

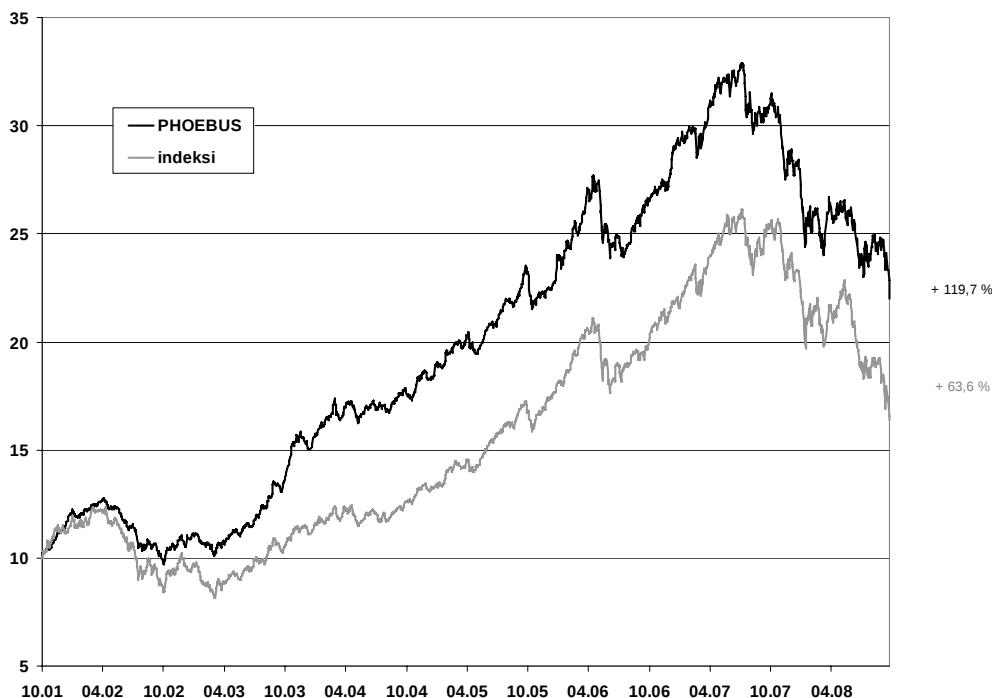
Seligson & Co Phoebus

Kvartalsrapport 3 / 2008

andelsens
värde

Phoebus och jämförelseindex

10.10.2001 - 30.9.2008 (i euro)



Avkastning och risk		Fonden		Jämförelseindex	
30.09.2008				75% OMX Helsinki Cap GI, 25% MSCI AC World NDR	
	Avkastning	Volatilitet		Avkastning	Volatilitet
3 mån.	-8,7 %	22,7 %		-16,6 %	24,8 %
Från årets början	-22,4 %	20,5 %		-29,7 %	22,0 %
1 år	-28,7 %	19,2 %		-35,6 %	20,5 %
3 år	-5,4 %	15,0 %		-5,0 %	15,9 %
5 år	66,8 %	12,9 %		58,8 %	13,6 %
Från startdatum	119,7 %	12,4 %		63,6 %	14,8 %
Från startdatum per annum	11,9 %			7,3 %	

Kostnader, nyckeltal	1.10.2007 - 30.9.2008
Avgifter sammanlagt (TER) %	0,92 %
Avkastningsbunden provision (från årets början)	0,16 %
Transaktionskostnader %	0,04 %
Totalkostnadsandel (TKA) %	0,97 %
Portföljens omsättningshastighet	-3,39 %
Tracking error	9,55 %
Förmedlingsarvoden betalda till företag inom samma koncern	0,00 %
Storlek	14 757 200 €
Närkretsens ägarandel (30.9.2008)	19,03 %

”Då jag granskar våra bolags
framtidsutsikter känns det just nu lite som på
en vacker höstkväll, då en ovädersfront
närmar sig från öster. Solen som sjunker i
väst förgyller trädens höstfärger emot de
nattsvarta annalkande molnen. Men jag vet
att naturen snart kommer att visa sin
grymma sida.”

VÄRDEPAPPERSPLACERINGAR 30.9.2008

	Antal aktier	Aktiekurs valuta	euro	Marknads- värde EUR	Andel av fonden
Vacon	52421		27.50	1,441,578	9.8%
Lassila & Tikanoja	77000		13.92	1,071,840	7.3%
Exel	115868		6.77	784,426	5.3%
Tulikivi	608140		1.22	741,931	5.0%
Tietoenator	60000		10.32	619,200	4.2%
Vaisala	25000		24.52	613,000	4.2%
Nokian Renkaat	36000		16.82	605,520	4.1%
Tamfelt pref	80401		6.51	523,411	3.5%
Stockmann B	30000		17.20	516,000	3.5%
Inhemskas aktier				6,916,905	46.9%
Air Liquide (6.000 rek)	13200	77.30	77.30	1,020,360	6.9%
Handelsbanken B	65000	152.50	15.57	1,011,991	6.9%
Fastenal	25000	46.85	32.67	816,820	5.5%
Hennes & Mauritz	24000	278.00	28.38	681,160	4.6%
Costco	14000	63.20	44.08	617,052	4.2%
Progressive	55000	15.70	10.95	602,197	4.1%
Automatic Data Processing	20000	41.65	29.05	580,927	3.9%
Harley-Davidson	20000	37.93	26.45	529,041	3.6%
State Street	10000	44.00	30.69	306,852	2.1%
Seco Tools	40000	72.50	7.40	296,068	2.0%
Niscayah	240000	10.15	1.04	248,697	1.7%
Utländska aktier				6,711,166	45.5%
SUMMA aktier				13,628,071	92.3%
Kontanter				1,129,130	7.7%
FONDENS VÄRDE				14,757,200	100.0%
Antal andelar (A-korrigerat)				671,638.46	
Värde per A-andel				22.0146	

FONDENS UTVECKLING

Årets tredje kvartal var uselt, men inte fullt så unikt som man kanske kunde tro på basen av den hysteri som massmedierna sprider. För Phoebus del var kvartalet det tredje sämsta i fondens historia. Fondens värde sjönk med 8,7%. Vårt jämförelseindex sjönk med hela 16,6%. I termer av *relativ* avkastning var kvartalet Phoebus bästa någonsin.

Sedan årsskiftet har Phoebus värde sjunkit med -22,4% samtidigt som vårt jämförelseindex har tappat -29,7%. Sedan start har Phoebus avkastat 119,7% och vårt jämförelseindex 63,6%.

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.

KÖP OCH FÖRSÄLJNINGAR

En kursnedgång öppnar ofta möjligheter att göra nya investeringar till vettiga priser. Så även denna gång. Jag har äntligen köpt aktier i Seco Tools, den svenska tillverkaren av vändskär som används i bearbetning av metall.

De mest observanta läsarna minns kanske att jag första gången uttryckte mitt intresse för bolaget redan för fem år sedan i Phoebusbloggens föregångare Phoebuschatten (för att vara exakt så talade jag då om Secos systerbolag Sandvik Coromant, men jag ser bolagen som närmast identiska tvillingar). Ibland dröjer det innan man får köpa bra bolag till vettigt pris.

Å andra sidan utvisar fallet Seco också att bra bolag ofta är ännu bättre än man vågar tro. På fem år har Secos aktie avkastat 70% i euro, trots att jag för fem år sedan tyckte att den var för dyr. Phoebus har också avkastat 70%, så jag kunde lika gärna ha köpt Seco Tools åt oss redan för fem år sedan utan att fondens avkastning skulle ha förändrats.

Jag ökade också marginellt vårt innehav i H&M under kvartalet. Jag minskade något på vårt innehav i Vacon, då bolagets vikt i portföljen hade stigit över 10% tack vare den goda (i relativa termer) kursutvecklingen. Min försäljning var alltså en riskhanteringsåtgärd, inte något negativt ställningstagande till bolaget i sig.

Efter dessa åtgärder var vår kassa i slutet av september 7,7% av fondens värde (i juni var den 10,0%). Kassan är fortfarande större än normalt, men jag har inte haft någon brådska att placera den. I placeringar är det oftast bäst att skynda långsamt.

POST NUBILA PHOEBUS

Då jag granskar våra bolags framtidsutsikter känns det just nu lite som på en vacker höstkväll, då en ovädersfront närmar sig från öster. Solen som sjunker i väst förgyller trädens höstfärger emot de nattsvarta annalkande molnen. Men jag vet att naturen snart kommer att visa sin grymma sida.

I ekonomin skiner ännu solen och företagens resultat är på extremt goda nivåer. Men de första stormvindarna har redan nått aktiemarknaden. Många placerare finner läget svårbedömt eller till och med skrämmande, då vi inte ännu vet hur djupt bolagens resultat kommer att sjunka eller hur det kommer att påverka aktiekurserna.

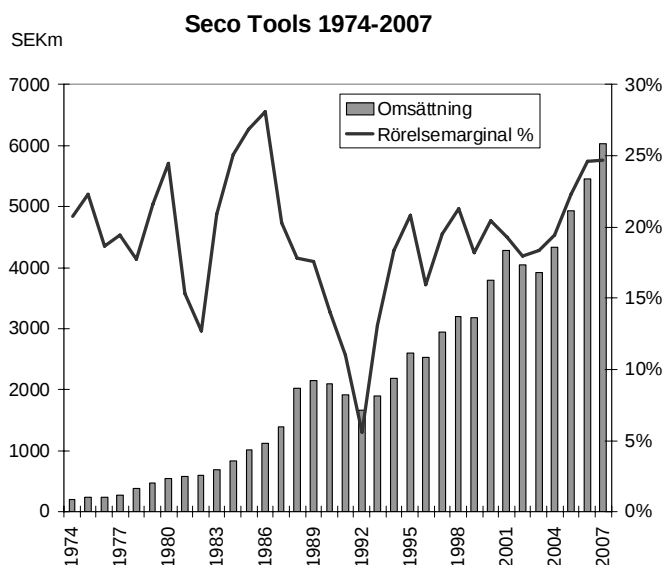
Som placerare är det viktigt att vara realist. Man bör (senast nu) inse att praktiskt taget alla bolags resultat kommer att förämräs i en nära framtid. De skuldsatta och dåliga bolagens resultat sjunker mest, men de goda bolagen kommer inte att skonas.

Det är dock skäl att även notera att det här INTE innebär att aktiekurserna absolut skulle måsta fortsätta sjunka. De har ju redan sjunkit just för att placerarna har blivit rädda för den annalkande lågkonjunkturen. Visst kan de sjunka ytterligare, men i något skede kommer förhållandet mellan de konjunkturellt lägre räntorna och de lägre aktiekurserna (= den ökade förväntade avkastningen på aktier) att börja väga över till aktiemarknadens fördel. Oftast har detta skett redan innan ekonomin igen börjar växa.

Eller, som Warren Buffett uttryckte det i en artikel i New York Times den 16 oktober¹:

"Om du väntar på flyttfåglarna kan våren vara över."

Och ekonomin kommer att vända, även denna gång. För att uppfriska minnet ritade jag en liten bild av Seco Tools (vad annars!) omsättning och rörelsemarginal över de senaste 34 åren. Marginalens fall 1987-88 förklaras delvis av förvärvet av amerikanska Carboloy, de övriga svängningarna förklaras främst av konjunkturen.



Konjunktursvängningar är normala. Och efter regn brukar solen igen börja skina.

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

¹ <http://www.nytimes.com/2008/10/17/opinion/17buffett.html>



Då jag senast presenterade vårt kompositbolag Exel i rapporten 2/2005 skrev jag: "Det är nästan säkert att Exel de nästa 3 åren ger en sämre avkastning än de förra 3 åren. Hur mycket sämre, det får vi se då jag återkommer till saken igen om cirka 3 år."

Jag önskar att jag inte hade fått fullt så här rätt. Aktien har med återinvesterade dividender på tre år förlorat 41% av sitt värde.

Jag berättade också att Exel enligt min åsikt hörde till de bättre av våra finska bolag och att jag ställde mig skeptisk till den finska aktiemarknadens värdering (i förhållande till övriga marknader). Båda påståendena visade sig felaktiga. Arkiv har den fördelen att man senare kan gå tillbaka och kolla sina gamla "prognoser". Av någon orsak är det dock ytterst sällan som portföljförvaltare, placerare, analytiker eller reportrar gör det?

Som de flesta av oss vet är Exel idag ett mycket annorlunda bolag än för 3 år sedan. Bolaget har gjort ett stort förvärv, lagt ner sin sportverksamhet och framförallt bytt ledning. Finns det Exel som jag ursprungligen placerade våra pengar i alls kvar?

Jag tror det. Nedläggningen av sportsidan ger äntligen ledningen tid att fokusera på kärnverksamheten inom industriella applikationer. Och Vesa Korpimies befordring till verkställande direktör förra våren var en mycket positiv nyhet, tycker jag.

Exels industriverksamhet har de senaste 11 åren uppnått en rörelsemarginal mellan 10,5% och 19,0% av omsättningen. I snitt har marginalen varit 15,4%. Då verksamheten inte binder särskilt mycket kapital är det lätt att se att avkastningen på det investerade kapitalet har varit lysande. Detta illustrerar bolagets konkurrensfördelar. I sin kärnverksamhet är Exel en klar marknadsledare, åtminstone i Europa.

Om industridelen gör "normalt" resultat (15%) är Exels vinst per aktie cirka 75-80 cent. Med dagens kurs (6,77e) är P/E-talet cirka 9x. Man bör dock beakta att Exel efter köpet av Pacific Composites har 28me i nettoskuld. Justerat för denna är det skuldfria P/E-talet cirka 10x, som inte heller är särskilt högt för ett bolag av den här kalibern.

Men den annalkande lågkonjunkturen innebär nog att vi på en tid inte kommer att få se lika goda resultat som tidigare. Exels profiler används ju till exempel inom byggindustrin och transportmedelsindustrin, vars efterfrågan säkert kommer att sjunka ganska rejält. Därför kan det mycket väl dröja några år innan marknaden börjar skönja Exels "normala" resultatnivå.

Jag oroar mig inte för konjunktursvängningar. De hör till alla bolags vardag. Min största oro är huruvida Exels konkurrenskraft permanent har försvagats inom antennprofiler för mobiltelebasstationer, där företaget medger att det har tappat marknadsandelar till sina konkurrenter, samt vindkraftverksprofiler, som kunderna i allt större utsträckning köper som underleveransarbete istället för som färdiga produkter.

Tiden får utvisa. Exel har även tidigare sett vissa produkter stagnera, och har alltid lyckats utveckla nya applikationer för nya kunder istället. Så torde ske även denna gång. Det faktum att kompositmaterial är överlägsna i vissa applikationer tack vare sin lätthet och hållfasthet kommer givetvis inte att förändras.

Jag gör en ny prognos: Jag tror att Exel under de nästa 3 åren avkastar bättre än de senaste 3 åren. Och jag lovar följa upp prognosen efter 3 år.



Vårt nyaste bolag Seco Tools är en av världens största producenter av vändskär tillverkade i hårdmetall. Sådana används för bearbetning av metaller. Secos globala marknadsandel är 5-6%. Sandvik äger 60% av aktierna och 90% av rösterna. Lite speciellt är därför att Secos största konkurrent är Sandvik Coromant, som har cirka 20% av världsmarknaden. Övriga stora konkurrenter är amerikanska Kennametal, israeliska Iscar som Warren Buffett köpte 2006 samt de japanska Sumitomo och Mitsubishi.

Då jag började lära mig analytikerns yrke för 19 år sedan var AGA och Sandvik Coromant de två första bolagen jag besökte. Jag startade på toppen. Industrigaser och vändskär är fortfarande exceptionellt lönsamma branscher med fantastiska bolag.

Vad gör branschen så lönsam? Åtminstone det att vändskär är konsumtionsvaror som används i världens kanske största industriella process, metallbearbetning (i svarvar, fräsar, borrar etc). Efterfrågan är alltså kontinuerlig, om än cyklisk. Metall bearbetas för 300 miljarder euro per år, främst inom fordons-, flyg- och verkstadsindustrin. Av produktionskostnaderna står verktygen för 12-13 miljarder euro, eller cirka 4%.

Produktutvecklingen är extremt viktig. Genom att öka verktygens varvtal med till exempel 20% använder kunden hälften fler vändskär. Samtidigt kan han dock spara upp till 15% av hela produktionsprocessens kostnader, som de ytterligare vändskären alltså ökar med bara 2%. Genom att istället pruta 25% på sina vändskär sparar kunden bara 1%. Därför jobbar de duktiga vändskärproducenterna med att förbättra sina kunders produktivitet istället för att priskonkurrera med varandra. Hittills har strategin varit lyckad.

Det säger mycket om branschens styrka att såväl Sandvik Coromant, Seco Tools som uppenbarligen Iscar under de senaste åren har gjort över 20% rörelsemarginaler. Under de senaste 12 månaderna var Secos marginal 23,8%. Bolagets långsiktiga målsättning är 20%. De 10 senaste årens medeltal är 20,6%. De senaste 20 årens medeltal är 18,0%.

Till dagens pris (SEK 73) är Secos P/E-tal på de senaste 12 månadernas resultat (SEK 7,00 per aktie) 10,4x. Resultatet är dock klart bättre än normalt. Om vi istället antar att bolaget uppnår sin långsiktiga målsättning (20%) för rörelsemarginalen över en konjunkturcykel blir det normaliserade resultatet per aktie cirka SEK 5,50. P/E-talet är då 13,3x, som jag inte tycker är oresonligt. Man kan även granska saken så att Secos bruttovärde i förhållande till omsättningen (EV/sales) idag är 2,1x då det under de senaste 10 åren i medeltal har varit 2,2x.

Secos kurs har på ett drygt år halverats och värderingen har normaliserats, man aktien är inte unikt billig. Som lägst har Secos värdering under de senaste 10 åren varit 1,6x omsättningen, vilket skulle innebära en 25-30% lägre aktiekurs än idag. Secos resultat – liksom alla industribolags - kommer att sjunka under den kommande lågkonjunkturen, och det är fullt möjligt att aktien fortsätter sjunka. Därför har jag köpt i ganska försiktig takt.

Varför köpte jag inte Sandvik, då jag tycker att Sandvik Coromant är ett ännu lite bättre bolag än Seco Tools? Därför att Tooling-divisionens andel av Sandvik bara är en tredjedel. På köpet hade vi fått gruvmaskiner och specialstål. De är mycket mer cykliska än vändskären och deras lönsamhet över en konjunkturcykel är inte ens nära samma nivåer som vändskärens, trots att de säkert är helt ok bolag inom sina respektive branscher.