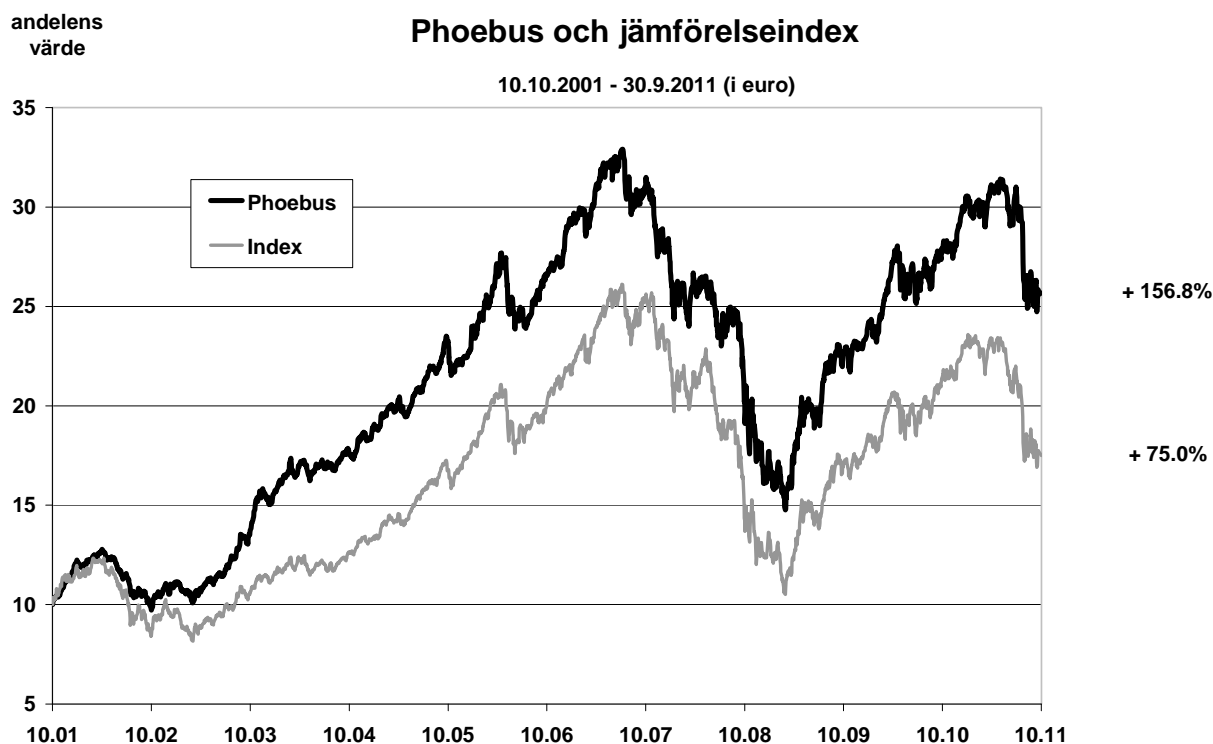


Seligson & Co Phoebus

Kvartalsrapport 3 / 2011



Avkastning och risk	Fonden		Jämförelseindex	
30.09.2011	Avkastning	Volatilitet	75% OMX Helsinki Cap GI, 25% MSCI AC World NDR	
			Avkastning	Volatilitet
3 mån.	-14,09 %	27,00 %	-19,08 %	28,66 %
Från årets början	-14,17 %	18,39 %	-23,66 %	19,95 %
1 år	-6,80 %	16,60 %	-16,99 %	18,29 %
3 år	16,88 %	20,71 %	6,94 %	22,04 %
5 år	-3,15 %	18,94 %	-11,58 %	20,25 %
Från startdatum	156,80 %	15,41 %	74,98 %	17,27 %
Från startdatum per annum	9,91 %		5,77 %	

Kostnader, nyckeltal	1.10.2010 - 30.9.2011
Avgifter sammanlagt (TER) %	1,18 %
Avkastningsbunden provision	0,43 %
Transaktionskostnader %	0,02 %
Totalkostnadsandel (TKA) %	1,20 %
Portföljens omsättningshastighet	-10,46 %
Tracking error	7,61 %
Förmedlingsarvodena betalda till företag inom samma koncern	0,00 %
Storlek	16 202 214 €
Närkretsens ägarandel (30.9.2011)	14,52 %

I skrivande stund (5.10.2011) har Phoebus bästa betyg av Eufex (10/10) och även bästa möjliga betyg (fem stjärnor) av den mer kända fondutvärderaren Morningstar. En tillfällig observatör frågar sig antagligen vad jag har förändrat i förvaltningsprocessen för att en sådan här enorm kvalitetsförbättring skulle bli möjlig?

VÄRDEPAPPERSPLACERINGAR 30.9.2011

	Antal aktier	Aktiekurs valuta	euro	Marknads- värde EUR	Andel av fonden
Vacon	40000		34,80	1 392 000	8,6%
Nokian Tyres	42000		22,57	947 940	5,9%
Exel Composites	110000		7,50	825 000	5,1%
Lassila & Tikanoja	67000		10,33	692 110	4,3%
Tieto	55000		9,39	516 175	3,2%
Ekokem A+B	12000		39,50	474 000	2,9%
Tulikivi	585690		0,80	468 552	2,9%
Konecranes	25000		15,25	381 250	2,4%
Vaisala	20000		17,43	348 600	2,2%
Stockmann B	27000		12,44	335 880	2,1%
Tikkurila	15500		12,72	197 160	1,2%
Oriola-KD B	110000		1,67	183 700	1,1%
Inhemska aktier				6 762 367	41,7%
Fastenal	46000	34,18	25,35	1 166 207	7,2%
Air Liquide	12844	87,23	87,23	1 120 382	6,9%
Hennes & Mauritz	45500	205,70	22,24	1 012 128	6,2%
Handelsbanken A	51500	173,10	18,72	964 038	6,0%
Costco	14000	82,98	61,55	861 682	5,3%
Harley-Davidson	31000	36,12	26,79	830 530	5,1%
Seco Tools	98000	73,90	7,99	783 178	4,8%
Automatic Data Processing	18000	48,12	35,69	642 457	4,0%
Progressive	43000	18,00	13,35	574 099	3,5%
HHLA	19000	20,96	20,96	398 240	2,5%
Strayer Education	5000	77,85	57,74	288 718	1,8%
Utländska aktier				8 641 658	53,3%
SUMMA aktier				15 404 025	95,1%
Nettokassa				798 189	4,9%
FONDENS VÄRDE				16 202 214	100,0%
Antal andelar (A-korrigerat)				630 928,77	
Värde per A-andel				25,6799	

FONDENS UTVECKLING

Årets tredje kvartal på aktiemarknaderna var det nästsämsta i Phoebus tio års historia. Liksom oftast på sjunkande marknader klarade sig Phoebus lite bättre än marknaden, fast det kanske känns som en klen tröst. Fondens värde sjönk under kvartalet med -14,1 % medan vårt jämförelseindex sjönk med hela -19,1 %.

Från årets början har Phoebus sjunkit med -14,2 % samtidigt som jämförelseindexet har sjunkit med -23,7 %. Från start har fonden stigit med 156,8 % och indexet med 75,0 %.

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.

KÖP OCH FÖRSÄLJNINGAR

I vår senaste rapport berättade jag att Phoebus kassa, som då var 8,7 % av fondens värde, enligt min åsikt var för stor, och lovade att köpa mer aktier. Kursnedgången gav oss ett ypperligt tillfälle att göra just detta.

Under tredje kvartalet minskade kundernas inlösningar vår kassa med 1,3 %. Genom aktieköp minskade jag kassans vikt med cirka 3,5 %. Kursnedgången bidrog till att öka kassans andel (eftersom den sänkte aktiernas andel). Nettoeffekten är att kassan nu utgör 4,9 % av fondens värde. Det finns utrymme att ytterligare minska den, men jag är ganska nöjd med nuläget.

Av våra gamla bolag köpte jag fler aktier närmast i Konecranes, samt mindre mängder i Seco Tools och Lassila & Tikanoja. Nya bolag i vår portfölj är Tikkurila och Oriola-KD (mer om dessa nedan).

Det är skäl att märka att både Tikkurila och Oriola-KD är ganska beroende av Ryssland, vilket av våra gamla bolag även gäller Nokian Tyres och Stockmann. Någon enorm koncentration av risker är det inte fråga om. Enligt mina grova kalkyler representerar våra bolags verksamheter i Ryssland cirka 5 % av fondens värde (varav hälften i Nokian Tyres).

UTANFÖR LÅDORNA

För knappt fyra år sedan, i december 2007, publicerade Helsingin Sanomat en artikel med rubriken (fritt översatt) ”Motigt för Seligsons aktiefonder”. Där nämndes att Phoebus hade fått sämsta möjliga betyg (1/10) av fondutvärderaren Eufex för sin ”effektivitet”. Artikelns anda var nog att man inte heller bör vänta sig stora framgångar av ett litet fondbolag.

I skrivande stund (5.10.2011) har Phoebus bästa betyg av Eufex (10/10) och även bästa möjliga betyg (fem stjärnor) av den mer kända fondutvärderaren Morningstar. En tillfällig observatör frågar sig antagligen vad jag har förändrat i förvaltningsprocessen för att en sådan här enorm kvalitetsförbättring skulle bli möjlig?

Som Phoebus ägare vet har jag inte förändrat någonting.

Fondutvärderingar berättar oftast mer om utvärderaren än om fonden. Processen är mekanisk och beaktar oftast inte fondens särdrag. Jämförelseperioderna är normalt alldeles för korta för att resultaten skulle ha någon betydelse. Framförallt så berättar

en fonds historiska avkastning nästan ingenting om den framtida avkastningen, hur väl gjorda jämförelserna än är. Inte ens världens ledande akademiker kan skilja mellan tur och skicklighet då de studerar fonder – och de är själv snabba att påpeka det (som ett konkret exempel, se videobloggen¹ på engelska på våra www.seligson.fi sidor).

Phoebus är särskilt svår för utvärderarna, därför att fonden inte passar i någon färdig låda. Den betonar Finland men placerar även utomlands. Den äger många små bolag men även några stora. Jag betonar tillväxt, men inte på värderingens bekostnad.

Från starten på hösten 2001 till slutet av 2007 avkastade Finlands aktiemarknad (med dividender) 182 %. Världsmarknaden avkastade samtidigt i euro (med nettodividender) bara 26 %. Vårt jämförelseindex, där Finland väger 75 % och världen 25 % (årligen rebalanserat), avkastade 133 % och Phoebus avkastade 183 %.

Fastän Phoebus klart överträffade sitt index slog fonden alltså Finland-index bara knappt.

Från slutet av 2007 till slutet av september 2011 avkastade den finska marknaden -28 %. Världsmarknaden avkastade i euro -17 %. Jämförelseindexet avkastade -25 % och Phoebus avkastade -9 %. Just nu är Phoebus enligt Sijotustutkimus Fondrapport den bästa ”Finlandsfonden” på ett och tre år samt fjärde bäst på fem år.

Det är kul att få beröm och tråkigt att få skällor. Men sådana här jämförelser är nog helt irrelevanta. Phoebus är inte en Finlandsfond, så dess försprång mot konkurrenterna förklaras till en stor del av att den finska marknaden har gått sämre än övriga marknader. Precis som Phoebus ”motighet” för fyra år sedan förklarades av det motsatta.

Vad borde man då jämföra Phoebus med? Givetvis dess jämförelseindex. Det är ingen slump att jag har byggt indexet som 75 % Finland och 25 % världen, utan det motsvarar vad jag upplever vara en normal förelning för fonden över ett årtionde. Indexet är inte perfekt, men det är den bästa måttstock jag kan konstruera. Använd alltså det då ni utvärderar Phoebus.

Märk dock att det inte är lätt att utvärdera fonder ens då man använder rätt måttstock. HS hade såtillvida rätt att Phoebus år 2007 gick 9,1 % sämre än sitt index. Även 2005 gick fonden sämre än index (9,6 %). Men under sin historia har fonden gett mer än dubbelt marknadens avkastning (157 % vs 75 %), så vad har några enskilda år för betydelse? Den smarta läsaren frågar i detta skede: “Vad har 10 års avkastningen då för betydelse?” Touché.

Det är minst lika viktigt att studera kvaliteten som siffrorna då man utvärderar fonder. Enligt min åsikt är det faktiskt mycket viktigare



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

1

http://www.seligson.fi/svenska/ajankohtaista/videoblogi/show_item.asp?itemID=65

TIKKURILA

Ända sedan Kemira listades för 17 år sedan har jag tyckt att målfärgstillverkaren Tikkurila är dess bästa enhet. Vi kunde dock inte placera i Tikkurila innan bolaget avknoppades från Kemira i fjol. Jag tyckte då att aktien var övervärderad. Dessutom gjorde ledningsbytet strax innan avknoppningen mig lite obekvämt. Då värderingen nu har sjunkit och jag har lärt mig att känna den nya ledningen lite bättre beslöt jag att köpa våra första aktier i det här, för finska förhållanden exceptionellt starka konsumentvarubolaget, som på sina kärnmarknader är en klar marknadsledare.

Konkurrensläget inom dekorativa målfärger på Tikkurilas huvudmarknader berättar mycket. I Finland är Tikkurila klar marknadsledare med över 50% marknadsandel. Konkurrenter är världens största färgtillverkare AkzoNobel samt finska Teknos. I Sverige är Tikkurila marknadsledare med en andel på 40%. Huvudkonkurrenterna (AkzoNobel, danska Flügger och norska Jotun) har tillsammans 40% av marknaden. Även i Ryssland är Tikkurila marknadsledare med en andel på 18%. Största konkurrent (i liter) är ryska Empils, vars andel är 7%. Inom premium-segmentet är huvudkonkurrenterna i Ryssland AkzoNobel och det tyska familjebolaget Caparol.

Visst har Tikkurila också sämre marknader. Bolaget bygger gradvis en position i östra Centraleuropa. I Polen är det fjärde störst, med en andel på 14% (de fyra största har tillsammans 80% av marknaden). Dessutom verkar Tikkurila bl.a. i Tjeckien, Slovakien, Ungern, Rumänien och Serbien. Illustrerande är att bolagets rörelsemarginal på dessa marknader är under 5%, då den på kärnmarknaderna är 11-13 %. Marknadsledarskap kan vara värdefullt.

Målfärgsmarknaden är ganska stabil. Under de senaste tio åren har Tikkurilas omsättning vuxit med drygt 9 % per år, varav endast en fjärdedel organiskt. De viktigaste företagsköpen har varit Alcro-Beckers i Sverige 2001 och Kraski Teks i Ryssland 2006. Även framöver torde tillväxten på västmarknaderna förbli låg, men i Ryssland och Östeuropa är konsumtionen av målfärg per capita ännu låg och växande, samtidigt som efterfrågan gradvis förskjuts mot dyrare färger av bättre kvalitet.

Lönsamheten har också varit stabil. Under de senaste sex åren har rörelsemarginalen legat i intervallet 9,1 %-10,2 %, som motsvarar ungefär 20% avkastning på det bundna kapitalet. Inte lysande, men tillräckligt för oss. Aktien är inte helt billig, men jag tycker värderingen är skälig. Med en "normal" 10% rörelsemarginal gör Tikkurila cirka 0,90e resultat per aktie, vilket med dagens kurs (12,72e) motsvarar ett P/E-tal på 14,2x. Bolaget är näst intill skuldfritt och har små investeringsbehov, så största delen av resultatet kan delas ut åt ägarna.

Förutom den starka marknadspositionen och den stabila lönsamheten gillar jag att Tikkurila nu har fått en genuin, privat huvudägare. Familjen Paasikivis Oras Invest äger 18,1%. Jag blev faktiskt mer intresserad av Tikkurila då statens Solidium sålde sina aktier förra hösten och Kemira sålde resten av sina aktier förra våren.

VD Erkki Järvinen känner jag inte ännu särdeles bra, men mitt första intryck är positivt. Vår position är ännu liten (1,2% av Phoebus värde), men jag tänker öka den gradvis i takt med att jag lär känna bolaget och dess ledning bättre.



Läkemedelsdistributören Oriola-KD har genomgått en enorm förändring på fem

år. Bolaget, som ursprungligen var läkemedelsfirman Orions interna distributör, hade expanderat till partihandel i läkemedel i Sverige redan då det avknoppades från Orion 2006. Sedan dess har det expanderat till parti- och detaljförsäljning av läkemedel i Ryssland (2008), apotek i Sverige (2010) samt sålt sina enheter för utrustning och tillbehör till hälso- och tandvårds-branscherna (2010). Man blir skrämdd av mindre!

Jag tycker den strategiska förändringen är vettig. Bolaget ser dels en stor potential i Ryssland och dels en framtida avreglerad apoteksmarknad i Norden, där fristående partihandlare knappast har mycket utrymme. Därför är det klart att strategin också inbegriper att starta apoteksverksamhet i Finland, så snart det blir möjligt.

Strategiska förändringar är ofta tunga, och detta gäller även Oriola-KD. Bolaget fick en flygande start i Ryssland då det under sitt första hela verksamhetsår gjorde 45m i resultat, vilket är 2-3 gånger mer än "normalt". Svängningarna visade sig dock vara symmetriska då resultatet i fjol föll 8me på förlust.

Även i Sverige har förändringen varit tung. De apotek som Oriola-KD köpte hade tidigare gjort cirka 20me i resultat. I fjol halverades vinsten och i år sjunker den ytterligare, då konkurrensen hårdnar i takt med att konkurrenterna öppnar nya apotek.

Det sagolika resultatet i Ryssland höjde aktien till skyarna och som mest kostade den i fjol 5,49 euro. Efter besvikelserna i Ryssland och Sverige tycker jag nu att den verkar ganska billig. Med dagens kurs (1,67e) är Oriola-KDs marknadsvärde cirka 250me, till vilket bör läggas 40me i nettoskuld. Bolagets bruttovärde är alltså ungefär 290me.

Till detta pris får vi:

1) Den finska partihandeln, som ganska stabilt har tjänat cirka 20me per år i rörelseresultat. Oriola-KDs marknadsandel är 46%.

2) Parti- och apoteksverksamheten i Sverige. Apoteken, vars marknadsandel är cirka 15%, har tjänat cirka 20me per år. Partihandeln, vars marknadsandel är 40%, har tjänat cirka 6me per år. Framöver kommer dock sannolikt partihandeln att krympa i takt med att konkurrenterna integrerar sig bakåt. Oriola-KD betalade 160me för apoteksverksamheten.

3) Parti- och apoteksverksamheten i Ryssland, som åren 2008-2010 tillsammans har gjort 44me i resultat, alltså cirka 15me per år. Inom partihandeln är bolaget femte störst i Ryssland med en marknadsandel kring 8%. Inom apoteken är det den tredje största aktören i Moskva. Oriola-KD betalade 165me för dessa verksamheter, av vilket 50me dock berodde på det abnormt goda resultatet för 2009.

Dessutom tjänar den lilla partihandeln i Baltikum en miljon per år och koncernens gemensamma kostnader är cirka 6me. Därmed tror jag att Oriola-KD "normalt" kan tjäna ungefär 50me i rörelseresultat, eller 0,24e per aktie efter skatt. P/E-talet för detta nästan skuldfria bolag, vars marknadspositioner är starka, är alltså bara 7x.

Oriola-KD kommer givetvis inte helt genast att göra normala resultat. Jag gillar dock ledningen och jag är ganska säker på att lönsamhetsproblemen främst beror på den snabba strukturförändringen och därmed är övergående. Vi orkar vänta på bättre tider.