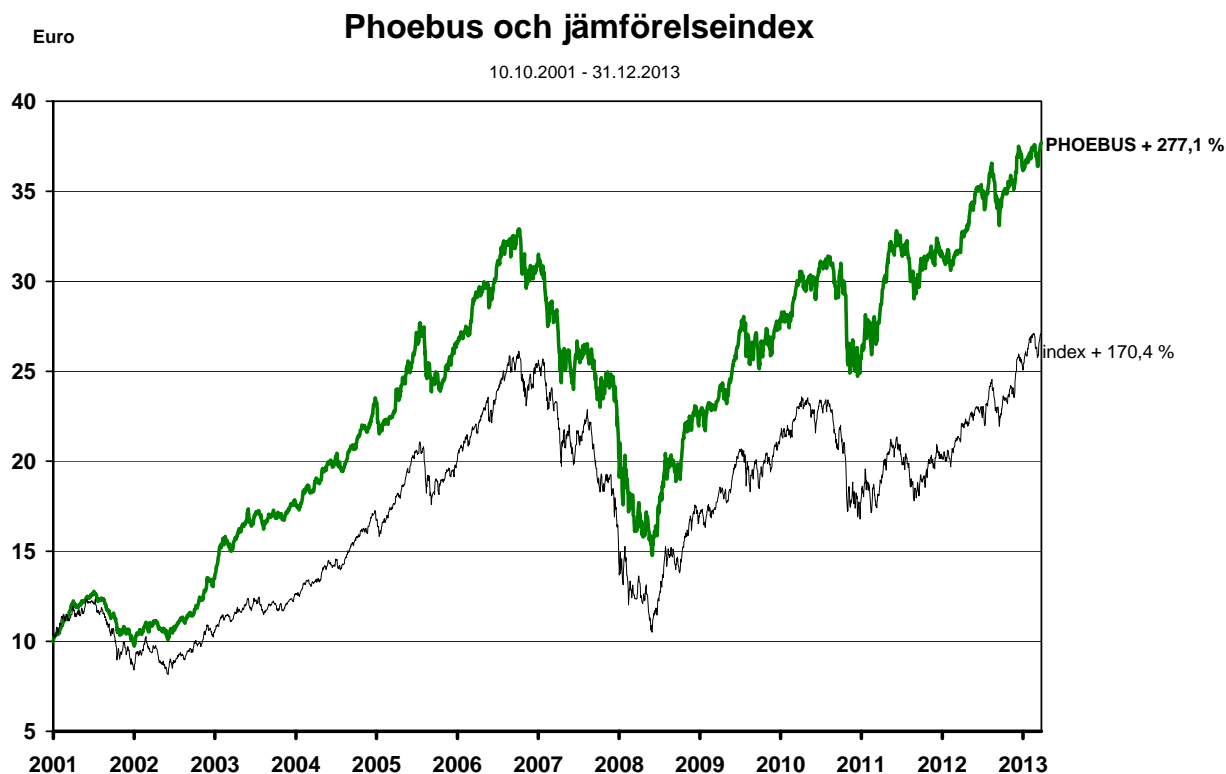


# Seligson & Co Phoebus

## Kvartalsrapport Q4 / 2013



Avkastning och risk	Fonden		Jämförelseindex	
	Avkastning	Volatilitet	Avkastning	Volatilitet
<b>31.12.2013</b>			75% OMX Helsinki Cap GI, 25% MSCI AC World NDR	
3 mån.	2,04 %	7,43 %	6,11 %	9,36 %
1 år	19,36 %	8,80 %	28,25 %	11,64 %
3 år	26,03 %	13,39 %	17,98 %	16,89 %
5 år	129,31 %	15,37 %	113,44 %	17,78 %
10 år	146,55 %	15,38 %	140,03 %	17,05 %
Från startdatum	277,08 %	14,72 %	170,42 %	16,99 %
Från startdatum per annum	11,46 %		8,47 %	

Kostnader, nyckeltal	1.1.2013 - 31.12.2013
Årliga avgifter	0,76 %
Avkastningsbunden provision	0,33 %
Transaktionskostnader %	0,02 %
Totalkostnadsandel (TKA) %	1,11 %
Portföljens omsättningshastighet	-13,82 %
Tracking error	7,42 %
Förmedlingsarvodet betalda till företag inom samma koncern	0,00 %
Storlek	31 641 159 €
Närkretsens ägarandel (31.12.2013)	10,59 %

*"Det gångna året var på många sätt positivt för Phoebus. Fonden avkastade hela 19,4% och stod vid årsskiftet i sitt högsta värde någonsin. Även antalet utestående andelar och därmed fondförmögenheten var, liksom antalet andelsägare, de högsta någonsin."*

**VÄRDEPAPPERSPLACERINGAR 31.12.2013**

	<b>Antal aktier</b>	<b>Aktiekurs valuta</b>	<b>euro</b>	<b>Marknads- värde EUR</b>	<b>Andel av fonden</b>
Fortum	175000		16,63	2 910 250	9,2%
Vacon	36000		58,50	2 106 000	6,7%
Lassila & Tikanoja	115000		15,23	1 751 450	5,5%
Nokian Tyres	48000		34,87	1 673 760	5,3%
Tikkurila	68000		19,90	1 353 200	4,3%
Oriola-KD B	410000		2,55	1 045 500	3,3%
Konecranes	39000		25,86	1 008 540	3,2%
Vaisala	42000		23,21	974 820	3,1%
Tieto	58781		16,44	966 360	3,1%
Exel Composites	149700		5,75	860 775	2,7%
Stockmann B	75000		11,04	828 000	2,6%
Ekokem A+B	12000		55,50	666 000	2,1%
Tulikivi	1797811		0,34	611 256	1,9%
<b>Inhemska aktier</b>				<b>16 755 910</b>	<b>53,0%</b>
Air Liquide	20000	102,60	102,60	2 052 000	6,5%
Handelsbanken B	55000	301,50	34,04	1 872 248	5,9%
Hennes & Mauritz	51000	296,20	33,44	1 705 566	5,4%
Harley-Davidson	31000	68,99	50,08	1 552 588	4,9%
Costco	14000	118,77	86,22	1 207 100	3,8%
Automatic Data Processing	18000	81,08	58,86	1 059 485	3,3%
Sandvik	92000	90,70	10,24	942 125	3,0%
Fastenal	27000	47,66	34,60	934 171	3,0%
Progressive	45000	27,17	19,72	887 586	2,8%
HHLA	35000	17,75	17,75	621 075	2,0%
Strayer Education	10000	35,07	25,46	254 592	0,8%
<b>Utländska aktier</b>				<b>13 088 535</b>	<b>41,4%</b>
<b>SUMMA aktier</b>				<b>29 844 445</b>	<b>94,3%</b>
<b>Nettokassa</b>				<b>1 796 713</b>	<b>5,7%</b>
<b>FONDENS VÄRDE</b>				<b>31 641 159</b>	<b>100,0%</b>
Antal andelar (A-korrigerat)				839 108,72	
Värde per A-andel				<b>37,7081</b>	

## FONDENS UTVECKLING

Det gångna året var på många sätt positivt för Phoebus. Fonden avkastade hela 19,4% och stod vid årsskiftet i sitt högsta värde någonsin. Även antalet utestående andelar och därmed fondförmögenheten var, liksom antalet andelsägare, de högsta någonsin.

Sin förra högsta notering från juni 2007 översteg Phoebus redan i slutet av januari 2013. Jag försökte blygsamt ta upp det på kontoret som en positiv sak, för det innebär ju att alla andelsägare är på plus. Min kollega Jani tog mig snabbt ner på jorden. Han konstaterade att vår penningmarknadsfond gör nya toppnoteringar nästan varje dag och frågade dessutom om Phoebus utveckling också i förhållande till marknaden är alla tiders bästa? Utmärkta synpunkter – det är en privilegie att få jobba ihop med fiffiga människor!

Då havsvattnet stiger simmar alla änder lite högre, men det gör dem inte till svanar. Relevant är hur fonden utvecklas i förhållande till sitt jämförelseindex. Med denna måttstock var året Phoebus tredje sämsta hittills. Vårt jämförelseindex steg med hela 28,2% (Finland 31,6% och världen 18,1%), så Phoebus blev 8,9 procentenheter efter indexet. Istället för att ivrigt flaxa med vingarna bör jag nog hålla näbben fast om mina prestationer förra året.

Men det är helt normalt att Phoebus blir efter index då marknaden stiger kraftigt, som jag ofta tidigare har berättat. Det beror på att de flesta av våra bolag är mindre riskfyllda än genomsnitt, då de har starka balansräkningar och god lönsamhet. En stor orsak till det dåliga året var också att vi inte äger Nokia, som är den tyngsta aktien i vårt jämförelseindex med en vikt på 7,5% och som steg mycket mer än marknaden.

Liksom hela året var även det fjärde kvartalet dåligt för fonden. Jämförelseindexet steg med 6,1% men Phoebus steg bara 2,0%. Från start har fonden dock gått klart bättre än sitt jämförelseindex: Phoebus har stigit med 277,1% och indexet med 170,4%.

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

Fonden fick under sista kvartalet drygt 850te i nya teckningar (netto). Jag köpte för knappt 1,2 miljoner fler aktier i nio av våra finska och två av våra utländska bolag. Mest köpte jag Tulikivi (i emissionen), Fortum och Air Liquide. Övriga köp i storleksordning var Nokian Tyres, Stockmann, Vaisala, Fastenal, Tieto, Exel Composites, Oriola-KD och Konecranes.

Vår kassa var i slutet av året 5,7% av fondens värde. Jag tänker minska den lite genom att fortsätta att gradvis köpa aktier.

## FONDENS ARVODEN

Den noggranne läsaren noterar bland fondens nyckeltal att Phoebus även 2013 betalade avkastningsbaserade arvoden, trots att fondens avkastning inte ens var i närheten av index. Många undrar säkert hur det är möjligt? Jag skrev om Phoebus arvoden för ett år sedan, men ämnet är mycket viktigt och fortfarande aktuellt så jag återkommer till det igen.

Phoebus avkastningsbaserade arvode är 20% av den årliga överavkastning som fonden uppnår i förhållande till sitt jämförelseindex över en treårsperiod. Till skillnad från de flesta andra fonder beräknas arvoden alltså inte bara på ett enskilt års avkastning. Sånär gör vi därför att ett arvode som beräknas på en längre peri-

od enligt min åsikt är mer rättvist för fondens andelsägare, såsom de senaste årens siffror tydligt utvisar:

Från slutet av 2010 till slutet av 2013 steg vårt jämförelseindex med totalt 18%. Före det avkastningsbaserade arvoden (men efter fasta arvoden) steg Phoebus med 28%, alltså 10% mer än index. Efter arvoden avkastade Phoebus 26%. En femtedel av överavkastningen, eller 2%, försvann alltså i avkastningsbaserade arvoden.

Om det avkastningsbaserade arvoden istället för på tre år hade beräknats på bara ett års överavkastning skulle Phoebus över dessa tre år ha avkastat 24,6% (då fonden nu alltså avkastade 26,0%). Skillnaden beror på att den längre beräkningsperioden kompenserade andelsägarna för att Phoebus efter ett fantastiskt 2011 förlorade mot index 2012 och 2013. Treårsperioden som används i beräkningen sparade över 40% i avgifter som andelsägarna hade betalat ifall beräkningsperioden skulle vara bara ett år.

Ju längre beräkningsperioden är, desto mindre blir slumpens roll i det avkastningsbaserade arvoden. Portföljförvaltaren har ibland tur och ibland otur, men som andelsägare vill vi belöna förvaltaren för skicklighet, inte för god tur. En lång beräkningsperiod är alltså till fördel för andelsägarna.

Nackdelen med en längre beräkningsperiod är att den inte alltid leder till korrekta resultat för de ägare som kommer eller går under beräkningsperioden. Det är skäl att vara medveten om detta, men fördelarna med en längre beräkningsperiod är så stora att de för lite mer långsiktiga andelsägare väl kompenserar denna nackdel. Och Phoebus är ju inte menad för spekulanter som kommer och går.

Den viktigaste frågan är givetvis om Phoebus totala arvoden är konkurrenskraftiga, då vi beaktar både de fasta och de prestationsbaserade arvoden? Phoebus har haft sin nuvarande arvodesstruktur i 10 år och dess totala arvoden har i medeltal varit 1,14% per år (0,75% fast arvode och 0,39% avkastningsbaserat arvode). Jämfört med till exempel de aktiva fonder som placerar i Finland, vars genomsnittliga förvaltningsarvode är 1,62%<sup>1</sup>, tycker jag Phoebus är vettigt prissatt. Det är dock bara min åsikt – men fonden är ju helt öppen så de som tycker annorlunda har friheten att när som helst rösta med sina pengar.

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

<sup>1</sup> Sijoitustutkimus Oy Fondrapport 11/2013



Vårt yngsta företag Vacon, som tillverkar frekvensomriktare, fyllde nyss

20 år. För att fira denna milstolpe arrangerade Vacon en kapitalmarknadsdag med temat 20/20, dels för att minnas sin historia och dels för att med sin perfekta vision berätta om sin strategi till 2020. Bolaget har glimten i ögat, men dess företagskultur präglas framförallt av en mycket planlig strävan efter kontinuerlig förbättring.

Då jag senast presenterade Vacon i rapporten 4/2010 berömde jag bolaget för dess framgångar inom förnyelsebar energi, jag spådde att tillväxten fortsätter och jag trodde att vinsten per aktie skulle stiga till närmare 2 euro redan 2011. Jag hade fel. På hösten 2011 sjönk orderingången för Vacons vind- och solkraftverkskunder rejält och Vacon började växa igen först på hösten 2012. Resultatet per aktie utan engångsposter för de senaste 12 månaderna är nu 1,97 euro så bolaget har nog uppnått mitt mål, men ett par år för sent.

Jag trodde senast också att Vacons dåtida målsättning att med 500me i omsättning nå en rörelsemarginal på 14% kunde uppnås redan före 2014, som var bolagets egen tidtabell. Även där hade jag fel. Vacons nya målsättning för strategiperioden 2014-2020 är att växa med 10% per år (omsättningen är nu 410me) och att uppnå en uthållig rörelsemarginal på 14% över en konjunkturcykel (marginalen är nu 11%), så det verkar som om de ursprungliga målen för 2014 inte riktigt kommer att uppnås.

Det betyder dock inte att bolaget skulle vara dåligt. Jag vågar igen prognosticera att Vacon kommer att fortsätta öka sin globala andel av marknaden för frekvensomriktare, och att marknaden kommer att växa lite snabbare än världsekonomin. Många nya produkter talar för Vacon, liksom det nyligen tagna beslutet att expandera till medelspänningsområdet (vilket ökar den potentiella marknaden med en fjärdedel). Även inom vind- och solkraft finns stor potential, om än Vacon har gjort det enligt min åsikt vettiga beslutet att inte bygga någon stor fast kostnads massa för att betjäna dessa mycket labila kunder.

Sedan jag senast presenterade Vacon har aktien inklusive utdelningar avkastat 58% samtidigt som Phoebus har stigit med 26% och vårt jämförelseindex med 18%. Vacon har alltså varit en utmärkt placering. Men är aktien redan för dyr? Beräknat på resultatet för de senaste 12 månaderna är P/E-talet 29,6x, vilket för ett litet industribolag kan kännas högt. Vacon är dock skuldfritt, dess tillväxtutsikter är goda och resultatet borde kunna växa snabbare än omsättningen, om bolagets målsättningar är realistiska, vilket jag tror att de är. Den höga värderingen är därför inte helt obefogad.

Jag berättade senast att jag på grund av den höga värderingen snarare kommer att minska än öka Vacons vikt i vår portfölj. Efter detta sålde jag 10% av våra aktier – ett felbeslut, med 20/20 efterklokhet. Men även om värderingsrisken inte har realiserats på tre år har den inte försvunnit (utan snarare ökat). Därför upprepar jag min ståndpunkt: Jag tänker inte öka Vacons vikt i vår portfölj, utan snarare kanske lite minska den.



Ett annat av våra bolag hade också ett jubileumsår:

Det franska industrigasbolaget Air Liquide har varit börsnoterat i 100 år. Aktiekursen har under den tiden 72.000-faldigats. Det är dock inte fråga om någon värderingsbubbla, utan även dividenden har 54.400-faldigats. Då vi beaktar utdelningarna har en euro placerad i Air Liquide på hundra år vuxit till nästan 1.400.000 euro (och alltså avkastat 15,2% per år).

Nå, siffrorna återspeglar säkert delvis den franska valutans svaghet i början av 1900-talet, och för Phoebus del behöver vi även annars använda lite kortare granskningsperioder. Jag presenterade senast Air Liquide i rapporten 4/2010. Sedan dess har Phoebus avkastat 26% och vårt jämförelseindex 18%. Air Liquide har avkastat 27% inklusive dividender och har alltså även på den här korta perioden väl förtjänat sin plats i vår portfölj.

Den goda avkastningen är en följd av verksamhetens goda utveckling, värderingen har inte stigit. Samtidigt som Air Liquides aktie har stigit med 19% har rörelseresultatet ökat 20% och resultatet per aktie har ökat med 26%, delvis tack vare en lägre skattesats.

Industrigasbranschen är överhuvudtaget sällsynt stabil. Sedan 1990 har Air Liquides vinst per aktie bara två gånger sjunkit, 1993 (-2%) och 2009 (-3%). Rörelsemarginalen har de senaste 24 åren i medeltal varit 14,6%. Även det sämsta året (1992) var den 12,1%. Dessutom har marginalen för såväl Air Liquide som hela branschen trendmässigt stigit i 20 år.

Stabiliteten förklaras av branschens oligopolistiska struktur. I världen finns bara fyra stora producenter, förutom Air Liquide tyska Linde och de amerikanska Praxair och Air Products. Man kan inte transportera gas mer än 250 km så konkurrensen är lokal. Produktionen sker ofta på kundens bakgård, varifrån gasen leds med rör till kundens produktionsanläggning. Verksamheten är mycket kapitalintensiv så nya konkurrenter uppstår inte.

Varför äger vi då just Air Liquide och inte branschens mest lönsamma bolag, amerikanska Praxair? Praxair har ju i över 20 år gjort hälften bättre rörelsemarginal än branschen, medan Air Liquide bara är lite lönsammare än branschgenomsnittet? Mitt val beror främst på att Air Liquide är ett helt exceptionellt aktieägarvänligt bolag. Detta syns klarast i den extrautdelning som långvariga ägare får, men det syns också i bolagets informationsgivning och i dess verksamhetskultur. Något dåligt val skulle Praxair inte heller vara.

Bra bolag är sällan billiga. Air Liquides P/E-tal beräknat på de senaste 12 månadernas resultat är 19,3x (då jag senast presenterade bolaget var det 20,4x). Bruttovärdet i relation till rörelseresultatet (EV/EBIT) är 15,0x (senast 14,9x). Siffrorna kan verka höga för ett kapitalintensivt industribolag, men då vi minns hur stabil branschen är och dessutom att gaskonsumtionen fortsätter att växa snabbare än industriproduktionen tycker jag att värderingen är skälig. En placerad euro kanske inte växer till en miljon över de nästa 100 åren, men en god och stabil avkastning torde vi kunna förvänta oss att få även framöver.