro, motsvarande ungefär en veckas förvaltningsarvoden. Tack!"

SPECIALPLACERINGSFONDEN PHOEBUS**VÄRDEPAPPERSPLACERINGAR 30.9.2006**

	Antal	Kurs valuta	Kurs EUR	Marknads- värde EUR	% av fonden
Tulikivi	600000		3,69	2 214 000	11,5%
Exel	135000		13,20	1 782 000	9,2%
Vacon	61500		25,13	1 545 495	8,0%
Lassila & Tikanoja	95000		15,55	1 477 250	7,6%
Stockmann A&B	38000		32,97	1 252 950	6,5%
Tietoenator	47000		22,75	1 069 250	5,5%
Vaisala	27000		27,40	739 800	3,8%
Puuharyhmä	14000		46,00	644 000	3,3%
Tamfelt pref	63200		9,20	581 440	3,0%
Nokian Renkaat	40000		14,20	568 000	2,9%
Inhemska aktier				11 874 185	61,5%
Handelsbanken B	55000	199,00	21,43	1 178 817	6,1%
Air Liquide	4950	161,00	161,00	796 950	4,1%
Automatic Data Processing	16000	47,52	37,52	600 332	3,1%
State Street	12000	62,51	49,36	592 278	3,1%
Securitas	37000	92,75	9,99	369 612	1,9%
Securitas Direct	37000	17,40	1,87	69 340	0,4%
Securitas Systems	37000	24,90	2,68	99 227	0,5%
Vestas	24000	158,00	21,19	508 479	2,6%
Tomra	95000	39,20	4,76	452 247	2,3%
Walmart de Mexico	167265	37,31	2,67	447 280	2,3%
Utländska aktier				5 114 562	26,5%
SUMMA aktier				16 988 747	87,9%
Kontanter				2 328 104	12,1%
FONDENS VÄRDE				19 316 851	100,0%
Antal andelar (A-korrigerat)				728 488,72	
Värde per A-andel				26,516	

FONDENS UTVECKLING

Vårens turbulens blev kortvarig. Under det tredje kvartalet steg Phoebus värde med hela 6,7% medan dess jämförelseindex steg med 4,8%. Från årets början har fonden avkastat 16,5% medan jämförelseindexet har avkastat 12,3%.

Sedan start har Phoebus avkastat 165,2% medan marknaden har avkastat 97,9%.

Jag försöker givetvis uppnå en avkastning som på lång sikt är bättre än marknaden, men det finns ingen garanti för att jag lyckas. Tvärtom är oddsen emot oss, närmast beroende på fondens förvaltningsavgift.

EN "GRATIS MÅNAD"

Under det gångna kvartalet ökade jag portföljens årliga omsättningshastighet med 6% genom att handla i Handelsbankens aktier för över två miljoner euro. Samtidigt ökade jag, i form av handelskommissioner, fondens totalkostnadsandel (TKA) med över 0,01%. Varför?

Handelsbanken har två aktieserier. Serie A har en röst och serie B en tiondedels röst på bolagsstämman. Annars är aktierna likvärdiga, de har samma rätt till dividender och till bolagets tillgångar. Det finns 622 miljoner A-aktier och bara 12 miljoner B-aktier, så A-aktiens likviditet är oerhört mycket bättre.

Jag har tidigare köpt B-aktier åt oss, för att jag har fått dem 2-3 kronor billigare på grund av den sämre likviditeten. Phoebus är så liten att likviditeten inte är så viktig för oss. Priset är viktigt.

Banken har under de senaste åren systematiskt köpt tillbaka sina B-aktier. Jag har därför antagit att aktieserierna i något skede kommer att slås ihop. Om så hade hänt skulle vi alltså ha vunnit de 2-3 kronor som vi vid köptillfället fick "rabatt" på B-aktierna på grund av den sämre likviditeten.

På senaste tid har B-aktien varit dyrare än A-aktien. Det finns ingen logisk orsak till detta – inget har förändrats och ingen har något skäl att betala ett premium för sämre likviditet. Men om marknaden ger oss en möjlighet att tjäna riskfria pengar lönar det sig att utnyttja den. Jag sålde därför alla våra 55.000 B-aktier och köpte istället lika många A-aktier.

Prisskillnaden var brutto 15.000 euro, varav vår mäklare tog 2.300 euro i kommissioner (0,10%). Affären gav alltså oss netto 12.700 euro.

Vår totalnytta var ungefär dubbelt detta. Vi fick ju samtidigt den prisskillnad vid köptillfället som hade varit min plan. De 12.700 euron var bara en oförväntad extrapeng, som vi tjänade utöver min ursprungliga plan att tjäna på att aktieserierna någon gång slås ihop.

Extrapengen motsvarar Phoebus förvaltningsavgift för cirka 30 dagar. Man kunde alltså säga att jag med affären skaffade oss en "gratis månad". Den ursprungliga planen

förverkligades samtidigt, vilket gav oss ytterligare en gratis månad.

Varför skriver jag såhär mycket om en såpass liten affär? Därför att en av hörnstenarna i min förvaltningsstil är att undvika onödiga kostnader. Aktiehandel kostar alltid, men den avkastar bara ibland. Phoebus har under hela sin existens (2001-2005) betalat sammanlagt 28.172 euro i handelskommissioner, så 2.300 euro är en betydande kostnad. Men i detta fall alltså värd sitt pris, speciellt som min kollega Samuli Seppävuori, som genomförde affären, prutade kommissionen till hälften av normalt och sparade oss 2.300 euro. Tack!

SE UPP MED DOLDA KOSTNADER

Jag sålde också alla våra aktier i Scania till kursen 447,50 kronor. Tyska MAN gjorde ett fientligt erbjudande på Scania, vilket fick kursen att stiga 28% från att innan detta ha varit 350 kronor. Scantias huvudägare vägrade sälja och läget är i skrivande stund fortfarande öppet.

Det är mycket möjligt att vi hade tjänat mer på att vänta. Då jag översätter denna text har MAN höjt sitt bud till 475 kronor. Men det är också helt möjligt att affären faller, vilket sannolikt skulle få kursen att sjunka tillbaka nära utgångsnivån. Jag beslöt att jag sover bättre med en säker 100 kronors vinst på fickan än genom att försöka tjäna några extra tior med risken att affären faller och vi förlorar vårt "redan intjänade" budpremium. Kapitalförvaltning är framförallt riskhantering.

En lärorik historia ansluter sig till affären: vår aktiemäklare bekräftade först affären till en valutakurs, som var 0,4% sämre än rådande marknadskurs. Till all lycka är min kollega Jani Holmberg, som genomförde affären, noggrannare än jag så han märkte det.

Dolda kostnader syns inte i våra nyckeltal men de är ändå kostnader. I detta fall skulle den dolda kostnaden ha varit dubbelt så stor som handelskommissionerna. Tack vare Jani sparade vi alltså 2.844 euro, motsvarande ungefär en veckas förvaltningsarvoden. Tack!



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



Jag presenterade senast Stockmann för tre år sedan i rapporten 3/2003. Bolaget har sedan dess gått igenom betydande förändringar vilket jag tycker utvisar att denna, tidigare lite dammiga, marknadsledare har lagt in en ny tillväxtväxel.

För tre år sedan hade Stockmann sex varuhus i Finland, två utomlands (Moskva och Tallinn) och tre under byggnad (i Riga och två i Moskva). Idag har dessa tre och det sjunde i Finland öppnats. Det trettonde varuhuset öppnar om ett par månader i Moskva och ytterligare två (Moskva och Petersburg) är under byggnad och öppnas 2008.

Av dessa är det kombinerade varuhus och köpcentrum som byggs på Nevski Prospekt i Petersburg en jättelik investering på över 120 miljoner euro. Ungefär lika mycket investeras i expansionen av Stockmanns flaggskepp i centrala Helsingfors, som beräknas vara klar år 2010. Totalt kommer alltså Stockmann att investera över en kvarts miljard i sin tillväxt de närmaste åren.

Och det tar inte slut här. På lång sikt avser bolaget vara närvarande med varuhus i alla Rysslands miljonstäder (som det finns 15 av). Då Moskva redan har fem Stockmann-varuhus är det lätt att gissa att många av de andra städerna också småningom kommer att rymma ett flertal. Det finns alltså tillväxtutrymme enbart i Ryssland för tiotal år framåt.

Tillväxt betyder förutom potential också risker, men i detta fall verkar tillväxten väl balanserad så jag är inte speciellt orolig för dess inverkan på lönsamheten. Den största risken torde vara Helsingforsprojektet. Helsingforsvaruhusets försäljning per kvadratmeter är cirka 60% högre än i Stockmanns övriga finska varuhus, så största delen av varuhusgruppens resultat kommer sannolikt härifrån. Försäljningsbidraget (i procent) och kostnaderna (per kvadratmeter) torde nämligen vara ungefär samma i de olika varuhusen.

Jag sade för tre år sedan att jag tyckte bolaget var lysande men aktien var lite dyr, om än inte orimligt dyr. P/E-talet var då ungefär 20x. På tre år har aktien, inklusive dividender, avkastat 125% (Phoebus har samtidigt avkastat 101% och vårt jämförelseindex 92%), trots att resultatet per aktie har ökat "bara" 50%. Värderingen har alltså klart stigit. Med dagens kurs (33e) är Stockmanns P/E-tal cirka 25x.

Värderingen visar att aktiemarknaden tror att bolaget kan uppnå sina mål för 2011: en rörelsemarginal på 10% och hälften av försäljningen och resultatet från utlandet. Enligt mina beräkningar innebär detta en försäljningstillväxt på 14% per år och en resultatökning på 18% per år. Det torde vara möjligt, men målen är utan tvivel högt ställda.

Risken i Stockmann som bolag har alltså ökat lite och risken i Stockmann som placering har ökat betydligt, eftersom värderingen har stigit. Jag har därför på tre år minskat vår placering med 12% trots att Phoebus samtidigt har vuxit 15%, dvs jag har minskat antalet Stockmann-aktier per Phoebus-andel med ungefär en fjärdedel.

Bolaget är fortfarande fantastiskt. Mitt beslut beror bara på priset. De facto har alla Stockmanns strategiska beslut på senare tid – försäljningen av bilhandeln, försäljningen av Zara i Ryssland, beslutet att utveckla Hobby Hall istället för att sälja det osv. – varit vettiga enligt min åsikt. Och strategin att expandera österut verkar vettig, trots att den inte ännu har syns på sista raden.

Då jag senast presenterade Automatic Data Processing i rapporten 3/2004 berörde jag bolagets prediktiva affärsmodell. Outsourcing av personaladministration (främst löneberäkning) är ju en kontinuerlig process – kundbolagen betalar sina anställda varje månad, så affärsverksamheten är kontinuerlig om man inte tappar sina kunder. Och ADP har inte tappat sina.



Automatic Data Processing, Inc.

Som jag då förväntade mig har bolaget åter börjat växa efter två svårare år 2003 och 2004 (räkenskapsåret slutar i juni så med t.ex. 2004 menar jag 2003/2004). Under de två senaste åren har ADP vuxit organiskt med 9% per år med bibehållen lönsamhet. Resultatet per aktie har ökat med 18%.

För ett par år sedan tyckte jag värderingen var lite ansträngd och kursutvecklingen har inte heller helt motsvarat verksamhetens utveckling. Aktiekursen har mätt i dollar stigit drygt 10% (den är nu 47,50 dollar), så P/E-talet har sjunkit från dåvarande 28x till ungefär 26x idag.

Verkligheten är dock betydligt bättre än siffrorna utvisar. USA har från i år infört nya bokföringsregler, enligt vilka den utspädning som personaloptioner förorsakar bolagets ägare skall redovisas som en kostnad i resultaträkningen. Därför är "resultatets kvalitet" idag betydligt bättre än för två år sedan. Den jämförbara vinsten per aktie – om man antar att optionernas kostnader hade bokats redan 2004 – har på två år stigit 34%.

Då resultatet stiger kraftigt men aktiekursen inte reagerar nämnvärt bör man kanske fråga sig om bolagets kvalitet har försämrats? I detta fall är svaret ett klart "nej". ADP har ytterligare förbättrats.

Två större förändringar har skett på två år. Den första är att VD:n har bytts. Art Weinbach, som ledde ADP i tio år, pensionerade sig i höst. Hans efterträdare Gary Butler har i åtta år varit Weinbachs högra hand och har jobbat för ADP i 31 år. Beskrivande för ADP:s kvalitet är att Butler blir först den femte verkställande direktören i bolagets 57-åriga historia. Det här är ett bolag i Phoebus smak!

Den andra förändringen är ökad fokusering. ADP sålde i våras för knappt två miljarder (2x omsättningen) en liten enhet som erbjöd outsourcing-lösningar för försäkringsbolags ersättningshantering, och använde pengarna till att köpa tillbaka sina egna aktier. På sommaren meddelade bolaget att det tänker dela ut en annan liten verksamhet, som erbjuder outsourcing-lösningar till värdepappersförmedlare, till sina ägare. Efter detta består bolaget, förutom av sin kärnverksamhet (outsourcing av personaladministration) endast av en liten enhet som erbjuder outsourcing-lösningar åt bilhandeln. En ökad fokus gör ADP till ett bättre bolag, tycker jag.

Bolaget har alltså blivit bättre och billigare. Samtidigt har aktiemarknaden, mätt med Phoebus jämförelseindex, stigit 60% (det att kursuppgången inte har gällt USA beror säkert på optionsreformen jag beskrev ovan). Den logiska slutsatsen är förstås att köpa fler aktier. Det har jag gradvis gjort. Vi äger idag 78% fler aktier i ADP än för två år sedan, trots att fonden inte har vuxit under denna period.

ADP förväntar sig att vinsten per aktie ökar 17-20% i år, före de extra kostnader som utdelningen av enheten som erbjuder tjänster åt värdepappersförmedlare ger upphov till. Om verksamheten fortsätter att utvecklas positivt tvivlar jag inte på att aktiekursen förr eller senare kommer att återspegla det. Jag vet bara inte när.