

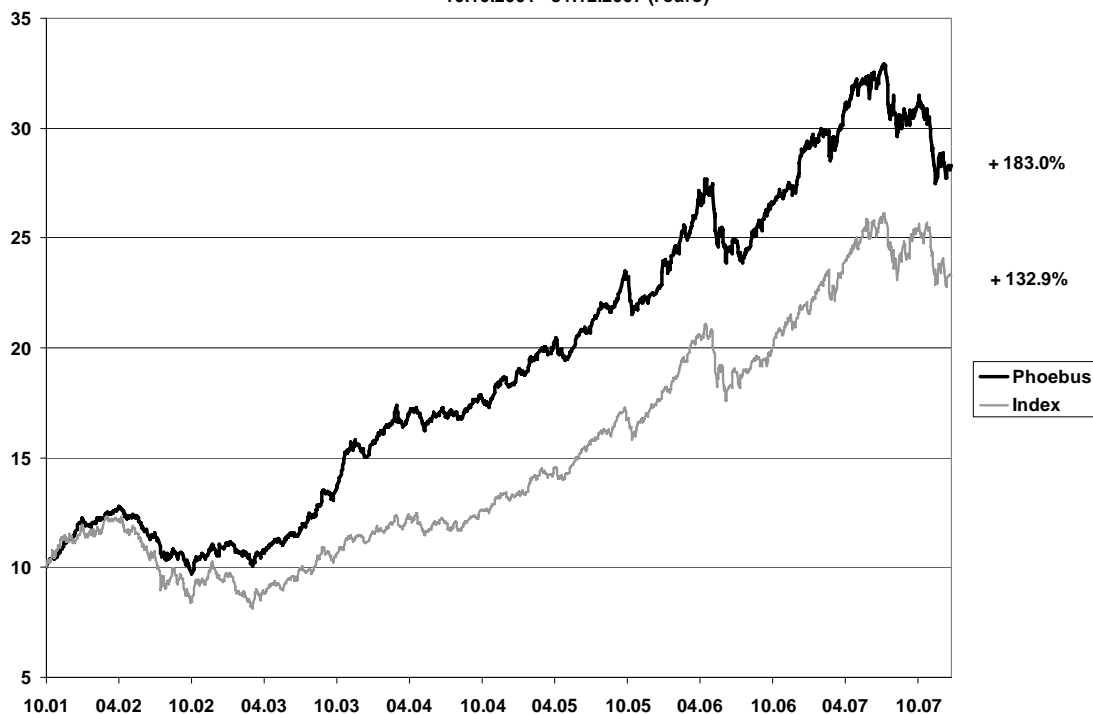
Seligson & Co Phoebus

Kvartalsrapport 4 / 2007

 andelens
värde

Phoebus och jämförelseindex

10.10.2001 - 31.12.2007 (i euro)



Avkastning och risk	Fonden		Jämförelseindex	
	Avkastning	Volatilitet	Avkastning	Volatilitet
31.12.2007			75% OMX Helsinki Cap GI, 25% MSCI AC World NDR	
3 mån.	-8,1 %	14,5 %	-8,3 %	15,0 %
1 år	-3,0 %	12,9 %	6,1 %	14,2 %
3 år	53,4 %	11,5 %	75,7 %	12,1 %
5 år	160,1 %	10,9 %	148,0 %	12,0 %
Från startdatum	183,0 %	11,0 %	132,9 %	13,6 %
Från startdatum per annum	18,2 %		14,5 %	

Kostnader, nyckeltal	1.1.2007 - 31.12.2007
Avgifter sammanlagt (TER) %	0,76 %
Avkastningsbunden provision (från årets början)	0,00 %
Transaktionskostnader %	0,07 %
Totalkostnadsandel (TKA) %	0,83 %
Portföljens omsättningshastighet	22,76 %
Tracking error	8,15 %
Förmedlingsarvodena betalda till företag inom samma koncern	0 %
Storlek	18 610 106 €
Närkretsens ägarandel (31.12.2007)	19,39 %

“Investing should be dull. It should not be exciting. Investing should be more like watching paint dry or watching grass grow. If you want excitement, take \$800 and go to Las Vegas.”

VÄRDEPAPPERSPLACERINGAR 31.12.2007

	Antal aktier	Aktiekurs valuta	euro	Marknads- värde EUR	Andel av fonden
Lassila & Tikanoja	77000		22,70	1 747 900	9,4%
Vacon	55000		28,00	1 540 000	8,3%
Exel	116500		11,90	1 386 350	7,4%
Tulikivi	608140		1,56	948 698	5,1%
Tietoenator	60000		15,36	921 600	5,0%
Tamfelt pref	80401		11,10	892 451	4,8%
Stockmann A&B	30000		29,64	889 160	4,8%
Vaisala	25000		35,19	879 750	4,7%
Nokian Tyres	36000		24,05	865 800	4,7%
Inhemska aktier				10 071 710	54,1%
Handelsbanken B	65000	204,50	21,70	1 410 330	7,6%
Air Liquide	13000	101,87	101,87	1 324 310	7,1%
Hennes & Mauritz	20000	393,50	41,75	835 004	4,5%
Progressive	55000	18,94	12,86	707 532	3,8%
Fastenal	25000	40,77	27,69	692 284	3,7%
Costco	14000	70,22	47,69	667 717	3,6%
State Street	12000	80,69	54,81	657 665	3,5%
Automatic Data Processing	20000	44,71	30,37	607 349	3,3%
Securitas Systems	240000	23,00	2,44	585 670	3,1%
Harley-Davidson	15000	47,15	32,02	480 371	2,6%
Utländska aktier				7 968 233	42,8%
SUMMA aktier				18 039 943	96,9%
Kontanter				570 164	3,1%
FONDENS VÄRDE				18 610 106	100,0%
Antal andelar (A-korrigerat)				657 574,59	
Värde per A-andel				28,301	

FONDENS UTVECKLING

Årets sista kvartal var lite deprimerande i absoluta siffror, men vad gäller Phoebus relativa avkastning bättre än på länge. Vårt jämförelseindex sjönk med 8,3% medan Phoebus sjönk med 8,1%.

För helåret 2007 sjönk Phoebus med 3,0% trots att jämförelseindexet steg med 6,1%. Orsakerna förklarade jag i vår senaste rapport. Sedan start har Phoebus avkastat 183,0% medan jämförelseindexet har avkastat 132,9%.

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.

BLIR DET RECESSION?

USA:s ekonomi har varit ett av höstens hetaste diskussionsämnen. Ekonomisterna har debatterat huruvida den kraftiga nedgången i bostadsbyggandet och bankernas förluster på sina bostadslån kommer att förorsaka en recession eller inte. Och ifall svaret är ja, om den kommer att begränsa sig till USA eller sprida sig till hela världen?

I skrivande stund sjönk just USA:s aktiemarknad (4.1.) mer än på flera år, då placerarna tolkade svaga sysselsättningsciffror som ett tecken på att en recession är mer sannolik. Hur inverkar allt detta på Phoebus?

Inte just alls. Rubrikens fråga är lätt att besvara: Självklart blir det recession. Någon gång. Faktiskt alltid emellanåt, med ojämna mellanrum. Jag vet bara inte när. Saken blir inte lättare av att ekonomiska data släpar ganska långt efter verkligheten. Då ekonomisterna börjar vara överens om att det är lågkonjunktur har ekonomin ofta redan börjat växa (vilket de sedan märker efter kanske ett år eller så). Just så skedde till exempel i början av 1990-talet, kring det första kriget i Irak.

Aktiemarknaden prognosticerar oftast recessioner mycket före ekonomisterna gör det, men det hjälper oss inte heller. Aktierna svänger ju också av så många andra orsaker. Den amerikanska nobelpristagaren i ekonomi, Paul Samuelson, har träffande sagt: *"The stock market has forecast nine of the last five recessions."*

Därför förhåller jag mig skeptiskt till market timing. Det kostar alltid att köpa och sälja aktier, men det finns ingen garanti för att vi skulle lyckas sälja innan experterna vet att vi är i en recession, eller att vi skulle hinna köpa tillbaka de sålda aktierna innan ekonomisterna märker att ekonomin igen har börjat växa. Efter över 20 år som aktieplacering vet jag åtminstone att jag inte kan det.

SE HUR TRÄDEN VÄXER

Hur vågar jag då äga aktier, om jag inte vet när man skall köpa eller sälja? Kommer jag inte att förlora en stor del av mina pengar om jag äger aktier då börsen kraschar?

Det är mycket viktigt att skilja mellan placering och spekulation. Aktiemarknadens "egentliga avkastning" kommer från att ekonomin på lång sikt växer, företagen växer i takt med ekonomin och placeraren blir mer förmögen i takt med att bolagen växer. För en långsiktig, tålmodig och disciplinerad placering betyder det att framgången är helt säker, ifall inte världsekonomin slutar växa för eviga tider.

Spekulanten som försöker gissa hur aktiekurserna kommer att utvecklas på kort sikt idkar däremot bara vadslagning, utan någon garanti för att lyckas.

Jag brukar ofta i mitt stilla sinne dra en parallell mellan aktieplacering och skogsägande. Då jag tittar på min 17-åriga 4-meters granskog vet jag nästan säkert att den om 15 år kommer att vara lika grov som den bredvid växande 32-åriga 12-meters granskogen är idag. Och jag vet nästan säkert att de 32-åriga granarna om 40-50 år är 20 meter höga och klara att avverkas, liksom träden på andra sidan av fastigheten är idag.

Emellanåt kan förstås något år dåligt väder eller andra problem tillfälligt försvaga tillväxten. Förra sommaren var den röda tallstekelns population onormalt stor i de östra delarna av Södra Savolax, och det komer att synas i tallskogarnas tillväxt i upp till fem år.

Men det hör till naturens kretsgång. Och precis som tallstekeln endast dödar de svagaste träden, vilket ger mer utrymme för de starka att växa, så är även ekonomiska lågkonjunkturer ofta gyllene tillfällen för de bästa bolagen att öka sina marknadsandelar.

Skulle jag idka market timing i mina skogar, så att jag säljer dem innan tallstekelns population växer och köper dem tillbaka då populationen igen minskar? Givetvis inte. Varför skulle jag då bete mig annorlunda på aktiemarknaden?

Jag tror detta skulle vara självklart för flera av oss, om vi i våra portföljer hade aktier som är köpta på olika årtionden, liksom det i skogen finns olika ålders träd. Men ytterst få aktieplaceringar tänker på vad de Stockmann-aktierna som köptes på 1960-talet egentligen kostade. Kanske vi oftare borde göra det, för att få rätt perspektiv på aktieplacering?

Professor Samuelson är inne på samma linje. Han har sagt: *"Investing should be dull. It should not be exciting. Investing should be more like watching paint dry or watching grass grow. If you want excitement, take \$800 and go to Las Vegas."*

Av detta drar jag slutsatsen att professor Samuelson inte är en skogsägare. Jag tycker nämligen att aktieplacering är precis som att se hur träden växer. Gräs är ju däremot bara ett hinder för de unga plantorna.

Om ett par veckor åker jag till Las Vegas.



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



Jag presenterade senast Lassila & Tikanoja i rapporten 4/2003. På fyra år har omsättningen vuxit nästan 80% och aktiekursen stigit i samma takt. Resultatet är däremot idag på samma nivå som 2003 (justerat för dåtida goodwill-avskrivningar), både mätt med rörelseresultat och resultat per aktie. Det ekonomiska mervärdet (EVA), vars tillväxt är L&T:s viktigaste mål, var förra året cirka 20% lägre än 2003. Betyder detta att bolaget har blivit märkbart sämre?

Jag skulle snarare säga att L&T de senaste åren har byggt en plattform för framtida tillväxt. Nästan två tredjedelar av tillväxten (som alltså uppgick till 15% per år) har kommit från företagsköp. Hittills har vi bara sett köpens kostnader.

Det största av köpen var energiträdförmedlaren Biowatti, som köptes i början av 2007 och ökade L&T:s omsättning med 15%. Förra året led Biowatti av att utsläppsrätterna för koldioxid blev värdelösa, vilket temporärt minskade efterfrågan på energiträd. Då en ny handelsperiod nu startar ser utsikterna för 2008 betydligt bättre ut. På lång sikt torde det vara nästan säkert att efterfrågan på förnyelsebar energi, även trädenergi, ökar.

Expansionen av L&T:s städverksamhet till Sverige har också varit dyr. Under de senaste två åren har L&T köpt tre städbolag, vars kombinerade omsättning överstiger 30m€ L&T är nu Sveriges tredje största kommersiella städföretag, men verksamheten var i fjol ännu förlustbringande, då de köpta bolagen integrerades. Även i Ryssland gick L&T:s än så länge ringa städverksamhet med förlust.

Lite bättre – eller åtminstone snabbare – har L&T lyckats med att geografiskt expandera sin avfallshantering. Det bolag som för några år sedan köptes i Riga i Lettland har varit lönsamt och L&T byggde sin första återvinningsanläggning i Riga för drygt ett år sedan. Driften av den kommunala avfallshanteringen i Dubna, en förstad till Moskva, som L&T tog över för knappt tre år sedan, har varit framgångsrik. I fjol utvidgades verksamheten till Sergiev Posad, en annan av Moskvas förstäder. L&T håller på att bygga en återvinningsanläggning i Dubna.

Man kanske befogat kan fråga sig om L&T:s ledning har för många järn i elden, då bolaget expanderar på så många fronter samtidigt? Å andra sidan är det uppenbart att L&T:s stora marknadsandelar i Finland – över 25% i avfallshantering och cirka 14% i städning – kräver geografisk expansion om bolaget tänker uppnå sitt tillväxtmål på 10% även framöver.

Jag har många gånger sagt att jag tycker L&T:s ledning är exceptionellt duktig. Därför är jag beredd att skylla den svaga resultatutvecklingen på bolagets satsningar på framtiden. Det är dock skäl att notera att även aktiemarknaden har gjort det – aktiekursen har stigit i samma takt som omsättningen, så värderingen är nu 80% högre än för 4 år sedan. P/E-talet beräknat på resultatet för 2007 är cirka 26x och det skuld fria P/E-talet cirka 27x, med dagens kurs (€22).

Den extremt höga värderingen förutsätter alltså absolut att resultatet förbättras under de närmaste åren. Aktien är därför mer riskfylld än genomsnitt, så jag tänker inte öka bolagets vikt i vår portfölj (9,4%), trots att jag gillar bolaget och dess ledning verkligt mycket.



STATE STREET

Då jag senast presenterade State Street i vår rapport 1/2005 berättade jag att bankens värde enligt min åsikt hade stigit, trots att aktien sedan min senaste artikel (1/2002) hade sjunkit med 20%. Den här gången är jag och aktiemarknaden av samma åsikt. State Streets aktie har på knappt tre år stigit med 98% (i dollar).

Det finns goda grunder för kursstegringen. De förvarade medlen har på tre år stigit med 60% till över 15 000 miljarder dollar. Av tillväxten kom knappt en tredjedel från förra årets förvärv av konkurrenten Investors Financial, men även organiskt har volymen vuxit med hela 40%. De förvaltade medlen har samtidigt vuxit organiskt med 50% till över 2 000 miljarder dollar.

De större affärsvolymerna har förbättrat kostnadseffektiviteten så att resultatet per aktie har stigit med hela 85%. Bolagets värdering har alltså inte stigit nästan alls, trots kursuppgången. Beräknat på det ”operativa resultatet” för 2007 är P/E-talet cirka 18,6x med dagskursen \$85. För tre år sedan var det 17,4x.

Banken har hittills klarat subprime-krisen relativt torrskodd. Då jag skriver detta meddelade State Street dock att banken kommer att reservera 600 miljoner dollar för juridiska kostnader och ersättningar till sina kunder, efter att en av bankens penningmarknadsfonder kraschade i augusti. Reserveringen sänker förra årets resultat med cirka 15% (och personalens bonus mycket mer, vilket är som sig bör).

Det att banken har tagit onödigt stora risker med sina kunders pengar – i vissa fall uppenbart utan att berätta det för kunderna – är givetvis en besvikelse. Däremot tycker jag att bankens omedelbara reaktion, att ge sparken åt chefen för förvaltningsenheten SS&A och ersätta sina kunder, är positiv. Ett kännetecken på en duktig bolagsledning är att den snabbt identifierar problem, och vidtar korrigerande åtgärder. Dåliga chefer fastnar ibland för ”strutsstrategin”.

Men subprime-krisen är inte ännu över för State Street. Banken har i sin egen balans obligationer för cirka 6 miljarder dollar, som är mer eller mindre omöjliga att värdera objektivt på dagens räntemarknad. Hittills har de inte föranlett några nedskrivningar, men det betyder inte att risken skulle ha försvunnit.

Annars utvecklas State Streets verksamhet förbluffande bra. Omsättningen växte i slutet av 2007 organiskt med hela 23%. En stor anledning till den positiva utvecklingen är att två huvudkonkurrenter, Bank of New York och Mellon, fusionerades i juli 2007. Hittills verkar fusionen närmast ha lett till att deras kunder flyttat till State Street.

State Street är ett lysande exempel på att aktieplacering är en maraton, inte ett sprinterlopp. Banken var fantastisk redan för sex år sedan, trots att aktiekursen initieellt sjönk i tre år, innan den började reagera på tillväxten i bankens resultat. Detsamma gäller aktier mer generellt. På kort sikt fluktuerar kurserna slumpmässigt. På längre sikt styrs aktiekursen av den underliggande affärsverksamhetens utveckling.