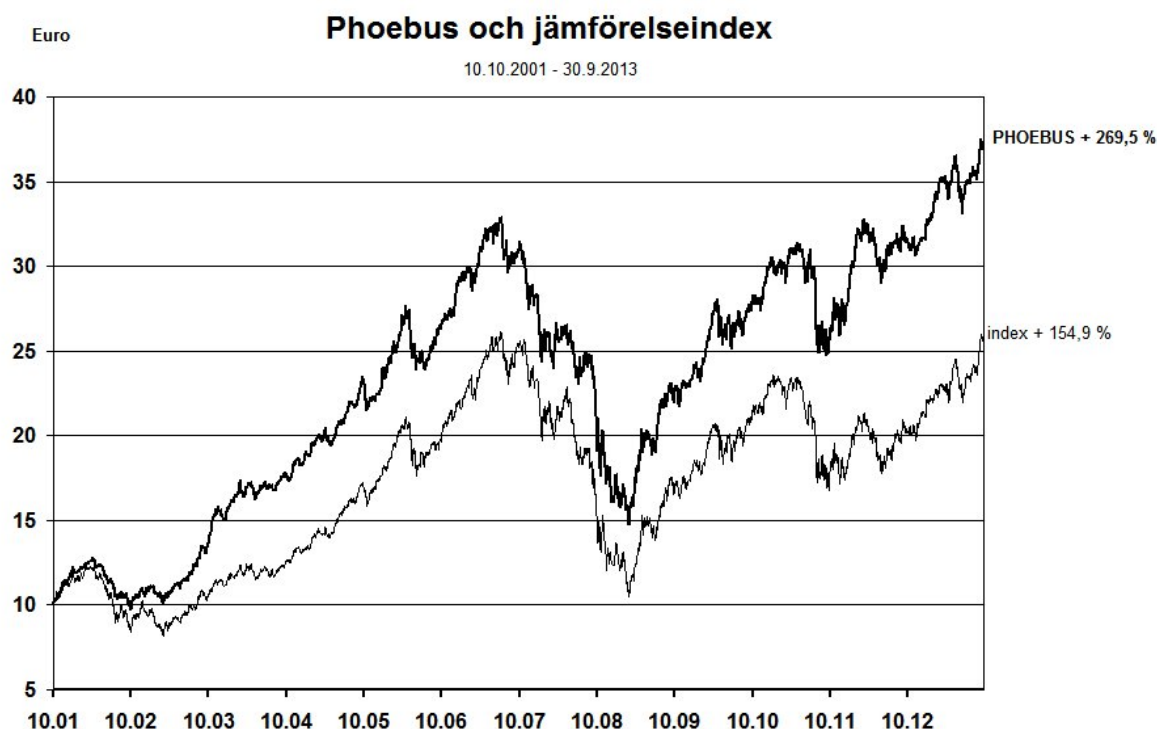


# Seligson & Co Phoebus

## Kvartalsrapport 3 / 2013



| Avkastning och risk       |            | Fonden      |            | Jämförelseindex                                   |  |
|---------------------------|------------|-------------|------------|---------------------------------------------------|--|
| 30.9.2013                 |            |             |            | 75% OMX Helsinki Cap GI,<br>25% MSCI AC World NDR |  |
|                           | Avkastning | Volatilitet | Avkastning | Volatilitet                                       |  |
| 3 mån.                    | 8,64 %     | 7,11 %      | 13,58 %    | 10,94 %                                           |  |
| Från årets början         | 16,97 %    | 9,22 %      | 20,87 %    | 12,32 %                                           |  |
| 1 år                      | 17,39 %    | 8,78 %      | 26,42 %    | 11,98 %                                           |  |
| 3 år                      | 34,12 %    | 13,48 %     | 20,90 %    | 16,99 %                                           |  |
| 5 år                      | 68,19 %    | 17,64 %     | 55,75 %    | 19,93 %                                           |  |
| 10 år                     | 180,55 %   | 15,44 %     | 147,36 %   | 17,06 %                                           |  |
| Från startdatum           | 269,55 %   | 14,84 %     | 154,86 %   | 17,11 %                                           |  |
| Från startdatum per annum | 11,53 %    |             | 8,12 %     |                                                   |  |

| Kostnader, nyckeltal                                       | 1.10.2012 –<br>30.9.2013 |
|------------------------------------------------------------|--------------------------|
| Årliga avgifter                                            | 0,76 %                   |
| Avkastningsbunden provision                                | 0,47 %                   |
| Transaktionskostnader %                                    | 0,01 %                   |
| Totalkostnadsandel (TKA) %                                 | 1,24 %                   |
| Portföljens omsättningshastighet                           | -17,08 %                 |
| Tracking error                                             | 7,86 %                   |
| Förmedlingsarvoden betalda till företag inom samma koncern | 0,00 %                   |
| Storlek                                                    | 30 134 239 €             |
| Närkretsens ägarandel (30.9.2013)                          | 10,95 %                  |

*"Hur är det då med Phoebus – ger krisen på utvecklingsmarknaderna även oss en möjlighet att förstärka våra positioner, genom att köpa aktier i dessa länder?"*

## VÄRDEPAPPERSPLACERINGAR 30.9.2013

|                              | Antal<br>aktier | Aktiekurs<br>valuta | euro   | Marknads-<br>värde EUR | Andel av<br>fonden |
|------------------------------|-----------------|---------------------|--------|------------------------|--------------------|
| Fortum                       | 160000          |                     | 16,69  | 2 670 400              | 8,9%               |
| Vacon                        | 36000           |                     | 58,10  | 2 091 600              | 6,9%               |
| Lassila & Tikanoja           | 115000          |                     | 15,07  | 1 733 050              | 5,8%               |
| Nokian Tyres                 | 45000           |                     | 37,54  | 1 689 300              | 5,6%               |
| Tikkurila                    | 68000           |                     | 19,56  | 1 330 080              | 4,4%               |
| Konecranes                   | 38000           |                     | 24,71  | 938 980                | 3,1%               |
| Oriola-KD B                  | 400000          |                     | 2,35   | 940 000                | 3,1%               |
| Stockmann B                  | 71000           |                     | 12,50  | 887 500                | 2,9%               |
| Tieto                        | 57000           |                     | 15,73  | 896 610                | 3,0%               |
| Exel Composites              | 145000          |                     | 5,75   | 833 750                | 2,8%               |
| Vaisala                      | 40000           |                     | 19,20  | 768 000                | 2,5%               |
| Ekokem A+B                   | 12000           |                     | 54,50  | 654 000                | 2,2%               |
| Tulikivi                     | 585690          |                     | 0,36   | 210 848                | 0,7%               |
| <b>Inhemska aktier</b>       |                 |                     |        | <b>15 644 118</b>      | <b>51,9%</b>       |
| Air Liquide                  | 18000           | 102,60              | 102,60 | 1 846 800              | 6,1%               |
| Handelsbanken B              | 55000           | 261,30              | 30,19  | 1 660 178              | 5,5%               |
| Hennes & Mauritz             | 51000           | 279,30              | 32,26  | 1 645 484              | 5,5%               |
| Harley-Davidson              | 31000           | 64,65               | 47,89  | 1 484 556              | 4,9%               |
| Costco                       | 14000           | 115,72              | 85,72  | 1 200 059              | 4,0%               |
| Automatic Data Processing    | 18000           | 72,56               | 53,75  | 967 467                | 3,2%               |
| Sandvik                      | 92000           | 87,98               | 10,16  | 934 974                | 3,1%               |
| Fastenal                     | 26000           | 50,00               | 37,04  | 962 963                | 3,2%               |
| Progressive                  | 45000           | 27,33               | 20,24  | 911 000                | 3,0%               |
| HHLA                         | 35000           | 18,06               | 18,06  | 631 925                | 2,1%               |
| Strayer Education            | 10000           | 41,61               | 30,82  | 308 222                | 1,0%               |
| <b>Utländska aktier</b>      |                 |                     |        | <b>12 553 629</b>      | <b>41,7%</b>       |
| <b>SUMMA aktier</b>          |                 |                     |        | <b>28 197 747</b>      | <b>93,6%</b>       |
| <b>Nettokassa</b>            |                 |                     |        | <b>1 936 492</b>       | <b>6,4%</b>        |
| <b>FONDENS VÄRDE</b>         |                 |                     |        | <b>30 134 239</b>      | <b>100,0%</b>      |
| Antal andelar (A-korrigerat) |                 |                     |        | 815 437,64             |                    |
| <b>Värde per A-andel</b>     |                 |                     |        | <b>36,9547</b>         |                    |

## FONDENS UTVECKLING

Årets tredje kvartal var smått otroligt på aktiemarknaderna. Phoebus jämförelseindex steg med hela 13,6%. Liksom oftast i starka uppgångar blev Phoebus efter, men steg ändå med hyfsade 8,6%. Förutom den generellt lägre risken i våra bolag förklaras detta av Nokia, som vi inte äger och vars starka kursuppgång stod för 5,3 procentenheter av indexets uppgång.

Från årets början har Phoebus stigit med 17,0% och vårt jämförelseindex med 20,9%.

Sedan start har Phoebus avkastat 269,5% och indexet 154,9%.

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

Fonden fick under kvartalet 700.000 euro i nya pengar. Jag köpte till aktier i sex av våra bolag för drygt en halv miljon. Bolagen var Fortum, Vaisala, Konecranes, HHLA, Oriola-KD och Sandvik. Dessutom förband sig Phoebus att delta i Tulikivis nyemission.

Vår kassa utgjorde i slutet av kvartalet 6,4% av fondens värde. Då vi beaktar förbindelsen att teckna aktier i Tulikivi var den justerade kassan cirka 5%, vilket jag tycker är ganska normalt.

## VÅRA UTVECKLINGS(?)MARKNADER

En av de största förändringarna under sommaren, då man ser världen ur ett ekonomiskt perspektiv, är hur dåligt de så kallade utvecklingsmarknaderna har utvecklats. Det torde i mycket bero på att utbudet på diverse råvaror antligen har hunnit ifatt den överefterfrågan som har rådit sedan 2005, och råvaruprierna därför har börjat sjunka mot normala nivåer. Detta har försvagat många utvecklingsländers tillväxt, terms of trade och valutakurser.

Även USA:s centralbanks indikationer om att den extremt låtta penningpolitikens era börjar vara slut har ansetts vara en orsak till kraschen i många u-ländernas valutor.

Aktierna i u-länderna har också fallit. Från årets början har västvärldens aktiemarknader avkastat utmärkta 14% (enligt MSCI:s index i euro med nettodividender). Samtidigt har aktier på utvecklingsmarknaderna sjunkit med -7%. Av de största u-aktiemarknaderna har Brasilien sjunkit med -13% och Indien med hela -15%.

Men varför diskuterar jag detta? Phoebus äger ju inga aktier som är noterade på börsen i något utvecklingsland?

Nej, åtminstone inte just nu, men många av våra bolag är mycket globala. En snabb kalkyl utvisar att cirka 16% av Phoebus affärsverksamhet (viktat med våra aktiers värde) ligger i utvecklingsländerna. Drygt hälften av detta kommer från våra "ryska" bolag: Nokian Tyres, Tikkurila, Fortum, Oriola-KD och Stockmann. Även våra globala industribolag Air Liquide, Sandvik, Vacon och Konecranes har en stor närvaro på utvecklingsmarknaderna. Till och med H&M gör 14% av sin omsättning i dessa länder.

Ämnet är alltså viktigt för oss, vilket Nokian Tyres färskare resultatvarning (se mer nedan) utvisade. Det är nog skäl att förbereda sig på att "utvecklingsländernas kris" i någon mån kommer att försvaga resultatutvecklingen också för västerländska bolag.

De av oss som verkade på aktiemarknaden för 15 år sedan får kanske en viss déjà-vu –upplevelse av detta. Asienkrisen inverkade också på börserna i väst, men den lärde oss att kriser kan gå över ganska snabbt i växande länder och att kriser kan vara ypperliga tillfällen för de bästa bolagen att förstärka sina positioner genom företagsköp till rimliga priser. Långsiktiga placerare har enligt min åsikt ingen orsak att vara oroliga.

## MED PÅ UTVECKLINGSMARKNADERNA?

Hur är det då med Phoebus – ger krisen på utvecklingsmarknaderna även oss en möjlighet att förstärka våra positioner, genom att köpa aktier i dessa länder?

Som jag nämnde äger vi för tillfället inga sådana aktier. Fonden har under sin historia ägt tre: bryggeriet Baltika i St. Petersburg och Wal-Marts dotterbolag i Mexico, därför att båda var betydligt billigare än sina moderbolag i väst, samtidigt som tillväxtpotentialen var bättre. Dessutom hade vi en kortfristig spekulativ placering i Kina.

Jag tänker inte längre göra spekulativa placeringar, men jag skulle inte utesluta att vi kan komma att äga västerländskt fungerande bolag också i utvecklingsländer. Tröskeln är dock hög. Lagstiftningen och placerarskyddet i dessa länder är nämligen också "under utveckling" och ekonomierna är ofta sårbara, så riskerna är större än i väst. OM detta kompenseras med lägre värderingar kan aktierna ändå vara intressanta. Ännu är vi dock inte ens i närheten av sådana värderingar som då jag köpte Baltika eller Walmex.

Sedan är faktiskt det antagandet att man skulle måsta köpa aktier i u-länderna för att dra nytta av ländernas tillväxt enligt min åsikt logiskt felaktigt. Nokian Tyres är den överlägsna marknadsledaren i Ryssland, så vad skulle vi vinna på att köpa någon liten lokal däcksfirma? Samma logik gäller våra globala bolag. Verksamhetsmässigt är vi redan nu i betydande utsträckning närvarande på utvecklingsmarknaderna och jag ser ingen större skillnad om någon dag något av våra bolag har sin hemvist där eller ej.

För den som söker äkta avkastning, som uppstår från att bolagen växer lönsamt, är det mycket viktigare hur verksamheten är fördelad än var huvudkontoret råkar befinna sig.

Anders Oldenburg, CFA  
portföljförvaltare  
[anders.oldenburg@seligson.fi](mailto:anders.oldenburg@seligson.fi)



Då jag för tre år sedan senast presenterade Nokian Tyres kom jag emot mina principer med fyra spådomar: Jag spådde 1) att eftermarknaden för däck i Ryssland skulle växa till två miljarder euro 2013 och tre 2105; 2) att Nokian Tyres produktionskapacitet skulle uppgå till 18 miljarder däck senast 2013; 3) att bolaget skulle göra närmare 2,50 euro i resultat per aktie 2013; och 4) att tillväxten skulle innebära att aktien ger en god avkastning, trots att värderingen redan inledningsvis var utmanande. Hur gick det?

Däcksmarknaden i Ryssland återhämtade sig snabbare än väntat och överskred två miljarder redan i fjol. Även Nokian Tyres kapacitet har vuxit snabbare än väntat. I fabriken i Ryssland har den nästan fördubblats till 15,5 miljarder däck och dessutom kan bolaget producera cirka 5 miljarder i Finland. Omsättningen har mer än fördubblats och rörelseresultatet har fyrfaldigats sedan 2009. Resultatet per aktie var redan i fjol 2,41 euro.

Även aktiekursen har utvecklats väl. Med dividender har den avkastat 64% samtidigt som Phoebus har avkastat 34% och vårt jämförelseindex 21%. Besannades mina spådomar?

Nå, inte riktigt ändå. I oktober berättade bolaget att resultatet kommer att bli lite sämre än i fjol på grund av den svaga ryska däcksmarknaden och den svaga rubeln. Den nordiska marknaden ger heller ingen orsak till jubel, för att nu inte ens tala om Centraleuropa. Innevarande år kommer därmed att bli det tredje av de senaste 20 åren då resultatet inte stiger. Hur mycket inverkar det på bolagets framtidsutsikter?

Knappast mycket. Rubeln borde åtminstone inte vara någon stor risk. Av bolagets försäljning är 40% i Ryssland men landet står för 80% av produktionen, varav alltså hälften exporteras. En svagare rubel sänker försäljningen men förbättrar samtidigt konkurrenskraften. Konkurrenten i Ryssland ökar i takt med att landets medlemskap i WTO sänker tullarna och konkurrenterna bygger egna fabriker i landet. Men Nokian Tyres har på tre år ökat sin distributionstäckning med hälften och är med en marknadsandel på 25% klar marknadsledare inom premium-däck. Förutsättningarna att behålla försprånget verkar lovande.

Någon särskilt billig aktie är Nokian Tyres dock inte. Efter resultatvarningen är kursen 34,69e vilket motsvarar ett P/E-tal på 16,1x, beräknat på resultatet för de senaste 12 månaderna. Värderingen är bara lite lägre än medeltalet för de 10 senaste åren. Den ypperliga lönsamheten och snabba tillväxten ökar risken, eftersom placerarna alltid nu och då börjar oroa sig för att någondera inte är hållbara. Ledningens optimism, som ibland gränsar till arrogans, skapar inte heller alltid förtroende, speciellt inte i sämre tider (som nu).

Ledningen har dock fog att vara belåten. Nokian Tyres har verkställt sin strategi fantastiskt bra. Jag tänker inte göra några spådomar den här gången men jag är optimistisk gällande att bolaget minst kommer att kunna bibehålla sitt marknadsledarskap. Det skulle innebära att tillväxten fortsätter i ganska rask takt, så snart marknadsläget igen förbättras på bolagets huvudmarknad. Efter resultatvarningen höjde jag Nokian Tyres vikt tillbaka till 5,5% av fonden, vilket jag tycker är en vettig nivå för detta fantastiskt fina bolag, som dock är lite mer riskabelt än de flesta av våra företag.



Då jag senast presenterade vårt motorcykelbolag Harley-Davidson i rapporten 2/2010 var jag lite skeptisk till externt rekryterade chefer. Företaget hade ju då precis rekryterat sin nya VD från Johnson Controls. Min oro var obefogad. Keith Wandell har gjort ett lysande arbete och min största farhåga, att han inte skulle passa in i H-D:s kultur, har även den lättat. Man ser inte längre några bilder av Wandell utan en motorcykel.

Man bör notera att H-D inte precis har fått någon draghjälp från marknaden. I USA registrerades mellan juli 2012 och juni 2013 drygt 270.000 motorcyklar över 600 kubik. Det är bara hälften av toppåret 2006 och bara tiotusen över bottenåret 2010. Även i Europa är registreringarna (244.000) knappa 40% under toppen, som noterades 2008.

Trots det har H-D lyckats på alla sina marknader. I USA är dess marknadsandel redan 58,8% och i Europa har andelen ökat från tio till femton procent på 5 år. H-D:s leveranser är därmed "endast" en fjädedel lägre än toppen 2006 och motorcykelens rörelsemarginal är goda 16,3%. Detta är visserligen klart under de bästa årens (24%) men ett bra resultat under mycket svaga marknadsförhållanden.

Aktien har sedan senast avkastat 162% (i euro inklusive dividender). Samtidigt har Phoebus avkastat 43% och vårt jämförelseindex 34%. Detta kanske visar att Wandell har lyckats men det visar också att H-D är en riskfylld aktie. H-D är faktiskt ett mycket bra exempel på att man i riskfyllda bolag bör studera utvecklingen över en hel konjunkturcykel. Även mätt på detta sätt har placeringen varit lyckad. På sex år, alltså sedan jag köpte våra första aktier, har H-D avkastat 56%, Phoebus 20% och vårt jämförelseindex under en procent.

H-D har två stora risker. För det första är en motorcykel, liksom många sällanköpsvaror, en lyxprodukt, vars efterfrågan kan sjunka rejält i en lågkonjunktur. För det andra har H-D ett stort finansbolag. Jag hoppades senast att Wandells nya strategi skulle innehålla en försäljning av finansbolaget – H-D:s konkurrensfördelar ligger enligt min åsikt i motorcyklarna, inte i bankverksamheten. Jag kommer sannolikt att bli besviken. I årsberättelsen för 2012 säger Wandell nämligen att finansverksamheten är en stor konkurrensfördel för H-D.

H-D är inte någon billig aktie. Räknat på resultatet för de 12 senaste månaderna är P/E-talet 20,5x, vilket kanske inte verkar så högt för ett av världens starkaste varumärken, speciellt som bolaget (utan finansdelen) har en nettokassa på en halv miljard. Men då man beaktar att en fjärdedel av vinsten kommer från finansbolaget, som inte kan värderas till höga multiplar, lämnar värderingen nog inte mycket utrymme för besvikelser.

Jag tror och hoppas att bolaget utvecklas positivt även de nästa tre åren, men jag tror inte att aktien kommer att utvecklas bättre än verksamheten. H-D:s vikt i vår portfölj (4,9%) är kanske något för hög, men jag känner ingen brådska att minska den.