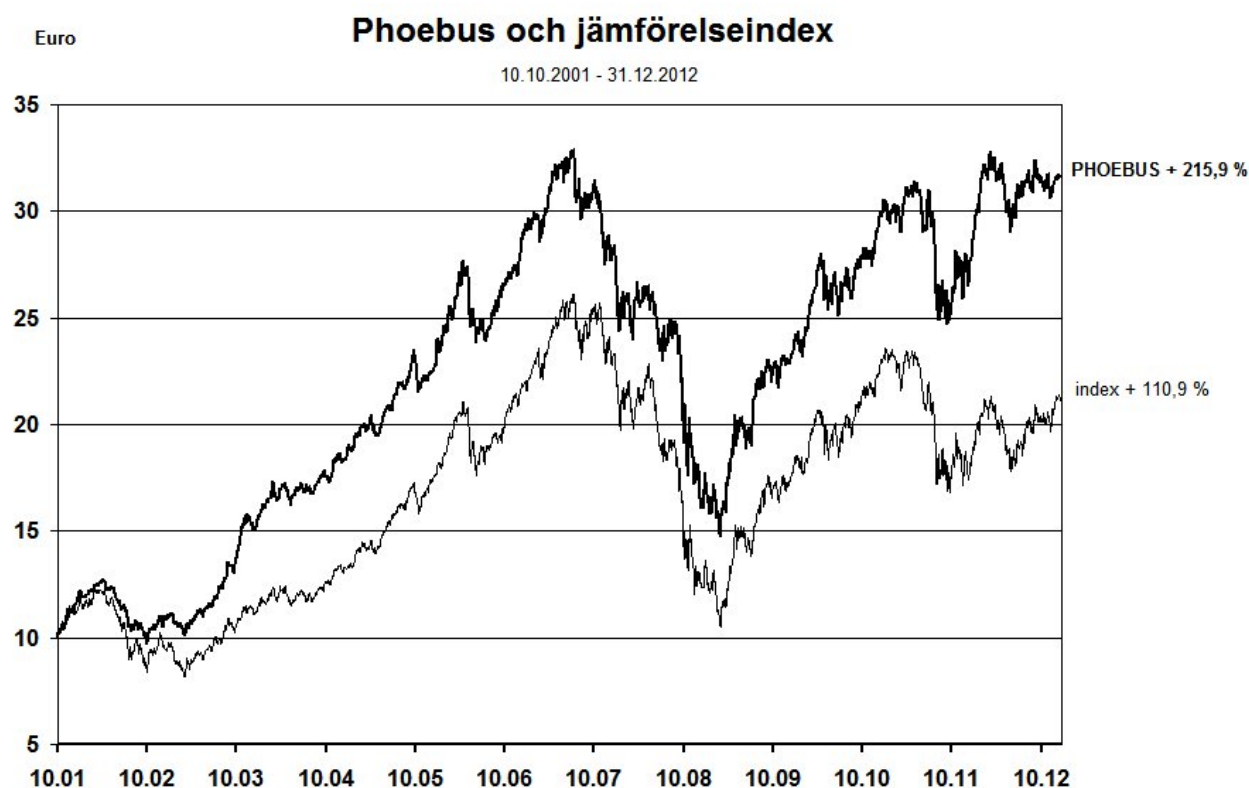


Seligson & Co Phoebus

Kvartalsrapport 4 / 2012



Avkastning och risk	Fonden		Jämförelseindex	
	Avkastning	Volatilitet	Avkastning	Volatilitet
31.12.2012			75% OMX Helsinki Cap GI, 25% MSCI AC World NDR	
3 mån.	0,36 %	7,29 %	4,59 %	10,99 %
1 år	13,59 %	10,95 %	14,85 %	16,06 %
3 år	34,89 %	14,84 %	17,32 %	17,83 %
5 år	11,63 %	19,03 %	-9,47 %	21,17 %
10 år	190,35 %	15,53 %	124,53 %	17,22 %
Från startdatum	215,93 %	15,14 %	110,86 %	17,38 %
Från startdatum per annum	10,78 %		6,87 %	

Kostnader, nyckeltal	1.1.2012 - 31.12.2012
Avgifter sammanlagt (TER) %	0,76 %
Avkastningsbunden provision	0,72 %
Transaktionskostnader %	0,03 %
Totalkostnadsandel (TKA) %	1,51 %
Portföljens omsättningshastighet	-0,06 %
Tracking error	10,17 %
Förmedlingsarvoden betalda till företag inom samma koncern	0,00 %
Storlek	23 240 661 €
Närkretsens ägarandel (30.12.2012)	12,32 %

"Vid årsskiftet var Phoebus kassa igen onödigt stor (6,8 %). Det här börjar bli ett återkommande ämne."

VÄRDEPAPPERSPLACERINGAR 31.12.2012

	Antal aktier	Aktiekurs valuta	euro	Marknads- värde EUR	Andel av fonden
Vacon	36000		40,20	1 447 200	6,2%
Fortum	100000		14,15	1 415 000	6,1%
Lassila & Tikanoja	115000		11,64	1 338 600	5,8%
Nokian Tyres	42000		30,10	1 264 200	5,4%
Konecranes	35000		25,55	894 250	3,8%
Tikkurila	59000		14,72	868 480	3,7%
Tieto	55000		14,89	818 950	3,5%
Oriola-KD B	350000		2,23	780 500	3,4%
Stockmann B	50000		13,60	680 000	2,9%
Exel Composites	115000		5,90	678 500	2,9%
Ekokem A+B	12000		41,75	501 000	2,2%
Tulikivi	585690		0,57	333 843	1,4%
Vaisala	20000		15,90	318 000	1,4%
Inhemska aktier				11 338 523	48,8%
Air Liquide	15470	95,29	95,29	1 474 136	6,3%
Handelsbanken B	53000	221,70	25,82	1 368 359	5,9%
Hennes & Mauritz	49000	224,50	26,14	1 281 064	5,5%
Harley-Davidson	31000	47,27	35,84	1 111 139	4,8%
Costco	14000	96,97	73,53	1 029 406	4,4%
Sandvik	85000	103,50	12,05	1 024 514	4,4%
Fastenal	26000	46,18	35,02	910 434	3,9%
Automatic Data Processing	18000	56,33	42,71	768 835	3,3%
Progressive	45000	20,85	15,81	711 442	3,1%
HHLA	20000	17,82	17,82	356 400	1,5%
Strayer Education	7000	55,32	41,95	293 631	1,3%
Utländska aktier				10 329 360	44,4%
SUMMA aktier				21 667 883	93,2%
Nettokassa				1 572 778	6,8%
FONDENS VÄRDE				23 240 661	100,0%
Antal andelar (A-korrigerat)				735 637,81	
Värde per A-andel				31,5925	

FONDENS UTVECKLING

Året 2012 blev ett bra år för aktiemarknaden, men ett dåligt år för Phoebus. Fondens värde steg visserligen med 13,6%, men avkastningen var sämre än för vårt jämförelseindex, som steg med 14,9%. Visst är det kul att bli rikare, men i fjol blev vi det endast tack vare att marknaden steg, medan portföljförvaltarens kontribution var negativ.

Det sista kvartalet var i detta avseende typiskt – vårt jämförelseindex steg med 4,6% men Phoebus steg bara med 0,4%. Huvudorsaken var densamma som jag nämnde redan efter tredje kvartalet: att vi inte ägde Nokia, vars kursuppgång på 43% ensam stod för över hälften av jämförelseindexets avkastning under kvartalet. Från årets början hjälpte Nokias kursfall dock Phoebus i förhållande till indexet.

Sedan start har Phoebus avkastat 215,9% och vårt jämförelseindex har avkastat 110,9%.

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

Vid årsskiftet var Phoebus kassa igen onödigt stor (6,8%). Det här börjar bli ett återkommande ämne. Framst berodde det på att fonden under slutet av året fick 760.000 euro i nya teckningar och på att USA:s nya skatteregler fick tre av våra amerikanska bolag att dela ut extrautdelningar (101.000 euro) före årsskiftet.

Jag köpte under kvartalet fler aktier i Fortum, Tikkurila, Stockmann, H&M, Strayer Education och Exel Composites för sammanlagt 457.000 euro. Och jag kommer att fortsätta att gradvis köpa aktier, för att minska fondens kassa.

FONDENS AVGIFTER

Den observante läsaren noterar att enligt tabellen "Kostnader, nyckeltal" på föregående sida var Phoebus avkastningsrelaterade arvode i fjol 0,72%, trots att jag just ovan nämnde att fonden gick sämre än sitt jämförelseindex. Vad är det här nu då – någon arvodesautomat som giriga bankirer har uppfunnit?

Svaret står att finna i hur Phoebus avkastningsbaserade arvode är uppbyggt, och svaret är enligt min åsikt klart positivt för andelsägarna. Phoebus avkastningsarvode beräknas på fondens överavkastning i medeltal över tre år, inte alltså på ett enskilt år. På så sätt elimineras en stor del av slumpmässiga överavkastningar. Ägaren betalar då mer sannolikt endast för den överavkastning som han genuint har fått, inte bara för att portföljförvaltaren har haft tur.

I praktiken innebär avgiftens konstruktion lite förenklat att den avgift som uppkommer tack vare att fonden har slagit index fördelas på tre år, och alltså betalas i sin helhet endast

ifall överavkastningen inte elimineras under de följande två åren.

År 2011 avkastade Phoebus hela 12,9 procentenheter bättre än sitt jämförelseindex. Ifall det avkastningsbaserade arvodet hade beräknats bara på ett enskilt år skulle det ha varit 2,6% av fondens värde. Istället blev det bara 0,73% under 2011, och resten försköts på framtiden, under förutsättning att överavkastningen inte elimineras.

Phoebus svaga utveckling i förhållande till marknaden under 2012 gav därmed andelsägarna en rejäl rabatt på arvoden. Om Phoebus i fjol hade gått som marknaden så skulle dess avkastningsrelaterade arvode ha blivit cirka 10% högre än vad som nu blev fallet.

Men kan då inte den här kutymen bli orättvis för sådana nya andelsägare som får betala arvoden för den överavkastning som uppstod innan de köpte sina andelar? Javisst, men Phoebus är avsedd för långsiktiga ägare, och på lite längre sikt kommer sådana här fasförskjutningar att upphäva varandra. Det är enligt min åsikt betydligt mer värdefullt på lång sikt att inte behöva betala för slumpen.

Phoebus har nu funnits i 11 år och fonden har under de senaste 9 åren haft ett avkastningsberoende arvode. Det avkastningsbaserade arvodet har i medeltal varit 0,40% per år, vilket tillsammans med fondens fasta arvode på 0,75% ger en totalkostnad på 1,15%. Under sina första år hade Phoebus endast en fast avgift, som var 1,25% per år. Införandet av en avkastningsbaserad avgift har alltså lite minskat på totalkostnaden.

Jämfört med konkurrerande fonder tycker jag att Phoebus avgifter är skäliga. Enligt Fondrapporten publicerad av Sijotustutkimus (11/2012) finns det förutom Phoebus 39 st. Finlandsfonder (Phoebus placerar dock inte bara i Finland). Av dessa var 31 st. aktivt förvaltade fonder med en fast förvaltningsavgift. I medeltal kostar dessa 1,64% per år. Om vi dessutom beaktar de tre indexfonder som placerar i Finland blir snittkostnaden 1,54%.

En lång historia om en liten detalj? Kanske det, men man skall inte underskatta kostnadernas betydelse heller i aktivt förvaltade fonder. Därför är det skäl att granska även Phoebus kostnader med jämna mellanrum.

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

KONECRANES®

När jag senast presenterade vår lyftkranstillverkare

Konecranes i rapporten 4/2009 skrev jag att jag inte tror att bolaget kommer tillbaka till de resultatnivåer som vi såg under världens investeringsboom 2007-2008. Jag trodde ändå att aktien kan bli en bra placering.

Hittills har det gått just så. Rörelseresultatet har under de senaste fyra åren i medeltal varit 6,2% av omsättningen, vilket motsvarar långsiktiga historiska medeltal men vilket är bara hälften av toppårens marginaler. Omsättningen, som sjönk -26% 2008-2010, har tack vare bättre efterfrågan och företagsköp stigit lite över den tidigare toppen. Således har rörelseresultatet, som de senaste 12 månaderna var 133 miljoner euro, blivit lite bättre än den nivå på 100me som jag senast (konservativt) väntade mig. Siffran är dock fortfarande bara hälften av toppresultatet från 2008.

Aktiemarknaden har ändå reagerat positivt, liksom jag trodde. Konecranes har på tre år inklusive dividender avkastat 49%, medan Phoebus har avkastat 35% och vårt jämförelseindex har avkastat 17%. Aktien har alltså varit en bra placering, som har bidragit positivt till fondens överavkastning under perioden.

Och framöver då? Jag är inte riktigt lika optimistisk som senast. Efter kursuppgången är Konecranes inte längre direkt någon "billig" aktie, så risken i vår placering har ökat klart. Under de senaste 12 månaderna var resultatet per aktie 1,48 euro, så med dagens kurs (25,55e) är P/E-talet 17,3x. Man bör dock notera att bolaget har 250me i nettoskuld, så det skuldfria P/E-talet är i själva verket 19,2x.

I praktiken betyder detta att resultatet bör stiga märkbart för att aktien skall kunna vara en bra placering. Den "korrekta värderingen" är svår att exakt bestämma, men jag tycker att en normal värdering för ett högkvalitativt verkstadsbolag som Konecranes är kanske 12-14x resultatet. Således borde det "normala" resultatet vara 40-60% högre än idag för att försvara aktiens värdering.

Kan den normala rörelsemarginalen vara så mycket högre än idag? Jag tror inte det. Under de senaste 12 månaderna har Konecranes resultat varit 6,1% av omsättningen, vilket motsvarar långa historiska medeltal. Visst kan bolaget något enstaka bra år säkert göra 8-10% marginal, men jag ser inte hur den "normala" rörelsemarginalen skulle vara så hög.

Kvar blir då alternativet att bolaget är 40-60% större än idag. Hur länge tar det? Under de senaste 18 åren har Konecranes vuxit med drygt 10% per år. Med samma takt skulle bolaget "växa in i sin värdering" på 4-5 år. Men dagens svaga konjunkturer talar nog för att det kommer att räcka lite längre än så.

Tillväxten är ett av de viktigaste kännetecknen på ett bra bolag – tiden verkar till placerarens fördel, så länge bolaget växer sig värdefullare år för år. Då kan också en aktie som kanske är lite dyr vid förvärvstidpunkten till slut bli en bra placering. Konecranes höga värdering innebär dock att jag inte kommer att öka dess vikt i portföljen från dagens 3,9%.

PROGRESSIVE®

Då jag senast presenterade vår amerikanske

bilförsäkrare Progressive i rapporten 3/2009 hade bolaget några svåra år bakom sig. Det hade förlorat ett par miljarder dollar på sina placeringar i finanskrisen och såväl dess omsättning som dess marknadsandel hade sjunkit under de föregående tre åren. Jag trodde dock att det skulle löna sig att hålla aktierna.

Det gjorde det. Progressives premieintäkter har sedan dess ökat med 17%, vilket då bilförsäkringsmarknaden endast har vuxit med 3% betyder att bolagets marknadsandel har ökat från 7,5% till 8,2%. Också resultatutvecklingen har varit lovande, även om försäkringsresultatet för 2012 var svagare än normalt (4,6%) i relation till nettopremierna.

Det är dock normalt att resultaten svänger i skadeförsäkring, då konkurrensen tenderar att gå i vågor. Jag tycker att det relevanta är att Progressives försäkringsresultat under de senaste fyra åren i medeltal har varit 6,8% av premierna, vilket motsvarar bolagets mål (6%) och fortfarande klart överstiger branschens medeltal (-0,7%). Om jag har fattat rätt så har Progressive redan reagerat på det svagare 2012 genom att höja priserna, så den närmaste framtiden bör kunna se bättre ut än bolagets närhistoria.

Aktiemarknaden har också märkt att bolaget har förbättrats. Sedan jag senast presenterade Progressive har aktien i dollar stigit med 25%. Dessutom har bolaget delat ut 18% av sitt dåvarande börsvärde i dividender, så totalavkastningen i dollar har varit 42%. Då ännu dollarn har förstärkts, har Progressive i euro avkastat 58% samtidigt som Phoebus har avkastat 39% och vårt jämförelseindex har avkastat 23%.

Det är skäl att notera att Progressives "dividender" har varit betydligt större än aktieägaren ser på sitt bankkonto. På tio år har bolaget köpt tillbaka drygt 30% av sin aktiestock. Trots att aktien på tio år har stigit med 68% (i dollar) har bolagets marknadsvärde bara stigit med 17%. Premieintäkterna har samtidigt stigit med nästan 80% och försäkringsrörelsens "normala" marginal är oförändrad, så värderingen har i själva verket sjunkit rejält.

Så bör det också vara, för då räntorna är så låga som idag kan man inte förvänta sig att Progressives placeringar, som främst är räntebärande instrument, kommer att avkasta särskilt bra. Men jag tror att den lägre värderingen framförallt återspeglar att aktiemarknaden inte längre tror att Progressives marknadsandel skall öka särskilt snabbt. Det är en bra sak, för det minskar risken i vår placering – man blir oftare besviken om man förväntar sig för mycket.

Jag tycker Progressives ledning är mycket duktig, och jag tror att dagens förhållandevis låga värdering ger aktien goda förutsättningar att vara en bra placering även framöver. Progressives relativt låga vikt i vår portfölj (3,1%) förklaras av att jag inte heller tror att bolaget kommer att kunna växa särdeles snabbt. Bilförsäkringsmarknaden i USA växer nästan inte alls, så i praktiken måste all tilläggsvolym vinnas från konkurrenterna.