

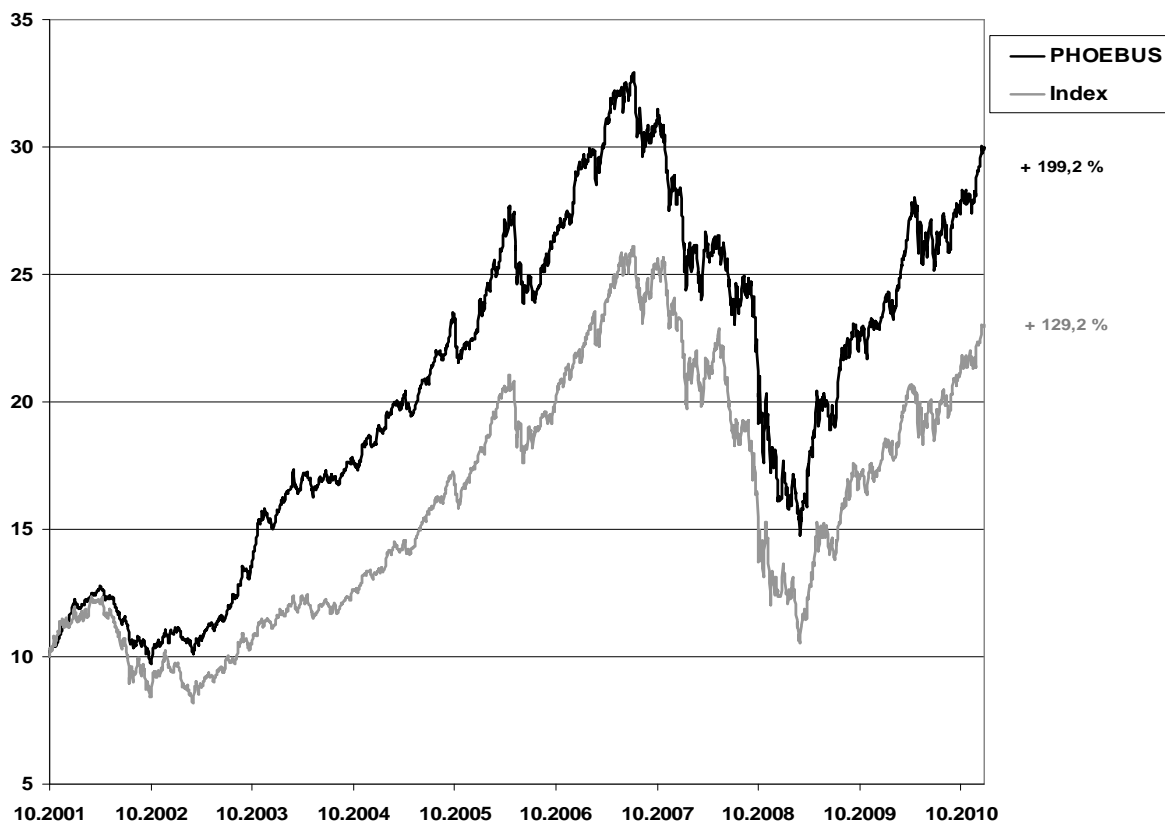
# Seligson & Co Phoebus

## Kvartalsrapport 4 / 2010

 andelens  
värde

### Phoebus och jämförelseindex

10.10.2001 - 31.12.2010



Avkastning och risk	Fonden		Jämförelseindex	
	Avkastning	Volatilitet	Avkastning	Volatilitet
<b>31.12.2010</b>			75% OMX Helsinki Cap GI, 25% MSCI AC World NDR	
3 mån.	8,58 %	9,22 %	8,73 %	11,68 %
Från årets början	27,75 %	14,15 %	27,53 %	15,33 %
1 år	27,75 %	14,15 %	27,53 %	15,33 %
3 år	5,72 %	21,22 %	-1,59 %	22,54 %
5 år	31,45 %	18,31 %	30,07 %	19,44 %
10 år	199,20 %	15,13 %	129,21 %	17,02 %
Från startdatum	199,20 %	15,13 %	129,21 %	17,02 %
Från startdatum per annum	12,61 %		9,40 %	

Kostnader, nyckeltal	1.1.2010- 31.12.2010
Avgifter sammanlagt (TER) %	1,30 %
Avkastningsbunden provision	0,55 %
Transaktionskostnader %	0,04 %
Totalkostnadsandel (TKA) %	1,34 %
Portföljens omsättningshastighet	-9,88 %
Tracking error	8,25 %
Förmedlingsarvoden betalda till företag inom samma koncern	0,00 %
Storlek	18 535 788 €
Närkretsens ägarandel (31.12.2010)	14,97 %

*”Om jag vore tvungen att placera alla mina pengar i ett enda bolag och hålla aktierna i 20 år så skulle mitt val vara enkelt: Jag skulle köpa aktier i vårt franska industrigasbolag Air Liquid.”*

**VÄRDEPAPPERSPLACERINGAR 31.12.2010**

	<b>Antal aktier</b>	<b>Aktiekurs valuta</b>	<b>euro</b>	<b>Marknads- värde EUR</b>	<b>Andel av fonden</b>
Vacon	40000		39,00	1 560 000	8,4%
Nokian Tyres	42000		27,45	1 152 900	6,2%
Lassila & Tikanoja	65000		14,73	957 450	5,2%
Tieto	55000		14,16	778 800	4,2%
Exel Composites	110000		7,07	777 700	4,2%
Stockmann B	27000		28,30	764 100	4,1%
Tulikivi	585690		1,16	679 400	3,7%
Konecranes	18000		30,89	556 020	3,0%
Ekokem A+B	12000		36,50	438 000	2,4%
Vaisala	20000		20,50	410 000	2,2%
<b>Inhemska aktier</b>				<b>8 074 370</b>	<b>43,6%</b>
Air Liquide	12844	95,05	95,05	1 220 822	6,6%
Seco Tools	90000	120,00	13,37	1 202 860	6,5%
Handelsbanken A	50000	214,90	23,93	1 196 734	6,5%
Hennes & Mauritz	44000	224,00	24,95	1 097 721	5,9%
Fastenal	23000	60,11	44,92	1 033 127	5,6%
Harley-Davidson	31000	34,61	25,86	801 756	4,3%
Costco	14000	72,85	54,44	762 143	4,1%
HHLA	19000	34,61	34,61	657 590	3,5%
Progressive	43000	19,87	14,85	638 477	3,4%
Automatic Data Processing	18000	46,43	34,70	624 525	3,4%
State Street	10000	46,27	34,58	345 763	1,9%
<b>Utländska aktier</b>				<b>9 581 519</b>	<b>51,7%</b>
<b>SUMMA aktier</b>				<b>17 655 890</b>	<b>95,3%</b>
<b>Nettokassa</b>				<b>879 898</b>	<b>4,7%</b>
<b>FONDENS VÄRDE</b>				<b>18 535 788</b>	<b>100,0%</b>
Antal andelar (A-korrigerat)				619 518,98	
<b>Värde per A-andel</b>				<b>29,9196</b>	

## FONDENS UTVECKLING

Det exceptionellt goda året på aktiemarknaden avslutades med en exceptionell uppgång. Vårt jämförelseindex steg under sista kvartalet med hela 8,7%. Förvånansvärt nog höll Phoebus nästan samma takt och steg med 8,6%. Normalt brukar fonden ju inte hållas med då marknaden stiger snabbt, då fondens risk är något lägre än marknaden.

År 2010 steg Phoebus med 27,7% och utvecklades därmed något bättre än jämförelseindexet, som steg med 27,5%. Sedan start har fonden stigit med 199,2% och index med 129,2%.

Jag försöker givetvis uppnå en avkastning som på lång sikt är bättre än marknaden, men det finns ingen garanti för att jag lyckas. Tvärtom är oddsen emot oss, närmast beroende på fondens förvaltningsavgift.

## KÖP OCH FÖRSÄLJNINGAR

Under det sista kvartalet gjorde jag igen en affär(!): Jag köpte ytterligare 2000 aktier i Ekokem. Ekokems andel av vår portfölj är nu 2,4% och jag har inga planer att ytterligare öka vårt innehav (om inte fondens kapital ökar). Ekokem är ju ett onoterat bolag, så av likviditetsskäl kan det inte utgöra en särskilt stor del av vår portfölj.

Under hela året gjorde jag alltså bara två förändringar i portföljen. I början av året ökade jag vårt innehav i Konecranes (som var årets bästa placering för oss) och som nytt bolag köpte jag Ekokem. Jag är nog inte någon drömkund för aktiemäklarna.

## FONDENS AVGIFTER

Vi avskaffade Phoebus teckningsarvode från början av 2011. Teckningsarvodena har sedan fondens start stått för cirka 10% av de intäkter fondbolaget fått av fonden, så handräckningen till våra kunder var av samma storleksordning som då vi sänkte förvaltningsarvodena för våra indexfonder med 10% för tre år sedan.

Men är då Phoebus efter detta vettigt prissatt? Dess TER-kostnad (Total Expense Ratio) var ju i fjol 1,30%, eller nästan tre gånger vår Finland-indexfonds och över åtta gånger vår börsnoterade Finland-indexandelsfonds kostnad?

Phoebus provisioner varierar över tiden, då fonden utöver sitt fasta förvaltningsarvode på 0,75% även har ett avkastningsbaserat arvode som utfaller endast ifall fonden avkastar bättre än index över en treårsperiod. I fjol var det avkastningsrelaterade arvodet 0,55%, då Phoebus årsavkastning under 2007-2010 var +2,03% jämfört med -0,54% för indexet. Provisionen var en femtedel av differensen mellan dessa, eller 0,51% av fondens startvärde (och alltså 0,55% av dess genomsnittliga värde under 2010).

Under de sju år som Phoebus har haft denna prisstruktur har det avkastningsrelaterade arvodet i medeltal varit 0,31% per år. Fondens arvoden har därmed totalt varit 1,06% per år och dess TER-kostnad har varit 1,08% (skillnaden är närmast bankkostnader).

Fondutvärderaren Morningstar publicerade i november på sina finska webbsidor en artikelserie om avkastningsrelaterade arvoden, skriven av journalisten Matias Matias Möttölä<sup>1</sup>. Han redovisar där förtjänstfullt de vanligaste problemen med avkastningsrelaterade arvoden: Placeraren bör inte betala för att marknaden råkar stiga, så jämförelsebasen bör vara ett marknadsindex (med dividender), inte en

<sup>1</sup> <http://www.morningstar.fi/fi/news/article.aspx?articleid=93284&categoryid=190>

riskfri ränta. Och om fonden har ett arvode som är relaterat till avkastningen så bör dess fasta arvode vara i motsvarande grad lägre, så att de totala arvoden inte blir orimligt höga. Annars är det ju inte fråga om att fondbolaget delar risken med sina kunder, utan endast om ett tilläggspris – som vår svenska samarbetspartner Spiltans Niklas Larsson nyligen konstaterade i en utomordentlig artikel<sup>2</sup>.

Möttölä lyfter fram den norska fonden Skagen Kon-Tiki som ett exempel på en rättvis arvodesstruktur. Dess fasta avgift är 2% per år, som stiger eller sjunker med en tiondedel av över- eller underavkastningen i förhållande till index, inom intervallet 1-4%. Dålig avkastning kan alltså sänka kostnaden, vilket känns rättvist. Phoebus avkastningsrelaterade arvode är maximalt 3% så de totala arvoden kan ligga inom intervallet 0,75% - 3,75%. Alltså nästan samma intervall som Skagen, så även utfallet blir väl ungefär detsamma?

Men nej. Jag räknade på skoj hur Phoebus skulle ha utvecklats under de senaste fem åren, ifall fonden hade haft Skagens prissättning. I verkligheten har Phoebus före avkastningsrelaterade arvoden avkastat 32,1% och jämförelseindexet 30,1%. Efter arvoden har Phoebus avkastat 31,4%. Hade Phoebus följt Skagens prissättning skulle dess avkastning ha varit endast 24,6%. Skillnaden beror på att Phoebus fasta arvode är 0,75% och Skagens är 2%. Ett lågt fast arvode är alltså mycket viktigare än att det avkastningsrelaterade arvodet är symmetriskt, åtminstone i de fall då den avkastningsrelaterade delen är rättvist konstruerad, och alltså relaterad till ett marknadsindex (med dividender), inte en riskfri ränta.

Hur ser då Phoebus kostnader ut jämfört med konkurrenternas? Enligt Sijoitustutkimus Fondrapport ([http://www.sijoitustutkimus.fi/fund\\_reports/2010/rr1012e.pdf](http://www.sijoitustutkimus.fi/fund_reports/2010/rr1012e.pdf)) hade 48st. i Finland eller Norden placerande fonder i november 2010 i medeltal en TER-kostnad på 1,70%, alltså lite över hälften högre än Phoebus historiska medeltal och mer än dubbelt vad Phoebus kostar om fonden inte klarar att slå index.

Förutom TER-kostnaderna betalar en fond då den köper och säljer aktier handelsprovisioner, som belastar dess avkastning. I fjol var Phoebus handelskostnader 0,04% av fondens värde och medeltalet för sju år är 0,05%. Sijoitustutkimus rapport berättar inte konkurrenternas kostnader, men ett stickprov för 26 fonder, alltså drygt hälften av konkurrenterna, visar att deras handelskostnader i medeltal för 2009 var 0,24%.

Jag är visserligen jävig, men enligt min åsikt betyder detta att Phoebus prisstruktur är både rimlig och rättvis för placerarna. Och det bör den förstås också vara – jag äger ju själv 13,1% av Phoebus och jag vill inte betala onödigt mycket (inte ens åt mina bolagspartners)!



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

<sup>2</sup> <http://www.privataaffarer.se/fonder/201012/rorliga-avgifter-handlar-inte-om-medkansla/index.xml>



Då jag för två och ett halvt år sedan i rapporten 2/2008 senast

presenterade vårt frekvensomriktarbolag Vacon skrev jag att "en betydande risk är den värderingsbubbla som har uppstått i aktier relaterade till förnyelsebar energiproduktion. ... Aktierna är löjligt högt värderade".

Liksom alla bubblor sprack även denna. Exempelvis har det danska vindkraftbolaget Vestas aktie sedan dess sjunkit med -72% och dess konkurrenter ännu mer: Gamesa -82% och Nordex -79%. Vacon har trots detta varit en mycket bra placering, som avkastat 60% inklusive dividender (Phoebus har avkastat 24% så Vacon har bidragit positivt till fonden).

Trots att jag hade rätt gällande "clean-tech-bubblan" skulle jag alltså ha gjort ett stort misstag om jag därför hade minskat vårt ägande i Vacon. Detta är ett bra exempel på hur mycket som kan gå fel, om man försöker gissa hur andra placerare kommer att reagera och på basen av det bedriva (över)aktiv aktiehandel istället för att bara äga sina bra bolag långsiktigt.

Även om de nya energibolagens aktier har kraschat har produkternas efterfrågan förblivit god. Vacons omsättning var under 12-månadersperioden som slutade i september 27me högre än år 2007, varav cirka 10me var organisk tillväxt. Förnyelsebar energi stod år 2010 för cirka 50me av Vacons omsättning, då siffran för tre år sedan var under 10me. Tillväxten har kommit både från vindkraft och från de solenergi produkter som Vacon lanserade förra varen.

Recessionen slog däremot ganska hårt mot Vacons traditionella verksamhet. Lönsamheten är därför ännu klart under "normala" nivåer. Orderingen piggade dock till redan i början av 2010 och nya order har sedan andra kvartalet varit på nya rekordnivåer. Under tredje kvartalet redan 110me, då rekordnivån före recessionen var 83me och tredje kvartalets ordergång 2009 var bara 57me.

Om man tittar i backspegeln verkar aktien mycket dyr. Under de senaste 12 månaderna har Vacon gjort 0,94e i resultat per aktie, så med dagens kurs (39e) är P/E-talet över 41x. Men den ökade orderingen har inte ännu syns i Vacons omsättning och resultat, så vi måste försöka se framåt. Under 2011 bör Vacon har förutsättningar att tjäna närmare 2 euro per aktie, och P/E 20x är inte orealistiskt dyrt. Speciellt inte då vi minns att Vacon är skuldfritt och växer snabbt (under de senaste 7 åren har den organiska tillväxten varit 15% per år).

Kan tillväxten då fortsätta? Varför inte. Då jag presenterade Vacon i vår rapport 4/2004 var bolaget nr 13 i världen med en marknadsandel på 2,4%. Idag är det nr 6 med en 5% andel. Vacon har ett stort antal nya produkter, nya försäljningskontor och framförallt nya kunder, så dess möjligheter att ta ytterligare marknadsandelar bör vara goda. Samtidigt gynnar höga energipriser och tuffare miljökrav hela branschen. På grund av recessionen flyttade Vacon sin målsättning att omsätta en halv miljard från 2012 till 2014, men jag skulle inte vara förvånad om bolaget nådde målet redan i den ursprungliga tidtabellen.

Men vi bör minnas att Vacon är en mer riskfylld placering än de flesta. Dels för att det är ett produktbolag som verkar i en snäv bransch som snabbt förändras. Dels för att den höga värderingen absolut förutsätter att tillväxten fortsätter. Därför tänker jag inte öka Vacons vikt i vår portfölj. Tvärtom borde man kanske fråga sig om en så här riskfylld aktie faktiskt skall vara Phoebus största placering?



Om jag vore tvungen att placera alla mina pengar i ett enda bolag och hålla aktierna i 20 år så skulle mitt val vara enkelt: Jag

skulle köpa aktier i vårt franska industrigasbolag Air Liquide.

Mitt val berättar minst lika mycket om min placeringsfilosofi som om bolaget. Air Liquide är inte det snabbast växande av våra bolag, inte det mest lönsamma och inte det billigaste. Men bolaget har två egenskaper som jag värderar högt: stabil lönsamhet över konjunkturcyklerna och en i ett globalt perspektiv helt unik aktieägarvänlighet.

Den stabila lönsamheten illustreras av att Air Liquides rörelseresultat har sjunkit bara två gånger under de senaste 20 åren: 1992 (-14%) och 2002 (-1%). Rörelsemarginalen har i medeltal varit 14,1%. Som sämst var den 12,1% år 1992 och som bäst 16,3% (2009). Fjölåret blev sannolikt ett nytt rekord.

Hur är det möjligt? Industrigas är en mycket kapitalintensiv bransch och produkterna kan inte transporteras mer än 250 km. Därför är branschen oligopolistisk. Till exempel i Finland har tyska Linde (AGA) cirka 70% av marknaden, Air Liquide cirka 20% och lilla Woikoski resterande 10%. Globalt kontrollerar fyra storbolag 2/3 av marknaden: Air Liquide (22%), Linde (19%) samt de amerikanska Praxair (13%) och Air Products (12%). Alla är mycket lönsamma.

I sin aktieägarvänlighet är Air Liquide ännu mer unikt. Bolaget prefererar långsiktiga ägare och betalar åt registrerade aktier 10% mer dividend och ger i fondemissioner 10% fler nya aktier för dessa, förutsatt att aktierna har varit registrerade på samma ägare i två hela kalenderår. Dessutom betalar bolaget en kontantersättning åt de ägare som deltar på bolagsstämman. Summan är nominell (10e), men visar att ägarna uppskattas.

Phoebus får redan nu lojalitetsbonus på 55% av sina aktier och jag registrerade i fjol ytterligare 15% på vilka vi alltså börjar få bonus från 2013. Totalt berättigar ungefär en fjärdedel av alla aktier i Air Liquide till bonus. Privata aktionärer äger hela 38% av bolaget, vilket säkert till en stor del är lojalitetsbonussystemets förtjänst. Även en stor del av bolagets övriga ägare är mer långsiktiga än normalt.

Ett så här bra bolag är sällan billigt. Med dagens kurs (95e) är bolagets P/E-tal på vinsten för de senaste 12 månaderna 20,4x, då medeltalet för de senaste 20 åren har varit 19,4x. Nettoskulden är något större än tidigare, så EV/EBIT-talet är nu 14,9x då det i medeltal har varit 13,5x. Då vi ännu noterar att rörelsemarginalen är historiskt hög kan man inte anse att Air Liquide är någon direkt billig aktie. Men värderingen är inte heller hutlöst dyr.

Tillväxtpotential finns även framöver. Utvecklingsmarknader står idag för en sjättedel av koncernens omsättning, men en tredjedel av tillväxten 2003-2009 (då bolaget växte med 15% per år på utvecklings- och 4% på övriga marknader), hälften av investeringsbesluten och 80% av investeringsplanerna. Minst lika viktigt är att nya gasapplikationer uppstår ständigt, mycket tack vare miljö- och effektivitetsskäl. Som exempel betjänar Air Liquide hälften av världens tillverkare av solkraftverk.

Nå, jag tänker förstås inte placera alla mina eller fondens pengar i ett enda bolag. Det är aldrig vettigt, oberoende av hur bra bolaget är. Men jag är inte orolig fast Air Liquide är vår näst största placering och 6,6% av vår portfölj. Dess vikt kunde till och med vara större.