

# Seligson & Co Phoebus

## Kvartalsrapport Q1 / 2015

### PHOEBUS OCH JÄMFÖRELSEINDEX

10.10.2001 - 31.3.2015



Avkastning och risk	Fonden		Jämförelseindex	
	Avkastning	Volatilitet	Avkastning	Volatilitet
<b>31.3.2015</b>			75% OMX Helsinki Cap GI, 25% MSCI AC World NDR	
3 mån.	14,88 %	10,80 %	17,11 %	10,94 %
1 år	28,45 %	10,50 %	29,88 %	11,32 %
3 år	48,14 %	10,09 %	71,40 %	12,81 %
5 år	80,54 %	12,98 %	76,92 %	15,62 %
10 år	140,04 %	15,52 %	150,78 %	17,23 %
Från startdatum	377,44 %	14,38 %	257,09 %	16,55 %
Från startdatum per annum	12,30 %		9,90 %	

Kostnader, nyckeltal	1.4.2014 - 31.3.2015
Årliga avgifter	0,76 %
Avkastningsbunden provision	0,00 %
Transaktionskostnader %	0,03 %
Totalkostnadsandel (TKA) %	0,78 %
Portföljens omsättningshastighet	20,76 %
Tracking error	5,89 %
Förmedlingsarvodet betalda till företag inom samma koncern	0,00 %
Storlek	39 664 875 €
Närkretsens ägarandel (31.3.2015)	10,21 %

*“För närvarande tycker jag mig se en klar bubbla i priserna på sydafrikanska Afrikanska bufflar (Syncerus caffer), som har femfaldigats på sex år, men denna insikt är kanske inte så jättevärdefull för de flesta nordiska placerare?”*

**VÄRDEPAPPERSPLACERINGAR 31.3.2015**

	<b>Antal aktier</b>	<b>Aktiekurs valuta</b>	<b>euro</b>	<b>Marknads- värde EUR</b>	<b>Andel av fonden</b>
Fortum	167000		19,50	3 256 500	8,2%
Lassila & Tikanoja	115000		17,25	1 983 750	5,0%
Nokian Tyres	57000		27,66	1 576 620	4,0%
Tikkurila	88000		17,59	1 547 920	3,9%
Oriola-KD B	400000		3,85	1 540 000	3,9%
Konecranes	50000		29,45	1 472 500	3,7%
Exel Composites	159000		9,30	1 478 700	3,7%
Tieto	60000		21,83	1 309 800	3,3%
Vaisala	42000		26,05	1 094 100	2,8%
Ekokem A+B	12000		84,00	1 008 000	2,5%
Stockmann B	76000		7,32	555 940	1,4%
<b>Inhemska aktier</b>				<b>16 823 830</b>	<b>42,4%</b>
Air Liquide	24099	121,15	121,15	2 919 594	7,4%
Handelsbanken A	55000	389,40	41,95	2 307 170	5,8%
Costco	14000	152,37	141,71	1 983 919	5,0%
Hennes & Mauritz	51000	348,80	37,57	1 916 318	4,8%
Harley-Davidson	31000	60,75	56,50	1 751 535	4,4%
Automatic Data Processing	20600	85,89	79,88	1 645 586	4,1%
Fastenal	37500	41,80	38,88	1 457 868	3,7%
Progressive	47000	27,37	25,46	1 196 419	3,0%
Tractor Supply	14000	86,58	80,52	1 127 279	2,8%
TFF Group	12000	89,37	89,37	1 072 440	2,7%
Sandvik	92000	96,50	10,40	956 392	2,4%
HHLA	35000	19,71	19,71	689 850	1,7%
Strayer Education	10000	55,11	51,26	512 556	1,3%
Systemair	28500	114,50	12,33	351 537	0,9%
<b>Utländska aktier</b>				<b>19 888 464</b>	<b>50,1%</b>
<b>SUMMA aktier</b>				<b>36 712 294</b>	<b>92,6%</b>
<b>Nettokassa</b>				<b>2 952 581</b>	<b>7,4%</b>
<b>FONDENS VÄRDE</b>				<b>39 664 875</b>	<b>100,0%</b>
Antal andelar (A-korrigerat)				830 785,71	
Värde per A-andel				47,7438	

## FONDENS UTVECKLING

Vilken marknadsstämning! Vårt jämförelseindex steg under kvartalet med hela 17,1 %. Som vanligt under starka uppgångar hängde Phoebus inte riktigt med marknaden, men steg ändå med respektabla 14,9 %. Vi fick alltså ungefär tre års normala aktieavkastning på bara tre månader. Det är givetvis inte normalt.

Sedan starten har Phoebus avkastat 377,4 % medan jämförelseindexet har avkastat 257,1 %.

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

Jag gjorde ovanligt många aktieaffärer under kvartalet. Som jag senast indikerade minskade jag vårt ägande i Oriola-KD och ökade lite i Nokian Tyres och Tikkurila. Dessutom sålde jag alla våra aktier i Tulikivi (mer om detta nedan) och köpte lite Fortum, Fastenal och Systemair.

Totalt nettosålde jag aktier för 540.000 euro. Dessutom fick vi drygt 500te i dividender och ägarna tecknade andelar i Phoebus för 350te. Vår kassa ökade därför med 1,4me och var i slutet av kvartalet 7,4 % av fondens värde. Det är i mitt tycke för mycket men liksom tidigare kommer jag gradvis att reinvestera våra dividender tillbaka i våra bolag.

## GRATIS PENGAR

Jag bytte våra B-aktier i Handelsbanken till A-aktier. Serierna berättigar till samma dividend och lika del av bankens tillgångar. A-aktien ger en röst på stämman, B-aktien en tiondedels röst. A-aktien är mer likvid eftersom hela 98,2% av aktiekapitalet är A-aktier.

Därför bör A-aktien vara lite dyrare än B-aktien och det är den oftast också. Nu fick jag dock för våra B-aktier samma antal A-aktier och dessutom 19.300 euro. Något skäl till den felaktiga värderingen har jag inte noterat men då läget uppstår lönar det sig att utnyttja. Detta var fjärde gången som jag riskfritt bytte mellan serierna och vi är totalt 96.000 euro rikare än om jag aldrig hade gjort några byten.

Vi fick också lite "gratis pengar" i Oriola-KD:s emission då jag tecknade överlopps aktier utan teckningsrätter i den sekundära teckningen. Vi fick överraskande många (9.575 st.) och jag sålde dem genast till en vinst på 13.750 euro. Även i detta fall var marknaden ineffektiv. Jag vet inte varför men Phoebus tackar och bockar.

## BUBBLAR DET REDAN?

Då spekulanterna börjar bjuda på bubbeldrycker frågar sig den konservative placeraren om det redan finns en bubblerisk på marknaden? Problemet är bara det att värderingsbubblor är lättast att identifiera först då de har brutit, och då hjälper det inte längre.

Själv definierar jag en "bubbla" så att man med rationella argument inte längre kan fatta vad alla andra sysslar med. Det klassiska exemplet är IT-bubblan, då förlustbringande småbolag värderades till miljarder. Men även under senare år har vi sett bubblor till exempel i råvaror och de bästa Bordeauxvinerna. Bubblorna har redan brutit och är därför lättidentifierade. Men jag berättade om dem i Phoebus blogg redan då de var som störst 2011 (gruvbubblan) och 2012 (vinbubblan). Och det är jag till och med lite stolt över.

För närvarande tycker jag mig se en klar bubbla i priserna på sydafrikanska Afrikanska bufflar (*Syncerus caffer*), som har femfaldigats på sex år<sup>1</sup>, men denna insikt är kanske inte så jättevärdefull för de flesta nordiska placerare? Och i många nyteknologibolag (såsom Tesla) tycker jag det verkar som om placerarna katastrofalt undervärderar branschens etablerade bolags konkurrenskraft.

Den absolut största bubblan ligger dock annorstädes. Då placerarna med säkerhet vet att de får en förväntad negativ avkastning (till och med nominellt) och ändå fortsätter att köpa, och då särdeles många inte ens talar om en bubbla utan snarare om (ECB:s) stigande efterfrågan är det nog skäl att bli verkligen orolig. Dessa är ju helt solklara bubbelsignaler. Jag talar givetvis om obligationsmarknaden.

Phoebus placerar inte i obligationer så problemet berör inte oss direkt. Men den artificiellt låga räntenivån inverkar sänkande på avkastningskravet för de flesta tillgångslag, också till exempel bostäder, skogsfastigheter och aktier. Jag tycker dock inte att aktiemarknaden i sig uppvisar några bubbeltecken. Dividendavkastningen - som i en värld utan tillväxt och utan inflation är ungefär lika med den förväntade långsiktiga avkastningen på aktieplaceringar - är faktiskt ungefär lika mycket högre än räntenivån som den normala riskpremien, eller 3-4%.

Men basnivån ovanpå vilken riskpremien beräknas, alltså den riskfria räntan, är allt annat än normal. Därför kan en aktieplacerare under inga omständigheter från dagens värderingsnivåer förvänta sig en avkastning på sina aktieplaceringar som skulle motsvara de historiska normerna. Och därför är även aktimarknaden känslig för när och hur den stora obligationsbubblan till slut brister. Det är skäl att minnas det.

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

<sup>1</sup> <http://tinyurl.com/kerfqpf>



I dessa rapporter brukar jag presentera bolagen i Phoebus portfölj i tur och ordning. Ugnstillverkaren Tulikivi finns inte längre i vår portfölj - jag sålde våra aktier i mars - men eftersom vi ägde aktien ända sedan fonden startade är en liten

epilog nog på sin plats.

Jag har presenterat Tulikivi i rapporterna 2/2002, 1/2006, 1/2009, 4/2011 och i Phoebus blogg (på finska) i samband med bolagets emission veckan 42/2013. Då man läser dessa märker man att placeringen var utmärkt för oss de första sex åren och något helt annat de sista åtta.

Man noterar också att jag under de senaste åren konsekvent har varit alltför optimistisk gällande bolagets utveckling. Till Tulikivis försvar bör nämnas att bolaget har skurit sina kostnader mycket kraftigt, men efterfrågan har tyvärr sjunkit ännu snabbare så förlusterna har fortsatt.

På hösten 2013 i samband med emissionen trodde bolaget att det skulle uppnå ett driftsbidrag före engångsposter på 3,7 miljoner euro. Utfallet blev 2,4me. Under 2014 var det meningen att kostnadsbesparingar och tilläggförsäljning skulle öka driftsbidraget med 4me. Utfallet före engångskostnader blev 0,1me. De 7,5me som samlades in i emissionen skulle räcka till att stoppa bolagets skuldsättning men i fjol ökade trots detta nettoskulden från 12me till 16me (före emissionen var den 20me). Bolaget blev tvunget att omförhandla sina amorteringar.

Då ett bolag har en stark balansräkning är tillfälligt sämre resultat inget stort problem. Detta har vi sett till exempel i Tieto och Vaisala. En svag balans är heller inte nödvändigtvis ett problem om kassaflödet är starkt, såsom vi såg i Exel Composites. Men en svag balansräkning och negativt kassaflöde är en mycket tung kombination.

Dessa fakta fick mig (äntligen) att byta åsikt. Då dessutom Tulikivis aktiekurs utan märkbar orsak hade stigit med hela 25% från årsskiftet beslöt jag sälja våra aktier. Trots den svaga finalen var placeringen ganska bra för oss. Vi tjänade totalt 538.000 euro på Tulikivi, varav 389.000 som dividender och 149.000 som försäljningsvinster. Den årliga internräntan (IRR) på vår placering var 13,5%, alltså mer än Phoebus årsavkastning på 12,3% sedan starten.

Och framöver då? Som en långvarig ägare önskar jag givetvis Tulikivi allt gott även i fortsättningen, fastän vi inte längre är aktieägare. Bolaget har bra produkter, ett gott rykte och en stark marknadsposition. Kostnaderna är trimmade så att en eventuell försäljningstillväxt skulle inverka mycket positivt på resultatet. Men jag kan inte se att småhusbyggandet skulle börja växa inom en nära framtid.

På grund av den svaga balansen är aktien egentligen inte längre en placering utan en option på att bolaget överlever. Alltså ren spekulation. Phoebus filosofi är att placera på lång sikt, inte att spekulera. Därför passar enligt min åsikt Tulikivi inte längre för oss.

## Handelsbanken

Då jag senast presenterade vår svenska bank

Handelsbanken för knappt fyra år sedan i rapporten 2/2011 berättade jag att bankens resultat hade stampat på stället i tre år. Så är inte längre fallet - under perioden 2010-2014 steg resultatet med 40% eller över fyra miljarder kronor, trots att den låga räntenivån och höjda myndighetsavgifter belastade resultatet med ungefär två miljarder.

Resultatökningen kommer från bankens organiska tillväxt. På fyra år har Handelsbanken grundat 15% fler kontor, närmast i Storbritannien. Av periodens resultatökning kom hela två tredjedelar från kontorsnätet utanför Sverige, som redan står för en tredjedel av koncernens resultat. Ännu för fyra år sedan var andelen under en fjärdedel.

Och tillväxtpotential finns det ännu. De äldsta kontoren i Storbritannien tjänar lika mycket som kontoren i Sverige och övriga Norden, eller 30 miljoner kronor per kontor och år. I medeltal tjänar kontoren i Storbritannien dock bara 10 miljoner, vilket beror på att hälften av dem är under fyra år gamla. Då kontorsnätet mognar bör banken ha potential till ett minst trefaldigt resultat i Storbritannien. Och tillväxtambitionerna tar inte slut där.

I övrigt har Handelsbanken sedan förblivit precis så tråkig som sig bör. I fjol var banken för 43:e året i rad lönsammare än sina konkurrenter - resultatens fluktuationer är dessutom mindre än konkurrenternas - och den hade för 26:e året i rad branschens nöjdaste kunder. Från den positionen är det bra att fortsätta!

Bankens största problem är dess byråkratledning, som föranleds av korsäganden. Det såg vi i våras då Industrivärden-sfärens starke man Sverker Martin-Löf fälldes av SCA:s jaktscandal. Samtidigt avgick Industrivärdens VD Anders Nyrén som ordförande i Handelsbanken och i hans ställe valdes bankens VD Pär Boman. Till Bomans efterträdare som VD rekryterades Frank Vang-Jensen inifrån Handelsbanken (som tradition är).

Jag tyckte banken skötte ledningsförändringarna väl, men episoden visar var bankens största sårbarhet ligger. Ett gott tecken är kanske att Fredrik Lundberg - som är den ende av bankens storägare som har placerat "egna pengar" i banken - nu verkar ha fått en starkare position.

Sedan min senaste presentation har Handelsbanken i euro inklusive dividender avkastat 127% samtidigt som Phoebus har avkastat 60% och vårt jämförelseindex 65%. Placeringen har alltså varit utmärkt. Men det beror delvis på att Handelsbankens värdering har stigit. Då P/E-talet senast var 11,4x är det nu hela 16,9x beräknat på fjolårets resultat. Riskerna har alltså ökat betydligt.

På grund av den ökade värderingsrisken har jag inte återinvesterat alla våra dividender i bankens aktier. Trots detta har Handelsbankens andel av vår portfölj stigit till 5,8% (senast 5,7%) och banken är vår tredje största placering. Detta tycker jag är en lämplig risknivå och jag tänker inte öka vårt ägande, fastän jag gillar banken verkligen mycket.