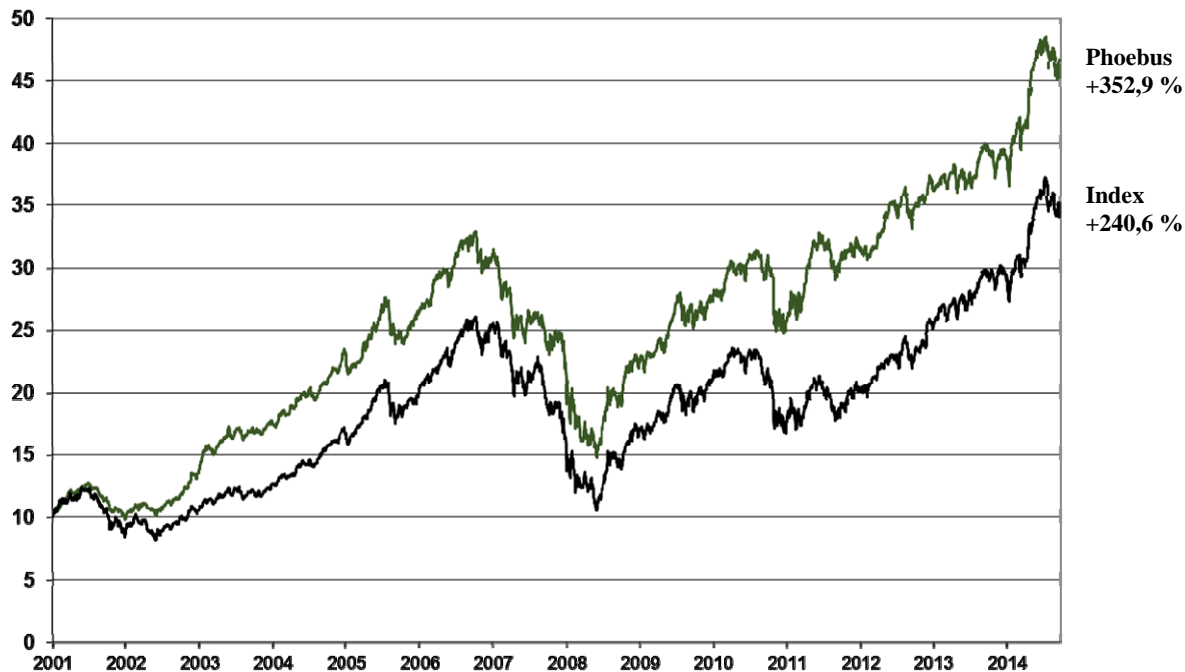


# Seligson & Co Phoebus

## Kvartalsrapport Q2 / 2015

andelens  
värde  
i euro

### PHOEBUS OCH JÄMFÖRELSEINDEX 10.10.2001 - 30.6.2015



Avkastning och risk	Fonden		Jämförelseindex	
30.6.2015	Avkastning	Volatilitet	75 % OMX Helsinki Cap GI, 25 % MSCI AC World NDR	
	Avkastning	Volatilitet	Avkastning	Volatilitet
3 mån.	-5,15 %	11,85 %	-4,63 %	12,70 %
1 år	14,51 %	11,49 %	16,37 %	12,15 %
3 år	50,22 %	9,87 %	81,98 %	11,93 %
5 år	75,53 %	12,50 %	79,61 %	15,10 %
10 år	117,94 %	15,58 %	119,66 %	17,29 %
Från startdatum	352,87 %	14,34 %	240,55 %	16,49 %
Från startdatum per annum	11,63 %		9,34 %	

Kostnader, nyckeltal	1.7.2014 - 30.6.2015
Årliga avgifter	0,76 %
Avkastningsbunden provision	0,00 %
Transaktionskostnader %	0,03 %
Totalkostnadsandel (TKA) %	0,78 %
Portföljens omsättningshastighet	20,73 %
Tracking error	6,80 %
Förmedlingsarvoden betalda till företag inom samma koncern	0,00 %
Storlek	34 778 589 €
Närkretsens ägarandel (30.6.2015)	10,33 %

“Kostnader har betydelse.”

**VÄRDEPAPPERSPLACERINGAR 30.6.2015**

	<b>Antal aktier</b>	<b>Aktiekurs valuta</b>	<b>euro</b>	<b>Marknads- värde EUR</b>	<b>Andel av fonden</b>
Fortum	181000		16,07	2 908 670	7,8 %
Lassila & Tikanoja	117000		15,70	1 836 900	4,9 %
Oriola-KD B	400000		4,17	1 668 000	4,5 %
Tikkurila	93000		17,63	1 639 590	4,4 %
Nokian Tyres	57000		28,04	1 598 280	4,3 %
Konecranes	50000		26,27	1 313 500	3,5 %
Tieto	60000		21,05	1 263 000	3,4 %
Exel Composites	159000		7,67	1 219 530	3,3 %
Ekokem A+B	12000		94,00	1 128 000	3,0 %
Vaisala	42000		23,65	993 300	2,7 %
Stockmann B	76000		6,35	482 600	1,3 %
<b>Inhemska aktier</b>				<b>16 051 370</b>	<b>43,2 %</b>
Air Liquide	24099	115,25	115,25	2 777 410	7,5 %
Handelsbanken A	165000	122,00	13,24	2 184 885	5,9 %
Hennes & Mauritz	51000	319,30	34,66	1 767 477	4,8 %
Costco	14000	135,69	121,37	1 699 159	4,6 %
Harley-Davidson	31000	55,94	50,04	1 551 109	4,2 %
Automatic Data Processing	20600	80,91	72,37	1 490 828	4,0 %
Fastenal	37500	42,21	37,75	1 415 809	3,8 %
Progressive	47000	27,81	24,87	1 169 114	3,1 %
Tractor Supply	14000	90,11	80,60	1 128 390	3,0 %
TFF Group	12000	82,39	82,39	988 680	2,7 %
Sandvik	92000	92,50	10,04	923 665	2,5 %
HHLA	35000	18,37	18,37	642 775	1,7 %
Systemair	45000	122,00	13,24	595 878	1,6 %
Strayer Education	10000	43,83	39,20	392 039	1,1 %
<b>Utländska aktier</b>				<b>18 727 219</b>	<b>50,4 %</b>
<b>SUMMA aktier</b>				<b>34 778 589</b>	<b>93,5 %</b>
<b>Nettokassa</b>				<b>2 409 534</b>	<b>6,5 %</b>
<b>FONDENS VÄRDE</b>				<b>37 188 124</b>	<b>100,0 %</b>
Antal andelar (A-korrigerat)				821 161,42	
Värde per A-andel				<b>45,2872</b>	

## FONDENS UTVECKLING

En svag junimånad med sin Greklandsoro avslutade ett annars också svagt kvartal på aktiemarknaden. Vårt jämförelseindex sjönk med -4,6%. Phoebus gick lite sämre än index och sjönk med -5,1%. Också från årets början har fonden gått lite sämre än index och har avkastat +9,0% jämfört med +11,7% för marknaden.

Sedan start har Phoebus avkastat 352,9% medan vårt jämförelseindex har avkastat 240,6%.

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 vår senaste rapport berättade jag att jag hade gjort exceptionellt många aktieaffärer. Nu lugnade sig min aktivitet klart, som sig bör. Under andra kvartalet köpte jag ytterligare aktier i fyra av våra bolag för 589 000 euro. I köpens storleksordning var bolagen Fortum, Systemair, Tikkurila och Lassila & Tikanoja.

Vi fick under kvartalet 529te i dividender och ägarna löste nettomässigt in 463te av sitt ägande i fonden. Däremot var vår kassa i slutet av juni 6,5% av fondens värde. Nivån är ännu lite väl hög, eftersom jag har valt att återinvestera våra utdelningar ganska långsamt.

## SKATTEBELASTNINGEN MINSKAR

I dessa dagar är det politiska läget sådant att jag nästan inte själv trodde på rubriken ovan fast jag just hade skrivit den. Men det stämmer – källskatterna på utdelningar som Phoebus får från sina utländska bolag kommer i framtiden att vara märkbart mindre än hittills, vilket bidrar till att lite förbättra fondens förväntade avkastning framöver.

Hittills har vi betalt källskatter på alla våra utländska utdelningar. USA tar 15%, Sverige har tagit 15%, Frankrike har tagit hela 30%, Tyskland har indrivit 26,375% men betalt tillbaka den andel som överstiger 15% efter ansökan, osv. Phoebus har inte kunnat tillgodogöra sig de utländska källskatterna i sin finska beskattning då fonder inte beskattas i Finland. Därmed har källskatterna slutligt belastat andelsägarnas avkastning.

Läget förändrades för några år sedan då EU beslöt att man inte kan kräva mer källskatt av en fond registrerad i ett EES-land än vad liknande inhemska fonder betalar. Det har dock tagit länge för de olika länderna att implementera de nya reglerna i sin lagstiftning.

Jag berättade i Phoebus blogg (som publiceras på finska på våra internetsidor) veckan 51/2014 att vi av skatteverket i Sverige hade fått tillbaka 1,35 miljoner kronor i lagstridigt indrivna källskatter för åren 2004-2013. Detta krävde att vi drog beskattaren till rätten (i två instanser). Då fick vi ännu inga räntor, men dem fick vi förra veckan (och igen måste vi gå via rätten).

Frankrike levde inte heller ännu då efter de nya reglerna. I fjol förändrades dock äntligen lagstiftningen i Frankrike och den här våren fick vi – efter ett hiskeligt papperskrig – våra utdelningar från Air Liquide utan källskatter. I teorin är det möjligt att vi kan få tillbaka franska källskatter också från tidigare år, men jag skulle inte räkna med det.

Framöver kan vi alltså ändå med ganska stor sannolikhet antaga att vi kommer att få utdelningarna från våra svenska och franska bolag utan källskatter.

Summorna är inte helt obetydliga. Från Sverige får vi i år ungefär 203 200 euro i dividender och vi sparar alltså 30 500 euro (15%) i källskatter. Från Frankrike får vi ungefär 71 400 euro i dividender och sparar 21 400 euro (30%) i källskatter. Totalt motsvarar inbesparingarna (51 900 euro) 0,14% av Phoebus förmögenhet. För placeraren är alltså effekten densamma som om vi hade sänkt förvaltningsarvodet med 18% (men för fondbolaget är detta mycket bättre!).

I Tyskland betalar vi fortfarande 15% i källskatter, vilket torde vara tvärtemot EU:s lagstiftning. Vår enda tyska placering HHLA är dock liten så saken har ingen större ekonomisk betydelse. I USA betalar vi också 15% och det är helt enligt alla regler.

Ärendet kan kanske verka ganska betydelselöst, men det är det faktiskt inte. Varje sparad euro är med säkerhet en förtjänad euro. De drygt 50te som vi sparar på årsbasis kommer att ackumuleras och börja tjäna ränta på ränta. Precis som en liten inbesparing i förvaltnings-arvodet har stor betydelse för en långsiktig placerare har en liten inbesparing i källskatter, handelsprovisioner, valutaspreddar – ja, faktiskt vad som helst – en stor inverkan på sikt.

Kostnader har betydelse.

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



Jag presenterade senast vårt elbolag Fortum i rapporten 1/2012. Sedan dess har det skett tre stora saker i bolaget, som alla ännu är lite på hälft. Men var och en av dem kan potentiellt förändra Fortum till ett mycket mer intressant placeringsobjekt.

Förändringarna är: 1) Placeringen av de medel som Fortum fick från försäljningen av sin distributionsverksamhet; 2) det vattenkraftsavtal som Fortum förhandlar om i Ryssland; och 3) utnämningen av Pekka Lundmark från Konecranes till ny VD för Fortum.

Jag berättade senast att Fortum hade lite väl mycket skuld för min smak. Läget har nu förändrats totalt. Försäljningen av eldistributionen i Sverige, Finland och Norge inbringade 9,3 miljarder euro och dessutom har man sålt några mindre verksamheter. Den dåvarande nettoskulden på 7,0 miljarder har förbytt till en nettokassa på cirka 1,7 miljarder.

Aktiemarknadens absolut viktigaste fråga lyder för tillfället: vad tänker Fortum göra med pengarna? På basen av kursutvecklingen verkar marknaden tycka att den starka balansräkningen snarare är ett hot än en möjlighet. Jag har faktiskt smått lite åt att kreditutvärderarna har sänkt Fortums rating med motiveringen att den mest stabila affärsverksamheten nu är såld. Är då inte nettokassan stabil? Det enda sättet att komma till deras konklusion är såvitt jag begriper att antaga att Fortums ledning kommer att slösa bort pengarna på någon värdelös investering. Ett ganska speciellt antagande?

Ett potentiellt investeringsobjekt känner vi redan till, och det skulle vara mycket bra. Fortum har preliminärt kommit överens om en omstrukturering av sitt intressebolag TGC-1 i Ryssland, vilket skulle ge Fortum ett 75% majoritetsägande i TGC-1:s vattenkraft. Detta skulle öka Fortums vattenkraft med nästan hälften och ge ett antal vettiga operativa investeringsobjekt för kommande decennier. Men affären har inte förverkligats ännu.

Jag har ganska noggrannt följt med Pekka Lundmarks göranden på Konecranes under de senaste 10 åren, då vi även äger aktier i Konecranes. Jag tycker han har lyckats utmärkt. Även om jag normalt inte gillar att bolag rekryterar sina chefer externt så gillar jag att Pekka kommer till Fortum. Jag kan inte tro att han skulle göra några stendumma företagsköp eller försöka erövra världen (det hade nog inte Tapio Kuula heller gjort). Därför fattar jag inte riktigt aktiemarknadens och kreditutvärderarnas inställning till Fortum.

Sedan senaste rapport har Fortum avkastat 14% inklusive utdelningar. Samtidigt har Phoebus avkastat 41% och vårt jämförelseindex 63%. Hittills har placeringen alltså varit dålig. Men jag har faktiskt blivit allt mer optimistisk gällande bolaget.

Efter försäljningen av distributionsverksamheten är Fortums bruttovärde (alltså aktiernas marknadsvärde plus nettoskulden) nu bara 12,5 miljarder, då det senast var 23,0

miljarder. Bara vattenkraften är faktiskt värd mer. För ett år sedan sålde norska Statkraft sina finska vattenkraftverk i Kymmene älv och Kumo älv för 293 miljoner euro, vilket motsvarade 800 euro per producerad megawattimme. För två år sedan sålde danska Dong sin andel av vattenkraftverken i svenska Indalsälven för 605 miljoner euro, vilket motsvarade 700e/MWh. Med dessa multiplar är Fortums nordiska vattenkraft värd 15-17 miljarder euro.

Det finns alltså en rejäl potential. Pekka Lundmarks uppgift blir att gräva fram den.



Jag skrev senast om vårt svenska verkstadsbolag Sandvik i rapporten 4/2011, då Sandvik just hade erbjudit sig att köpa Seco Tools, som vi då ägde, med sina egna aktier. Jag tyckte affären var bra, men ville lite minska våra risker. Jag sålde därför en knapp tredjedel av vårt innehav i Sandvik/Seco Tools efter rapporten.

Beslutet att sälja berodde främst på att Sandviks vikt i vår portfölj hade stigit till nästan sex procent, vilket jag tyckte var för mycket. Jag var inte heller särskilt förtjust i Sandviks nye VD Olof Faxander eller hans nya organisation. Jag borde ha lyssnat bättre på mig själv och sålt lite mer än jag gjorde.

Sedan 2011 har Sandviks omsättning sjunkit med 6% och det operativa resultatet per aktie har sjunkit med 29%. Huvudorsaken till detta är gruvbranschens lågkonjunktur och inte Faxander. Samtidigt har Sandvik dock gjort olika "engångsartade" nedskrivningar på sammanlagt 9 miljarder kronor, vilket är mycket jämfört med de 50 miljarder kronor som Sandvik operativt har tjänat under samma period. Jag tycker det utvisar att bolaget förutom konjunkturproblem också verkar ha en hel del interna svårigheter.

Sandvik är ett starkt bolag som nog tål lite sämre ledarskap under en tid. Aktien har sedan senaste rapport inklusive utdelningar avkastat 26% i kronor (22% i euro). Samtidigt har Phoebus avkastat 63% och vårt jämförelseindex 85%. Sandvik har alltså varit en bidragande orsak till att Phoebus under perioden har gått sämre än index.

Men jag sparade den bästa nyheten till sist! Handelsbanken-sfärens jaktskandal, som jag berättade om i senaste rapport, ledde till att Industrivärdens VD Anders Nyrén fick sparken. Han avstod då även från ordförandeposten i Sandvik och i hans ställe valdes Johan Molin, som har varit VD för låstillverkaren Assa Abloy i 10 år.

Jag tycker förändringen är mycket bra, även om jag inte personligen känner Molin. Han har mycket framgångsrikt utvecklat Assa Abloy och stadat upp efter de företagsköp som hans företrädare gjorde. Han har en bakgrund i ett av Sveriges bästa bolag Atlas Copco, vars bästa del (kompressorenheten) han ledde. Faxanders bakgrund är däremot i ganska usla bulkvarubolag (SSAB och Outokumpu).

Trots att Sandvik hittills har varit en besvikelse vill jag se vilken inverkan Molins inträde som ordförande kommer att ha, innan jag börjar överväga att avstå från våra aktier. Potential finns det nog gott om i Sandvik.