

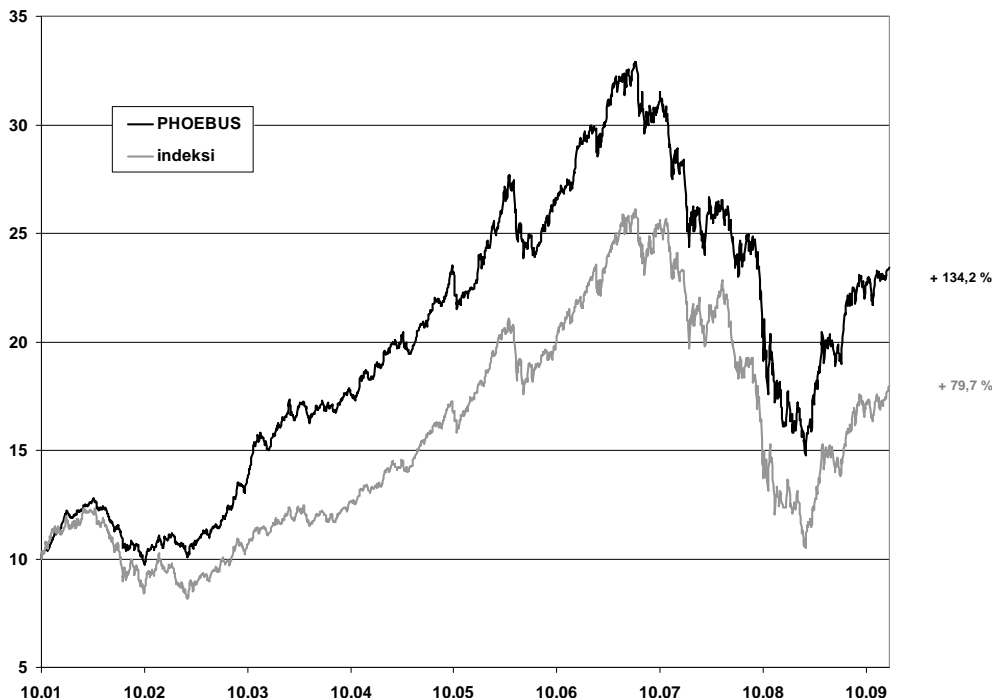
Seligson & Co Phoebus

Kvartalsrapport 4 / 2009

 Andelens
värde

Phoebus och jämförelseindex

10.10.2001 - 31.12.2009 (i euro)



Avkastning och volatilitet	Fonden		Jämförelseindex	
	Avkastning	Volatilitet	Avkastning	Volatilitet
31.12.2009			75% OMX Helsinki Cap GI, 25% MSCI AC World NDR	
3 mån.	2,96 %	11,84 %	4,85 %	14,45 %
1 år	42,43 %	21,04 %	41,86 %	22,14 %
3 år	-19,70 %	20,96 %	-18,12 %	22,28 %
5 år	26,94 %	17,61 %	35,60 %	18,62 %
Från startdatum	134,21 %	15,25 %	79,73 %	17,22 %
Från startdatum per annum	10,89 %		7,38 %	

Kostnader, nyckeltal	1.1.2009 - 31.12.2009
Avgifter sammanlagt (TER) %	0,77 %
Avkastningsbunden provision	0,00 %
Transaktionskostnader %	0,06 %
Totalkostnadsandel (TKA) %	0,83 %
Portföljens omsättningshastighet	-11,05 %
Tracking error	10,25 %
Förmedlingsarvoden betalda till företag inom samma koncern	0,00 %
Storlek	14 260 948 €
Närkretsens ägarandel (31.12.2009)	16,36 %

“Metsos köpanbud på Tamfelt gav mig en möjlighet att sälja resten av våra aktier, som jag ju redan i förra rapporten berättade att jag kommer att göra. Tack vare budet fick vi 30% bättre betalt än om jag i augusti-september hade sålt alla våra aktier. Vi tjänade alltså ungefär 65.000 euro på den tidsmässiga diversifieringen.”

VÄRDEPAPPERSPLACERINGAR 31.12.2009

	Antal aktier	Aktiekurs valuta	euro	Marknads- värde EUR	Andel av fonden
Vacon	40000		26,70	1 068 000	7,5%
Lassila & Tikanoja	65000		15,99	1 039 350	7,3%
Tieto	55000		14,50	797 500	5,6%
Nokian Tyres	42000		17,00	714 000	5,0%
Tulikivi	585690		1,06	620 831	4,4%
Exel Composites	110000		5,39	592 900	4,2%
Stockmann B	27000		19,00	513 000	3,6%
Vaisala	20000		25,10	502 000	3,5%
Konecranes	13000		19,08	248 040	1,7%
Inhemskas aktier				6 095 621	42,7%
Air Liquide	12000	83,52	83,52	1 002 240	7,0%
Handelsbanken A	50000	204,20	19,92	995 780	7,0%
Hennes & Mauritz	22000	397,40	38,76	852 684	6,0%
Seco Tools	90000	86,75	8,46	761 464	5,3%
Fastenal	23000	41,99	29,15	670 512	4,7%
Costco	14000	60,05	41,69	583 679	4,1%
Harley-Davidson	31000	25,50	17,70	548 826	3,8%
Automatic Data Processing	18000	43,26	30,03	540 620	3,8%
Progressive	43000	18,05	12,53	538 863	3,8%
HHLA	19000	26,95	26,95	512 050	3,6%
State Street	10000	43,89	30,47	304 718	2,1%
Utländska aktier				7 311 436	51,3%
SUMMA aktier				13 407 058	94,0%
Nettokassa				853 890	6,0%
FONDENS VÄRDE				14 260 948	100,0%
Antal andelar (A-korrigerat)				608 888,58	
Värde per A-andel				23,4213	

FONDENS UTVECKLING

Året 2009 blev en verklig berg- och dalbana på börsen. Totalt sett blev året dock mycket bra. Vårt jämförelseindex steg med hela 41,9% och Phoebus aningen mera, 42,4%.

Det sista kvartalet var lite lugnare, om än fortsatt mycket bättre än normalt. Vårt jämförelseindex steg med 4,8% och Phoebus med 3,0%. Under årets alla kvartal uppförde sig Phoebus som en fond med förhållandevis låg risk bör göra – i nedgångar slog vi index och i kraftiga uppgångar blev vi lite efter. Totalt sett var fondens avkastning alltså ändå bättre än marknadens.

Sedan start har Phoebus stigit med 134,2% och vårt jämförelseindex med 79,7%.

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

Metsos köpanbud på Tamfelt gav mig en möjlighet att sälja resten av våra aktier, som jag ju redan i förra rapporten berättade att jag kommer att göra. Tack vare budet fick vi 30% bättre betalt än om jag i augusti-september hade sålt alla våra aktier. Vi tjänade alltså ungefär 65.000 euro på den tidsmässiga diversifieringen

Som jag senast berättade blev våra finska placeringar efter försäljningen av Tamfelt redan litet för få. Jag köpte därför aktier i Konecranes (mer om bolaget nedan). Dessutom har jag köpt fler aktier i Seco Tools, H&M och Hamburger Hafen.

Nettomässigt köpte jag aktier för 1,2% av fondens värde och kunderna löste in 2,7% av sina fondandelar. Då kurserna dessutom steg så hade fondens kassa, som ännu i september var onödigt stor (10%), vid slutet av året redan sjunkit till en ganska normal nivå (6% av fondens värde).

MERAVKASTNING FRÅN AKTIEUTLÅNING

Jag berättade för ett år sedan i Phoebus Blog (på våra webbsidor; tyvärr endast på finska) att Phoebus har börjat låna ut sina aktier åt Handelsbanken och jag lovade återkomma till ämnet då jag har mer erfarenhet av aktieutlåningen.

I fjol tjänade Phoebus 18.006 euroa, eller 0,15% av fondens värde på att låna ut sina aktier. Detta trots att verksamheten kom igång ordentligt först i april och trots att jag initieellt närmast lånade ut våra finska aktier.

I praktiken betyder aktieutlåning att vi temporärt överför våra aktier till motparten emot en årlig premie och en säkerhet på 105% av lånets värde. Lånet kan sägas upp med 3 dagars varsel. Då aktierna är utlånade kan Phoebus inte utnyttja sin rösträtt, men alla andra rättigheter, såsom dividender, tillfaller fortfarande fonden.

Varför vill då någon betala för att låna våra aktier? Oftast är det för att han vill sälja aktien kort, alltså sälja sådana aktier som han inte äger. Ibland hör man aktieutlåning kritiserad just för att den underlättar försäljningar och därmed sänker priset på aktierna. Jag tycker argumentet är dåligt. På en fungerande marknad hittar nog aktierna sitt pris ändå, och det är i allas vårt intresse att marknaden fungerar så bra som möjligt.

En mer relevant fråga berör aktieutlåningens risker. Så länge vi äger en aktie håller vårt förvaringsinstitut (Handelsbanken) den separat från sina egna tillgångar. Om förvaringsinstitutet skulle gå omkull berör det inte oss. Utlånade aktier är däremot bankens egendom, som vi delvis kan förlora om den går omkull. Därför ställer banken oss en garanti, som utgör minst 105% av aktielånets värde.

Under de senaste åren har vi läst om ett antal miljardförluster som hänför sig till aktieutlåning, såväl hos försäkringsbolag och pensionsfonder som hos placeringsfonder. I alla dessa fall har det varit frågan om att placeringen av kontantpanten (som är standard i USA) har misslyckats. Phoebus använder inte kontantpant, utan vi får ett skuldebrev av hög kvalitet som säkerhet (idag en statsobligation). Då lånet upphör frigör vi helt enkelt panten som sådan. Vi har alltså ingen omplaceringsrisk och vår motpartsrisk är i praktiken negligierbar, tack vare panten.

Det är skäl att notera att i många länder tar fondbolaget en stor del av aktieutlåningens intäkter åt sig själv, trots att andelsägarna står för hela risken. Detta leder givetvis till en intressekonflikt mellan att maximera utlåningsintäkterna och att minimera utlåningsriskerna. I Phoebus finns ingen konflikt – alla våra intäkter går till fonden (vår utlåningsagent Handelsbanken tar dock givetvis först sin del av intäkterna).

Som avkastning låter kanske 0,15% inte så imponerande. Det motsvarar dock en femtedel av Phoebus fasta förvaltningsarvode, vilket jag tycker innebär en betydande besparing för oss andelsägare. Det kan finnas ännu mer potential då verksamheten täcker hela året och omfattar en större del av vår portfölj. Å andra sidan kan det hända att de senaste årens skandaler har fått en del institutioner att sluta låna ut sina aktier, och att det har gjort att premierna idag är något högre än normalt. Tiden utvisar – jag återkommer till ämnet igen om några år, då vi har mer erfarenhet av aktieutlåningen.



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

KONECRANES® Potatischips och industrikranar torde inte ha särskilt mycket gemensamt, men Konecranes har för mig varit en mycket liknande erfarenhet som Chips. Jag tyckte i båda fallen i över tio år att bolaget var mycket välskött innan jag slutligen förmådde mig att köpa dess aktier.

Första gången träffade jag Konecranes redan i början av 1990-talet, då bolaget ännu var Kones krandivision. Bolagets VD var redan då styrelsens nuvarande ordförande Stig Gustavson, som jag värderar högt som företagsledare. Som analytiker följde jag med häpnad först hur billigt Kone sålde bolaget åt IK 1994 och sedan lika häpet hur dyrt IK sålde in bolaget på börsen 1996. Efter listningen var jag nervös över den kontinuerligt höga värderingen och bolagets många förvärv.

Men jag hade fel. Konecranes har utvecklats fortsatt bra på den av IK utstakade vägen. Förvärven har uppenbart integrerats skickligt och bolaget har blivit skuldfritt utan externt kapital. På 13 år har omsättningen sexfaldigats (14%/år) och resultatet tiofaldigats (20%/år). Den globala marknadsandelen var år 2000 cirka 10%, är idag 17% och målet är 30%. Aktiekursen har sexfaldigats i takt med omsättningen.

Vi bör dock minnas att investeringsboomen gjorde resultaten för 2007 och 2008 exceptionella. Jag tror inte att bolaget längre uppnår sådana marginaler, rörelsemarginalen var ju tvåsiffrig. Den tillverkande industrins låga kapacitetsutnyttjande – nu 70% mot normala 85% - berättar med all tydlighet att nya kapacitetsinvesteringar inte kommer att behövas på många år. Ersättningsinvesteringar behövs inte heller, kranarna som köptes under boomen är fortfarande i gott skick. Inte ens den mer stabila serviceverksamheten, som står för en dryg tredjedel av verksamheten, är immun mot dåliga tider.

Men även om vi skulle tro att bolaget inte är bättre än 1995-2006, då rörelsemarginalen i snitt var 6%, och fast vi skulle räkna att den "normala" omsättningen är 20-25% lägre än 2008, har Konecranes potential att göra cirka 100 miljoner euro i "normalt" rörelseresultat. Då bolagets bruttovärde med dagens kurs (19e) är 1,1 miljarder euro innebär detta att det "normaliserade skuldfria P/E-talet" är cirka 14,5x. För de flesta verkstadsbolag skulle detta vara för mycket, men med tanke på Konecranes kvalitet tycker jag inte att priset är för högt.

Notera att de antaganden jag gjorde för att normalisera resultatet är försiktiga. Jag räknar ju att det "normala" resultatet skulle vara bara 40% av resultatet 2008. I och för sig är jag ganska säker på att bolaget idag är starkare än för 15 år sedan, men försiktighet är en dygd då man gör prognoser (åtminstone om man gör dem som bas för sina placeringsbeslut) – klarar bolaget sig bättre ger det oss en säkerhetsmarginal.

Bland de av våra bolag som är beroende av industrikonjunkturen gillar jag Seco Tools och Fastenal bättre än Konecranes. De är mindre beroende av investeringskonjunkturen och kanske just därför oftast mer lönsamma. Men Konecranes hör till de bästa finska verkstadsbolagen och jag ville ersätta Tamfelt med ett annat finskt bolag.

Chips fanns i vår portfölj i endast ett år, innan Orkla köpte hela bolaget. Låt oss hoppas att Konecranes kan bringa oss glädje betydligt längre än så.



Jag presenterade senast vår amerikanska detaljhandelskedja Costco för knappt tre år sedan i rapporten 1/2007.

Sedan dess har bolaget varit Phoebus nästbästa placering (efter Fastenal), även om dess aktiekurs i euro endast har stigit med 3%.

Som sig bör i ett välskött bolag så har det egentligen inte hänt något speciellt i Costco de tre senaste åren. Bolaget har ökat antalet butiker med 15% - något mindre än tidigare, vilket torde vara vettigt i en lågkonjunktur. Omsättningen har stigit med 19%, rörelseresultatet med 9% och resultatet per aktie med 7%. De något lägre marginalerna förklaras delvis av att bensin utgör en större del av försäljningen, men inte bidrar nämnvärt till resultatet.

Internationaliseringen har gradvis fortsatt. Av Costcos 527 butiker är idag var tolfte utanför Nordamerika. Av de under de tre senaste åren öppnade 69 nya butikerna är var sjätte internationell. Under perioden har Costco gått in på en ny marknad; Australien. Målsättningen är även i dagens ekonomiska läge att fördubbla antalet butiker på 10 år.

Aktiekursen har alltså stigit något sedan sist, liksom resultatet per aktie. Balansen är fortfarande i ypperligt skick, nettokassan är drygt 1,4 miljarder dollar. Costcos värdering har alltså inte nämnvärt förändrats. P/E-talet är med dagens kurs (USD 60) cirka 24,4x, vilket inte är exceptionellt högt för ett bolag av den här kvaliteten. Man bör dock notera att de flesta av våra övriga bolags värdering har sjunkit, så i relativa termer är Costco idag kanske lite mindre intressant än det var för tre år sedan.

Det största frågetecknet är fortfarande hur bolaget tänker sköta den generationsväxling i ledningen som obönhörligt närmar sig. VD:n Jim Sinegal och ordföranden Jeff Brotman – båda bolagets grundare - är redan 73 respektive 67 år. Å andra sidan har åtta av bolagets tio högsta ledare jobbat för Costco i över 25 år (och de två andra i 24 år!), så det känns sannolikt att Costcos styrelse hittar en mycket erfaren efterträdare till Sinegal inom bolaget.

Jag uttryckte senast min förhoppning att vi skulle förbli ägare till Costco längre än de fem år vi ägde Walmex. Hittills ser det lovande ut, jag är fortfarande mycket nöjd med vår placering.