

# Seligson & Co Phoebus

## Kvartalsrapport Q1 / 2014

### PHOEBUS OCH JÄMFÖRELSEINDEX



Avkastning och risk	Fonden		Jämförelseindex	
	Avkastning	Volatilitet	Avkastning	Volatilitet
<b>31.3.2014</b>			75% OMX Helsinki Cap GI, 25% MSCI AC World NDR	
3 mån.	-1,43 %	10,10 %	1,67 %	11,74 %
1 år	5,86 %	9,34 %	20,59 %	11,86 %
3 år	21,90 %	13,23 %	19,31 %	16,87 %
5 år	134,22 %	14,27 %	138,83 %	16,88 %
10 år	124,61 %	15,37 %	127,59 %	17,08 %
Från startdatum	271,68 %	14,65 %	174,94 %	16,90 %
Från startdatum per annum	11,09 %		8,44 %	

Kostnader, nyckeltal	1.4.2013 - 31.3.2014
Årliga avgifter	0,76 %
Avkastningsbunden provision	0,00 %
Transaktionskostnader %	0,01 %
Totalkostnadsandel (TKA) %	0,77 %
Portföljens omsättningshastighet	-13,88 %
Tracking error	7,42 %
Förmedlingsarvodet betalda till företag inom samma koncern	0,00 %
Storlek	31 186 298 €
Närkretsens ägarandel (31.3.2014)	10,57 %

"Vårt jämförelseindex avkastade under det första kvartalet 1,7 %, vilket ungefär motsvarar aktiemarknadens normala avkastning över längre perioder. Detta trots att kvartalet på basen av nyhetsflödet var allt annat än normalt. Nyheterna dominerades ju av den djupa krisen i finsk privatkonsumtion, den offentliga sektorns underskott och framförallt Rysslands spända relationer med omvärlden."

**VÄRDEPAPPERSPLACERINGAR 31.3.2014**

	<b>Antal aktier</b>	<b>Aktiekurs valuta</b>	<b>euro</b>	<b>Marknads- värde EUR</b>	<b>Andel av fonden</b>
Fortum	182000		16,39	2 982 980	9,6%
Vacon	72000		30,39	2 188 080	7,0%
Lassila & Tikanoja	115000		14,50	1 667 500	5,3%
Nokian Tyres	49000		29,38	1 439 620	4,6%
Oriola-KD B	460000		2,55	1 173 000	3,8%
Tikkurila	68000		17,04	1 158 720	3,7%
Tieto	60000		18,67	1 120 200	3,6%
Vaisala	42000		22,71	953 820	3,1%
Konecranes	41000		23,12	947 920	3,0%
Exel Composites	159000		5,79	920 610	3,0%
Stockmann B	76000		10,72	814 720	2,6%
Ekokem A+B	12000		58,00	696 000	2,2%
Tulikivi	1797811		0,30	539 343	1,7%
<b>Inhemska aktier</b>				<b>16 602 513</b>	<b>53,2%</b>
Air Liquide	20000	98,54	98,54	1 970 800	6,3%
Handelsbanken B	55000	316,40	35,37	1 945 314	6,2%
Hennes & Mauritz	51000	273,50	30,57	1 559 258	5,0%
Harley-Davidson	31000	66,17	47,95	1 486 428	4,8%
Costco	14000	111,64	80,90	1 132 580	3,6%
Automatic Data Processing	18000	76,95	55,76	1 003 696	3,2%
Fastenal	28000	48,98	35,49	993 797	3,2%
Sandvik	92000	91,15	10,19	937 422	3,0%
Progressive	47000	23,98	17,38	816 710	2,6%
HHLA	35000	17,66	17,66	617 925	2,0%
TFF Group	6000	61,35	61,35	368 100	1,2%
Strayer Education	10000	45,83	33,21	332 101	1,1%
<b>Utländska aktier</b>				<b>13 164 130</b>	<b>42,2%</b>
<b>SUMMA aktier</b>				<b>29 766 644</b>	<b>95,4%</b>
<b>Nettokassa</b>				<b>1 419 654</b>	<b>4,6%</b>
<b>FONDENS VÄRDE</b>				<b>31 186 298</b>	<b>100,0%</b>
Antal andelar (A-korrigerat)				839 057,04	
<b>Värde per A-andel</b>				<b>37,1683</b>	

## FONDENS UTVECKLING

Vårt jämförelseindex avkastade under det första kvartalet 1,7 %, vilket ungefär motsvarar aktiemarknadens normala avkastning över längre perioder. Detta trots att kvartalet på basen av nyhetsflödet var allt annat än normalt. Nyheterna dominerades ju av den djupa krisen i finsk privatkonsumtion, den offentliga sektorns underskott och framförallt Rysslands spända relationer med omvärlden.

Av detta lär vi oss att det inte lönar sig för en aktieplacering att försöka spekulera kortsiktigt på basen av nyhetsflödet. Aktiekurserna rör sig inte alltid som man då man läser nyheterna skulle tro. Delvis beror detta säkert på att de flesta nyheter faktiskt inte alls är så dramatiska som media vill låta påskina.

I förvaltningen av Phoebus förföll jag inte nu heller till aktiv handel, men fonden gick ändå sämre än index och sjönk med -1,4 %. Det berodde delvis på Ryssland (mer nedan), men var enligt min uppfattning till största delen slumpmässigt.

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 kvartalet netto nyteckningar för 37te och delade ut 39te så kapitalet var stabilt. Våra bolag delade ut 470te åt oss och jag köpte aktier för 860te, så kassan minskade till 4,6 % av fondens värde, vilket jag tycker är en ganska normal nivå.

Jag ökade vårt ägande i sju av våra finska och två av våra utländska bolag. I storleksordning var dessa Oriola-KD, Fortum, Exel Composites, Konecranes, Nokian Tyres, Fastenal, Progressive, Tieto och Stockmann. Dessutom köpte jag aktier i ett nytt bolag, franska TFF Group, som jag beskriver nedan.

## RYSSLAND

För ett halvt år sedan berättade jag i denna rapport att jag är något skeptisk till utvecklingsmarknader, eftersom deras lagstiftning och placerarskydd också är "under utveckling". Trots detta noterade jag att 16 % av våra bolags försäljning kommer från utvecklingsmarknader, varav drygt hälften från Ryssland.

Jag trodde inte då att det skulle bli en revolution i Ukraina, till följd av vilken Ryssland skulle besluta sig för att erövra sin viktiga flottbas med närområden vid Svarta Havet.

Krimkrisens globala verkningar tänker jag inte försöka gissa, men några ord om dess effekt på Phoebus placeringar är nog på sin plats. Krisen har försvagat rubeln och höjt räntorna i Ryssland. Det är helt klart att detta kommer att ha en negativ effekt på Rysslands ekonomi och därmed också på våra företags resultatutveckling.

Av våra bolag är de mest känsliga för Ryssland ungefär i rangordning: Nokian Tyres, Fortum, Hamburger Hafen, Stockmann och Oriola-KD. Bolagens vikt i vår portfölj var i slutet av mars 26 % och deras bidrag till Phoebus utveckling var under första kvartalet -1,4 %. De förklarade alltså helt och hållet varför fondens värde sjönk.

Många andelsägare har frågat om jag har sålt våra Rysslandsberoende bolag och om jag inte borde göra det? Jag har inte sålt dem och tänker inte göra det (åtminstone nu). Varför ej?

För det första tror jag inte att jag kan gissa krisens nästa skeden bättre än marknaden. Marknaden berättar för oss att Krimkrisens betydelse har överdrivits lite i nyheterna. Under mars månad har vi hört diverse gissningar och de dystraste profeterna har till och med siat att utländska ägda bolag kommer att bli socialiserade. Marknaden – alltså världens placerares kollektiva visdom – är av annan åsikt.

Rubeln har visserligen försvagats, men i skrivande stund (3.4.) bara 7 % från årets början, då den låg på samma nivå mot euron som fyra år tidigare. Däremellan var den visserligen starkare. Som det verkar idag torde alltså den kommande recessionen i Ryssland inte bli lika djup som i Asien 1997 eller i Mexico 1994, då devalveringarna uppgick till 50 – 80 %. Och inte heller de kriserna pågick särskilt länge. Marknaden berättar också att Krimkrisen redan har avtagit – under de senaste veckorna har rubeln förstärkts samtidigt som den ryska aktiemarknaden har stigit.

För det andra hör kortsiktig handel inte till min placeringsfilosofi. Den relevanta frågan är enligt min åsikt om Ryssland fortfarande på 10-20 års sikt är en lovande marknad för våra bolag eller ej? Då man tänker på den stora befolkningen, den än så länge låga inkomstnivån och de relativt stora råvarutillgångarna ser jag inte att grundförutsättningarna skulle ha förändrats. Därför har jag inte heller justerat portföljen.

Detta betyder givetvis inte att vägen framåt skulle vara rak och jämn. Gemensamt för alla utvecklingsmarknader, även Ryssland, är att de politiska och ekonomiska riskerna är betydligt högre än normalt. Innevarande år kommer att vara tufft för de av våra bolag som har verksamhet i Ryssland och vi skall nog förbereda oss på att många bolags resultat därför kan sjunka. Men det har redan återspeglats i aktiekurserna, så det är ingen bra orsak att sälja.

Vad händer då om jag har totalt fel – den viktigaste frågan för riskhantering – och Ryssland helt skulle försvinna från den ekonomiska världskartan? Inte ens det skulle vara någon katastrof för oss. Ryssland är viktigt för de av våra bolag som verkar där, men dock bara en marknad bland många andra. Med undantag av Nokian Tyres tjänar våra "ryska bolag" faktiskt den klart största andelen av sina pengar på andra marknader än i Ryssland.

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



Jag presenterade senast vårt kompositprofilbolag Exel Composites för tre år sedan i rapporten 1/2011. Jag litade då på att VD Vesa Korpimies och hans trupper skulle kunna uppnå 15 % i rörelsemarginal då konjunkturen förbättras lite. Han fick aldrig chansen. Exels styrelse valde i september Riku Kytömäki, som kommer från ABB, till ny VD för Exel.

För en långsiktig placerare är det alltid lite jobbigt då en ny VD kommer utifrån. Att leda en firma kräver att man först känner den, så några egentliga linjedragningar från Kytömäki får vi nog vänta på ännu en tid. För det andra räcker det minst en konjunkturcykel, eller närmare tio år, att lära känna en människas styrkor och svagheter. Risker i vår placering har alltså ökat.

Mot den här bakgrunden kanske det känns konstigt att jag härovan berättade att jag under kvartalet köpte till aktier i Exel? Det var dock bara frågan om att jag återinvesterade en del av våra utdelningar i samma bolag. Exel delade ju redan i december ut en kapitalåterbäring istället för att sedvanligt betala dividend på varen.

Vad väntar jag då mig av Kytömäki? Jag har bara träffat honom två gånger så det är alldeles för tidigt att göra någon större utvärdering. För mig verkar han lite mer som en storbolagsman än en entreprenör, så Exel kommer under hans ledning sannolikt att få en lite tyngre organisation och kanske koncentrerar sig lite mer på att betjäna stora kunder. Jag tror också att företagsköp kommer att stiga lite högre på agendan, vilket kan vara bra eller dåligt. Mer detaljer om bolagets strategi torde vi få på hösten.

Sedan jag senast presenterade bolaget har Exel varit en besvikelse. Inklusive dividender har aktien sjunkit med -18 % samtidigt som Phoebus har avkastat 22 % och vårt jämförelseindex har avkastat 19 %. Utan Exel hade vi alltså klarat oss ännu bättre under den här perioden.

Den dåliga kursutvecklingen är inte direkt förvånande mot bakgrunden av hur dåligt verksamheten har utvecklats. Sedan 2010 har Exels omsättning sjunkit med -5 % och rörelseresultatet utan engångsposter med -34 %. Något krisbolag är Exel dock inte. På tre år har bolaget gjort 16me i resultat och delat ut 21me, men är ändå nästan skuldfritt. Bruttovärdet motsvarar dagens omsättning (70me) och avkastningen på det i verksamheten bundna kapitalet var i fjol 21 % även med ett historiskt sett dåligt resultat.

Jag tycker det är helt klart att bolaget har stor potential, bara en lite bättre konjunktur eller en lite skarpare implementering av strategin ger större volymer. Min tidigare önskan om en rörelsemarginal på 15 % är kanske lite optimistisk, men bolagets eget mål på 10 % borde vara lätt att nå. Marginalen var ju 8 % i fjol med usla volymer.

Exel Composites väger nu 3,0 % i vår portfölj. Placeringen är alltså relevant, men vår risk är begränsad. Så vill jag också ha det tills vi någon gång nästa höst får höra mera om hur den nye VD:n tänker profilera bolaget och tills vi om kanske tre år eller så får se hur det lyckas. Kytömäki har åtminstone ett bra utgångsläge.



Vårt nyaste bolag är franska TFF Group. Det hette tidigare Tonnellerie François Frères och är som namnet säger en familjeägd tillverkare av vintunnor.

TFF är på många sätt ett typiskt Phoebus-bolag. Dess andel av världsmarknaden för vinfat av ek är över 25 % så det är en klar marknadsledare. Lönsamheten är stabil. Sedan börslistningen 1999 har bolaget varje år gjort en rörelsemarginal på 23-27 % i sin vinfatsverksamhet. Och balansen är stark. Bolaget torde bli nettoskuldfritt 2015 utan nya företagsköp.

Att tillverka vintunnor låter kanske som en ganska enkel verksamhet. Men vinfatet är faktiskt en mycket viktig del av vintillverkningsprocessen, för fatet ger både smak och struktur åt vinet. Därför byter nog inte en lyxvinstillverkare leverantör utan moget övervägande. En fjärdedel av TFF:s omsättning kommer från whiskyvintunnor, där bolaget kanske inte har riktigt samma konkurrensfördelar, men ändå god lönsamhet.

På två sätt är dock TFF annorlunda än våra andra utländska bolag: aktien är mycket illikvid och största delen av tillväxten har kommit och torde även framöver komma från företagsköp.

Likviditetsbristen beror på familjeägandet. Familjen François äger 71 % av bolaget. Phoebus är en långsiktig placerare och dålig likviditet är normalt inget problem för oss. Men en av våra utländska aktiers viktigaste roller i portföljen är att erbjuda likviditet, och det gör TFF inte.

Strategier som bygger på företagsköp är normalt främmande för mig. Forskningen har utvisat att de flesta företagsaffärer inte skapar mervärde för det köpande bolagets ägare. Det är lätt att fatta. Säljaren känner ju bolaget bättre än köparen och vill knappast avstå från det till underpris. Det är inte heller lätt att kombinera olika företagskulturer. Att det trots detta görs stora mängder företagsköp förklaras antagligen av ett agentproblem: det är ibland viktigare för ledningen att höja sin egen status (och sin lön) än att göra ägarna rikare.

TFF:s tillväxt bygger främst på företagsköp. Sedan 2001 har omsättningen ökat med 7 % per år, varav bara 1 % har varit organisk tillväxt. Företagsköpen har dock lyckats exceptionellt väl. De köpta bolagen har förblivit mycket lönsamma och man har inte betalat för mycket för dem. Det är kanske lättare att lyckas i ett familjebolag, då största delen av köpesumman kommer direkt från familjens plånbok (VD Jérôme François hör till den fjärde generationen av ägarfamiljen).

Kvalitetsbolag är sällan billiga och TFF är inget undantag. Med dagens kurs (61,35e) är P/E-talet beräknat på resultatet för senaste räkenskapsperiod, som tog slut i april 2013, 14,8x. Inte billigt, men enligt min åsikt skäligt för ett nästan skuldfritt bolag av denna kvalitet.

Så vad kan då gå helt fel? Vinskördarna varierar och resultatet kan i år sjunka något på grund av den dåliga skörden i Frankrike. Men skördar kommer och går. De strukturella riskerna verkar begränsade. TFF har verksamhet på alla vinkontinenter och erbjuder alla olika ekslag. Den största risken är nog att Jérôme François skulle bli fartblind och göra något illa genomtänkt företagsköp, men jag tror inte att det är särskilt sannolikt.