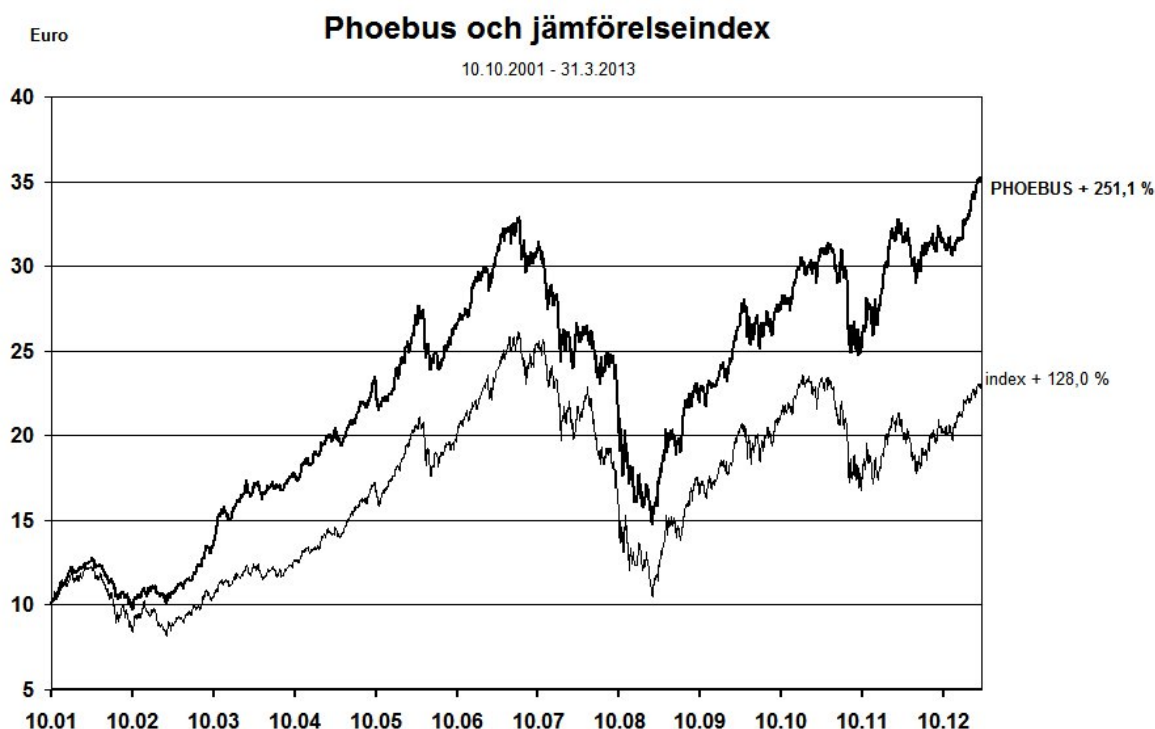


# Seligson & Co Phoebus

## Kvartalsrapport 1 / 2013



Avkastning och risk	Fonden		Jämförelseindex	
	Avkastning	Volatilitet	Avkastning	Volatilitet
<b>31.03.2013</b>			75% OMX Helsinki Cap GI, 25% MSCI AC World NDR	
3 mån.	11,14 %	7,72 %	8,13 %	10,83 %
1 år	8,95 %	10,40 %	9,43 %	15,00 %
3 år	32,77 %	14,66 %	12,95 %	17,79 %
5 år	35,52 %	18,40 %	8,92 %	20,62 %
10 år	234,30 %	15,46 %	167,81 %	17,08 %
Från startdatum	251,11 %	15,02 %	127,99 %	17,27 %
Från startdatum per annum	11,56 %		7,44 %	

Kostnader, nyckeltal	1.4.2012 - 31.3.2013
Årliga avgifter	0,76 %
Avkastningsbunden provision	0,32 %
Transaktionskostnader %	0,03 %
Totalkostnadsandel (TKA) %	1,11 %
Portföljens omsättningshastighet	-5,57 %
Tracking error	9,23 %
Förmedlingsarvodet betalda till företag inom samma koncern	0,00 %
Storlek	27 351 080 €
Närkretsens ägarandel (31.3.2013)	11,57 %

*"Efter att regeringen bestämde att skärpa beskattningen av börsbolagens dividender har många frågat mig om en privatperson borde flytta en större del av sin förmögenhet till fonder? Jag är visserligen jävig som fondförvaltare, men tycker att svaret är ett klart "nej"."*

**VÄRDEPAPPERSPLACERINGAR 28.3.2013**

	<b>Antal aktier</b>	<b>Aktiekurs valuta</b>	<b>euro</b>	<b>Marknads- värde EUR</b>	<b>Andel av fonden</b>
Fortum	129000		15,76	2 033 040	7,4%
Vacon	36000		52,27	1 881 720	6,9%
Nokian Tyres	42000		34,92	1 466 640	5,4%
Lassila & Tikanoja	115000		12,40	1 426 000	5,2%
Tikkurila	63000		16,38	1 031 940	3,8%
Tieto	55000		16,47	905 850	3,3%
Konecranes	35000		25,87	905 450	3,3%
Oriola-KD B	357000		2,45	874 650	3,2%
Exel Composites	134200		5,70	764 940	2,8%
Stockmann B	61500		12,25	753 375	2,8%
Ekokem A+B	12000		51,50	618 000	2,3%
Vaisala	26000		19,65	510 900	1,9%
Tulikivi	585690		0,54	316 273	1,2%
<b>Inhemska aktier</b>				<b>13 488 778</b>	<b>49,3%</b>
Handelsbanken B	55000	269,00	32,22	1 772 260	6,5%
Air Liquide	17000	94,69	94,69	1 609 730	5,9%
Hennes & Mauritz	49000	233,00	27,91	1 367 617	5,0%
Harley-Davidson	31000	52,83	41,25	1 278 877	4,7%
Costco	14000	106,64	83,27	1 165 829	4,3%
Fastenal	26000	50,52	39,45	1 025 707	3,8%
Sandvik	85000	100,20	12,00	1 020 232	3,7%
Automatic Data Processing	18000	64,66	50,49	908 855	3,3%
Progressive	45000	25,00	19,52	878 494	3,2%
HHLA	30000	17,05	17,05	511 500	1,9%
Strayer Education	10000	48,97	38,24	382 399	1,4%
<b>Utländska aktier</b>				<b>11 921 499</b>	<b>43,6%</b>
<b>SUMMA aktier</b>				<b>25 410 277</b>	<b>92,9%</b>
<b>Nettokassa</b>				<b>2 015 673</b>	<b>7,4%</b>
<b>FONDENS VÄRDE</b>				<b>27 351 080</b>	<b>100,0%</b>
Antal andelar (A-korrigerat)				778 984,33	
Värde per A-andel				35,1112	

## FONDENS UTVECKLING

År 2013 inleddes mycket starkt på aktiemarknaden. Under första kvartalet steg vårt jämförelseindex med hela 8,1% och Phoebus ännu mer, 11,1%. Till fondens relativa utveckling bidrog visserligen att Nokia, som vi inte äger, sjönk med -13%.

Sedan start har Phoebus avkastat 251,1% och vårt jämförelseindex har avkastat 128,0%.

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

Phoebus kassa förblev onödigt stor (7,1%), trots att jag köpte fler aktier i Fortum, HHLA, Stockmann, Air Liquide, Strayer, Exel, Vaisala, Handelsbanken, Tikkurila och Oriola-KD för sammanlagt 1,39 miljoner euro. Fonden fick under kvartalet 1,44me netto i nya teckningar och desutom 380te i dividender.

Jag kommer att fortsätta att gradvis köpa aktier, så att vår kassa minskar. Då vi lever mitt i dividendsäsongen kommer jag att vara fullt sysselsatt.

## FRÅN AKTIER TILL FONDER?

Efter att regeringen bestämde att skärpa beskattningen av börsbolagens dividender har många frågat mig om en privatperson borde flytta en större del av sin förmögenhet till fonder? Jag är visserligen jävig som fondförvaltare, men tycker att svaret är ett klart "nej".

Det är skäl för varje plcerare att kontinuerligt försöka minimera de kostnader som är förknippade med placeringarna – något säkrare sätt att höja avkastningen finns inte. Och skatter är givetvis en form av kostnader. Men det finns många fler variabler än så.

En placeringsfond är ett bekvämt sätt att på en gång köpa en spridd portfölj och säkerställa att någon annan sköter ombalanseringar, deltagande i emissioner och andra löpande ärenden för placerarens räkning. För dessa tjänster uppstår fondbolaget en förvaltningsavgift.

Om det går bra kan förvaltaren av en aktiv fond nå en avkastning som är bättre än vad placeraren skulle uppnå på egen hand. I bästa fall till och med mer än marknadens avkastning. Men i medeltal klarar sig fonder inte bättre än marknaden, utan de tappar ungefär sin förvaltningsavgift mot index. Man skall alltså inte räkna med överavkastning.

Att betala avgifter på 1-2% per år bara för att skjuta upp beskattningen av en direktavkastning på 3-4% låter väl inte så smart. Skatterna måste ju betalas ändå, då placeraren säljer sina fondandelar. Och vi har ingen aning idag om hur beskattningen då kommer att fungera. Dividend- och kapitalinkomstskatterna har förändrats enormt under de senaste 30 åren. Varför skulle de inte kunna förändras lika slumpmässigt även framöver?

Om du alltså tidigare har placerat direkt i aktier istället för eller parallellt med fonder så tycker jag att du bör göra det även i fortsättningen. Direkta placeringar hjälper oss ofta bättre än fonder att fatta att vi faktiskt *äger* en del av en verksamhet, inte bara en lotterikupong. För många placerare tror jag att detta kan vara den avgörande skillnaden som bestämmer om nerverna klarar en börsnedgång eller inte, så att man inte säljer sina placeringar i panik. Uthållighet är vägen till goda placeringsresultat.

## SKATTER ELLER EFFEKTIVITET?

Jag fattar inte riktigt varför den nya dividendbeskattningen väckte så mycket uppståndelse? Då de offentliga finanserna är så dystra som i Finland idag finns det väl bara två alternativ: att effektivera den offentliga sektorn eller att höja skatterna. Skattehöjningar är enklare. Det borde alltså inte komma som någon förvåning att vissa skatter stiger, och det borde inte komma som någon förvåning att andra skatter säkert kommer att stiga framöver.

Själv tycker jag faktiskt att skattereformen verkar ganska bra för ekonomin. Det känns vettigt att beskatta företagande lättare än placeringar. Den lägre bolagsskatten är bra för oss alla. Endast det faktum att beskattningen inte har någon kontinuitet tycker jag är dåligt. Hur skulle vi kunna vänta oss att bolag gör investeringar för tiotals år, om spelreglerna förändras med några års mellanrum?

Och beskattningen av börsbolags dividender stiger faktiskt inte nödvändigtvis alls. Visst stiger skattesatsen från 21% till 25,5% men samtidigt sjunker bolagsskatten. Om vi tänker på ett börsbolag vars eget kapital är 1000 och som före skatt tjänar 265 så betalar det idag 24,5% skatt och tjänar netto 200. Om vi antar att det växer med 10% måste det placera 100 i tillväxt och kan dela ut 100. På detta betalar placeraren 21 i skatt och får netto 79.

I den nya skattemodellen sjunker bolagets skatt till 20%, så nettoresultatet ökar med 6% och är 212. Av detta måste bolaget fortfarande placera 100 i tillväxt och kan nu alltså dela ut 112. Placeraren betalar 25,5% i skatt och får netto 83.

Den lägre bolagsskatten eliminerade alltså i detta exempel hela dividendbeskattningens skärpning och lite till. Och jag tycker att exemplet är mycket realistiskt – bra bolag växer och ett växande bolag kan inte dela ut hela sin vinst i dividender. För ägare till tynande bolag är den nya dividendbeskattningen givetvis lite värre.

Istället för att bråka om dividendbeskattning skulle jag efterlysa mer diskussion om effektivisering av den offentliga sektorn. De nya skatterna minskar ju nästan inte alls vårt enorma budgetunderskott, och totalskattegraden börjar vara svår att höja ytterligare. Med dagens underskott tvingar vi i praktiken våra barn att betala för att vi idag vill leva över våra tillgångar. Inte är det väl det som vi kallar välfärdssambhälle?

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

## EKOKEM

Vår mest exotiska placering, det olistade avfallshanteringsbolaget Ekokem, har vi nu ägt i drygt tre

år. Jag presenterade senast bolaget strax efter att vi hade köpt våra första aktier i rapporten 1/2010. Sedan dess har det hänt ganska mycket.

Vid första anblick ser man att Ekokems verksamhet har utvecklats mycket bra. Från 2008 till 2012 ökade omsättningen organiskt med 41%, rörelseresultatet (utan goodwill-avskrivningar) med 99% och nettoresultatet samt vinst per aktie med 142%. Dividenden steg med 140%. Jag sade senast att 2008 bättre återspeglade ett "normalt" resultat än det svagare 2009 och jag hade på sätt och vis rätt. Men jag var alldeles för försiktig.

Aktiekursen har återspeglat verksamhetens utveckling och har på tre år stigit med 82%. Då Ekokem dessutom har betalat stigande dividender har totalavkastningen varit 101%. Under samma period har Phoebus stigit med 33% och vårt jämförelseindex med 13%. Placeringen har alltså hittills varit utmärkt.

Fjolårets bästa nyhet var att det nya avfallskraftverket i Riihimäki, som invigdes i oktober, tekniskt startade perfekt. Investeringen på knappa 60 miljoner euro var stor för Ekokem, vars marknadsvärde är 180me. Kraftverket trefaldigar Ekokems elproduktion till 110 GWh och ökar produktionen av fjärrvärme med en fjärdedel till 500 GWh. Jag har förstått att kraftverket gjorde plusresultat redan i fjol, men det största resultatbidraget ser vi nog i år.

Ett större frågetecken för mig var Ekokems förvärv i juni 2012 av svenska SAKAB för cirka 49 miljoner euro. SAKAB är liksom Ekokem ett tidigare problemavfallsbolag, som har expanderat till avfallsförbränning. Det producerar både el (55 GWh) och värme (270 GWh) ungefär hälften av Ekokems volymer. Mot den bakgrunden verkar priset skäligt – Ekokem har själv investerat 113me i sina två kraftverk – men SAKAB har inte gjort mycket resultat.

Jag körde i början av januari till Riihimäki för att träffa Ekokems VD Timo Piekari och jag har sällan sett en så entusiastisk företagsledare! Han berättade först att SAKABs siffror inte ger någon bra bild av bolaget, då det tidigare sålde sin produktion till sitt moderbolag (eon) till underpris. Det verkliga resultatet är inte lika bra som för Ekokem i Finland, men klart bättre än SAKABs historiska siffror utvisar. Redan det var en lättnad för mig.

Dessutom berättade Piekari hur mycket tilläggs effekt man redan med ett halvårs erfarenhet kan få ut ur Ekokem och SAKAB genom att jämföra bästa praxis och genom korsförsäljning. Det är väl klart att 2013 blir ett mellanår med höga integrationskostnader, men Piekari trodde trots det att SAKAB kommer att förbättra Ekokems resultat redan nu.

Så potential för de närmaste åren finns det definitivt. Trots att aktien har stigit mycket och trots att investeringarna har gett tidigare skudfria Ekokem 52me i nettoskuld tycker jag att dagens aktiekurs (51,50e) fortfarande är skälig. Beräknat på fjolårets resultat utan goodwill-avskrivningar (5,64e per aktie) är P/E-talet 9,1x. Motsvarande skuldfria P/E-tal med normal skattesats är 11,9x. Om SAKAB visar sig vara värt sitt pris är Ekokem faktiskt ännu billigt. Det är dock ett ganska stort "om", och svaret får vi nog vänta på i några år.



Då jag senast presenterade vår amerikanska detaljhandelskedja Costco för drygt tre år sedan i rapporten 4/2009 berättade jag att det inte under de tre föregående åren egentligen hade hänt något revolutionerande i bolaget – liksom det inte heller bör i ett kvalitetsbolag.

Efter det har det inte heller hänt något radikalt. Antalet butiker har ökat med 18%, eller 11% utan förvärvet av de delägda butikerna i Mexico. Omsättningen har vuxit med 44%, rörelseresultatet med 66% och resultatet per aktie med 75%. Den goda resultatutvecklingen återspeglar en normalisering efter lågkonjunkturen. Senast berättade jag ju att marginalerna hade sjunkit, vilket främst berodde på att min granskning tog slut det svaga året 2009.

Costco har nu 622 butiker, inklusive de 32 butiker som Costco köpte helt och hållet förra sommaren (innan dess ägdes de till 50%). Av affärerna ligger bara en av elva utanför Nordamerika, men av de nya butiker som öppnats de tre senaste åren redan en fjärdedel. Liksom goda bolag i allmänhet växer Costco behärskat – bolaget har inte "erövrat" några nya länder de tre senaste åren, men har utökat antalet butiker på de existerande marknaderna (Storbritannien, Japan, Korea, Taiwan, Australien) med 30%.

Om antalet nya butiker låter lågt är det skäl att minnas bolagets koncept. Costcos butiker är stora snabbgrossistaffärer, där man får shoppa bara med Costcos medlemskort. En nyöppnad butik säljer för cirka 100 miljoner dollar och växer sedan gradvis. En femtedel av butikerna har nått 200 miljoner i omsättning, och 8 butiker 300 miljoner. Försäljningsytan i en genomsnittsbutik är 1,3 hektar, ungefär som i ett litet Stockmann-varuhus.

Aktiekursen har reflekterat verksamhetens utveckling. Sedan jag senast presenterade bolaget har Costcos kurs stigit med 78%, i linje med vinsten per aktie. Totalavkastningen inklusive dividender har i dollar varit 94% och i euro 119%, då dollarkursen förstärktes. Under samma period har Phoebus avkastat 50% och vårt jämförelseindex 27%. Costco har alltså varit en utmärkt placering. Med dagens kurs (106,64 dollar) är P/E-talet beräknat på de senaste 12 månadernas resultat 24,7x. Inte helt billigt, men enligt min åsikt fortfarande resonligt.

Senast berättade jag att min största oro gäller hur Costco sköter ledningens kommande generationsskifte. Grundaren Jim Sinegal var ju då redan 73 år. Jag blev inte besviken. Då Sinegal pensionerade sig för drygt ett år sedan utnämndes 60-åriga Craig Jelinek, som har jobbat för Costco i 29 år, till ny VD. Jag tror inte att han kommer att förändra bolaget radikalt. Och varför skulle han göra det, då bolaget är i toppenskick?

Här ligger en stor lärdom för dem (speciellt rekryteringskonsulterna ...), som utan att ändra en min påstår att den optimala tjänstetiden för en börs-VD är 4-7 år<sup>1</sup>. Jim Sinegal ledde Costco ypperligt i 29 år. Craig Jelinek fortsätter på samma linje. Läs mer om det på nätet i en mycket bra 3-delad intervju med honom<sup>2</sup>.

Det är med stor glädje som jag äger ett så här fint bolag!

<sup>1</sup> <http://stantonchase.fi/index.php?k=20035>

<sup>2</sup> <http://beta.fool.com/hukgon/2012/01/06/interview-craig-jelinek-costco-president-ceo-p1/564/>