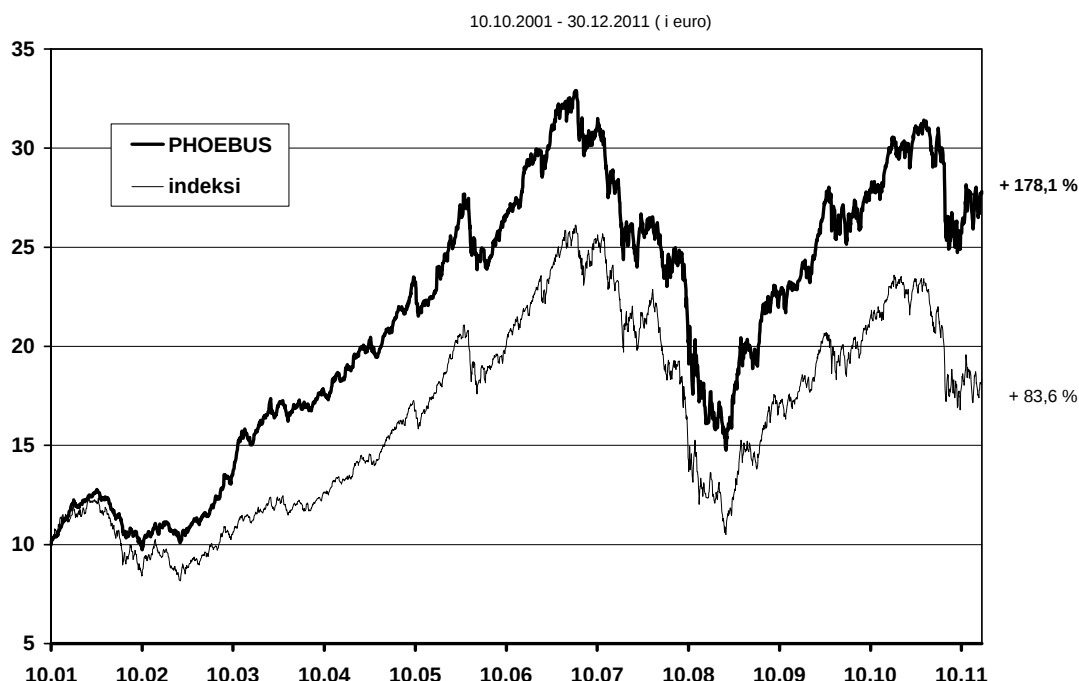


Seligson & Co Phoebus

Kvartalsrapport 4 / 2011

Phoebus och jämförelseindex



Avkastning och risk	Fonden		Jämförelseindex	
31.12.2011			75% OMX Helsinki Cap GI, 25% MSCI AC World NDR	
	Avkastning	Volatilitet	Avkastning	Volatilitet
3 mån.	8,31 %	18,47 %	4,92 %	25,31 %
1 år	-7,04 %	18,43 %	-19,90 %	21,41 %
3 år	69,14 %	18,11 %	44,90 %	19,89 %
5 år	-4,64 %	19,28 %	-16,37 %	20,90 %
10 år	133,13 %	15,58 %	60,22 %	17,49 %
Från startdatum	178,13 %	15,49 %	83,59 %	17,51 %
Från startdatum per annum	10,52 %		6,12 %	

Kostnader, nyckeltal	1.1.2011 - 31.12.2011
Avgifter sammanlagt (TER) %	1,48 %
Avkastningsbunden provision	0,73 %
Transaktionskostnader %	0,02 %
Totalkostnadsandel (TKA) %	1,50 %
Portföljens omsättningshastighet	-9,97 %
Tracking error	8,37 %
Förmedlingsarvoden betalda till företag inom samma koncern	0,00 %
Storlek	18 373 083 €
Närkretsens ägarandel (31.12.2011)	13,86 %

"Jag önskar ivrigt Sandvik välkommet till vår portfölj! Redan då jag först köpte Seco Tools skrev jag att Sandvik någon dag kunde vara ett bra alternativ. Alternativet realiserades nu med tvång, men också med en budpremie. Vad kunde vara bättre än det!"

VÄRDEPAPPERSPLACERINGAR 30.12.2011

	Antal aktier	Aktiekurs valuta	euro	Marknads- värde EUR	Andel av fonden
Vacon	40000		30.80	1,232,000	6.7%
Nokian Tyres	42000		24.57	1,031,940	5.6%
Exel Composites	110000		7.65	841,500	4.6%
Lassila & Tikanoja	67000		11.42	765,140	4.2%
Tieto	55000		10.96	602,800	3.3%
Ekokem A+B	12000		39.75	477,000	2.6%
Konecranes	32000		14.28	456,960	2.5%
Stockmann B	36000		12.02	432,720	2.4%
Tikkurila	32500		12.70	412,750	2.2%
Tulikivi	585690		0.65	380,699	2.1%
Oriola-KD B	217000		1.72	373,240	2.0%
Vaisala	20000		16.42	328,400	1.8%
Inhemskas aktier				7,335,149	39.9%
Fastenal	36000	44.32	34.25	1,232,823	6.7%
Air Liquide	12844	94.84	94.84	1,218,125	6.6%
Hennes & Mauritz	45500	218.30	24.48	1,114,013	6.1%
Seco Tools	98000	99.45	11.15	1,093,090	5.9%
Handelsbanken A	51500	181.90	20.40	1,050,667	5.7%
Harley-Davidson	31000	38.75	29.94	928,180	5.1%
Costco	14000	84.33	65.16	912,239	5.0%
Automatic Data Processing	18000	54.35	42.00	755,911	4.1%
Progressive	43000	19.58	15.13	650,549	3.5%
Hamburger Hafen und Logistik	19000	22.82	22.82	433,485	2.4%
Strayer Education	5000	97.66	75.46	377,299	2.1%
Utländska aktier				9,766,380	53.2%
SUMMA aktier				17,101,529	93.1%
Nettokassa				1,271,554	6.9%
FONDENS VÄRDE				18,373,083	100.0%
Antal andelar (A-korrigerat)				660,601.30	
Värde per A-andel				27.8127	

FONDENS UTVECKLING

Trots att kreditoron i Grekland, Italien och övriga sydeuropeiska länder fortsatte var det sista kvartalet positivt på aktiemarknaden. Phoebus jämförelseindex steg med 4,9%. Phoebus steg med 8,3% och klarade sig därmed till skillnad från normalt bättre än en stigande marknad.

Under 2011 sjönk Phoebus med -7,0% och jämförelseindexet sjönk med -19,9%. Sedan start har fonden avkastat 178,1% och jämförelseindexet 83,6%.

Siffrorna är exceptionella. Många faktorer bidrog till överavkastningen 2011. Vi ägde inga aktier i Nokia, som kraschade totalt och utgör 7,5% av vårt jämförelseindex. Av våra innehav gick Fastenal mycket bra och Sandviks bud på Seco Tools (se nedan) gav en extra skjuts.

Våra bolag klarar sig oftast relativt sett bra på en dålig marknad, då deras operativa risker och finansiella risker är lägre genomsnitt. Men det var inte huvudorsaken till överavkastningen. Förvänta er alltså inte motsvarande överavkastning framöver. Inte ens om marknaden skulle sjunka, men speciellt inte om den stiger kraftigt! Risker är symmetrisk, så om Phoebus ett bra år kan gå 13% bättre än index kan fonden tyvärr nog ett dåligt år tappa lika mycket.

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

I december sålde jag aktier första gången på nästan två år! Kursuppgången hade lyft amerikanska Fastenal till vår överlägset största placering, hela 8,5% av fonden. Jag gillar Fastenal mycket, men dess värdering är hög efter kursuppgången - hela 35x resultatet för 2011. Jag beslöt därför att begränsa risken och sålde en dryg femtedel av våra aktier för 329.000 euro.

Under kvartalet ökade jag vårt innehav i fyra bolag för totalt 605.000 euro. I storleksordning var bolagen Tikkurila, Oriola-KD, Stockmann och Konecranes. Trots mina köp ökade vår kassa för att nya pengar kom in i fonden. Kassan är nu 6,9% av Phoebus värde, vilket är något för mycket. Jag kommer att fortsätta köpa aktier men i våra illikvida bolag tar det sin tid, speciellt som jag försöker köpa till vettiga priser (oftast då börsen sjunker).

FINLANDSFOND ELLER EJ?

Jag märkte vid årsskiftet att fondutvärderaren Morningstar har flyttat Phoebus från gruppen "Aktiefonder, Finland" till gruppen "Aktiefonder, globala, flexibla". Gruppens övriga i Finland registrerade fonder är FIM:s Forte, Mondo och Förvaltning 100, Seligson & Co Phoenix och Tapiola Tillväxt. De har nog inget gemensamt sinsemellan ...

Förändringen är såtillvida logisk att Phoebus inte är en Finlandsfond, som jag berättade i vår förra rapport. Våra landsvikter har dock inte märkbart förändrats under de senaste tre åren, så varför förändringen skedde just nu vet jag inte.

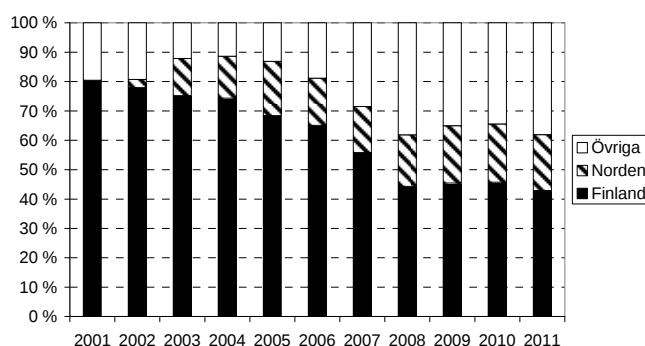
Ur placerarens synvinkel är det i varje fall viktigare att fundera på om fondens jämförelseindex är vettigt än i vilken kategori diverse

utvärderare klassar fonden. Detta därför att fondens mål är att överträffa jämförelseindexets avkastning och den avkastningsberoende provisionen är beroende av just detta. Valet av jämförelseindex påverkar därmed huruvida placerarna betalar avkastningsbaserade arvoden som är rättvisa eller ej.

Under hela Phoebus historia har jämförelseindexet bestått av 75% Finlands och 25% världens aktiemarknader. Många ägare har frågat mig om detta ännu är relevant, då Phoebus idag placerar mycket mindre i Finland? Och bör placeraren fortfarande se Phoebus som Finlandsbetonad eller snarare som global då han planerar sin allokering?

Vår Finlandsvikt har trendmässigt fallit sedan start. Den största förändringen skedde 2006-2008 och berodde, som jag tidigare har nämnt, på två orsaker: Jag tyckte finska aktier var dyra jämfört med utländska och det var svårare att hitta kvalitetsbolag i Finland. Den första orsaken är cyklisk, den andra är strukturell.

Phoebus placeringar per land 2001-2011



Den observante läsaren noterar att jag efter höstens kursfall bara har köpt finska aktier. Det är ingen slump. Börsfallet har korrigerat värderingarna och många bra finska bolag är idag billigare än de utländska alternativen. Det strukturella problemet kvarstår dock. Det finns kanske 15-20 bolag i Finland som vi inte äger men som jag kunde tänka mig att köpa. Inte fler än så.

Finlands vikt i Phoebus portfölj kommer sannolikt att öka, men knappast till 75%. Å andra sidan kan man fråga sig om Nordea är mer finskt än Handelsbanken, eller hur Sandvik är mera svenskt än Cargotec? Jag tycker att vårt nuvarande jämförelseindex är relevant så länge nordiska bolag på sikt utgör 75% av portföljen. Phoebus historiska medeltal är 76%.

Man kan givetvis fråga sig om det inte i så fall vore bättre att jämförelseindexet skulle bestå av t.ex. 55% Finland, 20% Sverige och 25% världen? I teorin kanske ja, men i praktiken tror jag inte att ett mer komplicerat index skulle ge något större mervärde. Vi bör dock kontinuerligt utvärdera jämförelseindexets relevans även i framtiden.

Hur skall man se Phoebus när man allokera sin portfölj? Självt ser jag fonden som en krydda i placerarens portfölj, liksom alla aktivt förvaltade fonder. En aktiv förvaltare får betalt för att slå index, så hans placeringar måste avvika från indexet. Därför varierar en aktiv fonds struktur nästan per definition över tiden, och aktiva fonder är inte bra allokeringsredskap. För det ändamålet finns indexfonder, vars struktur är mer stabil från år till år.

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



Jag presenterade senast vår ugnstillverkare Tulikivi för knappt tre år sedan i rapporten 1/2009. Jag skrev då att jag inte förväntar mig någon snabb konjunkturåterhämtning. Trots det tyckte jag att aktiens och bolagets risker hade minskat klart, då aktien på tre år hade sjunkit med -79%, personalen hade minskats med -28% och Kermansavi, som köptes 2006, var integrerat.

Phoebus kostade då 15,87 euro per andel och Tulikivi 0,70 euro per aktie. Sedan dess har Phoebus avkastat 75,3% och Tulikivi endast 4,2% inklusive utdelning. Tulikivi har därmed fortsatt varit en betydande broms för Phoebus utveckling och har under den här perioden varit Phoebus nästsämsta placering efter Vaisala.

Det är inte så konstigt. På tre år har bolagets omsättning sjunkit med -12% och rörelsevinsten på 3,5 miljoner har förbytts till en förlust på 2,2 miljoner. Många av Phoebus ägare har frågat mig om Tulikivis dåliga utveckling är ett tecken på att huvudägarens generationsskifte har misslyckats, att förvärvet av Kermansavi har misslyckats eller vad det beror på, och om vi faktiskt skall fortsätta äga ett så här olönsamt företag? Frågan är befogad.

Då vi söker ett svar är det viktigt att försöka skilja mellan vilken effekt bolagets eventuella misstag har haft och vad som beror bara på konjunkturen, samt att se hur ledningen har reagerat på den försämrade lönsamheten. Själv tycker jag att Tulikivi har stött på fyra olika motgångar – distributionen i Finland, konkurrens från alternativa värmelösningar, Europas svaga byggkonjunktur och finanskrisen. Jag tycker ledningen har reagerat hyfsat bra.

Distributionsförändringen i Finland som genomfördes 2007 var tung. Tulikivis försäljning av eldstäder i Finland sjönk 2006-2008 med 15% och marknadsandelen med fem procentenheter. Därefter kom finanskrisen, som sänkte ugnsmarknaden med över 20%. Distributionen verkar nu vara i bättre skick. Tulikivi har ännu 35 Studio-butiker, liksom 2007, men antalet mindre Tulikivi-punkter i samband med byggaffärer har tiofaldigats till 150. Dessutom har Tulikivi nyligen inlett ett samarbete med den rikstäckande S-gruppen.

Tack vare bättre kanaler och nya produkter ökade Tulikivis ugnsförsäljning i Finland med 20% år 2010 och marknadsandelen steg. Trenden fortsatte i fjol. Försäljningen är dock fortfarande lägre än 2006, då marknaden har sjunkit i takt med att luft- och markvärmepumpar har tagit kunder av ugnstillverkarna. Samtidigt har Tulikivis export sjunkit med en tredjedel, vilket torde bero mer på Europas svaga byggmarknad än på att bolaget skulle vara dåligt. Som jämförelse föll huvudkonkurrenten Nunnanlahden Unis försäljning med 40% 2008-2010, från 25 miljoner till 15 miljoner euro. Tulikivi är inte det enda ugnsbolaget som har problem.

Lägre volymer kräver lägre kostnader och även här har ledningen reagerat. I fjol minskades personalen med över 20%. På fem år har antalet anställda halverats. Det gör mig sorgsen, men jag är nöjd över att ledningen vågar fatta tråkiga beslut då sådana behövs.

Ett bolag som krymper gör på sikt ingen rik. Ugnar behövs dock även i framtiden, och jag vill se hur Tulikivi klarar sig på

en bättre byggmarknad innan jag säljer våra aktier. Phoebus risk är nuförtiden liten, eftersom Tulikivis vikt i portföljen efter kursnedgången är bara 2% och aktien är en av våra minsta placeringar.



Jag presenterade första gången vår svenska vändskärstillverkare Seco Tools för drygt tre år sedan i rapporten 3/2008. Presentationen blev samtidigt den sista. Moderbolaget Sandvik, som äger 60% av Seco Tools, erbjöd sig i november att köpa resten av bolaget. Priset är 1,2 aktier i Sandvik för varje aktie i Seco Tools, som innebär en budpremie på cirka 20%. Eftersom Sandvik redan är majoritetsägare är det klart att affären blir av och att vi i fortsättningen kommer att äga Sandvik. Men hur mycket?

Sandviks Tooling-division kan direkt jämföras med Seco Tools. Inom vändskär är bolagens globala marknadsandel tillsammans 25%. Sandviks produkturval är lite bredare och Tooling har därför på 2000-talet i medeltal gjort 18% rörelsemarginal, Seco Tools 19%. Skillnaden är större i avkastningen på sysselsatt kapital (Sandvik 24%, Seco 32%), då Sandvik har gjort fler förvärv. "Nya Tooling", som inkluderar Seco Tools, står för 36% av Sandviks omsättning och nästan hälften av resultatet.

Dessutom får vi – eller rättare sagt blir vi lite motvilligt tvungna att ta emot – två övriga verksamheter: Maskiner för gruv- och byggindustrin, samt specialstål. Den förstnämnda består främst av finska Tamrock och har på senaste år gynnats av en sällan förr skådad investeringsboom i världens gruvor. Verksamheten, vars andel av Sandviks omsättning och resultat är dryga 40%, har i ett tioårsperspektiv varit av god kvalitet med 11% rörelsemarginal och över 20% avkastning på sysselsatt kapital. Specialstålet är en sämre verksamhet. Kapitalet har i medeltal avkastat 9% med en rörelsemarginal kring 7%. Verksamheten utgör 20% av Sandviks omsättning men bara 10-15% av resultatet.

Koncernstrukturen förändras lite från början av 2012 då Sandviks nya koncernchef Olof Faxander, som rekryterades från stålbolaget SSAB, beslöt att dela upp bolaget i fem divisioner istället för tre. Jag tycker den nya indelningen är lite konstgjord. Mer orolig är jag dock för att av de tio personerna i den nya ledningsgruppen har hela sex jobbat mindre än 4 år i bolaget. Positivt i Faxanders förändringar är att underpresterare inte längre kommer att tolereras. De sämsta verksamheterna (såsom specialstålet) kommer troligen att säljas, om inte deras strukturella lönsamhet förbättras betydligt inom 2-3 år.

Seco Tools har varit en mycket bra placering för oss. Från september 2008 till slutet av 2011 avkastade aktien 62% i euro inklusive utdelningar, medan Phoebus under samma period avkastade 26%. Därmed har bolagets vikt i vår portfölj stigit mer än jag själv aktivt har ökat den och är nu 5,9%. Jag tycker detta är lite för mycket för Sandvik, för att den nya ledningen och den nya organisationen innebär att riskerna är större än vanligt. Jag kommer därför sannolikt att minska vårt innehav något då tidpunkten är lämplig.

Men jag önskar ivrigt Sandvik välkommet till vår portfölj! Redan då jag först köpte Seco Tools skrev jag att Sandvik någon dag kunde vara ett bra alternativ. Alternativet realiserades nu med tvång, men också med en budpremie. Vad kunde vara bättre än det!