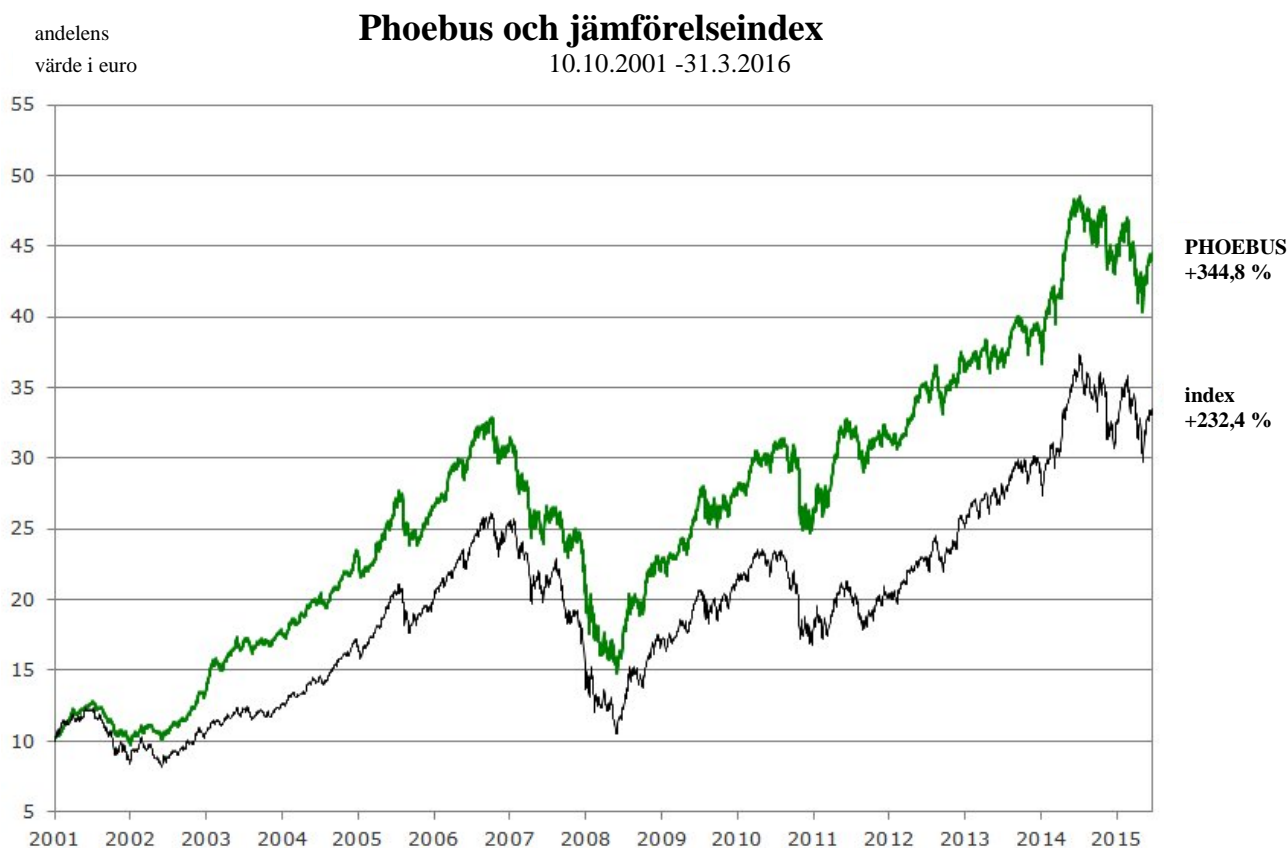


Seligson & Co Phoebus

Kvartalsrapport Q1 / 2016



AVKASTNING OCH RISK

FONDEN

JÄMFÖRELSEINDEX

31.3.2016

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

	Avkastning	Volatilitet	Avkastning	Volatilitet
3 mån.	-1,40 %	19,52 %	-3,64 %	17,58 %
1 år	-6,83 %	15,52 %	-6,91 %	15,66 %
3 år	26,69 %	12,10 %	45,81 %	13,10 %
5 år	45,90 %	13,24 %	44,25 %	15,67 %
10 år	70,10 %	15,99 %	62,43 %	17,71 %
Från startdatum	344,84 %	14,46 %	232,42 %	16,49 %
Från startdatum per annum	10,86 %		8,65 %	

KOSTNADER, NYCKELTAL

1.4.2015 - 31.3.2016

Årliga avgifter	0,75 %
Avkastningsbunden provision	0,00 %
Transaktionskostnader	0,06 %
Totalkostnadsandel (TKA)	0,82 %
Portföljens omsättningshastighet	-0,83 %
Tracking error	7,63 %
Förmedlingsarvoden betalda till företag inom samma koncern	0,00 %
Storlek	37 184 189 €
Närkretsens ägarandel (31.3.2016)	10,03 %

“Ingen nationalekonom kunde förutspå att räntorna skulle bli negativa, men nu berättar de alla vad det kommer att leda till. Hur trovärdigt är det?”

VÄRDEPAPPERSPLACERINGAR 31.3.2016

	Antal aktier	Aktiekurs valuta	euro	Marknads- värde EUR	Andel av fonden
Fortum	220000		13,26	2 917 200	7,8%
Lassila & Tikanoja	132000		15,84	2 090 880	5,6%
Nokian Tyres	57000		31,10	1 772 700	4,8%
Oriola-KD B	400000		4,35	1 740 000	4,7%
Tikkurila	105000		16,13	1 693 650	4,6%
Tieto	64000		23,06	1 475 840	4,0%
Konecranes	54000		21,17	1 143 180	3,1%
Exel Composites	159000		6,46	1 027 140	2,8%
Vaisala	42000		24,25	1 018 500	2,7%
Stockmann B	76000		6,80	516 420	1,4%
Inhemska aktier				15 395 510	41,4%
Air Liquide	24099	99,64	99,64	2 401 224	6,5%
Handelsbanken A	195000	103,60	11,23	2 190 251	5,9%
Costco	14000	157,60	138,50	1 939 010	5,2%
Fastenal	40000	48,93	43,00	1 720 011	4,6%
Sandvik	185000	84,30	9,14	1 690 826	4,5%
Automatic Data Processing	20600	89,15	78,35	1 613 929	4,3%
Hennes & Mauritz	51000	271,80	29,47	1 502 862	4,0%
Progressive	47000	35,03	30,78	1 446 885	3,9%
Harley-Davidson	31000	49,48	43,48	1 347 992	3,6%
Tractor Supply	14000	90,70	79,71	1 115 915	3,0%
TFF Group	12000	91,11	91,11	1 093 320	2,9%
Strayer Education	16000	48,36	42,50	679 989	1,8%
HHLA	40000	13,50	13,50	540 000	1,5%
Utländska aktier				19 282 215	51,9%
SUMMA aktier				34 677 725	93,3%
Nettokassa				2 506 464	6,7%
FONDENS VÄRDE				37 184 189	100,0%
Antal andelar (A-korrigerat)				835 902,93	
Värde per A-andel				44,4839	

FONDENS UTVECKLING

Början av året präglades av stora svängningar på aktie marknaden, men till slut hände det inte så mycket. Vårt jämförelseindex sjönk med -3,6% och Phoebus sjönk med -1,4%.

Sedan start har Phoebus avkastat 344,8% och jämförelseindexet 232,4%. 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

Inspirerad av Sandviks nye VD Björn Rosengrens första åtgärder bytte jag hela vårt innehav i Systemair till aktier i Sandvik (för 0,5 m€). Kvalitetsbolaget Sandvik har nu även en kvalitetschef - det här blir nog ännu riktigt bra!

Jag köpte fler aktier för totalt 1,2 m€ i Handelsbanken, L&T, Strayer, Fortum, Tikkurila, Tieto och Konecranes. Varför även Tieto - jag berättade ju i rapporten 3/2015 att jag i något skede kommer att sälja aktierna? Jag träffade därefter VD Kimmo Alkio och han gjorde ett så gott intryck att jag åtminstone för tillfället ändrade mig. Köpet var dock endast en återinvestering av den utdelning vi fick från Tieto.

Phoebus fick under kvartalet 517 t€ i dividender och 73 t€ netto i nytt kapital av ägarna, så efter mina inköp minskade kassan med cirka 700 t€ och var i slutet av kvartalet 6,7% av fondens värde. Det är lite onödigt mycket, så jag kommer att fortsätta köpa aktier. En knapp procentenhet av kassan är öronmärkt för att delta i Air Liquides kommande emission.

RÄNTA ÅT FEL HÅLL

Vi lever i en historisk period. Räntorna har visserligen varit låga redan i många år, men i början av 2016 meddelade flera banker att de kommer att börja kräva ränta på de pengar som Phoebus har hos banken. Alltså på depositioner. Detta kunde jämföras med att Seligson & Co skulle börja kräva betalt av mig för att jag kommer till arbetet varje dag. Jag tror nog att jag i så fall skulle åka och fiska istället ...

Det är inget underligt med att centralbanker försöker stärka ekonomin genom att sänka räntorna. Det har man gjort genom alla tider. Teorin är att lägre räntor får industrin att investera mera, spararna att konsumera mera och försvagar valutan. Alla dessa leder till bättre ekonomisk tillväxt. Vissa påstår att detta tidigare har fungerat, enligt andra har centralbankernas åtgärder oftast varit ineffektiva och kommit vid fel tidpunkt.

Men nu talar vi om en helt annan sak. En av marknadsekonomin stöttesten är att pengar har tidsvärde, dvs. att en idag sparad euro imorgon är värd mer än en euro. Vad händer då den ekvationen slutar gälla? Jag har inte en blekblå aning, men det är frågan om en såpass stor sak att följderna också kan bli stora. Problemet är bara att ingen kan säga vad de blir.

Berkshire Hathaways Charlie Munger uttryckte detta klokt: "Ingen nationalekonom kunde förutspå att räntorna skulle bli negativa, men nu berättar de alla vad det kommer att leda till. Hur trovärdigt är det?"

Janus fondförvaltare Bill Gross, som har jobbat med obligationer i årtionden och är mer känd för sin tid på PIMCO, har många gånger poängterat att räntesänkningar inte på 25 år har fått Japans ekonomi att växa och inte verkar göra det i Europa heller. Man kunde tillägga att inte heller på 1970-talet fick de negativa realräntorna ekonomin att växa.

MINUSRÄNTAN OCH JAG

Hur bör då en vanlig placerare tänka på minusräntor och hur påverkar de Phoebus?

För placerarens allokering har den riskfria räntans nivå såvitt jag kan se ingen betydelse. Jag håller själv kontinuerligt en del av mina pengar riskfritt placerade på bankkonto och i vår penningmarknadsfond. Dessa pengars roll i min portfölj är inte att ge avkastning utan trygghet. Jag vet att jag alltid har en reservfond som jag kan utnyttja för överraskande behov, så att jag inte behöver sälja aktier om marknadsläget är ogynnsamt. Huruvida denna trygghet avkastar 0,5%, 0,0% eller -0,3% är irrelevant. Viktigt är att medlen är likvida och riskfria.

En placerare som då räntorna har sjunkit börjar ta mer ränte- eller kreditrisk för att få en bättre avkastning tycker jag alltså att begår ett tankefel.

Phoebus är en aktiefond och behöver ingen reservfond. Beslutet att sälja aktier eller låta bli tar varje andelsägare själv - inte jag. Men jag håller ändå cirka 5% av Phoebus medel i kassan för att inte bli tvungen att köpa eller sälja aktier vid varje teckning eller inlösning. På så vis sparar vi kostnader såväl i form av förmedlingsprovisioner som i spread- och valutakostnader.

I fjol avkastade Phoebus kassa 2312 euro i ränta. I år torde kassan kosta oss ungefär 2000-3000 euro. Differensens inverkan på fondens avkastning är lite över 0,01%, alltså nästan betydelselös. Jag kommer därför att hålla ungefär samma kassa som tidigare trots att räntorna nu är negativa.

Även om minusräntorna varken inverkar på min egen eller Phoebus placeringsstrategi betyder det inte att de skulle sakna betydelse. En artificiellt låg ränta kan skapa diverse värderingsbubblor ifall spekulanterna med våld vill söka bättre avkastning. Än så länge ser jag dock ingen värderingsbubbla åtminstone på aktiemarknaden (man jag kan ha fel).

Vad bör en placerare som vill ha depositionsräntor då göra? Man kan inte tvinga marknaden att ge x% i riskfri ränta, utan man får nöja sig med vad marknaden erbjuder. För tillfället erbjuder den en negativ ränta på riskfria placeringar. Vi kan ju trösta oss med den visdom som persiska poeter skrev redan för 900 år sedan: "Även detta kommer att gå över".

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

KONECRANES®

För att
vara
ett

halvtråkigt verkstadsbolag har vår lyftkranstillverkare Konecranes varit sällsynt mycket i rubrikerna den senaste tiden. Förra våren gick VD Pekka Lundmark överraskande till Fortum. Förra hösten publicerades fusionsplanen med amerikanska Terex. Och i år fick Terex en ny friare i kinesiska Zoomlion. Vad skall man tänka om allt detta?

Jag tycker det verkar sannolikt att fusionen med Terex inte kommer att lyckas, men det är inte hela världen. Snarare ser jag det som positivt. Tanken med fusionen var väl att snabba på tillväxten i Konecranes serviceverksamhet då även Terex installerade bas av maskiner skulle bli lättare tillgänglig. Men jag kan inte se att det skulle vara värt att ge bort 60% av Konecranes åt Terex ägare för den skull.

Konecranes tänker säkert annorlunda, åtminstone än så länge. Ledningen har ju jobbat snart ett år med fusionen och pengar gick åt 17 m€ redan i fjol. Men själv skulle jag se ett självständigt Konecranes, som växer främst organiskt och kanske med små add-on företagsköp som en intressant och lönsam placering.

Speciellt billig är aktien inte, men i relation till bolagets kvalitet inte heller övervärderad. Marknadsvärdet är 1,2 miljarder euro, till vilket kommer 200 m€ i nettoskuld. De senaste 7 åren har rörelseresultatet varit ungefär 120 m€ per år före engångsposter och det borde finnas potential till lite mer än så. Någon återgång till marginalerna på över 10% från åren 2007-08 skall man inte räkna med, men cirka 7% eller 20 m€ bättre resultat än idag borde vara realistiskt. Då skulle EV/EBIT vara ungefär 10x.

För ett verkstadsbolag kan det låta högt men bolagets kvalitet ligger i att serviceverksamheten är växande och stabilt lönsam (marginalen är ungefär 10%). Den teknologiska utvecklingen öppnar nya möjligheter inom fjärrövervakning, som kan innebära att servicemarknaden växer snabbare och att Konecranes konkurrenskraft förstärks.

Då jag senast presenterade bolaget för drygt tre år sedan berättade jag att den höga värderingen nog betyder att bolaget behöver "växa in i sin värdering" innan aktien igen kan ge god avkastning. Och det gick just så. Inklusivt dividender har Konecranes sedan dess avkastat -1% medan Phoebus har avkastat 41% och vårt jämförelseindex 58%.

Men värderingen har alltså nu sjunkit, så läget är bättre än senast. Fortsättningen beror i hög grad på hur den nye VD:n Panu Routila lyckas inspirera sina trupper efter att Terex-fusionen i något skede - förhoppningsvis snart - slutligt faller samman.

Konecranes vikt i vår portfölj är nu 3,0% och bolaget är bara vår 16:e största placering. Med beaktande av riskerna tycker jag det är tillräckligt för tillfället. Jag har återinvesterat den dividend vi fick, men tänker inte öka bolagets vikt i portföljen.



De föregående två gångerna jag presenterade vår modekedja Hennes & Mauritz i rapporterna 3/2012 och 2/2009 berättade jag att bolagets framtid i hög grad beror på hur huvudägarens son Karl-Johan

Persson, som i juli 2009 började som VD, lyckas i sitt arbete. Det börjar vara tid att försöka göra en utvärdering.

Lätt är det inte. Persson figurerar sällan i offentligheten och har på 7 år bara gett ett fåtal djuplodande intervjuer i media. På basen av dem har jag tyckt mig kunna tolka att han förstår och försöker bevara H&M:s företagskultur, som jag antog att han fått redan i modersmjölken. Helt klart vill han också utveckla bolaget på lång sikt, så att det i sinom tid går ännu starkare till följande generationer. Dessutom har han jobbat för att förstärka H&M:s position som föregångare vad gäller arbetsförhållanden för underleverantörernas anställda, samt övriga frågor som har samband med hållbar utveckling. Dessa är alla positiva tecken.

Lönsamheten har däremot inte utvecklats väl under hans tid. År 2010 var H&M:s rörelsemarginal 22,7% av omsättningen, i fjol bara 14,9%. En delorsak är den förstärkta dollarkursen - H&M köper i proportion mer från Asien än många konkurrenter. En annan orsak är att H&M har gjort ett antal satsningar för att stärka sin konkurrenskraft på längre sikt och dessa tär på den kortsiktiga lönsamheten. Till dessa hör bland annat H&M:s näthandel och kedjans nya produktkategorier samt koncernens nya modekedjor.

Den största orsaken torde dock vara att försäljningen har utvecklats dåligt. Omsättningen har visserligen på fem år vuxit med 67% men antalet butiker har samtidigt ökat med 78%. Försäljningen per butik har alltså sjunkit - speciellt i Schweiz, Finland och Holland - vilket förklarar varför resultatet inte har stigit i takt med försäljningen, utan endast 9%.

Jag tycker det är lite problematiskt att H&M inte talar speciellt öppet om orsakerna till den försämrade lönsamheten. Persson har bara sagt att bolaget gör de satsningar som behövs, utan att sträva efter något explicit marginalmål. I fjol berättade H&M äntligen att satsningarna på utvecklingsprojekt hade kostat 600 msek mer än året innan, och att de förväntas öka med 600 msek i år igen. Men jag har inte märkt att bolaget skulle ha kommenterat den sjunkande försäljningen per butik, trots att den är ett av detaljhandelns allra viktigaste nyckeltal.

Sedan jag senast presenterade bolaget har aktien i euro inklusive utdelningar avkastat 20%. Samtidigt har Phoebus avkastat 41% och vårt jämförelseindex 65%. H&M har varit ett drivankare för Phoebus, fastän jag senast hoppades att bolaget kunde förbli en bra placering även framöver.

Värderingen är inte speciellt hög för tillfället, åtminstone med bolagets egna historiska mått. P/E-talet på fjolårets resultat är 21,5x och bolaget är skuldfritt. Men för att värderingen skulle stiga behövs nog enligt min åsikt att rörelsemarginalen vänder uppåt. Och det kräver att försäljningen per butik igen börjar växa. Kommer Persson att klara av den förändringen eller inte återstår att se. Än så länge är jag hoppfull.