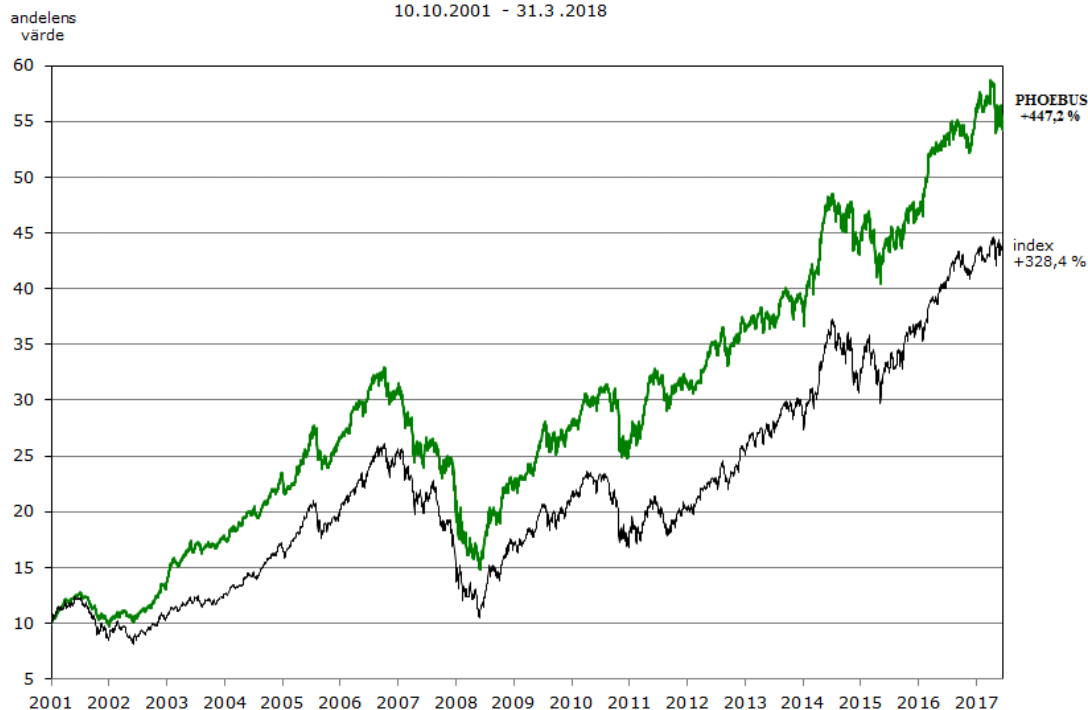


Seligson & Co Phoebus

Kvartalsrapport Q1 / 2018

PHOEBUS OCH JÄMFÖRELSEINDEX

10.10.2001 - 31.3.2018



AVKASTNING OCH RISK

FONDEN

JÄMFÖRELSEINDEX

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

31.3.2018

	Avkastning	Volatilitet	Avkastning	Volatilitet
3 mån.	-3,40 %	12,67 %	-0,17 %	11,92 %
1 år	2,51 %	9,38 %	5,49 %	8,65 %
3 år	14,61 %	12,05 %	19,97 %	11,92 %
5 år	55,85 %	11,26 %	87,91 %	11,79 %
10 år	111,20 %	15,26 %	104,67 %	16,80 %
Från startdatum	447,20 %	-	328,41 %	15,81 %
Från startdatum per annum	10,86 %		9,23 %	

KOSTNADER, NYCKELTAL

1.4.2017 - 31.3.2018

Årliga avgifter	0,75 %
Avkastningsbunden provision	0,00 %
Transaktionskostnader	0,00 %
Totalkostnadsandel (TKA)	0,75 %
Portföljens omsättnings hastighet	-10,70 %
Tracking error	6,03 %
Förmedlingsarvoden betalda till företag inom samma koncern	0,00 %
Storlek	49 820 262 €
Närkretsens ägarandel (31.3.2018)	9,20 %

” Då våren anländer stundar aktieägarnas skördetid i form av dividender.”

VÄRDEPAPPERSPLACERINGAR 29.3.2018

	Antal aktier	Aktiekurs valuta	euro	Marknads- värde EUR	Andel av fonden
Fortum	235000		17,39	4 085 475	8,2%
Lassila & Tikanoja	150000		16,84	2 526 000	5,1%
Nokian Tyres	57000		36,65	2 089 050	4,2%
Tikkurila	130000		15,40	2 002 000	4,0%
Vaisala	43838		44,70	1 959 559	3,9%
Konecranes	54000		35,09	1 894 860	3,8%
Tieto	64000		26,98	1 726 720	3,5%
Exel Composites	240000		6,42	1 540 800	3,1%
Oriola A & B	520000		2,50	1 300 210	2,6%
Inhemskta aktier				19 124 674	38,4%
Air Liquide	36409	99,82	99,82	3 634 346	7,3%
Sandvik	191000	152,65	14,85	2 837 029	5,7%
Handelsbanken A	229000	104,20	10,14	2 321 864	4,7%
Progressive	47000	60,44	49,03	2 304 250	4,6%
TFF Group	52000	43,21	43,21	2 246 660	4,5%
Fastenal	47000	53,18	43,14	2 027 466	4,1%
Costco	12900	183,61	148,94	1 921 292	3,9%
Automatic Data Processing	20600	111,76	90,66	1 867 502	3,7%
John Deere	13000	151,47	122,87	1 597 266	3,2%
Strayer Education	18000	99,27	80,52	1 449 432	2,9%
Novozymes	30260	312,50	41,93	1 268 784	2,5%
Harley-Davidson	31000	42,68	34,62	1 073 232	2,2%
O'Reilly Automotive	5000	242,72	196,89	984 426	2,0%
HHLA	50000	17,95	17,95	897 500	1,8%
Tractor Supply	18000	60,00	48,67	876 055	1,8%
Hennes & Mauritz	57800	124,90	12,15	702 464	1,4%
Utländska aktier				28 009 569	56,2%
SUMMA aktier				47 134 242	94,6%
Nettokassa				2 686 020	5,4%
FONDENS VÄRDE				49 820 262	100,0%
Antal andelar (A-korrigerat)				910 463,01	
Värde per A-andel				54,7197	

FONDENS UTVECKLING

Årets första kvartal var på många sätt tudelat. Phoebus nådde det högsta värdet i fondens historia i medlet av januari men efter en svagare utveckling i februari och mars sjönk fondens värde under kvartalet med -3,4 %. Vårt jämförelseindex sjönk med -0,2 % och även dess utveckling var tudelat; Finlandindexet steg med 3,2 % samtidigt som världindexet sjönk med hela -5,2 %.

Att Phoebus gick sämre än marknaden förklaras alltså till en stor del av att Finlandets vikt i fonden för tillfället är mindre än dess vikt i vårt jämförelseindex.

Sedan starten har Phoebus avkastat 447,2 % och jämförelseindexet 328,4 %.

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 ökade under kvartalet vårt ägande i sex portföljbolag. I köpens storleksordning var bolagen L&T, Tikkurila, Exel Composites, Tractor Supply, Fastenal och Novozymes. De utländska köpen var återinvestering av våra utländska dividender. Totalt köpte jag aktier för 360 000 euro. Liksom under de tre föregående kvartalen – och liksom oftast – sålde jag ingenting.

Vi erhöll 886 000 euro i dividender och ägarna löste netto in 186 000 euro av sina placeringar, så trots mina köp ökade vår kassa och den utgjorde i slutet av mars 5,4 % av fondens värde. Det är lite för mycket, speciellt med tanke på att vi ännu kommer att få en dryg halvmiljon i dividender, närmast under andra kvartalet.

Jag kommer alltså att fortsätta köpa aktier. Jag känner dock ingen brådska att återinvestera våra dividender, utan jag gör det i lugn och ro då goda tillfällen uppstår. Därför kommer Phoebus kassa oftast att vara större än normalt en tid efter vårens dividendsäsong. Det finns många olika sätt att återinvestera dividender, till exempel våra indexfonder gör det genast efter att dividenden har lossnat. Men jag framskrider lugnt.

DIVIDERNAS BETYDELSE

Då våren anländer stundar aktieägarnas skördetid i form av dividender. Jag berättade för ett år sedan i den här rapporten att det är mycket viktigt för en långsiktig placerare att återinvestera dividenderna. Helsingforsbörsens generalindex började beräknas i slutet av 1990 och på drygt 27 år har prisindexet 6,6-faldigats. Samtidigt har avkastningsindexet – samma aktier, men inkluderande dividender – hela 18,2-faldigats! Så en placerare som inte återinvesterar sina dividender åter faktiskt upp en mycket betydande del av sitt kapital redan på ett kvartssekel.

Så varför betalar bolagen dividender? Skulle det inte vara vettigare att använda pengarna för att finansiera tillväxt, eller köpa tillbaka egna aktier, så att placeraren själv inte behöver göra det och desutom betala skatt på dividenderna?

Som portföljförvaltare är jag ganska neutral till dividender. Phoebus placerar i etablerade lönsamma bolag, som är ledare inom sina branscher. De har råd att finansiera sin tillväxt med kassaflödet och även därefter blir det pengar över, som jag tycker bolagen bör dela ut till sina ägare. Hur de delar ut dem är närmast en smaksak.

En stadigt ökande kontantdividend garanterar kanske en viss disciplin. Den ger en gräns åt bolagsledningen för investeringar och den indikerar vad som är den lägsta acceptabla resultatnivån. I sådana bolag som enbart köper tillbaka egna aktier har ledningen däremot friare händer att förivra sig, eftersom media och placerare inte följer återköp lika mycket som de följer kontantutdelningar.

Men även återköp är givetvis utdelning, precis som dividender. Till exempel O'Reilly betalar ingen kontantdividend men har på 7 år köpt tillbaka 37 % av sina aktier. Det motsvarar en årlig direktavkastning på 6,8 %. Novozymes betalar endast 1,5 % i dividend, men köper desutom tillbaka sina aktier så att den totala direktavkastningen blir 3,5 %. Just i Danmark är det bra för oss, då vi slipper den höga kupongskatten.

Kontantdividendernas goda sida är deras signalvärde. Styrelserna vill (normalt) inte dela ut mer än bolaget säkert har råd med. Därmed indikerar den dividend som styrelsen har beslutat om ofta vad styrelsen upplever att är en acceptabel resultatnivå. Ett exempel på detta är Tikkurila, mer om det nedan.

För placeraren berättar dividenden vad som är portföljens "normala minimiavkastning". Ifall bolagets verksamhet varken växer eller krymper och ifall aktiens värdering inte förändras är ju aktiens avkastning lika med dividendavkastningen. Oftast avkastar aktien på sikt bättre än så, eftersom ekonomin växer och de flesta bolag växer med ekonomin, så att även dividenderna ökar. Logiken förutsätter givetvis att bolaget inte delar ut mer än det har råd med utan att skuldsätta sig.

Phoebus kontanta direktavkastning är i skrivande stund 3,5 %. Då vi lägger till normala återköp, främst i våra amerikanska bolag, är siffran cirka 4,0 %. Fortum och H&M delar visserligen för tillfället ut mer än de har råd med. Om vi eliminerar dem är Phoebus direktavkastning inklusive återköp cirka 3,7 %. Vad säger det mig?

Jag tycker nivån är ganska normal på lång sikt. I förhållande till dagens låga räntor är den till och med hög, så aktieplaceringarna verkar inte förvänta sig att nollräntevärlden fortsätter. Det är ungefär den enda slutsatsen som jag skulle dra på basen av direktavkastningen. Då jag väljer mellan tillväxt och dividender väljer jag nästan alltid hellre tillväxt, eftersom lönsam tillväxt är det säkraste sättet för en långsiktig placerare att bli mer förmögen.

Jag försöker alltså inte maximera Phoebus direktavkastning. Jag förutsätter dock att våra bolag delar ut en del av resultatet till sina ägare och jag gillar bolag där utdelningen är jämnt stigande. Alltför stor betydelse tycker jag ändå inte att man skall ge åt dividenderna.

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.



Fjölåret var allt annat än bra för vårt målfärgsbolag Tikkurila. Omsättningen steg visserligen med ett par procent, men resultatet per aktie sjönk till en fjärdedel från året innan och nettoskuldssättningen nästan fördubblades. Till råga på allt fick VD:n sparken i september. Många tycker säkert att Tikkurila har blivit ett krisbolag och undrar vad det gör i vår portfölj, men jag är av annan åsikt.

Visst blev jag också besviken på det svaga resultatet, men dess orsaker är tydliga. Den största orsaken var att Venators titandioxidfabrik i Björneborg brann ner i början av 2017, vilket förorsakade en prisuppgång på 30 % i målfärgstillverkarnas viktigaste råvara (vitt pigment). För Tikkurila var effekten större än för konkurrenterna, då bolaget även behövde omformulera sina recept på grund av att leverantörerna byttes.

Tikkurila var dock långt ifrån den enda som led. Den av branden förorsakade obalansen på marknaden för titandioxid syns även i konkurrenternas resultat. Norska Jotuns resultat sjönk med -23 % och finska Teknos resultat sjönk med -61 % (delvis beroende på företagsköp). Jotun meddelade i februari att man höjer priserna med upp till 20 % för att kompensera för högre råvarukostnader och det torde vara ganska klart att även övriga målfärgsbolag kommer att göra detsamma för att återställa lönsamheten (PPG meddelade just om prishöjningar då jag höll på att översätta denna text från finska till svenska).

I tillägg till den svåra marknadsomgivningen gjorde nog Tikkurila sina egna misstag också. Bolaget investerade i ett nytt ERP-system, som inte fungerade som väntat, utan förorsakade drygt 10 miljoner euro i extra kostnader. Då bolaget ännu skrev ned värdet på sina dotterbolag i Balkanländerna innan de såldes var det inte så konstigt att resultatet blev uselt.

Men jag ser ljus i ändan av tunneln. ERP-systemets problem är huvudsakligen lösta och branschens prishöjningar kommer delvis att kompensera högre råvarukostnader redan i år. Nästa år borde Björneborgsfabriken starta igen, vilket torde ge en bättre balans på den europeiska marknaden för titandioxid. Tikkurilas resultat kommer knappast att stiga till "normala" nivåer helt genast, men styrelsens beslut att behålla dividenden intakt trots det usla resultatet kanske kan ses så att även bolaget upplever problemen vara övergående.

På längre sikt är den viktigaste förändringen nya VD:n Elisa Markula, som kommer från kaffetillverkaren Paulig. Hon har inte ens börjat ännu, så henne kan vi kanske börja utvärdera då jag nästa gång presenterar bolaget om ungefär tre år. Jag är nämligen ganska säker på att vi kommer att äga aktien ännu då – Tikkurila har en exceptionellt stark marknadsposition i Finland, Sverige och Ryssland, samt ett lovande brofäste i Polen. Det är mer än man kan säga om de flesta finska varumärkesföretag.



Jag presenterade senast vår landsbygdsbutikskedja Tractor Supply ("Amerikas Hankkija")

för drygt tre år sedan i rapporten 4/2014. Jag sade då att bolaget är av hög kvalitet men även dyrt, efter att aktien hade stigit med 35 % sedan mitt köp. Så jag tänkte inte öka vårt ägande.

Tyvärr hade jag helt rätt. Sedan dess har aktien i euro inklusive dividender avkastat -20 % samtidigt som Phoebus har avkastat 32 % och vårt jämförelseindex har avkastat 41 %. Aktien har alltså varit en mycket dålig placering under den här perioden (från vårt inköpspris har den avkastat +8 %, men det är inte heller något att jubla över).

Tractor Supplys affärsverksamhet har däremot utvecklats väl. På tre år har antalet butiker ökat med 22 %, omsättningen är ökat med 27 % och rörelseresultatet har ökat med 16 %. Tack vare återköp av egna aktier har resultatet per aktie ökat med 25 %. Förutom att växa kärnverksamheten expanderade bolaget till keldjurservice genom att 2016 köpa en liten butikskedja som heter Petsense, med 168 butiker. Petsense står bara för några procent av Tractor Supplys omsättning och jag ser kedjan som ett experiment för framtiden.

Så varför har aktien gått så dåligt? Marknaden blev visst skrämmd då bolaget i samband med publiceringen av fjölårets resultat berättade att rörelsemarginalen kommer att sjunka något i år. Placerarna är ju sedan tidigare nervösa för näthandelns inverkan på de flesta bolag inom olika sektorer av detaljhandeln.

Men i detta fall var det frågan om att Tractor Supply tänker använda en del av de pengar som president Trumps skattereform ger bolaget till att utveckla sin verksamhet, speciellt sina digitala tjänster. Egentlig näthandel är svårt att genomföra med höbalar eller taggtrådsrullar – de går inte att posta och kunderna är spridda över landsbygden – men Tractor Supply har redan i några år experimenterat med att sälja över nätet så att kunderna hämtar varorna i närmaste butik, och dessa tjänster kommer nu att utvecklas vidare.

Nettoeffekten av satsningarna och skattereformen blir att resultatet per aktie förväntas växa med dryga 20 % till cirka 4,05 dollar i år. Med dagens kurs på 60 dollar är alltså P/E-talet 15x. Senast jag presenterade bolaget var dess värdering 30x.

Då ett bolags värdering sjunker betydligt samtidigt som affärsverksamheten utvecklas positivt öppnar det ofta intressanta möjligheter för en aktieplacering. Tractor Supply väger bara 1,8 % i fonden. Borde jag alltså utnyttja läget och rejält öka vårt ägande?

Svaret beror på hur vi tror att näthandeln påverkar detaljhandeln. Phoebus fem handelsbolag (Oriola, Costco, O'Reilly, TSC och H&M) står idag för 12 % av fondens värde. Det är inte någon oskäligt stor risk. Jag tycker att Tractor Supplys företagsledning är ganska duktig – de har en analytisk syn på verksamheten och har gjort bra ifrån sig – och jag tror inte att näthandeln kommer att nå stora andelar inom Tractor Supplys produktkategorier. Därför är det nog sannolikt att jag kommer att öka vårt ägande i Tractor Supply lite i något skede.