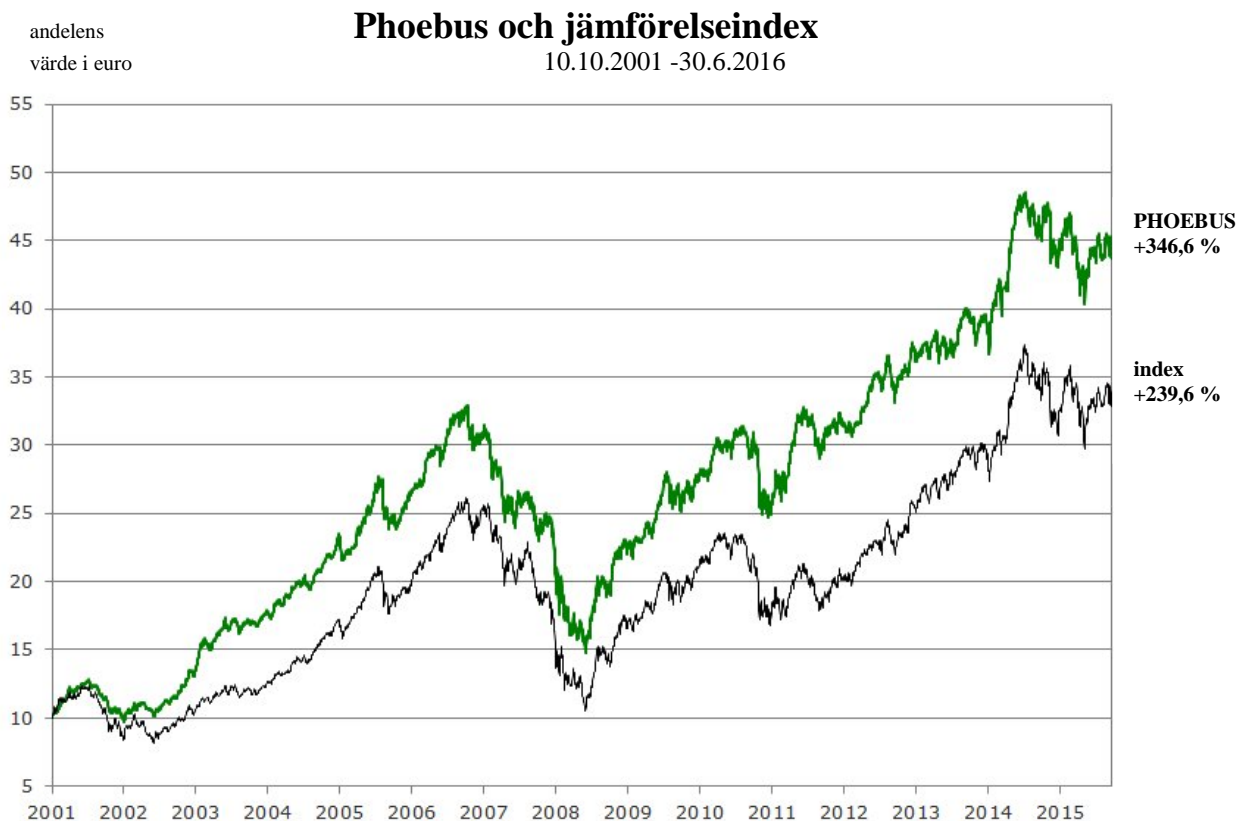


# Seligson & Co Phoebus

## Kvartalsrapport Q2 / 2016



#### AVKASTNING OCH RISK

30.6.2016

	FONDEN		JÄMFÖRELSEINDEX	
	Avkastning	Volatilitet	Avkastning	Volatilitet
3 mån.	0,41 %	12,85 %	2,15 %	14,65 %
Från årets början	-1,00 %	16,41 %	-1,57 %	16,11 %
1 år	-1,37 %	15,67 %	-0,28 %	16,04 %
3 år	31,31 %	12,17 %	51,34 %	13,09 %
5 år	49,42 %	13,35 %	57,04 %	15,69 %
10 år	79,79 %	15,87 %	79,85 %	17,59 %
Från startdatum	346,65 %	14,44 %	239,58 %	16,46 %
Från startdatum per annum	10,69 %		8,65 %	

#### KOSTNADER, NYCKELTAL

1.7.2015 -  
30.6.2016

Årliga avgifter	0,75 %
Avkastningsbunden provision	0,00 %
Transaktionskostnader	0,07 %
Totalkostnadsandel (TKA)	0,82 %
Portföljens omsättningshastighet	-0,34 %
Tracking error	6,83 %
Förmedlingsarvoden betalda till företag inom samma koncern	0,00 %
Storlek	37 783 743 €
Närkretsens ägarandel (30.6.2016)	9,91 %

“Många har frågat mig vad Brexit betyder för Phoebus. För min placeringsverksamhet betyder det faktiskt ingenting.”

## VÄRDEPAPPERSPLACERINGAR 30.6.2016

	<b>Antal aktier</b>	<b>Aktiekurs valuta</b>	<b>euro</b>	<b>Marknads- värde EUR</b>	<b>Andel av fonden</b>
Fortum	225000		14,35	3 228 750	8,5%
Lassila & Tikanoja	137000		16,74	2 293 380	6,1%
Nokian Tyres	57000		31,98	1 822 860	4,8%
Tikkurila	110000		16,19	1 780 900	4,7%
Oriola-KD B	400000		4,05	1 620 000	4,3%
Tieto	64000		24,29	1 554 560	4,1%
Konecranes	54000		22,71	1 226 340	3,2%
Vaisala	43838		27,76	1 216 943	3,2%
Exel Composites	165000		4,84	798 600	2,1%
Stockmann B	76000		5,23	397 100	1,1%
<b>Inhemska aktier</b>				<b>15 939 433</b>	<b>42,2%</b>
Air Liquide	26099	92,84	92,84	2 423 031	6,4%
Handelsbanken A	200000	101,00	10,72	2 144 214	5,7%
Costco	14000	157,08	140,98	1 973 721	5,2%
Sandvik	191000	83,15	8,83	1 685 825	4,5%
Automatic Data Processing	20600	89,13	79,99	1 647 889	4,4%
Fastenal	41500	43,44	38,99	1 617 986	4,3%
Hennes & Mauritz	52800	246,20	26,13	1 379 872	3,7%
Progressive	47000	32,64	29,29	1 376 844	3,6%
Harley-Davidson	31000	44,33	39,79	1 233 378	3,3%
Tractor Supply	14000	95,17	85,42	1 195 818	3,2%
TFF Group	12000	90,80	90,80	1 089 600	2,9%
Strayer Education	16000	46,74	41,95	671 190	1,8%
HHLA	40000	13,32	13,32	532 600	1,4%
<b>Utländska aktier</b>				<b>18 971 969</b>	<b>50,2%</b>
<b>SUMMA aktier</b>				<b>34 911 402</b>	<b>92,4%</b>
<b>Nettokassa</b>				<b>2 872 341</b>	<b>7,6%</b>
<b>FONDENS VÄRDE</b>				<b>37 783 743</b>	<b>100,0%</b>
Antal andelar (A-korrigerat)				845 943,11	
<b>Värde per A-andel</b>				<b>44,6646</b>	

## FONDENS UTVECKLING

Aktiemarknaden betedde sig under det andra kvartalet ungefär som under det första, svängningarna var stora men till slut hände det inte så mycket. Vårt jämförelseindex steg med 2,2 % och Phoebus steg med 0,4 %. Från årets början har Phoebus sjunkit med -1,0 % och indexet med -1,6 %.

Sedan starten har Phoebus avkastat 346,6 % och jämförelseindexet 239,6 %.

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 andra kvartalet fler aktier i ett antal bolag för 680 000 euro (Air Liquide, L&T, Tikkurila, Fastenal, Fortum, SHB, H&M, Sandvik, Vaisala och Exel Composites).

Phoebus fick 623 t i dividender och kunderna placerade netto 433 t€ nya pengar i fonden så efter aktieköpen uppgick vår kassa i slutet av kvartalet till 7,6 % av fondens värde. Det är lite för mycket och jag kommer gradvis att köpa till aktier. En knapp procentenhet av kassan är öronmärkt för att delta i Air Liquides kommande nyemission i september-oktober.

## PHOEBUS OCH BREXIT

Det senaste veckornas stora samtalsämne har varit Storbritanniens eventuella utträde ur EU och många har frågat mig vad Brexit betyder för Phoebus. För min placeringsverksamhet betyder det faktiskt ingenting.

Vi vet inte ännu hur eller när britterna utträder eller om de ens gör det. Och ett utträde ur EU betyder knappast något slut på det ekonomiska samarbetet - grannar har en tendens att försöka upprätthålla goda affärskontakter (såsom Peter Coy skriver i en ypperlig artikel i *Bloomberg BusinessWeek*<sup>1</sup>). Visst är ju Norge med i EES och Schweiz i EFTA trots att de inte hör till EU. Och även om jag kunde gissa vad som kommer att hända med EU:s och Storbritanniens ekonomier så skulle jag inte ha en aning om hur det påverkar aktiemarknaden.

Politik har mindre betydelse för ekonomin än de flesta tror och ekonomisk tillväxt har mindre betydelse för aktiemarknaden är de flesta tror. Bolag är inte statiska kreatur, utan de anpassar sig till rådande förhållanden (ungefär som naturen anpassar sig).

Vad betyder då Brexit på företagsnivå? Av bolagen i vår portfölj har endast Handelsbanken betydande verksamhet i Storbritannien. Där, liksom på sina övriga hemmamarknader, verkar banken som en lokalbank, så huruvida britterna hör till EU eller ej är inte så relevant för SHB. Läget kan vara ett annat för de brittiska investeringsbanker som vill sälja sina tjänster i hela Europa och kanske blir tvungna att flytta en del av sin verksamhet till Irland eller annanstans.

För våra finska bolag har Brexit någon större betydelse endast ifall att det bara skulle vara ett första steg till att EU helt faller samman, vilket givetvis är möjligt men knappast särskilt sannolikt. Som Peter Coy noterar är eurovalutan den enda mekanismen inom EU som det inte finns några klara regler för att lämna. Men även om Italien eller Frankrike skulle följa britternas exempel och det skulle leda till en kollaps för euron, vilket väl är det sämsta tänkbara scenariot ur ett EU-perspektiv, ser jag ingen katastrof - ekonomierna klarar sig nog bra också med nationella valutor. Det utvisar ju till exempel Sverige och Danmark idag, eller hela EU-området under hela historien före de senaste 18 åren.

Jag kommer alltså att sköta vår portfölj precis som tidigare, oberoende av om Storbritannien hör till EU eller inte gör det.

## FÖRETAGSKÖPEN FORTSÄTTER

Fortum meddelade att de köper Ekokem för 700 m€. Det är alltså synd att jag sålde våra aktier i Ekokem för ett knappt år sedan för 90 euro då Fortum nu erbjuder 165 euro. Mitt beslut byggde på att Ekokem hade klåpat med sina företagsköp och att värderingen redan då enligt mitt tycke var hög (450 m€). Jag tycker fortfarande att beslutet var det rätta, trots att det i efterhand betraktat blev fel. Man skall inte placera på premisen att någon annan senare kommer att göra något ännu dummare (det är spekulation - inte placering).

För att strö ytterligare salt i såren så var det alltså just vår största placering (Fortum) som överbetalade för Ekokem. I Fortums storleksklass är ett överpris på ett par hundra miljoner inte avgörande - det sänker Fortums värde med cirka 20 cent per aktie - men det faktum att ledningen är färdig att förstöra aktionärsvärde för att få bolagets kassa placerad är inte något gott tecken. Vi får hoppas att Fortums nästa affärer är vettigare.

Om Fortum var en besvikelse så var jag istället nöjd över att Konecranes gav upp sitt försök att fusioneras med Terex och istället kom överens om att köpa endast de delar av Terex som bolaget egentligen ville ha. Nu behöver Konecranes ägare inte ge upp 60 % av bolaget till Terex ägare. Priset är visserligen fortfarande högt, men förutsättningarna för en lyckad integration förbättrades klart, då det nu tydligt är Konecranes som bestämmer. Vi behöver inte längre höra om någon "fusion mellan jämlika". Sådana existerar faktiskt inte på riktigt.

I skrivande stund går det rykten om att riskkapitalfonden KKR skulle bjuda 12 miljarder dollar för Harley-Davidson. Vi får se hur det går men jag skulle bli förvånad om H-D:s ägare sålde så billigt, trots att priset är 45 % över nivån innan ryktet började spridas.

Det är nämligen en stor skillnad om man betalar en hög premie för ett redan dyrt bolag (Ekokem) eller för ett hyfsat billigt bolag (H-D). För ägarna är det dock ofta allra bäst att man växer organiskt, så betalar man inga premier alls.

Anders Oldenburg, CFA  
portföljförvaltare  
[anders.oldenburg@seligson.fi](mailto:anders.oldenburg@seligson.fi)

<sup>1</sup> <http://www.bloomberg.com/news/features/2016-06-30/after-brexit-here-s-what-s-next-for-europe>



Jag lovade för tre år sedan i rapporten 2/2013 då jag senast presenterade vårt avfallshanterings- och fastighetsskötselbolag Lassila & Tikanoja att jag nästa gång skall försöka utvärdera den nye VD:n Pekka Ojanpääs prestationer. Alltså nu. Jag tycker Ojanpää har lyckats riktigt bra i sitt arbete.

Särskilt tydligt har det inte ännu syns i bolagets siffror - omsättningen har faktiskt sjunkit med -4 %. Men det beror på den svaga detaljhandeln och byggverksamheten i Finland samt lägre priser på återvinningsmaterial och är inte ledningens fel. Trots mindre volymer har rörelseresultatet korrigerat för engångsposter ökat med 12 % och nettoresultatet ökat med 25 %. Ledningen har alltså haft bra koll på kostnaderna.

Aktien har stigit med 23 %, alltså i takt med resultatet. Totalavkastningen har dock tack vare goda dividender varit hela 39 % samtidigt som Phoebus har avkastat 31 % och vårt jämförelseindex 51 %. Placeringen har alltså under den här perioden bidragit positivt till Phoebus utveckling.

Jag hade kanske förväntat mig lite större förändringar i L&T:s affärspportfölj. Ojanpää lyckades bli av med det djupt förlustbringande Recoil och sålde den lönsamma men udda rörelsen i Lettland. Däremot är Biowatti, städningrörelsen i Sverige och avfallshanteringen i Ryssland fortfarande delar av bolaget, trots att jag tycker att deras strategiska betydelse kan ifrågasättas. Men åtminstone är de nu lönsamma, vilket de inte var då Ojanpää började.

En mycket positiv sak är att L&T trots stora dividender har lyckats minska sin skuldsättning märkbart. Ännu 2011 hade bolaget 127 m€ i nettoskuld och gearingen (nettoskulden i förhållande till det egna kapitalet) var 60 %. Idag är nettoskulden endast 42 m€ och gearingen har sjunkit till 20 %. L&T:s styrelse sänkte i februari sitt gearingmål, vilket kanske kan ses som ett tecken på att bolaget även framöver vill hålla balansräkningen i skick.

Är det då inte tråkigt att äga ett bolag vars resultat är ungefär detsamma som för 10 år sedan och som inte verkar ha just någon tillväxt? Kanske lite, men bristen på tillväxt beror närmast på den anemiska finländska ekonomin, som nog fixar sig förr eller senare. I dagens läge tycker jag det är helt rätt beslut att prioritera lönsamheten framom att desperat försöka växa i en omgivning som inte tillåter det. Och L&T erbjuder idag en direktavkastning på cirka 5 % som faktiskt är mycket bra jämfört med räntor som är noll (eller negativa).

Vi bör också notera att avfallshantering och fastighetsskötsel inte är särskilt cykliska verksamheter, så L&T:s affärsrisk är lägre än genomsnittet. Nuförtiden är också bolagets finansiella risk lägre än genomsnittet. Och då ännu den "nya" ledningen har visat sig vara duktig är jag mycket nöjd med vår placering, speciellt som aktien är ganska lågt värderad. L&T är därför vår tredje största placering och väger 6,1 % i portföljen.



Att försäkra bilar kan kännas som en ganska tråkig och konkurrensutsatt verksamhet, men vissa är även där bättre än andra. Till de bästa i USA hör vårt portföljbolag Progressive. Då jag senast presenterade bolaget för 3,5 år sedan i rapporten 4/2012 hoppades jag att dess accelererande tillväxt i anknytning till en ganska lågt värderad aktie kunde innebära att placeringen skulle bli lönsam under de närmaste åren.

Så blev det också. Sedan senaste rapport har aktien stigit med 57 % och då bolaget har gett bra dividender har totalavkastningen i dollar varit 73 %. Dessutom har dollarn förstärkts, så Progressive har avkastat hela 104 % i euro inklusive dividender. Samtidigt har Phoebus avkastat 41 % och vårt jämförelseindex 61 %.

Progressives aktie har blivit lite dyrare men huvuddelen av avkastningen förklaras av att verksamheten har gått bra. På tre år har premieintäkterna ökat med 24 % och försäkringsresultatet med 112 % (notera dock att 2012 var sämre än normalt och 2015 ett ganska normalt år). Placeringsintäkterna har sjunkit på grund av de låga räntorna, men nettoresultatet har ändå ökat med 40 %. Bakom framgången ligger direktförsäljningen (internet), där antalet försäkrade bilar har stigit med 23 % samtidigt som volymerna genom försäkringsagentkanalen har förblivit oförändrade.

På den senaste tiden har det hänt två saker i Progressive som vi bör hålla ett öga på de närmaste åren. I fjol expanderade bolaget även till hemförsäkringar genom att köpa en majoritetsandel i bolaget American Strategic Insurance för 875 miljoner dollar. I juli i år blev Progressives VD sedan 15 år Glenn Renwick (61) ordförande och i hans ställe som VD valdes Tricia Griffith (51). En ny affärsverksamhet och ett ledningsbyte är alltid risker - speciellt då de händer samtidigt.

Men jag tycker Progressive verkar sköta riskhanteringen väl. Griffith har jobbat på Progressive i 28 år, senast som chef för bilförsäkringen, så hon känner huset och dess kultur. I ASI var Progressive några år minoritetsägare för att lära sig känna bolaget innan man köpte majoriteten. Den resterande minoriteten köps ut gradvis under de 6 närmaste åren. På så vis kan man till viss del kontrollera riskerna med företagsköpet.

I en svår bransch är Progressives största konkurrensfördel såvitt jag kan se dess unika företagskultur, som kombinerar noggrann systematik och riskkontroll med en passion för innovationer och tillväxt. Jag är fortsatt positiv till bolaget, även om aktiens värdering knappast ger lika mycket potential som senast. Därför är jag nöjd med de 3,6 % som Progressive för tillfället väger i vår portfölj.