

Seligson & Co Phoebus

Kvartalsrapport 2 / 2017

andelens
värde

Phoebus och jämförelseindex



AVKASTNING OCH RISK

30.6.2017

FONDEN

JÄMFÖRELSEINDEX

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

	Avkastning	Volatilitet	Avkastning	Volatilitet
3 mån.	0,77 %	8,49 %	3,11 %	7,62 %
Från årets början	3,46 %	7,73 %	7,83 %	7,04 %
1 år	20,43 %	9,22 %	23,30 %	8,27 %
3 år	36,01 %	12,42 %	43,07 %	12,56 %
5 år	78,43 %	11,17 %	123,74 %	12,28 %
10 år	67,67 %	15,82 %	65,58 %	17,44 %
Från startdatum	437,91 %	14,16 %	318,71 %	16,06 %
Från startdatum per annum	11,29 %		9,53 %	

KOSTNADER, NYCKELTAL

1.7.2016 –
30.6.2017

Årliga avgifter	0,74 %
Avkastningsbunden provision	0,00 %
Transaktionskostnader	0,01 %
Totalkostnadsandel (TKA)	0,75 %
Portföljens omsättningshastighet	-7,72 %
Tracking error	5,26 %
Förmedlingsarvoden betalda till företag inom samma koncern	0,00 %
Storlek	48 392 868 €
Närkretsens ägarandel (30.6.2017)	9,34 %

"Affärsverksamheten avgör."

VÄRDEPAPPERSPLACERINGAR 30.6.2017

	Antal aktier	Aktiekurs valuta	euro	Marknads- värde EUR	Andel av fonden
Fortum	235000		13,85	3 254 750	6,7%
Lassila & Tikanoja	144368		18,51	2 672 252	5,5%
Tikkurila	120000		18,90	2 268 000	4,7%
Nokian Tyres	57000		36,11	2 058 270	4,3%
Konecranes	54000		37,34	2 016 360	4,2%
Vaisala	43838		43,89	1 924 050	4,0%
Oriola A & B	520000		3,68	1 914 010	4,0%
Tieto	64000		27,02	1 729 280	3,6%
Exel Composites	219000		6,29	1 377 510	2,8%
Inhemskta aktier				19 214 482	39,7%
Air Liquide	33000	109,30	109,30	3 606 900	7,5%
Handelsbanken A	229000	121,20	12,56	2 875 490	5,9%
Sandvik	191000	133,40	13,82	2 639 751	5,5%
TFF Group	13000	140,98	140,98	1 832 740	3,8%
Automatic Data Processing	20600	101,46	88,92	1 831 793	3,8%
Progressive	47000	44,15	38,69	1 818 624	3,8%
Costco	12900	158,68	139,07	1 794 016	3,7%
Fastenal	45000	42,53	37,27	1 677 344	3,5%
Strayer Education	18000	93,85	82,25	1 480 543	3,1%
Harley-Davidson	31000	54,07	47,39	1 469 036	3,0%
John Deere	13000	121,91	106,84	1 388 983	2,9%
Hennes & Mauritz	56400	213,50	22,12	1 247 529	2,6%
Novozymes	30000	286,80	38,57	1 156 996	2,4%
Tractor Supply	17000	53,08	46,52	790 850	1,6%
HHLA	40000	19,30	19,30	772 000	1,6%
Utländska aktier				26 382 595	54,5%
SUMMA aktier				45 597 077	94,2%
Nettokassa				2 795 791	5,8%
FONDENS VÄRDE				48 392 868	100,0%
Antal andelar (A-korrigerat)				899 651,37	
Värde per A-andel				53,7907	

FONDENS UTVECKLING

Aktiemarknaden förblev stark även under det andra kvartalet. Vårt jämförelseindex steg med 3,1 %. Phoebus steg bara med 0,8 %. Från början av året har Phoebus stigit med 3,5 % och indexet med hela 7,8 %. Sedan starten har Phoebus avkastat 437,9 % och vårt jämförelseindex har avkastat 318,7 %.

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 placerade under kvartalet våra dividender i sju av våra gamla bolag. Bolagen var i köpens storleksordning Oriola, Fortum, SHB, Air Liquide, Fastenal, H&M och L&T. Totalt köpte jag aktier för 774 t€ och Phoebus fick under kvartalet 716 t€ i dividender.

Ägarna placerade dessutom en miljon i nya pengar i Phoebus, så vår kassa ökade betydligt trots mina köp och är nu 5,8 % av fondens värde. Det är för mycket så jag kommer att fortsätta köpa aktier gradvis.

HAR RISKEN ÖKAT?

Det har nu gått 10 år sedan Phoebus sommaren 2007 nådde sitt högsta värde före finanskrisen som började på hösten 2008. På tio år har fonden avkastat 68 % samtidigt som vårt jämförelseindex har avkastat 66 %. Den lilla öravkastningen har kommit med betydligt lägre risk än marknadens så vi kan vara hyfsat nöjda.

För de senaste 1, 3 och 5 åren har dock Phoebus avkastning varit klart mindre än indexets. Ännu värre är att fondens risk (mätt med volatiliteten) har varit högre än marknadens. Är alltså Phoebus nu på något vis sämre än för 10 år sedan?

Jag berättade i rapporten 2/2007 att Phoebus risk var något lägre än marknadens (vilket då också syntes i volatiliteten). Under fondens dåvarande 69 månaders historia hade marknaden sjunkit 23 månader och av dem hade Phoebus klarat sig bättre än marknaden i 19 månader. Däremot slog Phoebus marknaden bara 22 av de 46 månader då marknaden steg.

Detta är naturligt, då Phoebus strävar efter att köpa bolag som är ledande i sin bransch och som har en stabil lönsamhet och stark balansräkning. En god

lönsamhet betyder att våra bolags affärsrisk är lägre än genomsnittet – de tjänar pengar också i sämre tider. Även deras finansiella risk är oftast lägre än genomsnittet tack vare de starka balansräkningarna. Sådana här bolag kan förväntas utvecklas mer stabilt än aktiemarknaden och de kan förväntas klara sig bra jämfört med indexet speciellt i sämre tider.

På tio år har vi fått 120 månader mer jämförelsematerial. Läget har förblivit detsamma. Marknaden har under denna period sjunkit 46 månader, varav Phoebus har klarat sig bättre än index i 33 månader. De resterande 74 månaderna har marknaden stigit och Phoebus har blivit efter index i 51 av dessa månader. Totalt sett var resultatet alltså ändå att fonden gick lite bättre än marknaden över hela tioårsperioden.

Vi kan ännu notera att även under den senaste treårsperioden har läget förblivit detsamma. Marknaden sjönk 13 månader och av dessa gick Phoebus bättre än marknaden 12 månader. Den högre volatiliteten i relation till marknaden återspeglar alltså inte större risk åtminstone under de månader marknaden sjönk under perioden. Snarare är det kanske så att marknadens exceptionellt låga volatilitet under de senaste åren gör jämförelsen skev.

AFFÄRSVERKSAMHETEN AVGÖR

Att Phoebus inte har förändrats mycket på tio år märks också om vi tittar på dess placeringar. För 10 år sedan hade vi 20 bolag (9 finska och 11 utländska), av vilka vi ännu idag äger 12. Idag har vi 24 bolag (9 finska och 15 utländska). De nya bolagen är, liksom de gamla, ganska stabilt lönsamma och solida.

I media talas det mycket om hur börskurserna och bolagens resultat har utvecklats på kvartalsnivå eller andra mycket korta perioder. Självt försöker jag följa med hur våra bolags affärsverksamhet utvecklas i ungefär tre års cykler. Speciellt är jag intresserad av förändringar i deras strategi, konkurrenskraft eller företagsledning. Sådär gör jag för att den största delen av kortsiktiga svängningar i börskurserna bara är slumpmässiga, och för att en kortsiktig nedgång i resultatet långtifrån alltid betyder att bolagets konkurrenskraft skulle ha försämrats.

Därför går jag även i dessa rapporter igenom våra bolag med ungefär tre års mellanrum och presenterar två bolag per rapport. Det händer helt enkelt oftast inte så mycket på kortare perioder att det skulle vara värt att skriva om bolagen hela tiden. Dessutom kräver många förändringar, som till exempel byten i företagsledningen, ett perspektiv på minst några år innan de kan analyseras.

Även om Phoebus absoluta avkastning under de senaste åren har varit god så har jag inte varit nöjd med fondens relativa avkastning. Dels är det bara frågan om att vissa stora bolag som vi inte äger (speciellt Nokia) har utvecklats bättre än Phoebus, men dels beror det också på mina egna misstag. Speciellt Tulikivi och Stockmann visade sig vara sämre bolag än jag trodde. Mina 30 år på aktiemarknaden har dock lärt mig att man alltid gör misstag och inte skall vara rädd för dem. Istället bör man hantera risken för misstag genom tillräcklig diversifiering.

I huvudsak är jag ändå mycket nöjd med hur affärsverksamheten i våra bolag har utvecklats, och det är det viktigaste! Även om börskursernas svängningar på kort sikt är slumpässiga så kommer kursen förr eller senare att återspegla affärsverksamhetens utveckling. Och jag tycker våra bolags affärsverksamhet i medeltal är av exceptionellt hög kvalitet.

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



Riku Kytömäki hade precis börjat som VD för vårt kompositprofilbolag Exel Composites då jag senast presenterade bolaget för drygt tre år sedan i rapporten 1/2014. Jag sade då att vi kanske kan börja utvärdera vad han har åstadkommit om tre år. Tiden börjar vara inne.

Sedan 2013 har Exels omsättning ökat bara med 5 % och rörelseresultatet har halverats. Aktien har inklusive dividender avkastat bara 18 % samtidigt som Phoebus har avkastat 45 % och vårt jämförelseindex 52 %. Har Kytömäki alltså misslyckats?

Det tycker jag inte. Jag gissade senast att han kanske är mer storbolagsman än entreprenör och därför kommer att skapa en lite tyngre organisation, samt kanske satsa lite mer på företagsköp. Resultatnedgången förklaras också i huvudsak av att de fasta kostnaderna har ökat betydligt. Å andra sidan, då förstärkningen av organisationen inte ledde till den önskade ökningen i försäljning, har Kytömäki sedan i

följ börjat trimma organisationen så att den är mer i proportion till dagens volymer. Det tycker jag är vettigt.

Också beträffande företagsköpen var min gissning korrekt. Exel köpte ett litet bolag i Kina förra våren. Det är alltid svårt att utvärdera företagsköp, men det här tycker jag ser lovande ut. Det köpta bolaget har en stark rörelsemarginal på 20 %. Priset (8,8 m€), cirka 7x rörelseresultatet, verkar inte oskäligt. Och då vi ännu noterar att den investering på 4,5 m€ som Exel planerade i sin gamla fabrik i Kina nu inte behövs, så tycker jag att affären verkar vettig. Den möjliggör också att den olönsamma fabriken i Australien stängs.

Nå, Kina är långt borta och kulturen är en annan, så vi skall kanske inte bli alltför ivriga beträffande affären innan vi har sett hur det nya bolaget klarar sig under Exels ägande och med västerländsk bokföringspraxis. Men på basen av siffrorna ser det mycket vettigt ut.

Jag sade senast att Exels avkastning hade varit dålig men att jag var optimistisk. Jag säger detsamma igen. Någon kan säkert tycka att jag antingen är en evig optimist eller naiv. Men såvitt jag kan bedöma är Exels kostnadseffektivitet nu bättre än på några år. Det justerade rörelseresultatet har faktiskt ökat redan tre kvartal i rad. Och det nya bolaget i Kina kommer också att hjälpa till att förbättra resultatet, senast från nästa år.

Jag har många gånger noterat att en ny VD som kommer utifrån behöver 2-3 år för att bli varm i kläderna. Kytömäki verkar nu börja komma igång ordentligt tycker jag och jag hoppas att jag nästa gång jag presenterar Exel antligen kan säga att aktien har varit en bra placering.



Jag presenterade senast vårt franska industrigasbolag Air Liquide för tre och ett halvt år sedan i rapporten 4/2013. Jag berömde då både branschens och bolagets stabila utveckling och förväntade mig att vår placering även framöver skulle ge en stabil avkastning.

Verkligheten blev en annan. I slutet av 2015 berättade Air Liquide att man förvärvar det amerikanska cylidergasbolaget Airgas för 12,5 miljarder euro. Affären var Air Liquides största någonsin och priset var mycket högt – hela 21,7x Airgas rörelseresultat och en 50 % premie till Airgas aktiekurs före affären.

Köpet hade två direkta följder. Air Liquides aktiekurs sjönk på ett par veckor med -16 % och bolagets nettoskuld ökade med över 8 miljarder euro, trots att affären delvis finansierades med en aktieemission på 3,3 miljarder. Aktiemarknaden uppskattade inte den dyra affären och det kan jag mycket väl förstå.

På grund av detta har Air Liquide sedan senaste presentation varit en dålig placering. Aktien har visserligen avkastat 31 % inklusive dividender men Phoebus har på samma period avkastat 43 % och vårt jämförelseindex 55 %.

Frmtiden kan vara ljusare. Air Liquide räknar med att få 300 miljoner dollar i årliga synergier från förvärvet, vilket skulle sänka förvärvsmultiplern till lite under 15x rörelseresultatet, vilket ungefär motsvarar Air Liquides normala värderingsmultiplar. Men detta inkluderar 100 miljoner i "tillväxtsynergier", som inte brukar förerkligas. Kostnadssynergierna borde vi dock börja se 2017-2018 och de bör innebära att Air Liquides resultatutveckling blir ganska stark de närmaste åren.

En god nyhet var också att Air Liquides huvudkonkurrenter, amerikanska Praxair och tyska Linde, nyligen beslöt om en fusion. Detta torde innebära att de affärsmässigt är ganska röriga de närmaste åren, vilket torde vara positivt för Air Liquide. På längre sikt skulle det innebära att industrigasmarknaden domineras av tre spelare med tillsammans två tredjedelar av världsmarknaden: nya Linde (30 %), Air Liquide (25 %) och amerikanska Air Products (12 %). Den redan stabila branschen torde bli ännu mer stabil.

Men Lindes och Praxairs fusion kan nog ännu fällas av konkurrensmyndigheterna. Som minst kommer de att bli tvungna att sälja verksamheter som omsätter 2-3 miljarder euro, speciellt i Sydamerika där de båda är starka. Detta kan öppna intressanta möjligheter för Air Liquide.

Även om de senaste årens utveckling inte motsvarade mina förväntningar är jag alltså fortsättningsvis optimistisk gällande Air Liquide. Bolaget är vår klart största placering med en vikt på 7,5 % i fonden, vilket återspeglar mitt förtroende för branschen, bolaget och dess ledning. Trots ett lite för dyrt företagsköp.