

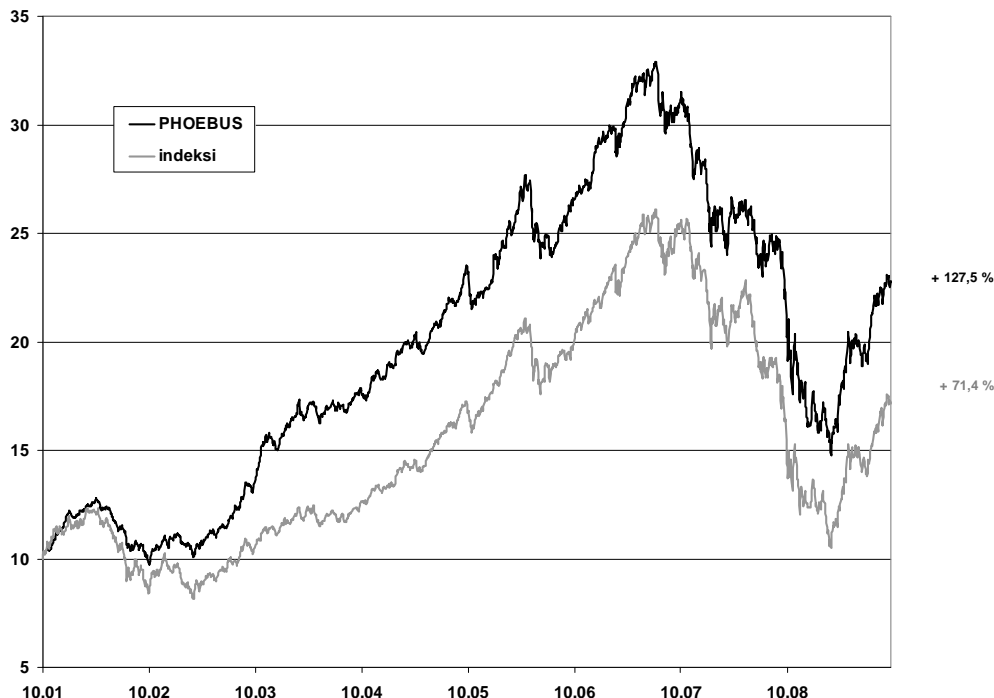
Seligson & Co Phoebus

Kvartalsrapport 3 / 2009

Andelens värde

Phoebus och jämförelseindex

10.10.2001 - 30.9.2009 (i euro)



Avkastning och volatilitet	Fonden		Jämförelseindex	
	Avkastning	Volatilitet	Avkastning	Volatilitet
30.9.2009			75% OMX Helsinki Cap GI, 25% MSCI AC World NDR	
3 mån.	15,45 %	15,62 %	18,58 %	17,20 %
Från årets början	38,33 %	23,37 %	35,30 %	24,23 %
1 år	3,53 %	28,33 %	4,76 %	29,56 %
3 år	-14,21 %	20,86 %	-13,38 %	22,09 %
5 år	27,85 %	17,50 %	39,06 %	18,43 %
Från startdatum	127,47 %	15,35 %	71,42 %	17,30 %
Från startdatum per annum	10,85 %		6,99 %	

Kostnader, nyckeltal	1.10.2008 - 30.9.2009
Avgifter sammanlagt (TER) %	0,77 %
Avkastningsbunden provision (från årets början)	0,00 %
Transaktionskostnader %	0,06 %
Totalkostnadsandel (TKA) %	0,82 %
Portföljens omsättningshastighet	-5,16 %
Tracking error	15,53 %
Förmedlingsarvoden betalda till företag inom samma koncern	0,00 %
Storlek	14 229 427 €
Närkretsens ägarandel (30.9.2009)	15,93 %

“Jag sålde aktier i Tamfelt, som vi nu har 30% färre av än för tre månader sedan. Bolaget beslöt att slå ihop sina aktierserier så att stamaktiernas ägare erbjöds ett premium på 25 % jämfört med preferensaktien. Enligt min åsikt var detta orättvist gentemot preferensaktiernas ägare?”

VÄRDEPAPPERSPLACERINGAR 30.9.2009

	Antal aktier	Aktiekurs valuta	euro	Marknads- värde EUR	Andel av fonden
Lassila & Tikanoja	65000		16,36	1 063 400	7,5%
Vacon	40000		25,30	1 012 000	7,1%
Tieto	55000		13,69	752 950	5,3%
Nokian Tyres	42000		16,09	675 780	4,7%
Exel Composites	110000		5,76	633 600	4,5%
Tulikivi	585690		1,02	597 404	4,2%
Vaisala	20000		25,00	500 000	3,5%
Stockmann B	27000		18,00	486 000	3,4%
Tamfelt	45000		4,94	222 300	1,6%
Inhemska aktier				5 943 434	41,8%
Air Liquide	12000	78,31	78,31	939 720	6,6%
Handelsbanken A	50000	180,50	17,67	883 630	6,2%
Seco Tools	80000	98,75	9,67	773 482	5,4%
Hennes & Mauritz	20000	393,00	38,48	769 566	5,4%
Fastenal	23000	38,81	26,46	608 556	4,3%
Costco	14000	56,49	38,51	539 174	3,8%
HHLA	17000	31,68	31,68	538 560	3,8%
Progressive	43000	16,74	11,41	490 742	3,4%
Harley-Davidson	31000	22,89	15,61	483 767	3,4%
Automatic Data Processing	18000	39,37	26,84	483 133	3,4%
State Street	10000	52,66	35,90	359 013	2,5%
Utländska aktier				6 869 343	48,3%
SUMMA aktier				12 812 777	90,0%
Nettokassa				-12 812 777	10,0%
FONDENS VÄRDE				14 229 427	100,0%
Antal andelar (A-korrigerat)				625 555,38	
Värde per A-andel				22,7469	

FONDENS UTVECKLING

Årets tredje kvartal var fortfarande smått otroligt på världens aktiemarknader. Vårt jämförelseindex steg med hela 18,6%. Som oftast i starka kursuppgångar så höll inte Phoebus riktigt takt med marknaden, men steg ändå med respektabla 15,4%.

Sedan årets början har Phoebus stigit med 38,3% och vårt jämförelseindex med 35,3%. Från start har Phoebus stigit med 127,5% och indexet med 71,4%.

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

Jag köpte under kvartalet fler aktier i 14 av våra bolag, då kunderna placerade mer pengar i fonden. Mest ökade jag vårt ägande i Air Liquide, Seco Tools och HHLA. Endast fem av våra bolag köpte jag inte fler aktier i: Vacon, Tulikivi, Vaisala, SHB och State Street.

Jag sålde aktier i Tamfelt, som vi nu har 30% färre av än för tre månader sedan. Bolaget beslöt att slå ihop sina aktierserier så att stamaktiernas ägare erbjöds ett premium på 25% jämfört med preferensaktien. Enligt min åsikt var detta orättvist gentemot preferensaktiernas ägare. Det leder ju till att stamaktiernas ägare i framtiden får en mycket större del av Tamfelts dividender än vad deras ägande tidigare berättigade till.

Eftersom den viktigaste riktlinjen för Phoebus placeringsverksamhet är att vi äger våra bolag, och att vi som minoritetsägare är på samma linje som huvudägarna, så var mitt beslut mycket enkelt. Tamfelt passar inte i vår portfölj. Man skall dock inte förhastna sig i sina aktieaffärer, så vi äger fortfarande aktier i Tamfelt, men bolaget är gradvis på väg ut ur portföljen, som jag berättade i Phoebus blog (<http://www.seligson.fi/phoebus/blog/>) redan den 6 augusti.

Vår kassa är efter nyteckningarna änu för stor, 10% av fondens värde. Men snabba panikrörelser brukar vara dåliga inom kapitalförvaltning, så jag kommer i lugn och ro gradvis att köpa fler aktier i våra existerande bolag för pengarna. Utan brådska.

Samtidigt bör jag notera att vårt urval av finska bolag, efter att Tamfelt försvinner, börjar vara alltför litet för att garantera en hyfsad riskspridning. Phoebus är ju inte tänkt att vara en brett spridd fond, men jag skulle normalt vilja ha cirka 20 bolag, av vilka hälften är finska. Vi behöver alltså ett par nya bolag i hemlandet, men just nu har jag tyvärr inga speciellt goda kandidater. Men de dyker nog upp för eller senare.

ÄR PHOEBUS EN "AKTIV" FOND?

Jag talade på sommren med en ekonomireporter om ett av bolagen i vår portfölj. Han frågade – kanske i jakt på en liten scoop ("Phoebus köper!") – när jag hade köpt aktien. Då jag svarade: "På våren 2002" blev det helt tyst i andra ändan av tråden – eller okej, i andra ändan av radiosignalen från basstationen, för att vara exakt.

För några månader sedan frågade en av våra kunder av mig hur det är möjligt att Phoebus har en lägre omsättningshastighet än vår Finland-indexfond, trots att Phoebus utger sig för att vara en aktiv fond? Jag tror hon var lite orolig för att inte få utbyte för att Phoebus förvaltningsarvode är högre än indexfondens, i form av en mer aktiv aktiehandel. Jag förstår detta mycket bra, jag vill själv också ha utbyte för mina pengar.

Frågan är speciellt aktuell i denna rapport. I tabellen på föregående sida ser ni att Phoebus omsättningshastighet rentav har varit negativ!

Hur är det möjligt? Orsaken finns i den formel enligt vilken omsättningshastigheten beräknas i Finland. Ifrån portföljförvaltarens sammanlagda köp och försäljningar av aktier drar man bort kundernas sammanlagda teckningar och inlösningar av fondandelar. Differensen delas med fondkapitalet. Tanken är i princip bra, omsättningshastigheten återspeglar då förvaltarens – inte hans kunders – aktivitet.

Då omsättningshastigheten är noll har alltså portföljförvaltarens exakt placerat sina kunders teckningar och sålt aktier för att möta inlösningar. Om omsättningshastigheten är 100% har han därtill köpt eller sålt aktier för en summa som motsvarar fondkapitalet. Om omsättningshastigheten är negativ, liksom i Phoebus fall, så har portföljförvaltarens handlat mindre med aktier än hans kunder har handlat med fondandelar. Detta är möjligt därför att jag använder fondens kassa som buffert.

Vad innebär då Phoebus (bristande) aktivitet? Allra först är det skäl att definiera vad vi menar med begreppet "aktiv fond". Vi placeringsproffs använder ofta yrkesjargong utan att tänka på om våra kunder begriper vad vi snackar om. Precis som Helsingin Sanomats Nyt-bilaga nyligen rapporterade att nästan ingen av HIFK:s hockeyspelare fattar ett ord av den Helsingforsslang som klubben använder i sin marknadsföring!

Ordet "aktiv" hänvisar inte till aktiehandeln, utan till fondens risk, närmare bestämt till risken för avvikelser i förhållande till fondens jämförelseindex (tracking error). En aktiv fond tar stora risker i förhållande till sitt index, medan en passiv fond placerar i olika bolags aktier i samma förhållande som bolagens vikt i indexet. Bara genom att avvika från indexet kan man givetvis slå det. Men risken är symmetrisk, så om man kan vinna så kan man också förlora.

Som tabellen med nyckeltal utvisar är Phoebus på detta sätt betraktat en exceptionellt aktiv fond. Dess indexavvikelse har varit över 15% per år, då Finland-indexfondens avvikelse är 0,5% och en typisk finsk aktiefonds avvikelse bara är ungefär 5%. Jag försöker placera i goda bolags aktier helt oberoende av vad bolagets indexvikt råkar vara.

Aktiv risk ger en potential för överavkastning. Aktiv aktiehandel minskar däremot chansen för överavkastning. Kostnaderna minskar nämligen direkt placerarens avkastning, och varje aktieaffär kostar med säkerhet. Om affären bidrar till vår avkastning är däremot osäkert. Därför tycker jag att man får det bästa utbytet för pengarna i en fond där förvaltarens har mod att gå sina egna vägar, men där han inte vinglar alltför mycket.

Allra bäst uttrycktes detta av John Bogle, som grundade fondbolaget Vanguard (som är specialiserat på indexfonder och nuförtiden bland världens största fondbolag): "In investing, you get what you don't pay for".



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



Då jag senast presenterade Stockmann i rapporten 3/2006 berättade jag att aktiens höga värdering klart hade ökat risken i vår placering, och att jag därför hade minskat på vårt innehav. Jag hade tyvärr rätt. Aktien har på tre år avkastat -36% (inklusive utdelningar).

Jag hade också fel, nämligen då jag berömde bolagets strategiska val. Eller kanske de var berömvärda till år 2006, men köpet av svenska Lindex år 2007 var inte ett av Stockmanns bästa ögonblick. Jag tror faktiskt att köpet av Lindex var en ännu större orsak till att aktien har sjunkit så mycket än den höga värderingen för tre år sedan eller lågkonjunkturen.

Det är inget fel på Lindex i sig. Felet var i priset Stockmann betalade. Då man betalar över 8 miljarder kronor för ett bolag som gör 600 miljoner i rörelseresultat, börjar det kräva underverk att uppnå målen för avkastning på placerat kapital (Stockmanns mål var 22%). Eller också sänker man målen, vilket Stockmann var tvungen att göra. Ur aktieägarnas synvinkel fattar jag därför fortfarande inte affärens logik.

Ytterligare salt i såren ströddes av att Stockmann tvingades be sina ägare om 278 miljoner euro i nytt kapital, och att det tidigare skuldfria bolaget ännu efter emissionerna är kraftigt skuldsatt. Förutom Lindex-affären förklaras kapitalbehovet av att varuhusprojektet i Helsingfors och Petersburg, som tillsammans för tre år sedan skulle kosta 235 miljoner euro, har blivit mycket dyrare än väntat. Budgeten är nu 435 miljoner.

Varför äger vi då ännu Stockmann om jag är så negativ? För att jag fortfarande tycker att bolaget är välskött, och att de tre felbedömningarna (Lindex, projektens kostnadskontroll och den därav följande skuldsättningen) är undantag. Dessutom är Stockmanns balansräkning "framtung" då bolaget redan har lagt fast 300me i projekten i Helsingfors och Petersburg. Då projekten blir klara i slutet av 2010 borde de ge en klar positiv resultat effekt (efter uppstartningskostnader) senast 2013-2014.

Fastän emissionerna har ökat aktieantalet med en fjärdedel och fastän den högre skuldsättningen innebär att P/E-talet framöver bör vara lägre än förr tycker jag Stockmanns kurs (18 euro) är ganska attraktiv. Jag kan väl tro att Stockmann klarar av att tjäna 1,80-1,90 euro per aktie år 2013 och att aktien då kunde kosta 22-25 euro. Om direktavkastningen de närmaste åren är 3-5% så innebär det att en total avkastning på över 10% per år de närmaste 4 åren borde vara helt realistisk. Avkastningen kommer dock med högre risk än tidigare, på grund av den svaga balansräkningen.

Jag tycker att våra två andra detaljhandelskedjor H&M och Costco har en bättre risk/avkastningsprofil än Stockmann, men jag har inga planer på att sälja Stockmann heller. Man kanske blir bränd av tre fel i boboll (den finska versionen av baseball), men i placeringsvärlden är jag beredd att ge Hannu Penttiläs trupper ett par försök till. Åtminstone så länge Stockmanns styrelse kommer ihåg att teckningspriset för bägge aktieserierna var detsamma i den nyligen avslutade emissionen ...



För knappt tre år sedan, i rapporten 4/2006, berättade jag att den amerikanska bilförsäkraren Progressive var ett av de bästa skadeförsäkringsbolag jag sett. Min bedömning byggde på bolagets stigande marknadsandel, dess lönsamhet som var högre än branschens, öppenheten i dess rapportering och på att bolaget skötte sina placeringar mycket rationellt.

Men det var innan Progressive i fjol förlorade nästan 2 miljarder dollar, eller 13% av sin hela portfölj, på sina placeringar i amerikanska bankers förlagslån. Fastän de övriga placeringarna gav en positiv avkastning (för att aktierisken var begränsad) så avkastade Progressives portfölj i fjol därför smått katastrofala -10%. Trots ett gott försäkringsresultat gjorde bolaget därmed sin första förlust på 26 år.

Till bolagets försvar bör dock noteras att ledningen reagerade snabbt och korrekt. Då riskerna i förlagslånen realiserades minskade bolaget snabbt på sina övriga placeringsrisker, främst i aktier. Samtidigt förändrade bolaget sin strategiska allokering så att förlagslånen framöver hör till samma riskklass som aktieplaceringar. Timingen för att minska aktieinnehaven var kanske dålig, men åtgärden försäkrade att bolaget inte behövde be sina ägare om mer kapital. I skrivande stund har Progressive faktiskt drygt en miljard mer kapital än bolaget anser sig behöva – sällsynt i ett finansiellt bolag dessa dagar!

Min bedömning gällande bolagets egentliga affärsverksamhet, försäkringsrörelsen, var också lite överoptimistisk. Progressive är fortfarande lönsammare än branschen, men bolaget har inte lyckats växa i samma takt som förr. Dess marknadsandel har faktiskt på tre år minskat från 7,6% till 7,4%. Förändringen är inte dramatisk, men för ett tidigare snabbväxande bolag är det fråga om en betydande förändring.

Bolaget har nog försökt växa. Jag berättade senast att försäkringsresultatet för fjärde året i rad var "alltför bra", åren 2003-2006 hela 13% av nettopremierna, då medeltalet för de föregående 5 åren var 4%, som är Progressives långsiktiga minimimål. Bolaget sänkte därför sina priser ungefär 10%, men det gav inte mer än drygt 10% fler kunder. Även detta misstag tog Progressive snabbt lärdom av, och har på senaste tid satsat mer på kundservice, marknadsföring och på helt nya prissättningsmodeller, som t.ex. låter kunden själv bestämma sina försäkringspremier, på basen av vilka bolaget sedan skraddarsyr försäkringsskyddet.

Jag påstod senast att Progressive ett "normalår" gör 1,30-1,40 dollar i resultat per aktie. Idag, då räntorna är lägre, är min bästa gissning 1,20-1,30 dollar per aktie, eller 5-10% mindre. Samtidigt har den dividendkorrigerade aktiekursen dock sjunkit med nästan en fjärdedel (till 16,50 dollar), så det normaliserade P/E-talet är nu 13-14x. Värderingen – eller placerarnas förväntningar gällande bolagets framtid – har alltså sjunkit klart.

Trots besvikelserna i både placerings- och försäkringsrörelsen skulle jag inte ännu räkna ut Progressive. Tvärtom är jag nöjd över att ledningen har reagerat snabbt och över att placeringsrisk har minskat i takt med att marknads förväntningar på bolaget har sjunkit.

Progressive är ett bra exempel på hur svårt det är att analysera bolag. Jag hade ju ganska totalt fel senast. Men trots det förtjänar bolaget enligt min åsikt väl sin plats i vår portfölj.