

Seligson & Co Phoebus

Kvartalsrapport Q1 / 2019

PHOEBUS OCH JÄMFÖRELSEINDEX

10.10.2001 - 31.3.2019

 andelens
värde


AVKASTNING OCH RISK

FONDEN

JÄMFÖRELSEINDEX

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

31.3.2019

	Avkastning	Volatilitet	Avkastning	Volatilitet
3 mån.	13,51 %	8,27 %	12,81 %	8,65 %
1 år	10,89 %	9,95 %	7,60 %	10,08 %
3 år	36,40 %	9,90 %	38,67 %	9,71 %
5 år	63,25 %	11,36 %	67,66 %	11,46 %
10 år	282,36 %	12,90 %	300,42 %	14,43 %
Från startdatum	506,77 %	13,79 %	360,97 %	15,54 %
Från startdatum per annum	10,86 %		9,13 %	

KOSTNADER, NYCKELTAL

1.4.2018 - 31.3.2019

Årliga avgifter	0,75 %
Avkastningsbunden provision	0,00 %
Transaktionskostnader	0,01 %
Totalkostnadsandel (TKA)	0,76 %
Portföljens omsättningshastighet	-8,52 %
Tracking error	5,30 %
Förmedlingsarvodet betalda till företag inom samma koncern	0,00 %
Storlek	56 185 035 €
Närkretsens ägarandel (31.3.2019)	8,90 %

"Det är viktigt att som aktieplacering har ett långt perspektiv och nerver som en kossa. Phoebus ägare verkar ha det, och det är bra."

VÄRDEPAPPERSPLACERINGAR 29.3.2019

	Antal aktier	Aktiekurs valuta	euro	Marknads- värde EUR	Andel av fonden
Fortum	180000		18,55	3 338 100	5,9%
Tikkurila	165000		14,40	2 376 000	4,2%
Lassila & Tikanoja	155000		14,30	2 216 500	3,9%
Nokian Tyres	65000		30,05	1 953 250	3,5%
Tieto	69498		26,90	1 869 496	3,3%
Konecranes	56000		31,63	1 771 280	3,2%
Vaisala	87676		17,70	1 551 865	2,8%
Oriola A & B	520000		2,33	1 210 070	2,2%
Exel Composites	290000		4,00	1 160 000	2,1%
Inhemska aktier				17 446 561	31,1%
Air Liquide	38409	113,05	113,05	4 342 137	7,7%
Progressive	47000	72,42	64,47	3 030 126	5,4%
Automatic Data Processing	20600	158,37	140,99	2 904 319	5,2%
Costco	12900	241,22	214,74	2 770 175	4,9%
Sandvik	191000	150,25	14,45	2 759 771	4,9%
Fastenal	47000	63,51	56,54	2 657 322	4,7%
Handelsbanken A	259800	98,84	9,51	2 469 432	4,4%
Strategic Education	18000	133,83	119,14	2 144 521	3,8%
TFF Group	52000	39,59	39,59	2 058 680	3,7%
Novozymes	46100	306,30	41,03	1 891 526	3,4%
John Deere	13000	158,08	140,73	1 829 467	3,3%
O'Reilly Automotive	5000	388,47	345,83	1 729 146	3,1%
Tractor Supply	19000	95,24	84,79	1 610 932	2,9%
Harley-Davidson	34000	35,64	31,73	1 078 750	1,9%
HHLA	50000	20,44	20,44	1 022 000	1,8%
Hennes & Mauritz	57800	159,20	15,31	884 904	1,6%
Utländska aktier				35 183 208	62,6%
SUMMA aktier				52 629 769	93,7%
Nettokassa				3 555 266	6,3%
FONDENS VÄRDE				56 185 034	100,0%
Antal andelar (A-korrigerat)				925 971,46	
Värde per A-andel				60,6769	

FONDENS UTVECKLING

Årets första kvartal var en spegelbild av det föregående då marknaden snabbt återhämtade sig från förra höstens nedgång. Vårt jämförelseindex steg med 12,8 % och Phoebus steg med hela 13,5 %.

De placerare som blev nervösa och sålde sina aktier förra hösten förlorade alltså mycket. Därför är det viktigt, liksom jag skrev i senaste rapport, att som aktieplacerare ha ett långt perspektiv och nerver som en kossa. Phoebus ägare verkar ha det, och det är bra.

Sedan start har Phoebus avkastat 506,8 % och jämförelseindexet har avkastat 361,0 %.

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 köpte under kvartalet fler aktier i Novozymes, Tikkurila och Handelsbanken för totalt 370 000 euro. Ägarna placerade 800 t€ nya pengar i Phoebus och i slutet av kvartalet fick vi 900 t€ i dividender. Därmed ökade kassan och den utgjorde i slutet av mars 6,3 % av fondens värde. Det är för mycket.

Min arbetsuppgift är alltså klar – jag behöver återinvestera våra dividender, speciellt som vi kommer att få ytterligare 400 t€ i dividender, främst under andra kvartalet. Men liksom alltid har jag ingen brådska, utan jag köper gradvis till aktier då lämpliga lägen uppstår.

POLITISK RISK (OCH HÅLLBARHET)

Noggranna läsare kanske minns att vi i slutet av 2015 en kort tid ägde aktier i det svenska äldrevårdbolaget Attendo. Vi fick dock bara en liten tilldelning i listningsemmissionen och aktien steg genast med 40 % så jag sålde vårt innehav efter bara någon vecka.

Under hösten har jag med stort intresse följt turerna kring detta bolag som jag känner till och som jag tyckte var ganska bra. Attendos aktie har sjunkit med -60 % från toppen (-40 % i år) på grund av mediakritiken och är nu billigare än vid listningen. Några fondbolag har till och med lagt köpförbud på aktien för att de inte tycker att det är en hållbar placering. Hur borde man tänka kring detta?

För åtta år sedan hade vi ett liknande läge med det amerikanska vuxenutbildningsbolaget Strayer Education (idag Strategic Education), som jag berättade om i rapporten 1/2011. Media kritiserade då branschen för oetisk försäljning, dålig kvalitet och höga priser. Publiciteten ledde till att president Obamas regim införde mer reglering, vilket skrämde aktiemarknaden och fick branschens bolags aktiekurser att falla kraftigt.

Jag köpte då aktier i Strayer, för jag resonerade att bolaget är ett av branschens bästa och då de oetiska konkurrenterna stänger sina skolor öppnas nya möjligheter för de bättre bolagen. Jag baserade min vy på att Robert Silberman i tio år som VD hade poängerat att skolningen kommer i första hand,

aktieägarna först därefter, och även i övrigt skött bolaget mycket väl. Strayer hade inte heller oetisk marknadsföring, till skillnad från många av dess konkurrenter. Dessutom var dess elevs konkursgrad bara hälften av medeltalet för vinstbringande vuxenutbildare och till och med lägre än hos många publika skolor.

Det blev både rätt och fel. Utbudet minskade då de mest oetiska skolorna tvingades i konkurs och många andra kraftigt minskade sin verksamhet. Men tyvärr sjönk också efterfrågan för en lång tid på grund av den negativa pressen, och började igen växa först för ett par år sedan. Strayer lyckades som bolag ströva genom branschens dödsdal utan att vackla alltför mycket, men aktien har inte varit någon bra placering sedan jag först köpte den. Den har avkastat bara +40 % samtidigt som Phoebus har avkastat +99 %. Men eftersom jag fortsatte att köpa då kursen sjönk så är vår position idag 109 % på vinst och dessutom har vi fått 6 % i dividender. Och det går igen bättre för bolaget, så placeringen har varit hyfsat lyckad trots branschens stora etiska problem och min alltför tidiga tajming med köpet.

Borde vi försöka detsamma i Attendo? Jag har övervägt det, men åtminstone för tillfället lämnat tanken. Till skillnad från Strayer så kan jag inte bedöma om Attendos nya ledning är bra eller inte. Att bedöma ledningen är alltid viktigt och speciellt då bolaget har problem. En annan orsak till att jag inte tycker Attendo är ett lika klart fall är att äldrevården i Finland till skillnad från vuxenutbildningen i USA ganska långt är underleverans till kommunerna, vilket ökar den politiska risken och gör det svårare för bolagen att själv bestämma om sin framtid.

Jag tycker den politiska risken i detta fall är alltför svår att bedöma. Detsamma gäller de flesta branscher där privata bolag konkurrerar med den offentliga sektorn, speciellt i länder där statens roll är stor liksom i Norden. Det gäller också vissa andra branscher, liksom vi har sett i politikernas valutspel beträffande eldistributionen i Finland. Jag försöker undvika politisk risk för att den är svårbedömd. Visserligen äger vi ändå en bank (SHB), ett elbolag (Fortum) och en hamnoperatör (HHLA), som alla har en högre politisk risk än normalt.

Det är kanske även skäl att märka att jag inte talade om Strayers eller Attendos hållbarhet eller dömde ut dem som placeringar bara för att de inte uppfyller ESG-krav. Såsom Strayer utvisade tycker jag det relevanta är att bedöma om bolaget är bättre skött än konkurrenterna. Ifall svaret är ja har det oftast också lägre risker, även lägre ESG-risker, än konkurrenterna. Att bedöma risker är en mycket viktig del av en ordentligt gjord företagsanalys. Den politiska risken torde på hållbarhetsspråk höra till kategorin "S-risker", men jag tror inte att någon kvantitativ ESG-modell kunde säga om Robert Silberman är en bra företagsledare eller inte. Det är och förblir en subjektiv bedömning.

Lång text fastän vi inte äger Attendo? Jag hoppas att berättelsen kan illustrera för våra andelsägare hur jag tänker. Det är det bästa sättet att utvärdera Phoebus som en fond.

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

KONECRANES® Då jag senast presentera de vårt lyftkranbolag Konecranes för tre år sedan i rapporten 1/2016 var bolaget mitt uppe i ett försök att fusionera sig med amerikanska Terex. Ett kinesiskt bolag hade också bjudit på Terex och mediaspekulationen gick vild i Finland. Jag hoppades då att fusionen snart skulle falla – Konecranes behövde inte hela Terex och jag tyckte villkoren var dåliga för Konecranes ägare. Så gick det lyckligtvis några veckor senare.

Istället köpte Konecranes av Terex dess materialhanterings- och hamnkranverksamheter, alltså Demag och Gottwald. Även det var en stor och dyr affär, priset var 1 126 m€ och värderingen 10,5x de köpta verksamheternas driftsbidrag. Men såhär fick Konecranes just de delar av Terex som de ville ha, och bara dem. Integrationen har även så varit jobbig, men har en bättre chans att lyckas, tror jag. Än så länge ser det lovande ut.

I slutet av fjolåret hade cirka 80 % av synergierna realiserats och lite över hälften syntes redan i årets resultat. Därmed översteg Konecranes justerade rörelsemarginal redan 8 %, vilket den inte har gjort sedan toppåret 2008. Då alla synergier syns i resultatet nästa år borde marginalen närma sig 10 %. Konecranes mål är hela 11 % men det kan vara lite optimistiskt, en del av kostnadsbesparingarna brukar ju rinna över till kunderna.

Sedan senaste presentation har Konecranes avkastat +66 % inklusive dividender samtidigt som Phoebus har avkastat +36 % och vårt jämförelseindex +39 %. Efter kursuppgången kan aktien verka dyr. Bruttovärdet (aktiernas marknadsvärde plus nettoskulden) är drygt 3 miljarder euro eller 11,8x det justerade rörelseresultatet, vilket motsvarar ett skuldfritt P/E-tal på 15x. Men om synergierna fortsätter materialiseras är värderingen kanske inte för hög.

Vi bör notera att Konecranes är ett bättre verkstadsbolag än genomsnittet. Dess potential ligger i serviceverksamheten, som står för en tredjedel av omsättningen och nästan två tredjedelar av rörelseresultatet. Köpet av Demag ökade Konecranes omsättning med drygt hälften men ökade servicestocken med bara en tredjedel. Så i takt med att bolaget får fler Demagkranar under service borde tillväxten kunna fortsätta i årtal. Service är en bra affär – marginalen är över 15 % och cirka 86 % av kontrakten förnyas år efter år.

Jag är ingen stor vän av företagsköp. Säljaren känner per definition objektet bättre än köparen så priset är oftast högt. Integrationen är nästan alltid svårare än väntat och synergierna mindre än väntat. Dessutom är stora köp ofta tecken antingen på att ledningen vill göra något omvälvande eller att bolaget inte kan växa tillräckligt mycket organiskt. Men i detta fall tycker jag köpet var industriellt logiskt (redan på Stig Gustavsons tid ville ju Konecranes köpa Demag), och integrationen verkar gå bra. Så jag är ganska optimistisk.

Jag tänker dock inte öka Konecranes vikt i vår portfölj. Den är nu 3,2 %, vilket jag tycker är en bra kompromiss då bolaget är bra, men aktien verkar ganska dyr.



Då jag senast presenterade vårt HR-outsourcingbolag Automatic Data Processing för drygt tre år sedan i rapporten 4/2015 var jag orolig för aktiens höga värdering och jag spådde att ADP nog inte skulle avkasta lika mycket i den nära framtiden som i närhistorien. Jag hade totalt fel.

Aktien har sedan dess inklusive dividender avkastat 85 % samtidigt som Phoebus och jämförelseindexet båda har avkastat 34 %. Den goda avkastningen beror på att affärverksamheten har utvecklats bra – det justerade resultatet per aktie har under perioden vuxit med 76 %. Den organiska tillväxten har varit över 7 % per år och marginalerna har stigit lite då räntan har stigit (ADP har över 25 miljarder dollar i kundmedel i sin balansräkning). Dessutom har USA:s skattereform och återköp av egna aktier ökat vinsten per aktie.

Kursuppgången har alltså inte berott på att värderingen har stigit, men värderingen är fortsatt hög. Jag var orolig redan senast då P/E-talet var 30x. Nu är ADP:s P/E-tal 31x, beräknat på senaste 12 månaders justerade resultat.

Men å andra sidan – varför inte? ADP är ett exceptionellt kvalitativt bolag. Det sköter löneberäkningen för sina 740 000 kunders över 40 miljoner arbetstagar år in och år ut. Över 90 % av kunderna fortsätter årligen. Marginalerna är höga och mycket stabila och balansen är i mycket bra skick. Trots att bolaget är en klar marknadsledare fortsätter det växa i USA och har en nästan otappad potential internationellt. Ledningen har alltid valts inifrån och bolaget har aldrig behövt göra några spektakulära företagsköp.

Mot den här bakgrunden är det lite underligt att ADP hamnade i aktivistfonden Pershing Squares tänder 2017. Eller media kallar ju dessa fonder för aktivister, jag kallar dem bråkmakare. Deras motiv brukar vara att väljas in i styrelsen, göra kortsiktiga åtgärder för att förbättra resultatet och sedan sälja bolaget till en industriell köpare. Eller bråka såpass mycket att någon köper ut dem till överpris bara för att säkra arbetsfreden. Denna typ av verksamhet fanns redan på 1980-talet och kallades då för greenmail, eller grönutpressning. För de nyare generationerna kanske det är nyttigt att berätta att "grön" i detta sammanhang inte har något med naturen att göra, utan det hänvisar endast till färgen på sedlarna i USA.

Som tur var så uppnådde Pershing Square inte sina mål, utan sålde sina aktier och gick vidare till att bråka med något annat bolag. Kanske ADP:s styrelse fick några idéer av denna episod gällande hur bolaget kan utvecklas? Hursom helst var processen lång och dyr, och det faktum att den inte just alls inverkar på ADP:s affärsverksamhet är väl ett bättre bevis på hur stark affärsverksamheten faktiskt är än vad jag ovan kunde berätta.

Efter den kraftiga kursuppgången väger ADP nu hela 5,2 % i vår portfölj. Det kanske är något för mycket, men jag har åtminstone inte ännu velat sälja aktier i detta bolag, som är ett av våra absolut starkaste.