

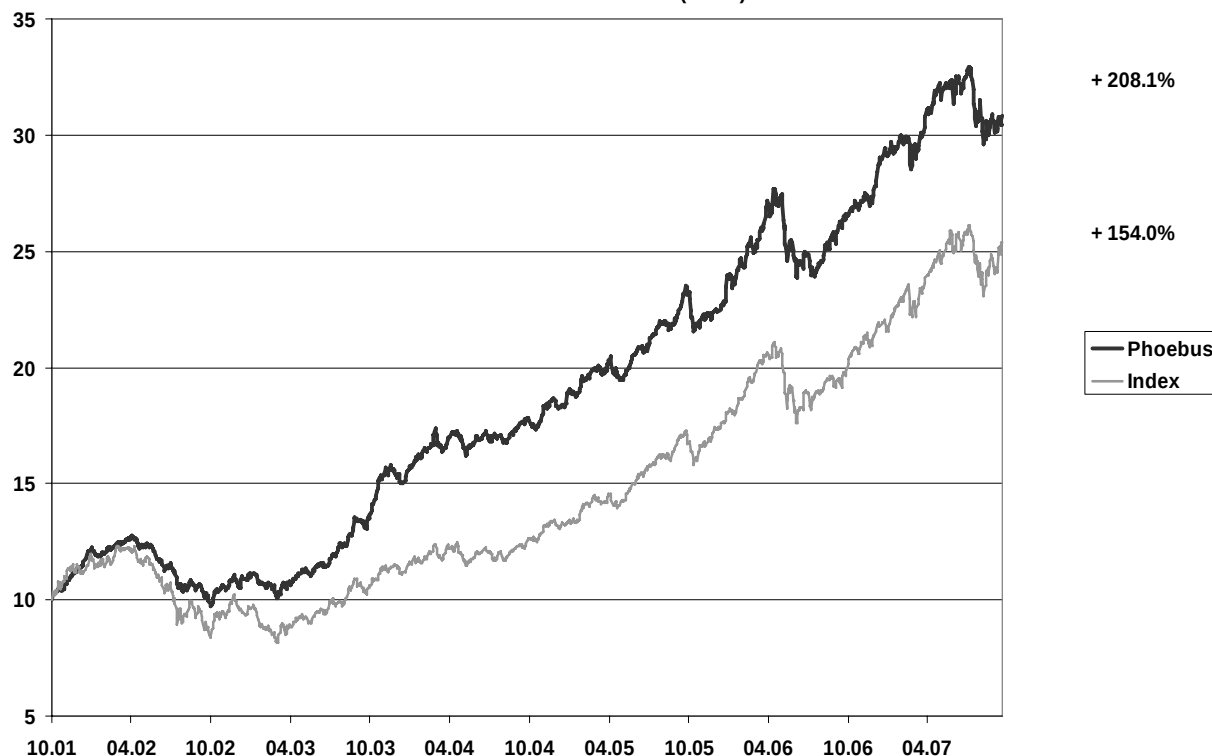
Seligson & Co Phoebus

Kvartalsrapport 3 / 2007

andelens
värde

Phoebus och jämförelseindex

10.10.2001 - 30.9.2007 (i euro)



Avkastning och risk		Fonden		Jämförelseindex	
30.09.2007				75% OMX Helsinki Cap GI, 25% MSCI AC World NDR	
	Avkastning	Volatilitet	Avkastning	Volatilitet	
3 mån.	-4,0 %	14,8 %	0,4 %	17,3 %	
Från årets början	5,6 %	12,3 %	15,7 %	13,8 %	
1 år	16,2 %	11,5 %	28,3 %	12,8 %	
3 år	73,2 %	10,9 %	106,0 %	11,5 %	
5 år	204,0 %	10,8 %	189,5 %	12,3 %	
Från startdatum	208,1 %	10,8 %	154,0 %	13,5 %	
Från startdatum per annum	20,7 %		16,9 %		

Kostnader, nyckeltal	1.10.2006.- 30.9.2007
Avgifter sammanlagt (TER) %	0,76 %
Avkastningsbunden provision (från årets början)	0,00 %
Transaktionskostnader %	0,08 %
Totalkostnadsandel (TKA) %	0,84 %
Portföljens omsättningshastighet	39,35 %
Tracking error	8,52 %
Förmedlingsarvoden betalda till företag inom samma koncern	0 %
Storlek	23 295 467 €
Närkretsens ägarandel (30.9.2007)	16,92 %

"Då en 42-årig portföljförvaltare beslutar sig för att köpa Harley-Davidson kan man med fog fråga sig om det är medelålderskrisen som spökar. Jag har dock köpt aktier, inte en motorcykel – och dessutom spridit våra köp över tiden mer än normalt. Det främsta skälet till tidsdiversifieringen är att resultatutvecklingen kommer att vara svag den närmaste tiden."

VÄRDEPAPPERSPLACERINGAR 30.9.2007

	Antal aktier	Aktiekurs valuta	euro	Marknads- värde EUR	Andel av fonden
Lassila & Tikanoja	95000		23,13	2 197 350	9,4%
Vacon	61500		34,70	2 134 050	9,2%
Exel	135000		15,25	2 058 750	8,8%
Tulikivi	567840		2,37	1 345 781	5,8%
Stockmann A&B	38000		33,29	1 265 000	5,4%
Vaisala	27000		40,49	1 093 230	4,7%
Nokian Tyres	40000		27,03	1 081 200	4,6%
Tietoenator	60000		15,76	945 600	4,1%
Tamfelt pref	80401		11,25	904 511	3,9%
Inhemska aktier				13 025 472	55,9%
Handelsbanken B	65000	197,00	21,39	1 390 118	6,0%
Air Liquide (6.000 reg)	13000	93,58	93,58	1 216 540	5,2%
Hennes & Mauritz	20000	407,50	44,24	884 768	3,8%
Fastenal	23000	45,41	32,01	736 292	3,2%
State Street	15000	68,30	48,15	722 242	3,1%
Costco	16000	61,12	43,09	689 404	3,0%
Progressive	50000	19,18	13,52	676 066	2,9%
Automatic Data Processing	20000	46,06	32,47	649 418	2,8%
Securitas Systems	240000	23,50	2,55	612 281	2,6%
Tomra	95000	39,65	5,14	487 971	2,1%
Harley-Davidson	5000	46,39	32,70	163 518	0,7%
Utländska aktier				8 228 618	35,3%
SUMMA aktier				21 254 090	91,2%
Kontanter				2 041 377	8,8%
FONDENS VÄRDE				23 295 468	100,0%
Antal andelar (A-korrigerat)				756 051,03	
Värde per A-andel				30,812	

FONDENS UTVECKLING

Först de dåliga nyheterna: Det tredje kvartalet var Phoebus nästsämsta hittills, i förhållande till marknaden, av de 24 kvartal fondens historia sträcker sig över. Fondens värde sjönk med -4,0% samtidigt som vårt jämförelseindex steg med 0,4%.

Jag känner dock ingen större oro. Av differensen mot indexets avkastning förklaras hela 85% av bara två bolag: TietoEnator och Nokia. TietoEnators kurs sjönk på grund av bolagets dåliga resultat med 34% och belastade Phoebus med -1,6%. Nokias kurs steg med 28% och lyfte vårt jämförelseindex med 2,1%.

Jag sörjer inte över att vi inte har placerat i Nokia. Tillsvidare tror jag också på TietoEnator, vars problem verkar bero på ineffektivitet snarare än externa faktorer. Det är oftast lättare att korrigera sina egna klåperier, och korrigeringar har redan vidtagits. Det är dock skäl att notera att det kommer att ta sin tid innan de syns i siffrorna.

Av samma orsaker har Phoebus avkastning från årets början (+5,6%) varit märkbart sämre än vårt jämförelseindex avkastning (+15,7%). Från start har Phoebus dock avkastat 208,1% jämfört med jämförelseindexets 154,0%.

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.

SMÅ VINSTER

Trots den mediokra avkastningen var kvartalet inte dystert ur förvaltningsynpunkt. Tvärtom.

Jag berättade för ett år sedan (i rapporten 3/2006) att jag hade bytt våra B-aktier i Handelsbanken till A-aktier så att vi fick 12.700 euro emellan. I år normaliserades prisskillnaden och jag kunde byta tillbaka till B-aktier så att vi denna gång fick 10.500 euro emellan (brutto 13.000 varav förmedlaren tog 2.500). Vi är alltså tillbaka i ursprungsläget men 23.200 euro rikare än om jag inte hade gjort några affärer.

Dessutom bedömer jag fortfarande att det är sannolikt att banken i något skede kommer att slå ihop sina aktieserier, för B-serien representerar idag mindre än 2% av alla utestående aktier. Om så skulle ske kommer vi ännu en tredje gång att tjäna på prisskillnaden mellan serierna.

Även i Tulikivi gjorde vi lyckade affärer. Jag berättade tidigare att jag under 2006-07 sålt 383.200 aktier till ett medelpris om 3,36 euro. Under september-oktober har jag köpt tillbaka drygt 100.000 aktier 27% billigare (dividendjusterat). Vi är 90.000 euro rikare än om jag aldrig hade sålt de aktier jag nu köpte tillbaka.

Samtidigt är det skäl att poängtera att jag försöker undvika onödiga affärer. Aktiehandel kostar alltid men bidrar inte alltid till fondens resultat. Jag sålde inte Tulikivi för att jag skulle ha känt mig säker på att aktien kommer att sjunka. Jag begränsade bara risken i vår portfölj, efter att den kraftiga kursuppgången hade höjt Tulikivis vikt för mycket. Då priset sjönk hade vi åter råd att öka vikten. Det positiva slutresultatet var alltså helt riskhanterings förtjänst.

ÖVRIGA FÖRSÄLJNINGAR OCH INKÖP

Jag berättade i vår senaste rapport att jag antingen måste köpa fler aktier i Broadridge Financial Solutions eller sälja dem, eftersom bolagets vikt i portföljen var marginell. Jag beslöt att sälja våra

aktier, då jag inte tyckte mig förstå bolaget tillräckligt väl.

Beslutet underlättades av att jag hittade en ny amerikansk placering som är mer intressant än Broadridge: Harley-Davidson. Mer om det nedan.

Utöver de ovan nämnda affärerna ökade jag vårt ägande i sex portföljbolag: TietoEnator, Progressive, Securitas Systems, Handelsbanken, State Street och Tamfelt.

Totalt köpte jag under kvartalet nettomässigt aktier för 900.000 euro trots att 0,3% av fonden inlöstes. Sålde sjönk vår kassa, som i slutet av juni utgjorde onormalt stora 12,1% av fondens värde, till mer normala 8,8% i slutet av september. Fortfarande finns det utrymme att minska den ifall intressanta köptillfällen uppstår.

HÄNDELSER I BOLAGEN

Två av våra bolag, Stockmann och Handelsbanken, kom med stora nyheter:

Stockmann beslöt att köpa den svenska (damunder)kläddedjan Lindex för 8 miljarder kronor. Ätminstone kan man inte kritisera Hannu Penttilä och hans trupper för brist på mod. Däremot är jag inte så övertygad om affärens vishet. Priset är högt (13,4x rörelseresultatet) och synergierna är "mjuka", dvs de uppstår inte genast som besparingar utan senare då bolagen tillsammans kan expandera mer effektivt i Ryssland.

Stockmanns mål för avkastningen på sysselsatt kapital är 22%. Lindex borde alltså göra nästan 1,8 miljarder i rörelsevinst – utan att binda mer kapital än idag – för att affären skulle uppfylla Stockmanns styrelses målsättning. Lindex rörelseresultat är idag 600 miljoner (rörelsemarginalen är 12%).

Av detta torde man kunna dra slutsatsen att tillväxten denna gång gick före lönsamheten. Stockmann kommer att tvingas finansiera affären med en nyemission på cirka 250 miljoner euro. Phoebus kommer dock inte nettomässigt att öka sitt ägande.

Handelsbanken sålde tjänstepensionsbolaget SPP, som banken köpte för sex år sedan, med en vinst på fyra miljarder kronor. Jag gillar bolag vars strategi uppvisar kontinuitet. Jag gillar ännu mera bolag som vågar erkänna sina tidigare misstag och åtgärda dem.

Handelsbanken är en unik bank. Detta bekräftades i oktober också av Svenskt Kvalitetsindex –institutets mätning av bankernas kundnöjdhet. Handelsbanken fick det klart bästa betyget av de större bankerna. Det har banken dröjt redan 19 år i sträck.



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



Jag presenterade senast Tamfelt för 3,5 år sedan i rapporten 1/2004. Då jag idag läser min gamla text slår det mig hur lite som har förändrats.

Resultatet har visserligen stigit med 90%. Men det återspeglar snarare en återgång till normala marginaler än någon kraftigt underliggande tillväxt. Jag skrev senast att ett normalt års resultat per aktie är 50-60 cent och ett gott års 70-80 cent (emissionskorrigerade). Då var Tamfelts resultat 34 cent. I fjol var det 66 cent. Det normaliserades alltså.

Den egentliga tillväxten syns i omsättningen, som har ökat med 23%. Det kanske inte låter särskilt mycket på tre år, men innebär att Tamfelt har vuxit med över 7% per år, i linje med sin målsättning. Under de föregående tio åren nådde bolaget inte målet.

På den långsamt växande marknaden för pappersmaskinvävnader betyder 7% att marknadsandelen ökat. Tamfelts andel av den europeiska marknaden är idag 13% (för 3 år sedan 12%). Ännu viktigare är att bolaget har förstärkt sin position i Kina, där idag redan över hälften av världens nya pappersmaskiner byggs.

Verksamheten i Kina har hittills byggt på sömning och försäljning av i Finland vävda textilier i ett kinesiskt samföretag. I fjol beslöt Tamfelt äntligen att bygga en fabrik för produktion av formnings- och torkningsvivor i Kina. Det är en stor investering – cirka 20 miljoner euro enligt min uppskattning – men absolut nödvändigt för att stärka konkurrenskraften på världens viktigaste marknad.

Alla pressfilter kommer fortsättningsvis att tillverkas i Finland. Tamfelt håller precis på att starta en ny nålningsmaskin, som kostade nästan 10 miljoner euro. Jag såg maskinen då jag besökte Tammerforsfabriken i september, och den är ju så fin som priset indikerar!

De stora investeringarna kan i inkörningsskedet belasta lönsamheten, men de är ett tecken på att bolaget ämnar växa även framöver. Tamfelt verkar ha en mycket högre ambitionsnivå idag än för 3-4 år sedan.

För detta kan vi tacka högkonjunkturen - speciellt inom filtreringsdukar, där efterfrågan både från pelletsverk för järnmalm och från gruvindustrin är cykliskt hög. Men vi bör också tacka Jyrki Nuuttila, som blev VD år 2005, samt bolagets affärsområdesledning.

Visst finns det även risker. Priskonkurrensen skärptes betydligt förra året, trots att vävnadernas andel av ett pappersbruks kostnader är under 2% och att vironas och filtarnas kvalitet kan ha en stor inverkan på maskinens produktivitet. Hittills har Tamfelt klarat sig väl trots den tuffare marknaden, dels genom att förbättra sin egen produktivitet och dels genom att kontinuerligt introducera nya spjutspetsprodukter. Bolagets avsikt är givetvis att försöka fortsätta på denna väg.

Värderingen är inte billig men ej heller speciellt dyr. Jag bedömer att den normala resultatnivån har stigit i takt med omsättningen till 65-75 cent per aktie. Således innebär dagens kurs (11,30e) ett skuldfritt P/E-tal kring 16x. Aktiekursen har sedan 2003 också följt omsättningens tillväxt. Om min kommentar beträffande värderingen lät bekant beror det alltså på att värderingen inte just har förändrats på tre år.

Aktiens hela avkastning (51% inklusive dividender) har alltså varit *placeringsavkastning*. Tamfelts *spekulativa avkastning* (avkastning, som beror på förändrad värdering) har under denna period varit noll. Det är bra, för det innebär att Tamfelt fortfarande är ett köpvärt bolag.



En öppen landsväg. Individualism. Broder- och systerskapet för krom och läder. Frihet.

Då en 42-årig portföljförvaltare beslutar sig för att köpa Harley-Davidson kan man med fog fråga sig om det är medelålderskrisen som spökar. Jag har dock köpt aktier, inte en motorcykel – och dessutom spridit våra köp över tiden mer än normalt. Det främsta skälet till tidsdiversifieringen är att resultatutvecklingen kommer att vara svag den närmaste tiden.

H-D har fascinerat mig i över tio år. Bolaget har ett av världens starkaste och mest unika varumärken. Hur många bolag har 50% marknadsandel? Hur många producenter av sällanköpsvaror säljer 50% till sina existerande kunder? Och framförallt, hur många bolags kunder vill tatuera firmans logo i sitt eget skinn?

Aktien har hittills alltid verkat för dyr. I år har den sjunkit med 34% i dollar och hela 38% i euro. I förhållande till resultatet är bolaget billigare än det varit sedan 1990. Därför äger vi äntligen en del av detta kvalitativt nästan otroligt fina bolag.

Under de senaste 15 åren har antalet motorcyklar som H-D säljer ökat med 12% per år, eller femfaldigats, till 362.000 stycken. Omsättningen har över 8-faldigats (+15%/år) och resultatet har över 20-faldigats (+23%/år). Rörelsemarginalen har fördubblats till 24%.

H-D:s marknadsandel i USA har hållits kring 50%. Även marknaden har alltså vuxit kraftigt. Men kan den fortsätta växa? H-D har dragit stor nytta av att bolaget endast säljer tunga motorcyklar. Segmentet >750cc har vuxit från 40% av totalmarknaden (1990) till hela 76% (2003) och kan knappast öka sin andel mycket mer.

Men totalmarknadens tillväxt har också varit god, då motorcyklar har blivit mer av en hobby för många. Detta illustreras av att antalet körda kilometer inte just har ökat, trots att antalet motorcyklar i trafik har fördubblats. Varför skulle inte hobbykörning kunna fortsätta öka? Dessutom är H-D:s andel av marknaderna utanför USA ännu liten (10-15%) men kraftigt växande. Den svaga dollarn förstärker bolagets konkurrenskraft på exportmarknaderna.

I år kommer marknaden i USA att sjunka något, vilket beror på konjunkturen. H-D:s försäljning sjunker mer än marknaden, då bolaget försöker undvika att bygga för stora lager hos sina återförsäljare. Detta är ett tecken på ett välkött bolag och ingenting att oroa sig för, enligt min åsikt.

H-D värderas nu till P/E 11,9x på fjolårets resultat och 12,5-13x innevarande års resultat, trots att balansräkningen är mycket stark. Nettokassan står för 6-7% av bolagets marknadsvärde. För ett tillväxtbolag är detta en exceptionellt låg värdering.

Jag känner inte ledningen, men dess attityd är beundransvärd. Alla chefer kör givetvis med motorcykel till jobbet. Kunden behandlas nästan som en familjemedlem. Attityden återspeglar en passion för motorcyklar. Inte byråkrati:

"Vi tror på svart klädsel, för den täcker smuts. Och svaghet. Vi tror att den maskin du sitter på kan visa världen exakt var du står. Vi bryr oss inte om vad andra tror." (www.livingbyit.com)