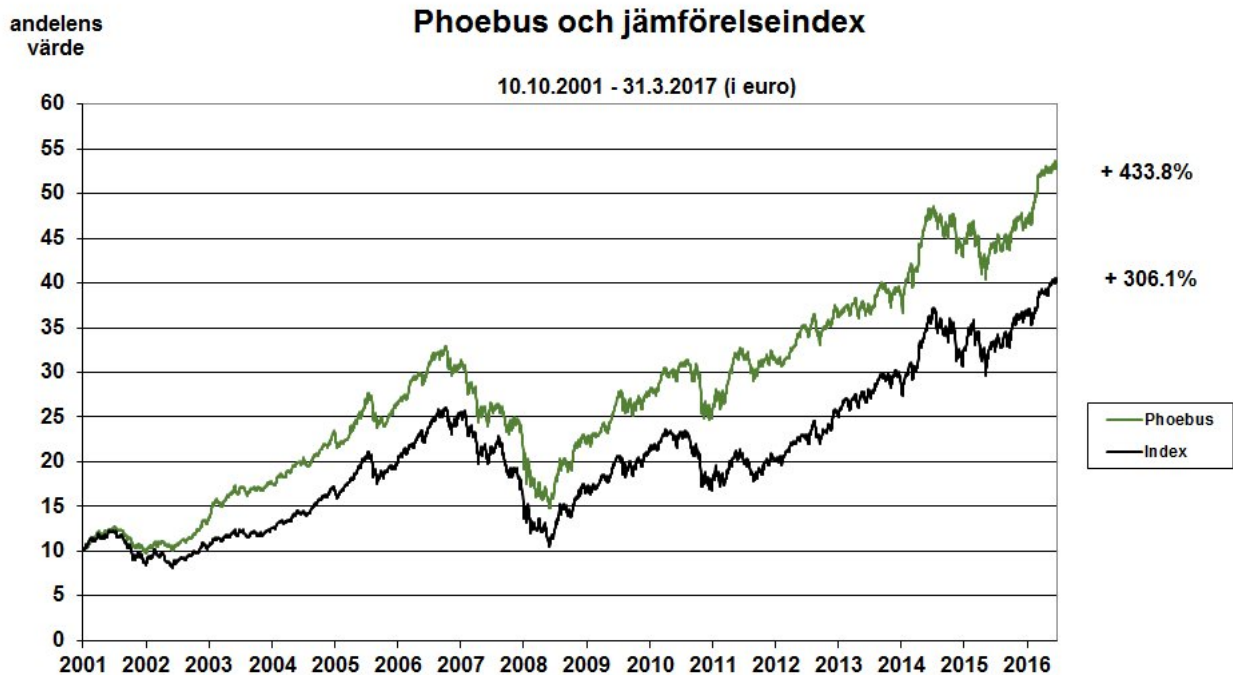


# Seligson & Co Phoebus

## Kvartalsrapport Q1 / 2017



### AVKASTNING OCH RISK

31.3.2017

	FONDEN		JÄMFÖRELSEINDEX 60% OMX Helsinki Cap GI, 40% MSCI AC World NDR	
	Avkastning	Volatilitet	Avkastning	Volatilitet
3 mån.	2,67 %	7,00 %	4,58 %	6,51 %
1 år	20,00 %	10,37 %	22,16 %	10,31 %
3 år	43,62 %	12,37 %	47,70 %	12,65 %
5 år	65,63 %	11,44 %	94,92 %	12,99 %
10 år	77,33 %	15,86 %	73,29 %	17,48 %
Från startdatum	433,80 %	14,23 %	306,10 %	16,16 %
Från startdatum per annum	11,42 %		9,47 %	

### KOSTNADER, NYCKELTAL

 1.4.2016 -  
31.3.2017

Årliga avgifter	0,75 %
Avkastningsbunden provision	0,00 %
Transaktionskostnader	0,01 %
Totalkostnadsandel (TKA)	0,76 %
Portföljens omsättningshastighet	-5,99 %
Tracking error	5,22 %
Förmedlingsarvoden betalda till företag inom samma koncern	0,00 %
Storlek	46 856 599 €
Närkretsens ägarandel (31.3.2017)	9,47 %

*“Samma aktier, som utan dividender har 6,2 – faldigats har alltså inklusive dividender 16,5 – faldigats!”*

## VÄRDEPAPPERSPLACERINGAR 31.3.2017

	<b>Antal aktier</b>	<b>Aktiekurs valuta</b>	<b>euro</b>	<b>Marknads- värde EUR</b>	<b>Andel av fonden</b>
Fortum	225000		14,63	3 291 750	7,0%
Lassila & Tikanoja	141000		18,40	2 594 400	5,5%
Tikkurila	120000		18,85	2 262 000	4,8%
Nokian Tyres	57000		38,82	2 212 740	4,7%
Oriola-KD A & B	476000		3,96	1 882 750	4,0%
Konecranes	54000		32,80	1 771 200	3,8%
Tieto	64000		25,26	1 616 640	3,5%
Vaisala	43838		34,65	1 518 987	3,2%
Exel Composites	219000		5,01	1 097 190	2,3%
<b>Inhemska aktier</b>				<b>18 247 657</b>	<b>38,9%</b>
Air Liquide	32000	106,45	106,45	3 406 400	7,3%
Handelsbanken A	220000	122,10	12,80	2 816 373	6,0%
Sandvik	191000	132,40	13,88	2 651 387	5,7%
Fastenal	42400	51,32	48,04	2 036 851	4,3%
Costco	12900	167,89	157,16	2 027 315	4,3%
Automatic Data Processing	20600	102,17	95,64	1 970 141	4,2%
Harley-Davidson	31000	61,01	57,11	1 770 392	3,8%
Progressive	47000	39,48	36,96	1 736 928	3,7%
TFF Group	13000	125,11	125,11	1 626 430	3,5%
Strayer Education	18000	81,34	76,14	1 370 514	2,9%
John Deere	13000	109,17	102,19	1 328 475	2,8%
Hennes & Mauritz	52800	226,00	23,70	1 251 106	2,7%
Novozymes	30000	275,20	37,00	1 109 976	2,4%
Tractor Supply	17000	68,65	64,26	1 092 437	2,3%
HHLA	40000	17,06	17,06	682 200	1,5%
<b>Utländska aktier</b>				<b>26 876 925</b>	<b>57,4%</b>
<b>SUMMA aktier</b>				<b>45 124 582</b>	<b>96,3%</b>
<b>Nettokassa</b>				<b>1 732 018</b>	<b>3,7%</b>
<b>FONDENS VÄRDE</b>				<b>46 856 599</b>	<b>100,0%</b>
Antal andelar (A-korrigerat)				877 787,03	
<b>Värde per A-andel</b>				<b>53,3804</b>	

## FONDENS UTVECKLING

Aktiemarknaden förblev stark under det första kvartalet. Vårt jämförelseindex steg med 4,6 % och Phoebus värde steg med 2,7 %. Sedan starten har Phoebus avkastat 433,8 % medan vårt jämförelseindex har avkastat 306,1 %.

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 köpte under kvartalet ett nytt bolag, danska Novozymes, åt oss för drygt en miljon euro. Jag sålde alla våra aktier i Stockmann. Dessutom använde jag de dividender vi fått i dollar till att öka vårt ägande i Tractor Supply. Mina nettoköp var 525 t€ och Phoebus fick under kvartalet 537 t€ i dividender.

Ägarna löste in netto 200 t€ från fonden, så kassan minskade med motsvarande belopp och var i slutet av kvartalet 3,7 % av fondens värde. Det är ganska lämpligt, men vi kommer ännu att få ca 700 t€ i dividender (främst under andra kvartalet) så jag kommer att fortsätta köpa fler aktier i våra gamla bolag.

## DIVIDENDER, SKATTER OCH KOSTNADER

Våren är en trevlig tid – isen går, flyttfågeln flyger tillbaka och för aktieplaceringen stundar årets skördetid i form av dividendutbetalningar. Men vad betyder egentligen dividender för en aktieplacering eller avkastningsbetalningar för en fondplacering?

Svaret kan vara självklart för många men efter att ha skrivit dessa rapporter i över 15 år märkte jag att jag alltför sällan går igenom Phoebus basfrågor, även om många andelsägare har kommit med under resans gång och kanske inte känner till dem så bra.

Phoebus har två andelsslag. A-andelen (tillväxtandelen) betalar ingen årlig avkastning, utan dividenderna som fonden får läggs till kapitalet. Den för skattefria stiftelser och föreningar designade B-andelen (avkastningsandelen) betalar en årlig avkastning, som ungefär motsvarar dividenderna som fonden får. I början var avkastningen minst 4 % och de senaste åren har den varit minst 3 % av fondens värde i slutet av föregående år.

Då vi jämför andelarnas priser märker vi att dividendernas betydelse är mycket stor. I slutet av mars kostade A-andelen 53,38 euro och B-andelen 29,30 euro. Båda startade i oktober 2001 från 10 euro. I avkastning har vi under 16 vårar betalat 11,79 euro, men prisskillnaden är alltså 24,08 euro. Skillnaden förklaras av att även de dividender som förblir i fonden avkastar, i likhet med fondens övriga placeringar.

Dividendernas betydelse syns kanske ännu bättre om vi jämför olika aktieindex. En del av Phoebus jämförelseindex (med 60 %) är Helsingforsbörsens viktbegränsade generalindex (OMXHCAPGI), som innehåller dividender. Dess systerindex (OMXHCAPPI) är annars lika men innehåller ej dividender. Båda startade i slutet av 1990 från värdet 1000. Idag – 26 år senare – är prisindexets poängtal

6206. Avkastningsindexets poängtal är 16550. Samma aktier, som utan dividender har 6,2 –faldigats har alltså inklusive dividender 16,5 –faldigats!

Slutsatsen är klar. Återinvestering av dividender är helt avgörande för slutresultatet för en långsiktig placering, även om det bara är fråga om några enstaka procent av portföljens värde per år. Många tänker nog att de kan konsumera dividenderna, men då bör man förstå att man redan på ett drygt kvartssekel kan förbruka nära två tredjedelar av de pengar man annars skulle ha. Och 26 år är faktiskt ingen jättelång placeringshorisont, till exempel för en ung pensionssparare.

Ett annat relevant ämne är beskattningen. Några privatplaceringar väljer avkastningsandelar i Phoebus, vilket inte är det bästa alternativet såvitt jag kan bedöma. En privatperson betalar nämligen 30 % skatt på hela den utbetalda avkastningen. Om han istället placerade i tillväxtandelar och årligen sålde en del av dem, skulle han betala skatt endast på försäljningsvinsten. Om vi antar att han behöver samma nettosumma per år så skulle han med tillväxtandelar, tack vare lägre skatter, ha mer pengar som avkastar kvar i fonden och slutresultatet skulle med säkerhet bli bättre.

I huvudsak agerar dock Phoebus kunder vettigt. Av fondkapitalet är 99,5 % i tillväxtandelar och många av avkastningsandelarnas ägare är skattefria. Men för dem som inte är skattefria rekommenderar jag inte avkastningsandelar. Vill man byta dem till tillväxtandelar så går det bra utan skatter eller kostnader genom att kontakta vår kundservice.

Till slut är det värt att tänka på att om ganska små dividender har en avgörande betydelse för hur en långsiktig placering lyckas, så har även andra ganska små poster samma betydelse. En sådan post är placeringens kostnader.

Många tänker väl att kostnaderna aldrig kan motsvara dividendernas storlek, men det kan de nog göra. Det behövs inte mer än en fond som kostar knappt 2 % (de är vanliga), som är paketerad i ett kapitaliseringskontrakt som kostar cirka 1 % (de är vanliga) och kanske ännu ett kapitalförvaltningsavtal som kostar cirka 1 % (de är vanliga). Och då är slutresultatet alltså ungefär detsamma som i aktiesparande utan dividender – ungefär två tredjedelar av de pengar man annars kunde ha fått försvinna på ett kvartssekel.

Phoebus har också kostnader, men jag har försökt hålla dem rimliga. Fondens förvaltnings- och förvaringsarvode är 0,75 % per år och dessutom uppbärs en avkastningsrelaterad provision om fonden har gått bättre än jämförelseindex i tre år. Tillsammans har dessa i medeltal utgjort 1,08 % per år i totala kostnader under Phoebus historia.

Utan dem skulle fondens värde idag vara ganska exakt 63 euro. På riktigt är det 53,38 euro. Över 15,5 år har alltså lite under en sjuandedel av fondens värde försvunnit i kostnader. Förvaltning är aldrig gratis, men för en långsiktig placering är det viktigt att se till att kostnaderna är skäliga. Som Warren Buffett säger: ”Arvodet sover aldrig”.

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



Jag köpte i januari åt oss aktier i det danska biokemibolaget Novozymes.

Första gången stötte jag på bolaget redan för 25 år sedan då jag analyserade finska Cultor. Novozymes var redan då världens ledande tillverkare av industrienzymmer och är det fortfarande. Idag är dess globala marknadsandel 48 %.

Enzymer används för att effektivera många olika naturliga processer. Traditionellt har den största kundgruppen varit tvättmedelsindustrin, som fortfarande står för en tredjedel av marknaden. Dessutom har det under 25 år uppstått en hel rad nya tillämpningsområden. Enzymer hjälper bl.a. till för att hålla bröd färskt, öka mängden juice som fås ur frukter, bryta ned stärkelse till olika socker, bleka jeans etc.

Till de nyaste tillämpningarna hör produktion av bioetanol, där enzymförsäljningen ökade med 30 % per år under 2004-2010. Tillväxten har sedermera stagnerat men det torde finnas mer potential då även andra råvaror än säd börjar användas för bioetanolproduktion. Även inom mikro-organismer för lantbruket söker Novozymes tillväxt, här tillsammans med amerikanska Monsanto.

Jag köpte dock inte Novozymes för att jag skulle förvänta mig kraftig tillväxt i någon specifik tillämpning. Mitt kunnande räcker inte för att prognosticera den tekniska utvecklingen. Däremot är jag mer generellt övertygad om att i denna unga bransch nya tillämpningar kommer att uppstå och Novozymes kommer att dra nytta av dem. Om bolaget har hållit sin ledande position i 25 år är det väl ett tecken på att det inte är så lätt att konkurrera med det.

Jag har sneglat på Novozymes emellanåt tidigare, men har alltid tyckt att aktien är för dyr. Billig är den inte nu heller, men efter att bioetanolboomen tog slut tycker jag värderingen är begriplig. Räknet på fjolårets resultat är P/E-talet 27x. Det är högt, men i mitt tycke är bolaget av exceptionellt hög kvalitet. På 20 år har omsättningen trefaldigats och rörelsemarginalen har stadigt förbättrats och totalt fördubblats. I fjol var marginalen redan 28 %.

Det är skäl att märka att sådana här aktier har mer risk än normalt (åtminstone på kort sikt). Dels för att placerarna alltid emellanåt förivrar sig över någon ny produkt och blir besvikna då det inte blev någon miljardbusiness. Dels för att den höga värderingen kräver att resultatet förblir bra och att tillväxten fortsätter. Därför skulle jag inte placera någon stor del av fonden i en sådan här aktie, trots att bolagets kvalitet är fantastisk. Efter mina första köp väger Novozymes nu 2,4 % i Phoebus portfölj. Dess andel kunde kanske vara något högre, men inte speciellt mycket högre.



Då jag senast presenterade vårt motorcykelbolag Harley-Davidson för 3,5 år sedan i rapporten 3/2013 noterade jag att dåvarande VD:n Keith Wandell hade gjort ett fantastiskt jobb, trots att han rekryterades utifrån.

Efter sex år på H-D pensionerade sig Wandell våren 2015 och till hans efterträdare valdes Matt Levatich, som har jobbat för H-D sedan 1994. Levatich är ändå bara 52-årig, så han har potential att sitta som VD mycket längre än Wandell.

Starten har inte varit lätt för Levatich. Sedan 2013 har försäljningen av tunga motorcyklar i USA vuxit med bara 2 % och H-D:s försäljning i USA har sjunkit med -4 %. H-D:s marknadsandel har alltså sjunkit, även om den fortfarande ligger något över 50 %. I resten av världen har H-D:s försäljning ökat med 7 % men även här har marknadsandelen sjunkit något. Den största orsaken torde vara valutan – dollarn har förstärkts med hela 26 % (mot euron). Det förbättrar de europeiska och japanska motorbolagens priskonkurrenskraft. "Made in the USA" är en viktig del av Harley-Davidsons image, men det kostar då valutan förstärks.

Jag sade senast att jag inte trodde att aktien skulle klara sig bättre än verksamheten på en tid, på grund av den relativt höga värderingen. Tyvärr hade jag rätt. H-D:s försäljning har sedan 2013 förblivit oförändrad och resultatet har sjunkit med -5 %. Då bolaget har köpt tillbaka 20 % av sina aktier har vinsten per aktie ökat med 17 %, men aktiekursen i dollar har ändå sjunkit med -6 %. Inklusive dividender har aktien i dollar avkastat 1 %.

Men det som den starka dollarn åter från verksamheten ger den delvis tillbaka åt oss europalacerare som valutakursvinster. I euro, inklusive dividender, har H-D avkastat 28 %, vilket kan låta hyfsat. Jämfört med Phoebus 44 % avkastning eller jämförelseindexets 59 % avkastning har dock H-D under denna period varit en dålig placering. Molnets guldrand är att värderingen har sjunkit klart. P/E-talet beräknat på fjolårets resultat är nu 15,9x, då det senast var 20,5x. Återköpen har visserligen försvagat balansräkningen något, men bolaget är fortfarande nästan nettoskuldfrött.

Och det borde nog finnas potential. Ännu 2006 registrerades 543 000 tunga motorcyklar i USA, i fjol bara 312 000. Trots det gjorde H-D i fjol hela 15 % i rörelsemarginal (exklusive finansverksamheten). Bolaget har faktiskt på 27 år aldrig gjort mindre än 11 % rörelsemarginal i sin industriella verksamhet.

Jag sålde förra året min Harley-Davidson Dyna Super Glide Custom –motorcykel på grund av tidsbrist, men jag tänker inte sälja våra aktier. H-D är ett av de starkaste varumärken som jag känner till, och bolaget gör hyfsat resultat både i goda och lite sämre tider. Dess vikt i vår portfölj är nu 3,8 %, vilket jag tycker är lämpligt.