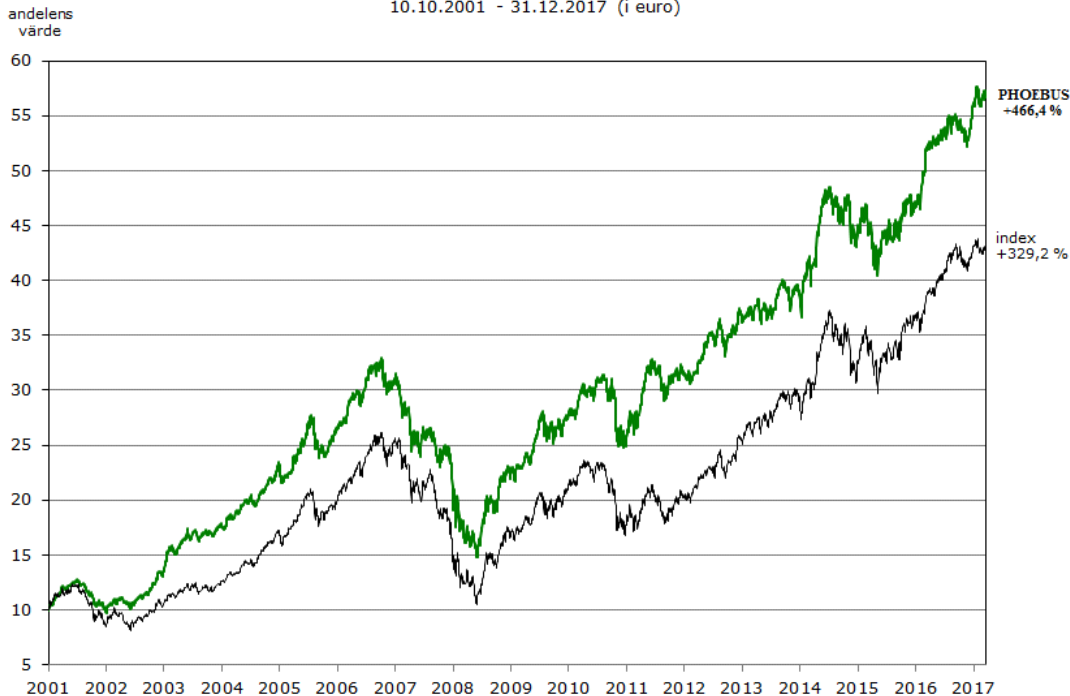


Seligson & Co Phoebus

Kvartalsrapport Q4 / 2017

PHOEBUS OCH JÄMFÖRELSEINDEX

10.10.2001 - 31.12.2017 (i euro)



AVKASTNING OCH RISK

FONDEN

JÄMFÖRELSEINDEX

 60% OMX Helsinki Cap GI,
40% MSCI AC World NDR

31.12.2017

	Avkastning	Volatilitet	Avkastning	Volatilitet
3 mån.	2,85 %	7,71 %	1,14 %	6,60 %
1 år	8,95 %	7,73 %	10,51 %	7,07 %
3 år	36,29 %	11,93 %	40,74 %	11,89 %
5 år	79,30 %	11,04 %	103,53 %	11,74 %
10 år	100,15 %	15,57 %	84,25 %	17,13 %
Från startdatum	466,45 %	14,00 %	329,15 %	15,86 %
Från startdatum per annum	11,27 %		9,39 %	

KOSTNADER, NYCKELTAL

1.1.2017 - 31.12.2017

Årliga avgifter	0,75 %
Avkastningsbunden provision	0,00 %
Transaktionskostnader	0,00 % ¹
Totalkostnadsandel (TKA)	0,75 %
Portföljens omsättningshastighet	-7,98 %
Tracking error	5,42 %
Förmedlingsarvodet betalda till företag inom samma koncern	0,00 %
Storlek	51 791 374 €
Närkretsens ägarandel (31.12.2017)	9,16 %

”På tjugo år har fondkunnandet ökat mycket.”

VÄRDEPAPPERSPLACERINGAR 29.12.2017

	Antal aktier	Aktiekurs valuta	euro	Marknads- värde EUR	Andel av fonden
Fortum	235000		16,47	3 870 450	7,5%
Lassila & Tikanoja	144368		18,27	2 637 603	5,1%
Tikkurila	125000		17,74	2 217 500	4,3%
Nokian Tyres	57000		37,75	2 151 750	4,2%
Konecranes	54000		38,60	2 084 400	4,0%
Vaisala	43838		44,96	1 970 956	3,8%
Tieto	64000		25,98	1 662 720	3,2%
Exel Composites	229992		6,59	1 515 647	2,9%
Oriola A & B	520000		2,82	1 466 200	2,8%
Inhemskta aktier				19 577 227	37,8%
Air Liquide	36409	105,60	105,60	3 844 790	7,4%
Sandvik	191000	144,10	14,65	2 798 855	5,4%
Handelsbanken A	229000	112,70	11,46	2 624 475	5,1%
Progressive	47000	56,51	47,14	2 215 524	4,3%
Fastenal	46000	55,14	46,00	2 115 816	4,1%
TFF Group	52000	40,34	40,34	2 097 680	4,1%
Automatic Data Processing	20600	117,31	97,86	2 015 838	3,9%
Costco	12900	186,62	155,67	2 008 173	3,9%
John Deere	13000	157,70	131,55	1 710 127	3,3%
Novozymes	30000	355,30	47,72	1 431 699	2,8%
Strayer Education	18000	90,05	75,12	1 352 102	2,6%
Harley-Davidson	31000	51,57	43,02	1 333 559	2,6%
HHLA	50000	23,71	23,71	1 185 250	2,3%
Tractor Supply	17000	75,08	62,63	1 064 698	2,1%
O'Reilly Automotive	5000	242,36	202,17	1 010 844	2,0%
Hennes & Mauritz	57800	170,50	17,34	1 002 156	1,9%
Utländska aktier				29 811 585	57,6%
SUMMA aktier				49 388 812	95,4%
Nettokassa				2 402 561	4,6%
FONDENS VÄRDE				51 791 374	100,0%
Antal andelar (A-korrigerat)				914 323,39	
Värde per A-andel				56,6445	

FONDENS UTVECKLING

Under det sista kvartalet steg vårt jämförelseindex med 1,1 % och Phoebus med 2,8 %. För hela året steg Phoebus med 9,0 % och indexet med hela 10,5 %. Sedan start har Phoebus avkastat 466,4 % samtidigt som jämförelseindexet har avkastat 329,2 %.

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 ökade vår position i Hamburger Hafen und Logistik AG med en fjärdedel då aktien sjönk och köpte lite till aktier i Exel Composites, Fastenal och H&M. Totalt var mina inköp 380 t€ Ägarna placerade netto 670 t€ nya pengar i Phoebus, så vår kassa ökade lite och var i slutet av året 4,6 % av fondens värde. Jag tycker fortfarande att det är ganska normalt.

ATT JÄMFÖRA KOSTNADER

Då Seligson & Co grundades för 20 år sedan fanns det ännu inga indexfonder i Finland och nästan ingen diskuterade fondernas kostnader. Fonder jämfördes främst på basen av ganska korta perioders avkastning och ofta inte ens i förhållande till marknadens avkastning.

På tjugo år har fondkunnandet ökat mycket. Idag förstår de flesta att kostnaderna är den största faktorn som skiljer fonder som placerar på samma marknad, samt att historisk avkastning (rensad för kostnader) inte säger just något om framtiden. Runt om världen har därför pengar flödat till billiga indexfonder från dyra aktiva fonder.

Bra så – men måttlighet i allt! Då man tidigare jämförde aktiva fonder som kostade 2 % per år med indexfonder som kostade cirka 0,5 % var skillnaden enorm. Idag jämför man ibland bråkdelar av en promille. Då glömmar man lätt att det också finns många andra kostnader i fonder än förvaltningsavgiften.

Förmedlingsavgifter	köp + försäljningar	förmedlings- arvoden/köp	förmedlings- arvoden
2016	/fondkapital	+ försäljningar	/fondkapital
Seligson & Co Phoebus	15 %	0,10 %	0,02 %
Seligson & Co Finland	31 %	0,08 %	0,03 %
Seligson & Co OMXH25	24 %	0,15 %	0,04 %
Övriga fonder (19 st)*			
- vägt medeltal	125 %	0,15 %	0,18 %
- högst	307 %	0,21 %	0,62 %
- lägst	43 %	0,03 %	0,02 %

* Sijoitustutkimus Oy:s Fondrapport klassen Finland Aktier.

8 fondbolags 12 fonder fattas, eftersom deras bokslut av någon orsak inte finns att tillgå på internet.

Förmedlingsarvoden är ett exempel på sådana. De var tidigare dolda kostnader och de syns ej än idag i de flesta fonders

marknadsföringsmaterial, men man kan hitta dem i fondernas officiella bokslut. Ganska få jämför dem dock. Men det lönar sig att göra, för skillnaden kan vara mycket stor, som tabellen härinvid utvisar.

Phoebus placerar förutom i Finland även utomlands, främst i USA och Sverige, så även valutaväxling är en viktig kostnadspost för oss. Till skillnad från aktiehandel debiteras inte provisionerna i valutahandeln explicit, utan de är gömda i bankens "spread". Vissa banker berättar i sina prislistor vilken spread de använder i aktiehandeln, typiskt 0,25 – 0,30 % för privatkunder. Alltså till och med mer än förmedlingsavgiften.

I sina förvaringsavtal säger bankerna däremot oftast att dividender och dylikt konverteras "till de kurser som används i valutahandeln". I skrivande stund noterar en ledande finländsk bank spot-terminkursen för dollarn till 1,1937-1,2178. Jämfört med medelkursen ingår det alltså en spreadkostnad på 1,0 % både i köp- och säljpriset. I de kontovalutakurser som banken använder för mindre affärer är spreadkostnaden hela 1,3 %.

Phoebus betalar tack och lov inte sådana priser. I våra utländska affärer gör vi valutaväxlingen själva och betalar för tillfället 0,014 % för dollarväxling och 0,018 % för växling av svenska kronor. Dividenderna styr vi direkt till Phoebus dollar- och kronkonton och undviker på så sätt onödig valutaväxling.

Mycket ståhej om små kostnadsskillnader? Kanske det, men de dolda kostnaderna har inte diskuterats just alls i media, trots att de utgör en stor del av många fonders totalkostnad. Det är visst självklart att det finns kostnader och det skall finnas sådana – om inte fondbolagen är lönsamma kan de ju inte betjäna sina kunder på lång sikt. Mitt budskap är bara att då man jämför olika fonders kostnader är det viktigt att beakta alla kostnader, även de som är dolda.

Sedan är kostnader förstas bara en av många aspekter då man väljer fonder. En tydlig placeringsstrategi, smidig kundservice, öppen rapportering och i en aktiv fond även förvaltarens person är minst lika viktiga. Men de är svåra att bedöma objektivt, så det överlåter jag till placeraren. Dolda kostnader kan jag däremot beräkna exakt, och jag vet att Phoebus inte har något att skämmas för beträffande dem. av fondbolagens back-office, som ser till att inte beskattaren, valutahandlarbanker eller någon annan utan orsak skor sig på andelsägarnas bekostnad.

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

¹ I tabellen på första sidan står att Phoebus förmedlingsavgifter för 2017 var 0,00 %. Men helt utan kostnader klarade vi oss nog inte, den exakta siffran var 0,004 % före avrundning.

VAISALA

Jag presenterade senast vårt miljömättningsbolag Vaisala i rapporten 2/2014 och konstaterade då att bolaget trots sin starka marknadsposition verkar ha svårt att uppnå speciellt god lönsamhet. Jag var ändå hoppfull att Vaisala kanske skulle kunna nå sitt långsiktiga mål, en rörelsemarginal på 15 %.

Ännu då trodde bolaget att målet skulle nås 2018, men tiden tar nog slut. Riktningen är dock den rätta. Under perioden 2013-2016 steg omsättningen med 17 % och rörelseresultatet med hela 57 %, visserligen från en låg startnivå. Resultatet för 2016 var det bästa sedan finanskrisen och den goda utvecklingen verkar ha fortsatt under 2017.

Speciellt bra har utvecklingen varit inom enheten Industrial Measurements, som säljer sensorer för industrins behov. Verksamheten representerar ungefär en tredjedel av Vaisalas omsättning och två tredjedelar av rörelseresultatet, med en god rörelsemarginal på 20 %. Vaisala är alltså inte längre endast ett vädermättningsbolag.

Affärsverksamhetens goda utveckling har inte förblivit någon hemlighet för aktiemarknaden. Sedan min senaste presentation har Vaisala inklusive dividender avkastat 99 % samtidigt som Phoebus har avkastat 43 % och vårt jämförelseindex har avkastat 47 %.

Efter kursuppgången verkar värderingen hög. Beräknat på resultatprognosen för 2017 är P/E-talet cirka 30x. Vaisala har dock en mycket stark balansräkning med 72 m€ i nettokassa i slutet av september, men även justerat för nettokassan är EV/EBIT (alltså bolagets bruttovärde i förhållande till rörelseresultatet) höga 20x.

Vi bör dock notera att dagens resultatnivå, speciellt inom den för omsättningen viktigaste vädermättningsverksamheten, inte ännu ens närpå motsvarar bolagets egna mål. Och dessutom att Vaisala årligen satsar ungefär lika mycket som sitt rörelseresultat på forskning och utveckling. Det borde alltså finnas potential både till att förbättra resultatet och till att växa snabbare framöver.

Jag sade senast att Vaisala är ett för finska förhållanden unikt starkt bolag, som är den odisputabla marknadsledaren i sin bransch i världen. Det stämmer fortfarande. Huruvida den starka marknadspositionen kan konverteras till bättre lönsamhet och snabbare tillväxt återstår ännu att se. Men jag tycker trenden nu verkar bättre än den hittills har gjort under Kjell Forséns tid som VD.

STRAYER EDUCATION

Mycket har hänt sedan jag senast presenterade vårt vuxenutbildningsbolag Strayer Education i rapporten 2/2014. Tuffare branschreglering har tvingat många dåliga skolor att stänga, samtidigt som den ekonomiska tillväxten har förbättrat efterfrågan, så Strayers relevans, omsättning och resultat har äntligen vänt uppåt. Aktien har på tre och ett halvt år i euro inklusive dividender avkastat 99 % (precis som Vaisala!), samtidigt som Phoebus har avkastat 43 % och vårt jämförelseindex 47 %. Mitt beslut att hålla aktierna, trots att våra tre första år som ägare var ganska jobbiga, var alltså korrekt.

I oktober beslöt Strayer att fusionera sig med Capella Education. Jag gillar normalt inte stora företagsköp, men det här verkar vettigt. Bolagen är i siffrornas sken som tvillingar – båda har en omsättning på 450 miljoner dollar, ett driftsbidrag på 90 miljoner och en nettokassa på 150 miljoner. Samgåendet sker som ett aktiebyte, efter vilket Strayers nuvarande ägare kommer att äga 52 % av det nya bolaget. Affärens villkor känns vettiga (förutom bankernas kostnader, Capella betalar 15 miljoner åt Morgan Stanley och Strayer 11 miljoner åt Weinberg Perella!).

Ännu viktigare är att Capella verkar passa bra ihop med Strayer. Då ordförande Robert Silberman presenterade affären sade han att Capella är ett av de få utbildningsbolag som fokuserar lika mycket på sina elevers framgång som Strayer, och jag tror inte det bara var tomma ord. En skillnad mellan bolagen är att Capella endast finns på internet, medan Strayer kompletterar sin internetutbildning med 72 fysiska skolor. I fortsättningen kan bolaget erbjuda även Capellas studerande möjligheten att ta en del kurser fysiskt, utan att kostnaderna behöver öka mycket. Eliminering av dubbla stödfunktioner sparar 50 m\$ per år, vilket höjer det gemensamma driftsbidraget med cirka 25 %.

Även utbildningsmässigt kompletterar bolagen varandra. Strayer är speciellt starkt på företagsspecifika samarbeten och MBA-utbildning (Jack Welch Management Institute), medan Capella har många doktorsprogram som Strayer saknar. Då bolagen fusioneras byter börsbolaget sitt namn till Strategic Education, men skolornas namn (Strayer och Capella) förblir oförändrade.

Fusioner har alltid risker och så även denna. Samgåendet kommer till en början att skapa mera kostnader än nytta, så siffrorna för 2018 blir nog ganska stökiga. Men från 2019 borde synergier börja synas om fusionen sker nästa sommar, vilket är meningen.

Efter kursuppgången är Strayer inte längre billigt. Om synergier förverkligas kommer de dock att lyfta det nya bolagets värde och de senaste årens goda operativa utveckling samt den vettiga fusionen har förstärkt min uppfattning att Strayers ledning är bäst i sin bransch. Jag tänker därför hålla våra aktier. Bolagets vikt i vår portfölj är endast 2,6 %, så vår risk är mycket begränsad.