

Seligson & Co Phoebus

Kvartalsrapport Q1 / 2021

PHOEBUS OCH JÄMFÖRELSEINDEX
10.10.2001 - 31.3.2021



AVKASTNING OCH RISK

FONDEN

JÄMFÖRELSEINDEX

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

31.3.2021

	Avkastning	Volatilitet	Avkastning	Volatilitet
3 mån.	11,21 %	10,67 %	9,31 %	10,89 %
1 år	49,79 %	14,92 %	52,03 %	14,24 %
3 år	49,99 %	14,58 %	44,71 %	14,43 %
5 år	84,51 %	12,90 %	86,49 %	12,69 %
10 år	169,19 %	13,07 %	169,02 %	14,25 %
Från startdatum	720,76 %	14,08 %	519,94 %	15,60 %
Från startdatum per annum	11,41 %		9,82 %	

KOSTNADER, NYCKELTAL

1.4.2020 - 31.3.2021

Årliga avgifter	0,75 %
Avkastningsbunden provision	0,02 %
Transaktionskostnader	0,02 %
Totalkostnadsandel (TKA)	0,79 %
Portföljens omsättningshastighet	4,39 %
Tracking error	7,81 %
Förmedlingsarvoden betalda till företag inom samma koncern	0,00 %
Närkretsens ägarandel (31.3.2021)	7,02 %
Storlek	96 471 181 €

"Vad är ett "kvalitetsbolag"?"

VÄRDEPAPPERSPLACERINGAR 31.3.2021

	Antal aktier	Aktiekurs valuta	euro	Marknads- värde EUR	Andel av fonden
Fortum	210000		22,68	4 762 800	4,9%
Nokian Tyres	135000		31,18	4 209 300	4,4%
Lassila & Tikanoja	255000		13,94	3 554 700	3,7%
TietoEVRY	115000		26,50	3 047 500	3,2%
Vaisala	87676		31,90	2 796 864	2,9%
Exel Composites	311348		8,62	2 683 820	2,8%
Konecranes	56000		37,90	2 122 400	2,2%
Oriola A & B	520000		2,06	1 071 305	1,1%
Inhemska aktier				24 248 689	25,1%
Air Liquide	52671	140,10	140,10	7 379 207	7,6%
Fastenal	120000	50,62	43,14	5 177 193	5,4%
Sandvik	220000	237,00	23,17	5 097 671	5,3%
Handelsbanken A	521000	95,24	9,31	4 851 297	5,0%
John Deere	15000	373,92	318,69	4 780 363	5,0%
Automatic Data Processing	27800	187,89	160,14	4 451 838	4,6%
O'Reilly Automotive	9500	509,13	433,93	4 122 334	4,3%
Costco	12500	349,75	298,09	3 726 136	3,9%
Progressive	45000	95,55	81,44	3 664 664	3,8%
Tractor Supply	23000	177,05	150,90	3 470 681	3,6%
Novozymes	57100	406,20	54,62	3 118 566	3,2%
Orkla	300000	83,84	8,39	2 517 138	2,6%
TFF Group	80000	30,40	30,40	2 432 000	2,5%
Brembo	210000	10,70	10,70	2 247 000	2,3%
Strategic Education	25000	91,01	77,57	1 939 189	2,0%
Harley-Davidson	60000	37,53	31,99	1 919 202	2,0%
HHLA	80000	19,22	19,22	1 537 600	1,6%
Hennes & Mauritz	72800	197,95	19,35	1 408 924	1,5%
Utländska aktier				63 841 004	66,2%
SUMMA aktier				88 089 693	91,3%
Nettokassa				8 381 488	8,7%
FONDENS VÄRDE				96 471 181	100,0%
Antal andelar (A-korrigerat)				1 175 394,63	
Värde per A-andel				82,0756	

FONDENS UTVECKLING

Aktiemarknaden var fortsatt pigg i början av året trots att vaccineringarna inte framskred lika bra i EU som i övriga utvecklade länder. Phoebus jämförelseindex steg med +9,3 % och fonden med hela +11,2 %. Överavkastningen berodde till stor del på Tikkurila, men å andra sidan tärde den stora kassan som kom från försäljningen av Tikkurila lite på vår avkastning.

Sedan starten har Phoebus avkastat +720,8 % och jämförelseindexet +519,9 %.

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 sålde i början av året alla våra aktier i Tikkurila i många poster för att minska på risken. Efter att PPG höjde sitt bud sålde jag 45 %, efter Akzo Nobels kontrabud ytterligare 13 % och efter PPG:s andra kontrabud resterande 42 %. Vi fick i medeltal 31,28 euro per aktie eller drygt 7,4 m€, vilket jag är nöjd med.

Dessutom fick fonden 850 t€ i dividender och 1,95 m€ i nya placeringar från ägarna. Jag köpte aktier för 7,0 m€ med norska Orkla som nytt bolag (mer om det nedan) och dessutom fler aktier i 13 av våra gamla bolag.

Vår kassa ökade ändå och var i slutet av mars 8,7 % av fondens värde. Det är alldeles för mycket så jag fortsätter att gradvis köpa aktier i våra bolag, liksom tidigare.

I nuvarande marknadsläge skulle jag kanske hellre vara lite försiktig än alltför girig? Men å andra sidan vet jag inte mer om den framtida marknadsutvecklingen än någon annan heller.

VAD ÄR ETT "KVALITETSBOLAG"?

Det blev till slut en budstrid om Tikkurila, som höjde det första budet med hela 36 %. Många har undrat över detta och frågat mig om det är normalt? I de bästa bolagen är det nog inte helt ovanligt. Men vilka är de här "bästa" bolagen och hur kan man identifiera dem?

Själv brukar jag ofta som måttstock fråga mig om jag skulle vilja äga hela bolaget, ifall jag hade råd med det (utan att ta ställning till värderingen)? Beträffande Tikkurila berättade jag i Phoebus (finskspråkiga) blogg i september 2017 att jag gärna skulle äga hela bolaget. Det ville många andra tydligen också, åtminstone PPG och Akzo Nobel.

Varför då? Själv tänker jag så, att om jag köpte ett helt bolag så skulle jag vilja vara mycket säker på att det hålls lönsamt i tiotals år utan några magiska trick. I goda och dåliga tider, så att jag inte behöver placera mer pengar i bolaget utan istället varje år kan lyfta dividender som gradvis ökar över tiden.

Bolaget bör därför på något sätt vara starkare än sina konkurrenter och dess konkurrensfördelar bör vara långvariga.

I Tikkurila liksom i andra konsumentvarubolag kommer konkurrensfördelarna från varumärket och distributionen. En ledande marknadsställning, liksom Tikkurila har i Finland, Sverige och Ryssland, bygger på en kännedom om varumärket och en distributionstäckning som har tagit tiotals år att bygga upp. De är inte lätta för konkurrenterna att köra över, ifall inte bolag själv gör bort sig. I andra branscher är konkurrensfördelarna annorlunda, men alla de bästa bolagen har någon bestående fördel.

En stabil lönsamhet som är bättre än konkurrenternas och har fortgått i årtal brukar vara det bästa tecknet på att bolaget har någon bestående konkurrensfördel. Jag vill också se en stark balansräkning. Om jag äger hela bolaget så är ju bolagets pengar i sista hand mina pengar. Om jag skuldsätter mitt bolag för att skenbart få en bättre avkastning på det egna kapitalet så behöver jag som ägare i motsvarande mån ha en större reservkassa, för att kunna kapitalisera bolaget i dåliga tider. Så skulden ger ingen egentlig nytta åt mig som ägare. Och då ledningen inte behöver förhandla med banken kan den koncentrera sig på affärsverksamheten.

Så vilka av Phoebus bolag skulle jag vilja äga helt? Åtminstone Air Liquide, Fastenal, ADP, Nokian Tyres, O'Reilly, Vaisala, Novozymes, Orkla, TFF Group och HHLA är sådana. Även de flesta av Phoebus övriga bolag är åtminstone nästan sådana, men det är inte helt lätt att hitta överlägsen kvalitet, trots att det finns över 40 000 listade bolag i världen. Så ibland behöver jag göra små kompromisser.

Kvaliteten avgör i sig givetvis inte placeringens lönsamhet, utan även inköpspriset har betydelse. Dess betydelse är dock mindre ju längre placeringshorisonten är. Om jag köpte ett helt bolag skulle min placeringshorisont rimligtvis vara tiotals år, så kvaliteten är mycket mer avgörande än priset. Men båda har betydelse.

Det här tänkesättet är självklart för industriella placerare och det förklarar varför det kan uppstå budstrider om just de bästa bolagen, liksom Tikkurila. För alla aktieplaceringar är det inte lika självklart. Rena spekulanter är en sak för sig, men även många framgångsrika entreprenörer som jag känner upplever aktiemarknaden som ett "spel", trots att de garanterat inte ser sina industriella företagsköp annorlunda än jag. Kanske det beror på att vi på börsen varje dag ser ett pris för våra aktier, till skillnad från aktierna i de bolag vi äger helt?

En aktie är en del av ett bolag och ingen lotterikupong. Så vi bör givetvis logiskt tänkt förhålla oss till att köpa en aktie precis som vi gör till att köpa ett helt bolag. Så gör jag åtminstone, och det är en av Phoebus stöttepelare, som inte kommer att förändras.

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



Efter försäljningen av Tikkurila behövde Phoebeus minst en ny placering. Det är kanske lite ironiskt att jag fastnade just för norska Orkla, som äger 42,6 % av målfärgsbolaget Jotun, som är en av Tikkurilas större konkurrenter i Sverige.

Men Orkla är mycket annat också. I Finland känner vi kanske bolaget bäst genom Taffels chips, Abbas och Ahtis sill, Felix konserver, Grandiosas fryspizzor, Salvequicks plåster och Jordans tandborstar, samt Kotipizza. Finland utgör mindre än 10 % av Orklas omsättning, Norden tillsammans ungefär 75 %.

Så Orkla är ett varumärkeshus. Det uppdelar sin verksamhet i fem segment: mat, sötsaker och snacks, hälsoprodukter, ingredienser och "konsumentplaceringar" dit Kotipizza hör. Dessutom äger det en stor del av Jotun och vattenkraft och fastigheter i Norge.

Bolaget är ingen ny bekantskap för mig utan jag har följt det i 30 år. Tidigare var jag inte så ivrig, för det hade en halvdålig cellulosaverksamhet och en stor aktieportfölj. Men strategin har utvecklats över åren och Orkla har sålt många av sina sämre verksamheter och koncentrerat sig på den starka konsumentvaruverksamheten.

Dess underligaste ägande är idag vattenkraften. Dess värde torde vara cirka 5 miljarder norska kronor, som ungefär motsvarar Orklas nettoskuld. Så det skuldfria Orklas P/E-tal på fjolårets resultat (utan engångsposter) är cirka 16,6x. Men bara Orklas andel av Jotun skulle med den värdering som PPG betalade för Tikkurila vara 35 miljarder kronor. Utan "köppremie" torde det ändå vara minst 25 miljarder, eller 30 % av Orklas marknadsvärde på 84 miljarder.

Således värderas de övriga varumärkesverksamheterna till knappt 60 miljarder kronor. I fjol gjorde de med 47 miljarder i omsättning 5,4 miljarder i rörelseresultat. EV/EBIT är alltså cirka 11x, som för en så här stabil och lönsam verksamhet är minst skäligt.

Orklas största risk – och samtidigt kanske största potential – är dess nya ledning. Förra maj anställdes Jaan Ivar Semlisch utifrån som ny VD. Han berättar att strategin inte kommer att förändras men att portföljen förenklas för att öka effektiviteten. Låter vettigt tycker jag.

Ändå var det nyaste företagsköpet lite underligt. Orkla betalade i februari hela 16,5x driftsbidraget för NutraQ, som vi i Finland känner bäst för Vitae Pro –naturpreparaten. Förutom att priset var högt så har Orkla sedan tidigare ingen direktförsäljning till konsumenter, utan strategin har varit att expandera i dagligvaruhandeln.

Men å andra sidan så kommer nog inte strategin att förändras bara på grund av en ny VD, för Orkla har en klar ägare. Stein-Erik Hagen, som grundade den framgångsrika butikskedjan Rimi, köpte 2005 ungefär 25 % av Orkla. Så han leder i sista hand orkestern.

Orklas vikt i vår portfölj är än så länge bara 2,6 % men liksom oftast med nya bolag så vill jag börja gradvis och se om jag har tänkt rätt.



Jag presenterade senast vårt vuxenutbildningsbolag Strategic Education (SEI) för drygt tre år sedan i rapporten 4/2017, då bolaget just hade beslutat fusionera sig med konkurrenten Capella Education. Jag sade att – trots att jag inte gillar stora företagsköp – jag tyckte att affären verkade vettig.

Ända till förra sommaren hade jag rätt. I juli 2020 hade kursen sigit med hela 83 % till 165 dollar. Men sedan kraschade den, och var i början av mars 2021 bara 78 dollar. Så vad hände? Kort sagt tre saker: Corona, ett företagsköp och valen i USA.

Antalet studerande hos SEI brukar korrelera med arbetstillfällena. Även om man kanske kunde tänka att en arbetslös skulle vilja omskola sig så funkar det inte så. En undergraduate degree kostar cirka 40 000 dollar och som arbetslös vill man inte ha sådana skulder. Coronan inverkar därför mest på SEI:s studerande, som ofta har billiga jobb i servicebranschen (restauranger etc). Därför sjönk Strayer Universitys antal studerande med -5 % andra halvåret (Capella, som erbjuder högre utbildning klarade sig bättre). Branschens antal studerande sjönk -4 %. Men läget blir nog bättre igen efter coronakrisen.

I juli i fjol köpte SEI Torrens University, som är den enda privatfinansierade högskolan i Australien, för 660 miljoner dollar. Jag (och marknaden) tyckte affären strategiskt var lite udda – SEI hade ju aldrig tidigare haft ambitioner utanför USA. Affären finansierades delvis med en emission på 220 miljoner, där teckningspriset måste sänkas ända till 100 dollar. Men förvärvspriset var inte oskäligt (11,8x driftsbidraget) och SEI berättade att de följer ett halvdussin ledande skolor i världen, som de kunde tänka sig köpa, vilket låter vettigt. Torrens var en av dem och kom till salu på grund av förra ägarens problem. Efter köpet är SEI fortfarande skuldfritt, så kanske även detta till slut blir bra.

Den tredje orsaken till kursnedgången var demokraternas seger i valen i USA. Traditionellt har republikanerna gillat privata skolor och demokraterna reglerat dem, vilket var speciellt tydligt under Obamas regim. Marknaden tycker därför att demokraterna är illa för privata skolor. Jag är lite mer optimistisk – sköter man sig bra så har politiken mindre betydelse.

Styrelsens ordförande Robert Silberman med sina trupper har tycker jag skött SEI mycket bra redan i 20 år. Vi har ägt bolaget i 10 år och det har varit en av våra sämsta placeringar men trots det tycker jag att Silberman är en utomordentlig företagsledare. Läs hans brev till aktieägarna för 2020 så kan ni bedöma själv – det är öppet, klart och logiskt. Och absolut inte skrivet av någon mediakonsult.

Trots att jag i början av mars ökade vårt ägande i SEI med en fjärdedel så väger bolaget bara 2,0 % i vår portfölj. Jag tycker aktien är undervärderad (P/E-talet är 13,6x) men jag vill inte slåss mot vindmüllorna. Då marknaden säger att jag har fel är det ofta sant. Men då det inte är sant ger det våra största möjligheter. Så där har portföljförvaltaren något att balansera!