

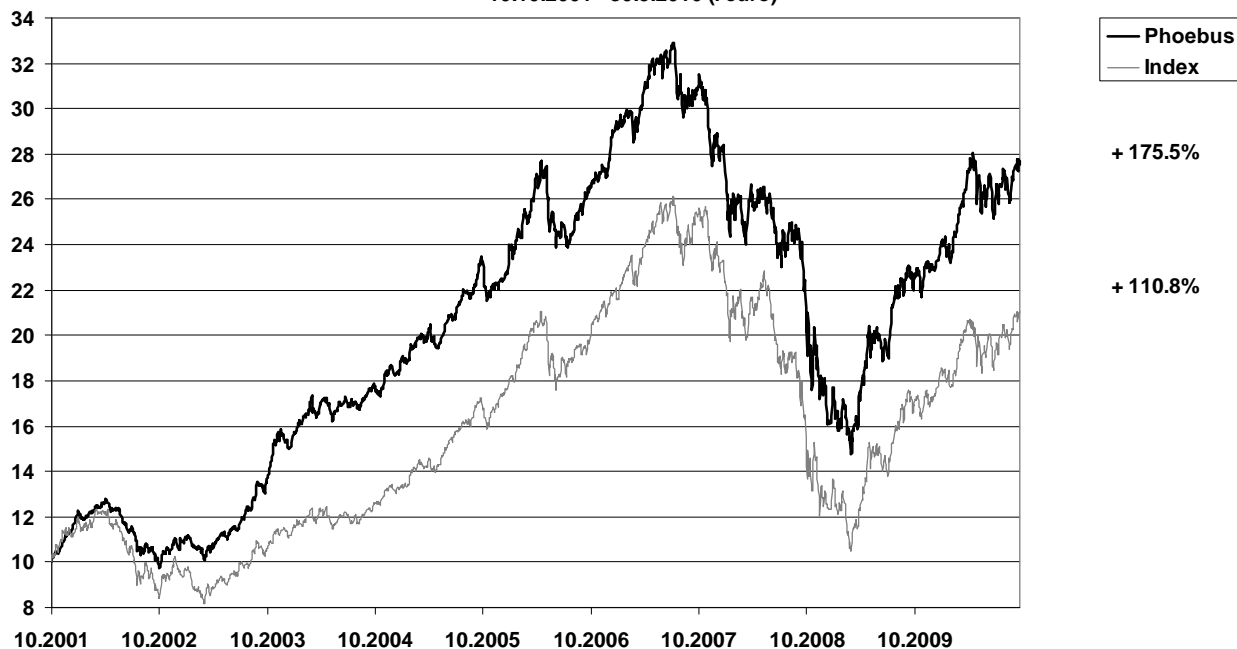
Seligson & Co Phoebus

Kvartalsrapport 3 / 2010

 andelens
värde

Phoebus och jämförelseindex

10.10.2001 - 30.9.2010 (i euro)



Avkastning och risk	Fonden		Jämförelseindex	
	Avkastning	Volatilitet	Avkastning	Volatilitet
30.09.2010			75% OMX Helsinki Cap GI, 25% MSCI AC World NDR	
3 mån.	6,80 %	14,13 %	11,18 %	13,61 %
Från årets början	17,65 %	15,49 %	17,29 %	16,41 %
1 år	21,13 %	14,63 %	22,97 %	15,91 %
3 år	-10,57 %	21,49 %	-17,00 %	22,72 %
5 år	18,57 %	18,35 %	22,37 %	19,41 %
Från startdatum	175,54 %	15,27 %	110,80 %	17,15 %
Från startdatum per annum	11,95 %		8,66 %	

Kostnader, nyckeltal	1.10.2009-30.9.2010
Avgifter sammanlagt (TER) %	1,22 %
Avkastningsbunden provision	0,46 %
Transaktionskostnader %	0,04 %
Totalkostnadsandel (TKA) %	1,26 %
Portföljens omsättningshastighet	-14,73%
Tracking error	8,34 %
Förmedlingsarvodet betalda till företag inom samma koncern	0,00 %
Storlek	17 022 619 €
Närkretsens ägarandel (30.9.2010)	15,01 %

”På sommaren såg vi ett nytt orakel födas. Eller hur skulle man beskriva en siare som var mer exakt än 99,6% av sina konkurrenter? Speciellt som hans ”track record” är bra – under sin treåriga karriär har hans spådomar varit bättre än 99,3% av hans hustratusental konkurrenters. Vad kan vi måntro ännu vänta oss av honom i framtiden?”

VÄRDEPAPPERSPLACERINGAR 30.9.2010

	Antal aktier	Aktiekurs valuta	euro	Marknads- värde EUR	Andel av fonden
Vacon	40000		35,06	1 402 400	8,2%
Nokian Tyres	42000		24,93	1 047 060	6,2%
Lassila & Tikanoja	65000		13,75	893 750	5,3%
Tieto	55000		14,63	804 650	4,7%
Stockmann B	27000		28,25	762 750	4,5%
Tulikivi	585690		1,30	761 397	4,5%
Exel Composites	110000		5,50	605 000	3,6%
Konecranes	18000		27,19	489 420	2,9%
Vaisala	20000		20,55	411 000	2,4%
Ekokem A+B	10000		30,00	300 000	1,8%
Inhemska aktier				7 477 427	43,9%
Handelsbanken A	50000	221,10	24,16	1 208 025	7,1%
Hennes & Mauritz	44000	241,80	26,42	1 162 589	6,8%
Air Liquide	12844	89,29	89,29	1 146 841	6,7%
Fastenal	23000	53,65	39,31	904 059	5,3%
Seco Tools	90000	91,50	10,00	899 872	5,3%
Costco	14000	64,68	47,39	663 433	3,9%
Progressive	43000	20,80	15,24	655 286	3,8%
Harley-Davidson	31000	28,34	20,76	643 666	3,8%
Automatic Data Processing	18000	42,12	30,86	555 469	3,3%
HHLA	19000	28,24	28,24	536 465	3,2%
State Street	10000	37,34	27,36	273 573	1,6%
Utländska aktier				8 649 279	50,8%
SUMMA aktier				16 126 706	94,7%
Nettokassa				895 913	5,3%
FONDENS VÄRDE				17 022 619	100,0%
Antal andelar (A-korrigerat)				617 781,60	
Värde per A-andel				27,5544	

FONDENS UTVECKLING

Euforin återvände under det tredje kvartalet till aktiemarknaden (i Finland) och vårt jämförelseindex steg med hela 11,2%. Liksom oftast vid kraftiga kursstegringar hängde Phoebus inte riktigt med marknaden, men steg ändå med hyfsade 6,8%.

Den här gången var huvudorsaken till att Phoebus utvecklades lugnare än marknaden inte bara att våra bolag är av hög kvalitet, utan framförallt det att den finska aktiemarknaden steg med hela 14,3% samtidigt som världsindex mätt i euro steg med bara 2,0%. Över hälften av Phoebus portfölj är för tillfället utanför Finland, medan Finland ju utgör 75% av vårt jämförelseindex. Den geografiska allokeringen förklarade alltså över 80% av differensen mellan fondens och marknadens avkastning under kvartalet.

Från årets början har Phoebus stigit med 17,6%, ungefär i takt med vårt jämförelseindex som har stigit med 17,3%. Sedan start har fonden stigit med 175,5% och index med 110,8%.

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

Under det andra kvartalet gjorde jag inga affärer men under det tredje gjorde jag redan en(!): Jag köpte ytterligare 2600 aktier i Ekokem åt oss. Ekokem representerar nu 1,8% av vår portfölj och vikten kan kanske ännu öka lite. Men bolaget är ju onoterat, så det kommer aldrig att stå för en särskilt stor del av våra placeringar.

Nettoteckningarna ökade fonden med 1% under kvartalet. Av detta investerade jag hälften i Ekokem. Kassans relativa andel, nu 5,3% av fonden, ökade dock inte särskilt mycket, eftersom kursuppgången höjde aktiernas andel av fondens värde.

SLUMPENS TENTAKLER

På sommaren såg vi ett nytt orakel födas. Eller hur skulle man beskriva en siare som var mer exakt än 99,6% av sina konkurrenter? Speciellt som hans "track record" är bra – under sin treåriga karriär har hans spådomar varit bättre än 99,3% av hans hundratusental konkurrenters. Vad kan vi måntro ännu vänta oss av honom i framtiden?

Jag talar givetvis om en tysk bläckfisk vid namn Paul, som i samband med VM i fotboll lyckades pricka in vinnaren för alla de 8 matcher han spådde om. Vid EM i fotboll 2008 var hans träffsäkerhet fyra rätt av sex försök.

Nå, ingen tror förstås att bläckfiskar fattar någonting om fotboll, men fallet är ett intressant exempel på hur svårt det kan vara att skilja mellan tur och skicklighet. Föreställ er att samma resultat skulle ha uppnåtts av en tvåbent siare, som dessutom kunde berätta mer om den process han använder för sina spådomar samt om hur han under årens lopp har förfinat processen så att den skall bli mer träffsäker. Och nu *bevisade* VM 2010 att han har lyckats! Skulle vi då våga påstå att han bara har haft tur?

Om vår granne hade varit hans kund och satsat 10.000 euro på orakelns varje råd så skulle han med 14 insatser ha 13-faldigat sitt kapital (till 130.000 euro!). Och dessutom med "låg risk", för potten skulle ha minskat bara två gånger på vägen. Tror ni grannen skulle berätta åt oss att hans orakels succé nog antagligen är slumpmässig?

Jag försöker alls inte påstå att alla framgångsrika portföljförvaltare bara är lyckosamma. Men exemplet illustrerar att slumpen alltid är placerarens (och portföljförvaltarens) följeslagare och att det inte är lätt att skilja mellan genuin yrkesskicklighet och god tur.

Detta gäller även Phoebus. Sedan start har fonden avkastat 65% mer än sitt jämförelseindex, vilket många kanske tolkar så att jag har lyckats med förvaltningen. Men då vi noterar att Phoebus årliga överavkastning har varit 3,3% och att fondens indexavvikelse (tracking error) på årsbasis har varit 13% eller över fondens 9 års historia 4,4% (risken minskar med kvadratroten av tiden), ser vi att överavkastningen är mindre än en standardavvikelse. Statistiskt sett är Phoebus överavkastning inte signifikant med en felmarginal under 33%. (Bläckfisken Pauls "överavkastning" är däremot signifikant med en felmarginal på 1%, så inte ens statistiken berättar hela sanningen).

Placeraren kan hitta åtminstone tre lärdomar i detta:

1) Ingen placerings och ingen förvaltares resultat bör utvärderas endast på basen av utfallet, utan att man beaktar slumpens roll i utfallet (detta förstår varje pokerspelare). Det är minst lika viktigt att begripa *hur* förvaltaren strävar efter resultat som hurudana resultat förvaltaren (kanske av slumpen) har uppnått. Jag tycker faktiskt det är ännu viktigare, för en placerare har oftast disciplin att förbli långsiktig endast ifall han verkligen litat på sin förvaltare.

2) Eftersom slumpens roll aldrig helt kan elimineras bör man inte placera alla sina ägg ens i den korg som ser bäst ut. Diversifiering är alltid nödvändig. Detta gäller risk i alla dess dimensioner: allokering, landsrisker, branschrisker, risker i enskilda bolag, förvaltarrisker etc.

3) Mediernas roll som orakelgörare kan inte underskattas. Eller har ni någonsin hört om en igelkott som heter Leon, ett marsvin som heter Jimmy eller en pygméflothäst som heter Peggy? Liksom Paul spådde de alla fotbollsmatcher. Men de gissade fel.

För Paul har historien ett lyckligt slut. Akvariet i Oberhausen meddelade den 12 juli att de, trots ett stort antal köpebud, har beslutat behålla Paul och pensionera honom från jobbet som orakel. Han återvänder nu till sitt gamla jobb, som är att få akvariets barngäster att le. Även denna uppgift torde han sköta utomordentligt!



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



För två och ett halvt år sedan, i rapporten 1/2008, berättade jag att jag tycker Nokian Tyres har mycket goda tillväxtpotentialer men att aktiens höga värdering inte just lämnar utrymme för besvikelser, och att jag därför inte tänker öka vårt ägande. Riskerna realiserades – resultatet sjönk till en tredjedel då Rysslands ekonomi kraschade och aktiekursen var som lägst på våren 2009 hela 74% under nivåerna från våren 2008.

En vändning till det bättre har redan skett. Faktiskt så kraftigt att Nokian Tyres berättar att efterfrågan igen överstiger bolagets produktionskapacitet och att efterfrågan fortfarande verkar accelerera. Och körbanan är lång – enbart eftermarknaden för personbilsdäck i Ryssland förväntas växa från en miljard euro i år till två miljarder 2013 och nästan tre miljarder 2015. Premiumsegmentet, där Nokian Tyres är klar marknadsledare, växer sannolikt ännu snabbare.

För att svara på den ökade efterfrågan har Nokian Tyres i år tagit i bruk den sjunde och åttonde produktionslinjen (å en miljon däck per år) i sin ryska fabrik och det verkar som om linjerna 9-10 kan tas i bruk redan nästa år. Dessutom kommer ny teknologi att ge ytterligare kapacitet. Då en linje tidigare gjorde en miljon däck per år med 100 personer kommer en ny linje att kunna producera 1,3-1,4 miljoner däck med 60 personer. Produktiviteten fördubblas alltså på de nya produktionslinjerna.

Detta innebär att bolaget senast år 2013 men kanske redan tidigare kommer att ha en kapacitet på 18-19 miljoner däck per år (i Finland och Ryssland), då produktionen före recessionen som högst var cirka 11 miljoner däck. Den årliga tillväxttenden har alltså varit över 10%, trots den osedvanligt djupa recessionen emellan! Vinterdäck är fortfarande 10-15% dyrare i Ryssland än i Finland, så tillväxten i öst torde förbättra den genomsnittliga prisnivån något.

Aktiekursen har reagerat på de förbättrade utsikterna och ligger nu bara 8% under nivån för två och ett halvt år sedan. Från botten har den stigit med hela 256%. Har marknaden då överreagerat, så att det inte längre finns någon potential i aktien?

Inte nödvändigtvis. Nokian Tyres torde i år göra cirka en euro i resultat per aktie, i förhållande till vilket kursen (25e) onekligen verkar hög. Men om och när bolagets expansion blir verklighet skulle jag inte vara förvånad om bolaget 2013 gjorde närmare 2,50 euro per aktie i resultat – redan före recessionen var ju resultatet som bäst 1,70 euro per aktie. P/E-talet för 2013 skulle då bli 10x, vilket lämnar duktigt med utrymme för kursuppgång, i tillägg till direktavkastningen. Jag tycker därför inte att aktien är extremt dyr.

Någon lågriskplacering är Nokian Tyres fortfarande inte, men min uppfattning om bolagets kvalitet har bara förstärkts under recessionen. Kim Gran och hans trupper gör ett mycket gott jobb för oss aktieägare.



STATE STREET

Då jag presenterade vår amerikanska värdepappersförvaringsbank State Street för knappt tre år sedan i rapporten 4/2007

berömde jag bankens kvalitet och glädde mig åt att aktiekursen äntligen hade börjat återspegla den positiva trenden i bankens affärsverksamhet. Jag såg också några risker från subprimekrisen. Jag borde ha sett betydligt fler risker.

Banken gjorde 2008 en reservering på 600 miljoner dollar för juridiska ansvar, efter att dess korta räntefonder hade sjunkit på grund av alltför spekulativa placeringar. Det visade sig vara bara isbergets topp. Under finanskrisen förlorade banken över 5 miljarder dollar då dess egna (om än utanför balansen varande) ränteplaceringar kraschade. Förlusterna uppkom mestadels 2008 men bokades i resultatet för 2009.

Då problemen blev kända sjönk State Streets kurs som mest med -78%. Trots att kursen under de senaste 18 månaderna har stigit med 112% är kursen ännu 54% under toppen från 2007. Och det dröjer nog mycket, mycket länge innan den helt återhämtar sig. Såsom alltid i banker innebar nämligen förlusterna att State Street tvingades skaffa mer kapital. Banken har emitterat 50% fler aktier för 8,6 miljarder dollar under de senaste tre åren. Även om marknadsvärdet återgår till gamla höjder skulle alltså priset per aktie förbli bara två tredjedelar av vad det en gång var.

State Streets affärsverksamhet – värdepappersförvar och kapitalförvaltning – har fortsatt att utvecklas väl. Banken förvarar idag värdepapper för 14.000 miljarder dollar och förvaltar 1.800 miljarder, alltså nästan lika mycket som för tre år sedan, trots att kurserna har sjunkit. Tack vare bättre kostnadseffektivitet är faktiskt State Streets operativa resultat (utan värdeminskningar och engångsposter) nästan en tredjedel bättre än 2007. Banken är världens näst största förvaringsbank, mindre än BNY Mellon men större än JP Morgan och Citi.

Även ledningens kontinuitet har varit exemplarisk. Ron Logue (64), som varit VD sedan 2004, pensionerade sig på våren och efterträddes av Jay Hooley (53), som har jobbat för State Street och dess intressebolag sedan 1986. På samma sätt var Logue i tiden en intern rekrytering till att efterträda David Spina.

Med dagens kurs (37 dollar) är State Streets värdering bara 10x det operativa resultatet efter skatt, trots att ränteplaceringarnas värderingsproblem verkar vara historia och trots att bankens affärsverksamhet är växande, lönsam och ganska stabil. Varför är då banken Phoebus minsta placering?

Därför att jag inte alls gillar sättet på vilket banken hamnade i problem. De förlustbringande ränteplaceringarna hade ingenting att göra med affärsverksamheten, utan de var rent spekulativa. Deras blotta existens indikerar att bankens kultur innehåller lite för mycket girighet och vilja att försköna resultatet för min smak. Därför tror jag inte att State Street kommer att vara någon nyckelplacering för Phoebus i framtiden heller. Å andra sidan har jag inte sett någon brådska att sälja aktierna, då värderingen fortfarande är ganska låg.