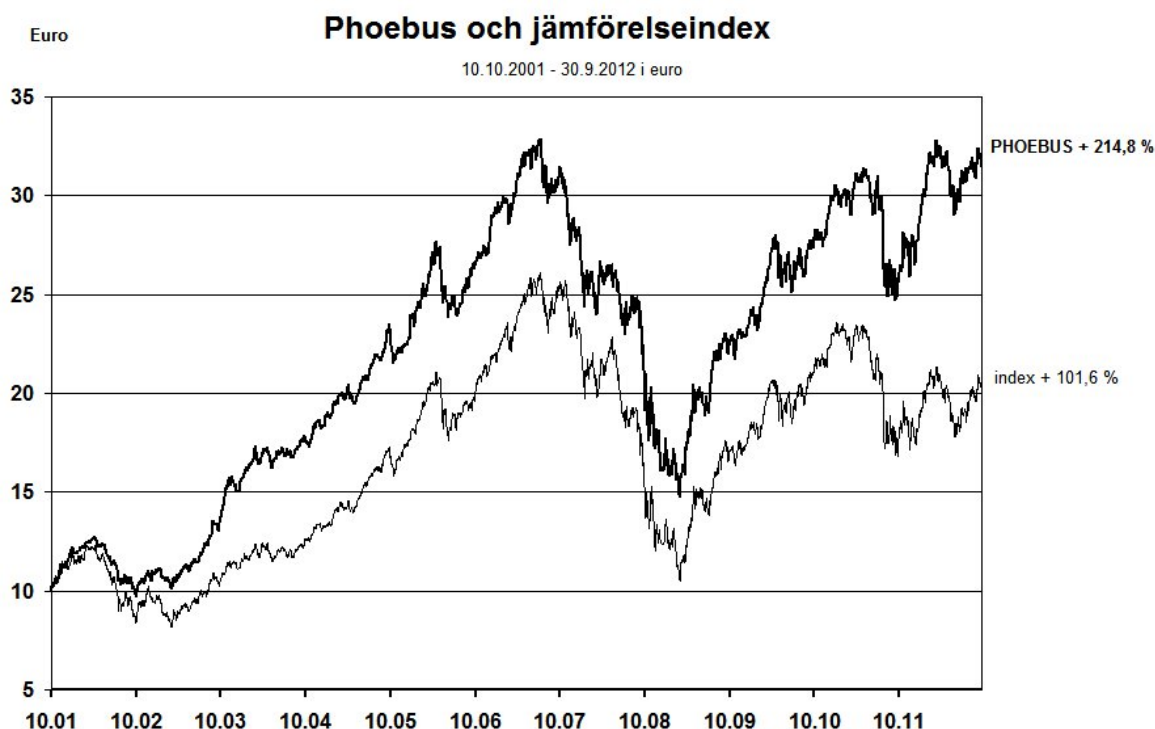


Seligson & Co Phoebus

Kvartalsrapport 3 / 2012



Avkastning och risk		Fonden		Jämförelseindex	
30.9.2012				75% OMX Helsinki Cap GI, 25% MSCI AC World NDR	
	Avkastning	Volatilitet		Avkastning	Volatilitet
3 mån.	4,42 %	11,05 %		7,72 %	15,35 %
Från årets början	13,18 %	11,91 %		9,81 %	17,43 %
1 år	22,58 %	13,81 %		15,21 %	19,64 %
3 år	38,39 %	15,06 %		17,60 %	18,02 %
5 år	2,17 %	19,24 %		-20,62 %	21,30 %
10 år	210,63 %	15,63 %		129,82 %	17,41 %
Från startdatum	214,79 %	15,27 %		101,59 %	17,50 %
Från startdatum per annum	11,01 %			6,59 %	

Kostnader, nyckeltal	1.10.2011 – 30.9.2012
Avgifter sammanlagt (TER) %	1,55 %
Avkastningsbunden provision	0,79 %
Transaktionskostnader %	0,04 %
Totalkostnadsandel (TKA) %	1,59 %
Portföljens omsättningshastighet	3,89 %
Tracking error	10,24 %
Förmedlingsarvoden betalda till företag inom samma koncern	0,00 %
Storlek	22 396 942 €
Närkretsens ägarandel (30.9.2012)	12,88 %

"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."

VÄRDEPAPPERSPLACERINGAR 28.9.2012

	Antal aktier	Aktiekurs valuta	euro	Marknads- värde EUR	Andel av fonden
Vacon	36000		40.20	1,447,200	6.5%
Nokian Tyres	42000		31.91	1,340,220	6.0%
Fortum	87000		14.45	1,257,150	5.6%
Lassila & Tikanoja	115000		10.55	1,213,250	5.4%
Konecranes	35000		22.67	793,450	3.5%
Tikkurila	51000		14.73	751,230	3.4%
Tieto	55000		13.49	741,950	3.3%
Exel Composites	111500		6.47	721,405	3.2%
Oriola-KD B	350000		2.00	700,000	3.1%
Stockmann B	46500		14.82	689,130	3.1%
Ekokem A+B	12000		40.50	486,000	2.2%
Tulikivi	585690		0.62	363,128	1.6%
Vaisala	20000		16.10	322,000	1.4%
Inhemskas aktier				10,826,113	48.3%
Air Liquide	15470	97.79	97.79	1,512,811	6.8%
Handelsbanken B	53000	235.90	27.94	1,480,661	6.6%
Hennes & Mauritz	47000	229.00	27.12	1,274,633	5.7%
Costco	14000	100.34	77.64	1,086,939	4.9%
Harley-Davidson	31000	42.48	32.87	1,018,942	4.5%
Sandvik	85000	89.15	10.56	897,412	4.0%
Fastenal	26000	42.84	33.14	861,738	3.8%
Automatic Data Processing	18000	58.43	45.21	813,788	3.6%
Progressive	45000	21.01	16.26	731,546	3.3%
HHLA	20000	19.99	19.99	399,700	1.8%
Strayer Education	6000	65.89	50.98	305,896	1.4%
Utländska aktier				10,384,066	46.4%
SUMMA aktier				21,210,179	94.7%
Nettokassa				1,186,763	5.3%
FONDENS VÄRDE				22,396,942	100.0%
Antal andelar (A-korrigerat)				711,482.49	
Värde per A-andel				31.4793	

FONDENS UTVECKLING

Trots den fortsatta eurokrisen blev det tredje kvartalet på aktiemarknaden mycket bra. Phoebus jämförelseindex steg med hela 7,7%. Som oftast då marknaden stiger kraftigt hängde inte Phoebus riktigt med i svängarna, men steg ändå med respektabla 4,4%.

Den största orsaken till att fonden gick sämre än marknaden var en aktie som vi inte äger. Nokias aktiekurs återhämtade sig lite – alltså lite i euro (32 cent) men mycket i relativa termer (+18%) – vilket förklarar nästan en fjärdedel av den finska börsens uppgång. Sedan årets början har Nokias krasch (-45%) istället hjälpt Phoebus relativa utveckling.

Från årets början har fonden stigit med 13,2% och jämförelseindexet med 9,8%. Sedan start har Phoebus stigit med 214,8% och jämförelseindexet med 101,6%.

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

Kassan utgjorde senast 6,3% av fondens värde. Jag berättade då att jag kommer att minska den genom att gradvis köpa mer aktier. Under tredje kvartalet köpte jag aktier i Fortum, L&T och Tikkurila för sammanlagt 210.000 euro (1% av fonden).

Jag bytte våra A-aktier i Handelsbanken till B-aktier. Vi har samma antal aktier som tidigare men vi fick dessutom efter transaktionskostnader 48.000 euro. Phoebus ägde ursprungligen B-aktier, som jag under årens lopp två gånger har bytt till A-aktier och tillbaka, utan att ta någon marknadsrisk. Saldot är att vi igen äger B-aktier men dessutom är 76.500 euro rikare än om vi bara hade ägt våra B-aktier hela tiden. Ibland kan aktiehandel löna sig – men ytterst sällan!

Till saken hör att B-aktierna representerar bara 1,9% av Handelsbankens aktiestock, så det känns sannolikt att banken i något skede kommer att slå ihop aktieserierna. Då B-aktien idag är 10 kronor billigare än A-aktien kan vi kanske tjäna på prisskillnaden ännu en gång. Men även om så inte skulle ske är det vettigare att äga B-aktier, eftersom de har samma rätt till dividend som A-aktien, men är billigare.

Fonden fick nettomässigt 50.000 euro i nyteckningar. Totalt sett blev effekten av affärerna, penningflödena och kursförändringarna att kassan nu är 5,3% av fonden, vilket är ganska normalt. Jag känner inget tvång att minska den ytterligare, men vi har pengar att investera om jag hittar något prisvärt att köpa.

KLÄTTRING UPPFÖR EN MUR AV ORO

Minns ni att ni skulle ha läst några goda ekonominyheter det senaste året? Inte jag heller. Men jag litade inte på minnet – människan tenderar att komma ihåg det hon vill (speciellt gäller detta spågummorna i finansbranschen) – så jag kollade för skojs skull i kvalitetstidningen *The Economist's* arkiv hurudana rubrikerna var i september och oktober 2011.

Minnet svek mig inte. De aktuella ämnena var eurokrisen, Greklands förestående konkurs, de stora riskerna i Europas banksystem samt världsekonominns klart minskande tillväxt. Bland rubrikerna noterade jag bland andra "Echoes of 2008: Here we go again" (6.10.), "Western banks: Danger everywhere" (6.10.) och "The world economy: Gloomier and gloomier" (28.9.). I Finland var det mest populära ämnet Nokias öde.

Under det gångna året har orosmolnen inte skingrats. De europeiska staternas skulder och budgetunderskott är fortfarande på tapeten, liksom bankernas brist på kapital, Greklands öde och oron för världsekonominns tillväxt. Den nyaste artikeln i *The Economist* är inte mycket muntrare än för ett år sedan. Rubriken lyder "Investors, beware."

Trots allt detta har börsåret varit mycket bra! I skrivande stund (5.10.) har vår sämsta aktiefond (Finland; på grund av Nokia) på ett år avkastat 14,5%. Alla våra andra aktiefonder har avkastat över 20%, två av dem faktiskt över 30%. Marknadsuppgången har alltså varit mycket bred. Vår Europa-indexfond har trots eurokrisen varit fjärde bäst av våra aktiefonder (strax efter Phoebus) med en uppgång på 25,8%.

Det här kan kännas underligt, men det är det inte. Det finns många gamla djungelordspråk på aktimarknaden och vissa stämmer faktiskt. Ett av dem lyder "markets climb a wall of worry". Ju oroligare placerarna är, desto bättre är ofta marknadens utsikter. Då rädslan är stor är aktierna lågt värderade och negativa nyheter förmår inte längre sänka kurserna, för de är inga överraskningar. Däremot kan en överraskande positiv nyhet minska rädslan och höja kurserna. Det senaste året har vi klättrat uppför just den här väggen av oro.

Verkliga skäl att vara orolig finns det dock i det skedet då placerarnas girighet har ersatt rädslan: då världen ser positiv ut och riskerna känns låga – minns ni januari år 2000? Då beundrade *The Economist* bland annat USA:s förmåga att skapa nya jobb, men varnade också för en eventuell aktiebubbla (kvalitetstidning som sagt). Trots det senaste årets kursuppgång är vi inte ens i närheten av de euforistiska känslor som rådde år 2000. Och jag tycker att aktierna fortfarande är skäligt värderade, så jag är inte ännu särskilt orolig.

För klarhets skull bör noteras att jag inte försöker tjäna marknaden då jag sköter Phoebus. Jag vet att jag inte kan det. Därför bryr jag mig inte heller särskilt mycket om nyheter som gäller makroekonomin. De senaste 12 månaderna utvisar ypperligt varför det är fåfängt att försöka förutspå framtiden: inte ens en korrekt analys av ekonomin innebär att man skulle ha någon aning om vad som kommer att ske på börsen. Därför lönar det sig för placeraren att helt enkelt följa sin egen placeringsplan, oberoende av hur världsekonomin råkar se ut.

Men om man nu ändå känner sig tvungen att spekulera så skulle jag följa Warren Buffetts råd: "Be fearful when others are greedy, and be greedy only when others are fearful." ¹

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

¹ <http://www.berkshirehathaway.com/letters/2004ltr.pdf>
(sid 4)

STOCKMANN

Då jag senast presenterade vårt varuhusbolag Stockmann i rapporten 3/2009 trodde jag att bolaget skulle kunna tjäna 1,80 euro per aktie 2013 och därför kunde bli en bra placering. Jag hade fel. Stockmanns resultat har utvecklats mycket sämre än väntat och aktien har på tre år inklusive dividender sjunkit med -6% samtidigt som Phoebus värde har stigit med 38%. Stockmann har alltså varit en usel placering.

Det finns både externa och interna skäl till den dåliga resultatutvecklingen. Jag hade trott att efterfrågan skulle normaliseras i snabbare takt än vad som har skett. Samtidigt har Stockmanns expansion i Helsingfors och St. Petersburg belastat resultatet mer än bolaget trodde. Lindex har utvecklats svagt, rörelsemarginalen har på tre år sjunkit från 10,9% till endast 6,6%, då målet är över 15%. Framförallt har Seppälä, vars resultat har fallit ungefär till nollstrecket, varit en mycket stor besvikelse.

På den positiva sidan kan man nu klart märka att Stockmann har bestämt sig för att lägga i en ny växel. Varuhusens storinvesteringar är förbi och under de närmaste åren kommer bolaget att försöka utnyttja sin nya kapacitet med marginella investeringar och noggrann koll på kostnaderna. Den förlustbringande franchising-verksamheten i Ryssland avverkas. Stockmann redovisar inte sina divisionsresultat geografiskt (endast koncernens), men då man bryter upp siffrorna verkar det som om de ryska varuhusen har utvecklats positivt redan en tid. Speciellt nöjd verkar ledningen vara med det nya varuhuset i St. Petersburg.

Seppälä har däremot gått uselt, tydligen speciellt i Ryssland, där dess butiker är mycket spridda. I 13 storstäder har man bara 1-4 butiker. Stockmann har nu börjat städa Seppälä med hård hand. Tidigare i år kombinerades Seppälä och Lindex i en ny modekedjedivision, vilket torde vara ett sätt att stärka Seppäläs ledning. Man kommer också att stänga Seppäläs förlustbringande butiker, som det nog finns gott om, speciellt utanför Finland.

Stockmann har dock klart kommunicerat att man inte kommer att uppnå sina ekonomiska målsättningar (20% avkastning på kapitalet, 12% rörelsemarginal) inom den tidigare utstakade tidsramen till slutet av 2015. Om målen överhuvudtaget är realistiska återstår att se. Varuhusen är lite som en långsamt vändande oljetanker – det tar sin tid innan resultatet märkbart förbättras, men riktningen tycker jag verkar vara den rätta redan nu. Modekedjornas utveckling är mer volatil och jag kan inte alls bedöma när de kan uppnå sina målsättningar, eller om de alls kan göra det.

Stockmanns nyckeltal hjälper just nu inte mycket då man försöker studera aktiens värdering, eftersom resultatet (temporärt) är uselt. En viss bild får man av bolagets bruttovärde är 1,85 miljarder euro, alltså samma som 2006. Sedan dess har Stockmann köpt Lindex för 800me och investerat 600me i sin verksamhet, varav 400me i expansion. Det borde nog finnas potential, om man bara får lönsamheten i skick.

Nettoskulden på 800me innebär att aktien har mer skuldhävnstäng än de flesta av Phoebus placeringar. Stockmanns skulder är dock mindre än värdet på bolagets fastigheter så jag är inte särskilt orolig för den svaga balansräkningen. Jag tycker fortfarande att våra andra butikskedjor H&M och Costco är bättre bolag än Stockmann, men jag har fortfarande inga planer på att sälja våra aktier i Stockmann heller.



Jag skrev senast om vår modekedja Hennes & Mauritz i rapporten 2/2009 och berättade då att bolaget torde kunna bli en av våra bästa placeringar under de följande 5-10 åren. Sedan dess har Phoebus värde stigit med 60% men H&M:s aktiekurs i kronor bara 18%. Hade jag då helt fel? Nej, då man utvärderar våra svenska aktier måste man också studera valutakursen. Under den här perioden har kronan förstärkts med 28% mot euron och H&M har faktiskt inklusive dividender avkastat hela 70% i euro, alltså lite mer än Phoebus.

Då man utvärderar H&M:s verksamhet måste man likaledes minnas valutan. H&M:s bokföring är ju i kronor, men 94% av affärsverksamheten sker utanför Sverige. Bolaget har sedan slutet av 2008 (3 år och 9 månader) ökat antalet butiker med 51%, men omsättningen (i kronor) har ökat med bara 35%. Mätt i euro har omsättningen dock stigit med 74% vilket utvisar att även försäljningen per butik har fortsatt att växa.

Resultatutvecklingen har inte varit fullt så positiv som jag hoppades. Rörelseresultatet har nog i euro stigit med 41%, men alltså klart mindre än omsättningen. Rörelsemarginalen för de senaste 12 månaderna är 18,4%, då den under 2008 var 22,7%. Detta förklaras delvis av den svaga konjunkturen i Europa, men också av bolagets kraftiga satsning på nya modekedjor. Några siffror för de nya kedjorna redovisar H&M inte. Mellan raderna kan man dock läsa att COS har gått bra och att de 2008 köpta kedjorna (*Monki*, *Weekday*, *Cheap Monday*) har varit besvikelser. Nästa vår kommer H&M att lansera sin sjätte kedja: *& Other Stories*. Om jag förstår rätt kommer den att betona accessoarer mer än de andra kedjorna.

Frågan jag ställde senast – som jag tycker att är den mest relevanta för koncernens framtid – är fortfarande obesvarad: Har Karl-Johan Persson tillräckligt med mod för att döda sina favoritbarn, om och när någon av de nya kedjorna inte uppnår tillräcklig lönsamhet? Jag gillar att H&M tänker långsiktigt och ger sina nya koncept tid att utvecklas. Ännu mera kommer jag att gilla att se att H&M någon gång stänger sin första nya kedja. Det är nämligen självklart att alla försök inte kan lyckas, men det kräver mod och disciplin att medge sina misstag.

Beräknat på de senaste 12 månadernas resultat är H&M:s P/E-tal med dagens kurs (229 SEK) 22,4x. Senast värderades H&M till P/E 21,1x och jag skrev då att det räcker att kursen utvecklas i samma takt som affärsverksamheten för att placeringen skall bli lyckad; någon uppvärdering krävs ej. Detsamma gäller fortfarande, och precis som senast tycker jag fortfarande att värderingen är skälig för ett bolag av såhär hög kvalitet.

H&M har alltså goda förutsättningar att även i fortsättningen höra till våra bästa placeringar. Det förutsätter dock att ledningen vid behov också vågar lägga ned någon modekedja.