

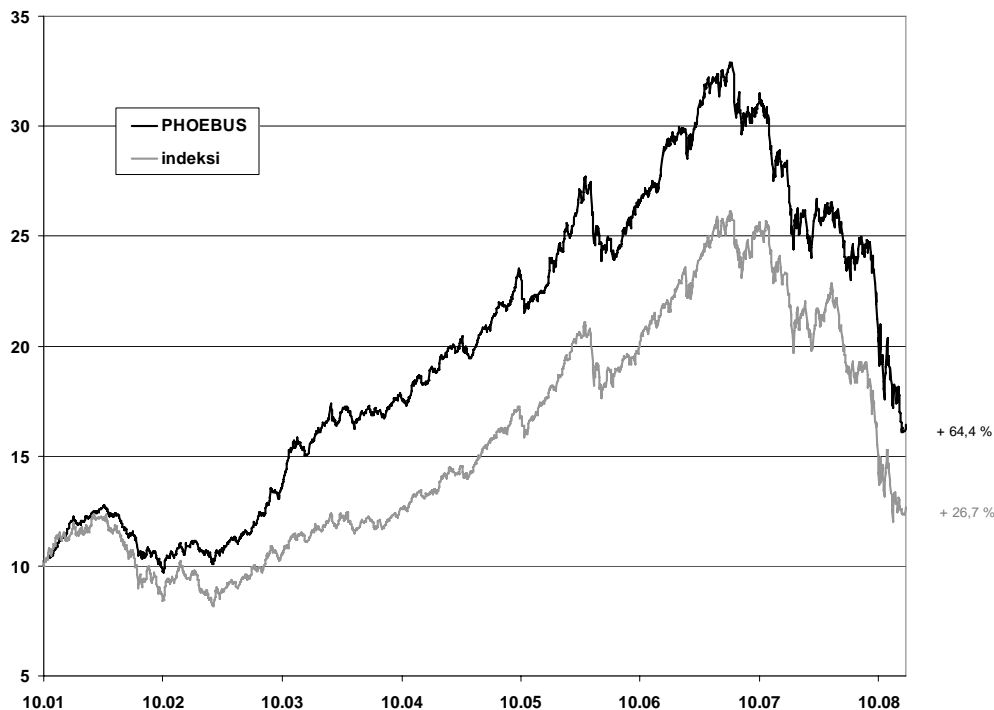
Seligson & Co Phoebus

Kvartalsrapport 4 / 2008

 andelens
värde

Phoebus och jämförelseindex

10.10.2001 - 31.12.2008 (i euro)



Avkastning och risk	Fonden		Jämförelseindex	
	Avkastning	Volatilitet	Avkastning	Volatilitet
31.12.2008			75% OMX Helsinki Cap GI, 25% MSCI AC World NDR	
3 mån.	-25,2 %	39,0 %	-22,6 %	41,2 %
1 år	-41,9 %	26,3 %	-45,6 %	28,0 %
3 år	-27,8 %	18,5 %	-28,1 %	19,7 %
5 år	7,5 %	15,4 %	12,5 %	16,3 %
Från startdatum	64,4 %	14,3 %	26,7 %	16,4 %
Från startdatum per annum	7,1 %		3,3 %	

Kostnader, nyckeltal	1.10.2007 - 31.12.2008
Avgifter sammanlagt (TER) %	0,77 %
Avkastningsbunden provision (från årets början)	0,00 %
Transaktionskostnader %	0,03 %
Totalkostnadsandel (TKA) %	0,80 %
Portföljens omsättningshastighet	1,45 %
Tracking error	14,97 %
Förmedlingsarvoden betalda till företag inom samma koncern	0,00 %
Storlek	11 045 961 €
Närkretsens ägarandel (31.12.2008)	18,29 %

” Vi äger nu 12 utländska bolag (52% av fonden) och 9 finska bolag (41% av fonden). Läget är exceptionellt – Phoebus kommer normalt att placera främst i Finland, såsom även vårt jämförelseindex utvisar. Om och ifall skillnaderna i värdering blir fördelaktigare (eller mindre ofördelaktiga) för våra finska bolag kan ni därför under de närmaste åren förvänta er att huvuddelen av vår portfölj återigen kommer att bestå av finska bolag. Men en betydande del kommer även framöver att vara utomlands. Phoebus är inte en Finlandsfond.”

VÄRDEPAPPERSPLACERINGAR 31.12.2008

	Antal aktier	Aktiekurs valuta	euro	Marknads- värde EUR	Andel av fonden
Vacon	52421		18.30	959,304	8.7%
Lassila & Tikanoja	77000		11.00	847,000	7.7%
Vaisala	25000		22.11	552,750	5.0%
Tietoerator	60000		7.77	466,200	4.2%
Tamfelt pref	80401		5.10	410,045	3.7%
Tulikivi	608140		0.67	407,454	3.7%
Exel	115868		2.72	315,161	2.9%
Stockmann B	30000		9.77	293,100	2.7%
Nokian Tyres	36000		7.91	284,760	2.6%
Inhemskta aktier				4,535,774	41.1%
Air Liquide	13200	66.14	66.14	873,048	7.9%
Handelsbanken B	65000	123.00	11.27	732,344	6.6%
Hennes & Mauritz	24000	305.50	27.98	671,613	6.1%
Fastenal	25000	33.56	24.05	601,176	5.4%
Progressive	55000	14.37	10.30	566,317	5.1%
Automatic Data Processing	20000	39.12	28.03	560,620	5.1%
Costco	14000	51.13	36.64	512,913	4.6%
Harley-Davidson	26000	16.50	11.82	307,395	2.8%
State Street	10000	37.56	26.91	269,132	2.4%
Seco Tools	45000	60.50	5.54	249,382	2.3%
HHLA	9000	23.67	23.67	213,030	1.9%
Niscayah	240000	6.65	0.61	146,194	1.3%
Utländska aktier				5,703,165	51.6%
SUMMA aktier				10,238,939	92.7%
Kontanter				807,022	7.3%
FONDENS VÄRDE				11,045,961	100.0%
Antal andelar (A-korrigerat)				671,736	
Värde per A-andel				16.4439	

FONDENS UTVECKLING

Den goda sidan med fjolårets sista kvartal är att nu då vi har överlevt det vet vi vad aktierisk som värst kan innebära. Phoebus värde sjönk med hela -25,2% eller något mer än vårt jämförelseindex som sjönk med -22,6%. Visst kan marknaden fortsätta att sjunka men jag tror att kvartalet var ganska nära extremt vad gäller hur brant nedgången kan vara.

Det usla aktieåret var ändå ganska bra för oss i relativa termer. År 2008 sjönk Phoebus med -41,9% samtidigt som vårt jämförelseindex sjönk med -45,6%. Det kan kännas som en klen tröst att klara sig bättre än marknaden ett år då den absoluta avkastningen är usel, men överavkastning är faktiskt lika värdefull i alla marknadslägen. Detta märker vi bäst då vi granskar fonden i ett längre perspektiv – sedan start har Phoebus avkastat 64,4% samtidigt som vårt jämförelseindex har avkastat 26,7%.

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

Jag berättade i vår senaste rapport att Phoebus kassa i september var ovanligt stor (7,8%). I slutet av året var kassan fortfarande hela 7,3% av fondens värde. Utnyttjade jag då inte alls de lägre börskurserna?

Det gjorde jag. Kassans nästan oförändrade storlek är en optisk illusion som uppstår då kurserna sjunker kraftigt. Under kvartalet tecknade kunderna nettomässigt nya fondandelar för ett marginellt belopp, så in- eller utflöden hade ingen betydelse för kassan. Jag placerade under kvartalet hela 28% av vår kassa, men då Phoebus värde sjönk med en fjärdedel förändrades inte den relativa kassan nästan alls!

Jag ökade fortsatt lite på vårt innehav i Harley-Davidson, vars kurs har kraschat då marknaden för värdepapperisering av motorcykelkrediter har torkat upp (vilket torde vara en temporär företeelse). Jag köpte också lite till aktier i Seco Tools, som jag presenterade i förra rapporten. Den största summan använde jag till ett nytt bolag: Hamburger Hafen und Logistik AG, som jag beskriver noggrannare nedan.

Våra finska aktier köpte jag inte ännu heller mer av. Deras tid kommer nog, men sedan Phoebus start 2001 har den finska börsen stigit med 48% samtidigt som världindex i euro har sjunkit med -25%. Detta kanske delvis illustrerar varför jag tycker att det fortfarande finns bättre köplägen utomlands än i Finland. Skillnaden minskade visserligen lite i fjol då finska börsen sjönk med -47% och världindex sjönk med "bara" -40%.

Vi äger nu 12 utländska bolag (52% av fonden) och 9 finska bolag (41% av fonden). Läget är exceptionellt – Phoebus kommer normalt att placera främst i Finland, såsom även vårt jämförelseindex utvisar. Om och ifall skillnaderna i värdering blir fördelaktigare (eller mindre ofördelaktiga) för våra finska bolag kan ni därför under de närmaste åren förvänta er att huvuddelen av vår portfölj återigen kommer att bestå av finska bolag. Men en betydande del kommer även framöver att vara utomlands. Phoebus är inte en Finlandsfond.

UTNYTTJA LÅGKONJUNKTUREN!

Efter ett och ett halvt år av sjunkande kurser, och speciellt nu i nyårstider, ser vi var och varannan dag i tidningar och på TV någon expert berätta när han tror att börsen vänder eller om den kanske redan har vänt. Det är skäl att minnas att de här

prognoserna egentligen bara är gissningar, och man ska inte placera sina pengar på basen av en gissning.

Det är visserligen sant, som bland andra Berkshire Hathaways huvudägare Warren Buffett och fondbolaget Vanguards grundare John Bogle under hösten har sagt, att det är betydligt bättre nu än på flera år att köpa aktier, eftersom kurserna har sjunkit. Därför kan det vara skäl för många placerare att minnas att se över sin allokering.

Men ännu viktigare tycker jag det är att märka att en lågkonjunktur erbjuder ett ypperligt tillfälle att skilja agnarna från vetet, på många olika sätt.

För det första gäller detta bolagen. Vilken typ av bolag får de största problemen? Har de bolag som går i konkurs något gemensamt? Vilka är de få bolag som kan utnyttja konkurrenternas svårigheter för att förstärka sin egen position? Under goda tider belönas ofta även huvudlös risktagning med kursuppgångar, men en lågkonjunktur visar vilka verksamheter som står på en solid grund. Det kan vara en mycket nyttig lektion för nästa konjunkturcykel.

Även gällande företagsledningen blir bedömningen lättare under dåliga tider. Berättar ledningen öppet om problemen och sina korrigerande åtgärder? Eller sluter sig ledningen som en mussla utan att våga säga någonting alls om framtiden? I en högkonjunktur finns det lysande strategier på varje gren, men en lågkonjunktur gör det lättare för oss att skilja de självständiga tankarna från papegojorna.

Det allra viktigaste är dock att lära känna sig själv, eller som vi säger på fondslang: att definiera sin riskprofil. Inte heller detta är så lätt då börsen stiger, utan först då riskerna har realiserats. Om höstens branta kursnedgång har lett till oro för att pengarna tar slut eller ett behov att sälja aktier "då man ännu får ens något för dem" så har allokeringen antagligen från första början varit för riskfylld. Det lönar sig att lägga lektionen bakom örat – eller till och med skriva ner den – så att man inte under nästa uppgång låter girigheten förblinda omdömet.

Men om däremot det hål som har uppstått i portföljen (eller risken för att bostadens värde sjunker) inte känns så farligt, och arbetsplatsen inte känns hotad, så har allokeringen varit korrekt. I så fall lönar det sig att nu minnas det råd som Warren Buffett gav i Berkshire Hathaways årsredovisning 2004: "Om en placerare absolut måste försöka gissa **när** han skall äga aktier borde han försöka vara rädd då de flesta andra är giriga och girig bara då de flesta andra är rädda."

Har det måntro redan blivit tid att vara girig?



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

VAISALA

Ibland känns det som om inget skulle ha hänt på tre år. Då jag senast presenterade Vaisala i vår rapport 4/05 var bolagets resultat och aktiens kurs praktiskt taget desamma som idag. Nettokassan har visserligen fördubblats, så värderingen har sjunkit något. Trots att kursen inte har stigit har Vaisala faktiskt varit den tredje bästa av våra finska placeringar under den här perioden.

Men det första intrycket är felaktigt. Vaisala är faktiskt ett ganska annorlunda bolag idag än det var för tre år sedan. Den största förändringen är att Kjell Forsén blev VD 2006. Han är betydligt mer försäljnings- och tillväxtorienterad än Vaisalas förra ledning. Det nya tillväxtmål (10% organiskt per år) som presenterades på hösten är mycket ambitiöst. Dessutom verkar förvärv vara mera på agendan än tidigare.

Men det är ännu alltför tidigt att bedöma hur Forséns åtgärder har inverkat. Det brukar nämligen ta 3-4 år att signifikant förändra riktningen i ett bolag. Det är helt klart att de högre målen för tillväxten kommer att innebära en högre risktagning, men jag tror det kan vara just vad Vaisala behöver. Tidigare har bolaget verkat lite för nöjt med sin förträfflighet. Förhoppningsvis utvisar siffrorna att Forsén är på rätt väg då jag nästa gång presenterar Vaisala om ungefär tre år.



Vårt nyaste bolag Hamburger Hafen und Logistik AG (HHLA) är inte helt nyfött – hamnen i Hamburg grundades redan för 820 år sedan av kejsaren Fredrik Barbarossa. HHLA är den största hamnoperatör i Hamburg. Bolaget listades för ett år sedan. Staden Hamburg äger ännu 69% av bolaget.

Fastän HHLA ägs av staden är bolaget inte något monopol. Det hyr en del av hamnen av staden på långa kontrakt (till 2035-2036) och opererar tre containerterminaler samt en Ro-Ro-terminal. I Hamburg finns en lokal konkurrent, tysk-italienska Eurogate, som opererar en containerterminal. HHLA:s andel av Hamburgs containertrafik är cirka 70%, konkurrentens andel är cirka 30%.



Världens nionde största hamn har ännu utrymme att växa. I förgrunden HHLA:s terminal Burchardkai, i bakgrunden HHLA Tollerort. HHLA:s tredje containerterminal Altenwerder ligger utanför bilden till höger. Konkurrenten Eurogates terminal är under grafen.

Konkurrens kommer dock givetvis också från övriga hamnar. Hamburg konkurrerar närmast med de övriga hamnarna i Nordsjön, av vilka de största är Rotterdam i Holland, Antwerpen i Belgien och Bremerhaven i Tyskland. Dessa fyra containertrafik var år 2007 totalt 33,8 miljoner TEU, varav Hamburgs andel var 9,9m TEU och HHLA:s andel 6,7m TEU (HHLA opererar dessutom en liten containerterminal i Odessa i Ukraina).

Detta innebär att Hamburgs hamn är cirka 12 gånger och enbart HHLA är cirka 8 gånger större än Helsingfors nya storhamn i Nordsjö (Vuosaari). Under de närmaste fem åren planerar HHLA att utöka sin kapacitet med 75% (12% per år) – eller sex Helsingforshamnar!

Jag tycker branschen är intressant, förutom på grund av den oligopolistiska konkurrensen, främst på grund av två starka trender: Världshandeln växer kontinuerligt snabbare än världsekonomin då olika länder specialiserar sig på sina kärnkompetenser och en allt större del av världens varuflöden transporteras i containers, vilket talar för de stora, effektiva hamnarna på bekostnad av små specialhamnar.

Under de senaste 10 åren har världens BNP vuxit med totalt 25%. Samtidigt har världshandeln vuxit med 60% och containertrafiken med 100%. HHLA:s containertrafik har vuxit med 125%. Hamburg har lyckats öka sin marknadsandel av Nordsjöns fyra storhamnars trafik från 24% år 1998 till 29% år 2007.

HHLA tjänade år 2007 1,60 euro per aktie. I fjol kan det operativa resultatet eventuellt ha förbättrats lite och skattesatsen i Tyskland sjönk betydligt. Fjolårets resultat kan därmed ha uppgått till cirka 2,20 euro per aktie. Dagens kurs (27 euro) motsvarar alltså ett P/E-tal på cirka 12x, vilket inte känns dyrt för en oligopolist med en stark balansräkning. Vid börslistningen för ett år sedan var priset det dubbla.

Visst finns det även risker. Den största är det dystra läget i världsekonomin, som kommer att inverka negativt även på containertrafiken. Då jag studerade världens olika containerhamnar noterade jag att praktiskt taget alla håller på att expandera kraftigt. Då efterfrågan inte växer som planerat är överkapacitet och därav följande pris konkurrens en betydande risk. Kostnaderna är i hamnverksamhet oftast ganska fasta, så det tar sin tid att anpassa dem.

Ägarstrukturen är en annan risk. Kan vi lita på att vi som ägare är på samma linje som staden Hamburg? Jag brukar inte placera i bolag där det finns en uppenbar risk för intressekonflikter, men i detta fall tyckte jag HHLA är så exceptionellt intressant som affärverksamhet att jag var beredd att göra ett undantag. Tiden får utvisa om det var dumdrigt att välja politikerna i Hamburgs stadsfullmäktige till våra affärskumpaner.