

Seligson & Co Phoebus

Kvartalsrapport Q1 / 2020

PHOEBUS OCH JÄMFÖRELSEINDEX

10.10.2001 - 31.3.2020

andelens värde



AVKASTNING OCH RISK

31.3.2020

	FONDEN		JÄMFÖRELSEINDEX	
	Avkastning	Volatilitet	Avkastning	Volatilitet
3 mån.	-19,59 %	30,67 %	-19,65 %	31,54 %
1 år	-9,68 %	17,67 %	-11,54 %	17,78 %
3 år	2,66 %	12,90 %	0,41 %	12,81 %
5 år	14,78 %	13,01 %	14,20 %	12,99 %
10 år	107,23 %	13,00 %	102,03 %	14,36 %
Från startdatum	448,02 %	14,02 %	307,78 %	15,67 %
Från startdatum per annum	9,64 %		7,90 %	

KOSTNADER, NYCKELTAL

1.4.2019-31.3.2020

Årliga avgifter	0,75 %
Avkastningsbunden provision	0,03 %
Transaktionskostnader	0,00 %
Totalkostnadsandel (TKA)	0,78 %
Portföljens omsättningshastighet	-12,07 %
Tracking error	0,00 %
Förmedlingsarvodena betalda till företag inom samma koncern	9,72 %
Storlek	49 803 654 €
Närkretsens ägarandel (31.3.2020)	9,17 %

“Många tycker att detta är utan motstycke, för att de själva aldrig har upplevt något liknande.”

VÄRDEPAPPERSPLACERINGAR 31.3.2020

	Antal aktier	Aktiekurs valuta	euro	Marknads- värde EUR	Andel av fonden
Fortum	180000		13,55	2 438 100	4,9%
Vaisala	87676		26,50	2 323 414	4,7%
Lassila & Tikanoja	166021		11,74	1 949 087	3,9%
Tikkurila	182000		10,30	1 874 600	3,8%
Nokian Tyres	72000		21,12	1 520 640	3,1%
TietoEVRY	73000		20,02	1 461 460	2,9%
Exel Composites	290000		3,90	1 131 000	2,3%
Oriola A & B	520000		1,73	901 859	1,8%
Konecranes	56000		15,79	884 240	1,8%
Inhemska aktier				14 484 400	29,1%
Air Liquide	40671	114,15	114,15	4 642 595	9,3%
Costco	11500	291,12	266,06	3 059 660	6,1%
Fastenal	100000	31,79	29,05	2 905 319	5,8%
Progressive	40000	76,18	69,62	2 784 866	5,6%
Automatic Data Processing	19500	137,82	125,96	2 456 123	4,9%
Sandvik	185000	140,70	12,70	2 350 251	4,7%
Handelsbanken A	285000	81,92	7,40	2 108 061	4,2%
Strategic Education	16000	140,11	128,05	2 048 766	4,1%
Novozymes	46600	314,70	42,14	1 963 609	3,9%
John Deere	12000	141,01	128,87	1 546 445	3,1%
Tractor Supply	19000	85,55	78,18	1 485 515	3,0%
O'Reilly Automotive	5000	318,06	290,68	1 453 391	2,9%
TFF Group	52000	23,00	23,00	1 196 000	2,4%
Brembo	150000	6,81	6,81	1 021 500	2,1%
Hennes & Mauritz	57800	128,22	11,58	669 163	1,3%
HHLA	50000	12,62	12,62	631 000	1,3%
Harley-Davidson	34000	17,91	16,37	556 516	1,1%
Utländska aktier				32 878 780	66,0%
SUMMA aktier				47 363 179	95,1%
Nettokassa				2 440 475	4,9%
FONDENS VÄRDE				49 803 654	100,0%
Antal andelar (A-korrigerat)				908 801,11	
Värde per A-andel				54,8015	

FONDENS UTVECKLING

Coronakrisen gjorde det första kvartalet till Phoebus nästsämsta hittills. Vårt jämförelseindex sjönk med -19,7 % och Phoebus sjönk -19,6 %. Sedan start har Phoebus avkastat +448,0 % och jämförelseindexet +307,8 %.

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

Årets början präglades av aktiv handel. Det berodde inte på coronakrisen, utan på att vår blandfond Pharos i januari löste in sitt ägande på 1,8 m€ i Phoebus. Jag minskade därför ett antal av våra placeringar, främst i våra amerikanska bolag (Costco, Strategic Education, Progressive, ADP, Deere, Sandvik, Fastenal) för 1,4 m€. Dessutom måste jag i mars motvilligt minska vårt ägande i Air Liquide med 180 t€ för att aktien hade överstigit 10 % av portföljen. Jag köpte också aktier i Nokian Tyres, Tikkurila och Novozymes för 113 t€.

Vi fick 372 t€ i dividender och de övriga ägarna utom Pharos placerade netto 318 t€ nya pengar i fonden. Vår kassa ökade därför lite och uppgick i slutet av mars till 4,9 % av fondens värde (3,8 % vid årsskiftet). Det är en ganska normal nivå och speciellt nu då marknaden svänger så mycket från dag till dag vill jag helst sköta eventuella inlösningar från kassan.

CORONAKRISENS EFFEKTER

Efter en lång börsuppgång kan jag förstå att många är chockade av det senaste kursfallet. Men det hör ju till börsens natur att den inte alltid stiger, ibland sjunker den också. Av en eller annan orsak – men orsaken är alltid en överraskning!

I media läser vi nu att läget är "utan motstycke", liksom i finanskrisen 2008-09. Det stämmer inte. Därför upprepar jag vad jag sade i mars 2009, då aktiemarknaden var på botten. Jag lånade då Capital Groups VD Jim Fullertons tal från november 1974. "Många tycker att detta är utan motstycke, för att de själva aldrig har upplevt något liknande".

Det bästa sättet att garantera en god avkastning på lång sikt är att förbli rationell i kristider. Det betyder tre saker: att följa med fakta (inte rykten eller prognoser), att behålla ett sinne för proportioner, samt att bibehålla sin handlingskraft och inte förlamas (men samtidigt att inte handla i onödan). Lättare sagt än gjort – jag vet det!

Utan att alls underskatta coronavirusets allvar så är det skäl att i sinne för proportioner minnas de två värsta pandemierna efter världskriget. Hong Kong –flunssan 1968-69 och Asien – flunssan 1957-58 dödade 1-2 miljoner människor, vilket med dagens befolkning motsvarar 2-5 miljoner. Ingendera hade någon större ekonomisk effekt och båda försvann snabbt.

Coronakrisen kommer säkert att ha en större effekt på ekonomin pga politikernas kraftiga agerande. Idag frågar vi väl oss alla 1) vilka effekter har detta på ekonomin?; 2) vilka effekter har detta på olika börsbolag?; och 3) vad borde vi göra nu?

ATT LEVA MED OSÄKERHET

De två första frågorna kan vi inte just nu besvara med hjälp av fakta. Det gör många oroliga. Men osäkerhet hör faktiskt till varje kris – finns det inte osäkerhet så finns det inga kriser heller! Den dimmiga bilden av framtiden är alltså inte heller ny eller utan motstycke.

Den tredje frågan är däremot lätt att besvara. Om man tidigare har agerat vettigt och diversifierat sina placeringar i olika länder och olika branscher, och om man dessutom har satt åt sidan en riskfritt placerad reservkassa, som täcker eventuella oförutsedda utgifter, så behöver man inte just nu göra något alls. Åtminstone för mig själv funkar strutsförsvaret bäst i dessa tider – jag bara kör huvudet i sanden (figurativt) för en stund.

De där råden är för övrigt bestående. Ingen skillnad om det är goda eller dåliga tider.

Som Phoebus ägare kan vi vara ganska nöjda att de flesta av våra bolag är mer lönsamma än sina konkurrenter, har en starkare balansräkning och en duktig företagsledning. Världen kommer nog inte till en ände i denna kris heller. Tvärtom så har våra bra bolag nu ett ypperligt tillfälle att stärka sina positioner, då konkurrenterna måste skära kostnader, förhandla med bankerna och de sämsta kanske till och med försvinner från marknaden.

I kriser sjunker ofta bolagens aktiekurser mer än deras verkliga värden. Borde man nu köpa mer av fina bolags aktier vet jag inte – ingen vet det – men åtminstone är det bättre nu än tidigare att gradvis öka på sina aktieplaceringar, ifall den egna ekonomin tillåter det. För kursnedgången innebär ju att den framtida avkastningsförväntningen stiger.

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



När jag senast presenterade vår däckstillverkare

Nokian Tyres i

rapporten 4/2016 undrade jag varför bolagets ledningsproblem, dess dåliga resultatutveckling och att det blev fast för att ha manipulerat däcksktest inte hade påverkat aktiekursen mera? Men jag sålde inte några aktier.

Ibland borde jag lyssna mer på mig själv. Efter det har Nokian Tyres avkastat -27 % samtidigt som Phoebus har avkastat +5 % och vårt jämförelseindex +5 %. Jämfört med verksamhetens dåliga utveckling är den dåliga avkastningen ingen överraskning. Omsättningen har visserligen på tre år stigit med +15 %, men rörelseresultatet bara +2 %. Vinsten per aktie har sjunkit med -3 %. Och redan före coronakrisen berättade bolaget att i år blir ännu sämre.

Vad förklarar att ett kvalitetsbolag går så dåligt? Visste jag det skulle placeras vara enkelt. Jag ser många olika orsaker: Bilindustrins recession, en dålig vinter, investeringarna i en ny fabrik i USA, alltför många externa rekryteringar under den nya VD:n, samt en brist på marknadsföring och produktutveckling.

Av dessa är de tre första inte farliga. Konjunkturer kommer och går, liksom vintrar. Man bör investera i framtiden. Men de två andra kunde vara ett större problem. Rekryteringar, marknadsföring och produktutveckling är ju något som bolaget själv kan påverka. Så om de inte fungerar kunde det vara ett tecken på dåligt ledarskap. Det kan jag inte ännu bedöma och jag vet inte vilken roll de spelar i den usla resultatutvecklingen.

I tidigare recessioner har bolaget alltid introducerat nya produkter, som hjälper att hålla försäljningen trots att kundernas lager är fulla. Den här gången har så inte skett. Orsaken torde delvis vara att då bolaget blev ertappat med att ha manipulerat däckstester så täcks man kanske inte i marknadsföringen förlita sig på testresultat liksom tidigare. Men "strutsstrategin" som jag själv tillämpar i placeras funkade inte bra i marknadsföring.

Rekryteringarna kan vara ett ännu större misstag. Av ledningsgruppens 13 medlemmar har 9 rekryterats utifrån de senaste åren. De bästa bolagen brukar rekrytera internt – och det finns en bra orsak - man vill ju erbjuda duktiga människor en möjlighet att avancera, och företags kultur diluterar inte om nya ledare har jobbat i bolaget i årtal. Om man inte hittar nya ledare i ett kvalitetsbolag med 4700 anställda så antingen vill man inte eller så kan man inte söka.

Men allt dethär betyder inte att jag skulle ha tappat min tro på bolaget. Nokian Tyres är fortfarande en av de ledande leverantörerna av vinterdäck i världen och bolagets position på sina huvudmarknader i Norden och Ryssland är utomordentlig. Hur bolaget lyckas utnyttja detta på sina nya marknader i Centraleuropa och USA återstår att se.

Med sin nuvarande värdering är Nokian Tyres faktiskt ganska intressant. Beräknat på fjolårets justerade resultat är P/E-talet efter kursnedgången bara 12,0x. För ett kvalitetsbolag är det exceptionellt lågt. Aktien väger idag bara 3,1 % i vår portfölj och jag skulle snarare öka än minska på vikten.



Jag presenterade också vårt amerikanska industritillbehörs-

bolag Fastenal i rapporten 4/2016. Bolaget hade just då schabblat bort ett ledningsbyte, men snabbt reagerat på sitt misstag. Jag var ganska säker på att Dan Florness, som hade jobbat 20 år för bolaget, skulle få det tillbaka på tillväxtpåret igen.

Just så skedde också. På tre år har Fastenals omsättning vuxit med +35 % (varav bara +1 % med företagsköp), rörelseresultatet med +33 % och vinsten per aktie med hela +59 % pga en lägre skattesats. Detta trots att Fastenal har stängt 289 eller 16 % av sina butiker, Istället har man öppnat 713 försäljningsställen hos kunderna.

På tre år har Fastenal också installerat över 27 000 försäljningsautomater (+43 %) hos sina kunder. De som följer TV-serien Fast 'n Loud, som berättar om ett litet garage i Texas som heter Gas Monkey, har kanske sett Fastenals blåa lådor invid garagens väggar.

Automater hos mindre kunder och försäljningsställen hos större kunder har samma funktion. Genom att komma till kunden kan Fastenal spara kundens tid och pengar, då den inte behöver komma till butiken. Samtidigt får Fastenal en större del av inköpen, så båda vinner. Det är ett bra exempel på hur en specialiserad detaljhandel kan svara på näthandels konkurrens på ett sätt som även de bästa näthandlarna inte klarar av. Det är inte helt slumpmässigt som Fastenals motto är "Growth Through Customer Service".

Fastenal är också ett exempel på bra kommunikation. Om ni läser bara en årsberättelse, läs Fastenals. Bolaget har alltid berättat logiskt om sina mål och hur de kommer att uppnås. Under Dan Florness tid har detta accentuerats, och jag har inte träffat på något bolag i världen som skulle kommunicera klarare än vad Fastenal gör.

Verksamhetens goda utveckling har givetvis synts i aktiekursen. Trots att aktien i coronakrisen har sjunkit med -18 % så har den på tre år i euro inklusive dividender avkastat +40 % samtidigt som Phoebus har avkastat +5 % och jämförelseindexet +5 %. P/E-talet, som senast då jag presenterade bolaget var 27,4x är nu bara 23,1x, beräknat på förra årets resultat. Det är minst skäligt för ett såhär bra bolag, kanske faktiskt billigt.

Det finns nämligen utrymme att växa. Bara i Nordamerika är marknaden cirka 140 miljarder dollar, av vilket Fastenals andel är under 4 %. Bolaget expanderar nu även till andra marknader, men av dess försäljningsställen är än så länge bara 3 % utanför Nordamerika. Jag ser ingen orsak varför Fastenal inte skulle klara sig lika bra utomlands som hemma.

Tack vare den goda kursutvecklingen väger Fastenal nu 5,8 % i vår portfölj, trots att det hörde till de bolag vars vikt jag minskade i januari, då Pharos gjorde sin stora inlösning. Det berodde dels på Phoebus diversifieringsregler och dels på att jag då tyckte att aktien var lite för dyr. Det tycker jag inte längre, och jag är nöjd med vår nuvarande position.