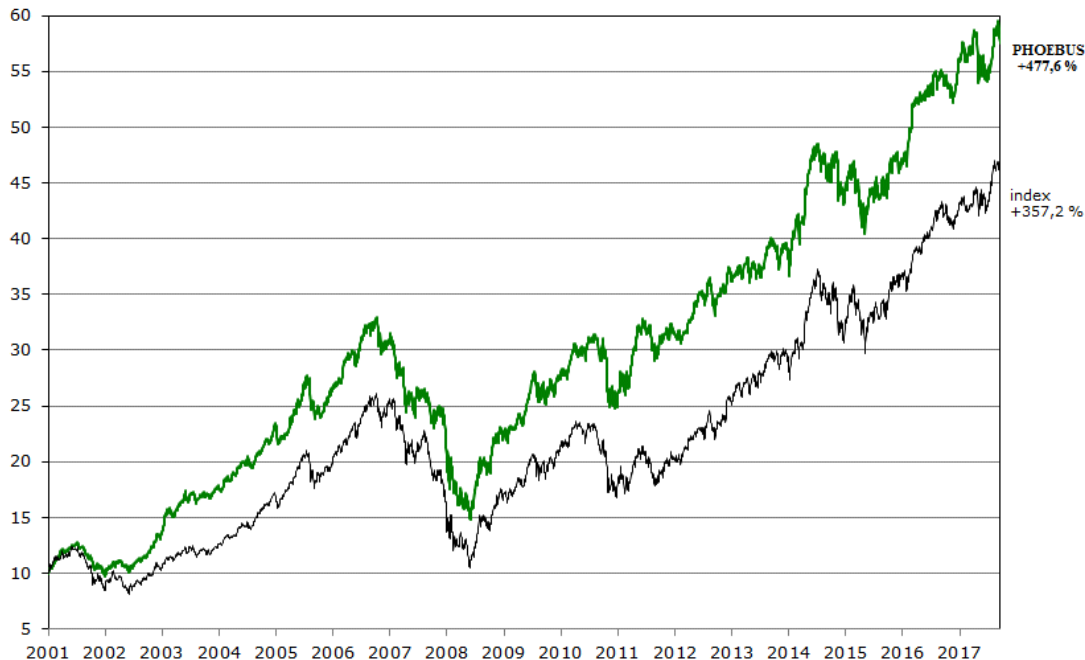


Seligson & Co Phoebus

Kvartalsrapport Q2 / 2018

PHOEBUS OCH JÄMFÖRELSEINDEX

10.10.2001 - 30.6.2018

 ANDELENS
VÄRDE


AVKASTNING OCH RISK

FONDEN

JÄMFÖRELSEINDEX

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

30.6.2018

	Avkastning	Volatilitet	Avkastning	Volatilitet
3 mån.	5,56 %	8,60 %	6,72 %	8,11 %
Från årets början	1,98 %	10,88 %	6,54 %	10,22 %
1 år	7,39 %	9,41 %	9,20 %	8,78 %
3 år	27,55 %	11,83 %	34,26 %	11,60 %
5 år	69,82 %	11,11 %	103,77 %	11,48 %
10 år	140,05 %	15,15 %	133,12 %	16,67 %
Från startdatum	477,64 %	13,92 %	357,22 %	15,72 %
Från startdatum per annum	11,05 %		9,51 %	

KOSTNADER, NYCKELTAL

1.7.2017 - 30.6.2018

Årliga avgifter	0,75 %
Avkastningsbunden provision	0,00 %
Transaktionskostnader	0,00 %
Totalkostnadsandel (TKA)	0,75 %
Portföljens omsättningshastighet	-10,70 %
Tracking error	6,16 %
Förmedlingsarvoden betalda till företag inom samma koncern	0,00 %
Storlek	52 782 283 €
Närkretsens ägarandel (30.6.2018)	9,16 %

” Jag hör ibland placerare säga att de vill vänta tills osäkerheten skingras. Det är helt mänskligt, men det är ändå fel tänkt.”

VÄRDEPAPPERSPLACERINGAR 29.6.2018

	Antal aktier	Aktiekurs valuta	euro	Marknads- värde EUR	Andel av fonden
Fortum	235000		20,50	4 817 500	9,1%
Lassila & Tikanoja	150000		16,20	2 430 000	4,6%
Nokian Tyres	57000		33,74	1 923 180	3,6%
Tikkurila	130000		14,70	1 911 000	3,6%
Konecranes	54000		34,86	1 882 440	3,6%
Vaisala	87676		21,40	1 876 266	3,6%
Tieto	64000		27,94	1 788 160	3,4%
Oriola A & B	520000		3,03	1 574 580	3,0%
Exel Composites	250000		5,76	1 440 000	2,7%
Inhemskta aktier				19 643 126	37,2%
Air Liquide	36409	107,65	107,65	3 919 429	7,4%
Sandvik	191000	157,90	15,11	2 886 903	5,5%
Progressive	47000	59,53	51,08	2 400 815	4,5%
Automatic Data Processing	20600	134,25	115,20	2 373 048	4,5%
Handelsbanken A	250000	99,02	9,48	2 369 625	4,5%
Costco	12900	208,71	179,09	2 310 245	4,4%
TFF Group	52000	40,50	40,50	2 106 000	4,0%
Fastenal	47000	48,74	41,82	1 965 660	3,7%
Strayer Education	18000	112,86	96,84	1 743 161	3,3%
John Deere	13000	139,44	119,65	1 555 449	2,9%
Novozymes	30580	322,40	43,26	1 322 822	2,5%
Tractor Supply	18000	77,95	66,89	1 203 964	2,3%
O'Reilly Automotive	5000	276,26	237,05	1 185 258	2,2%
Harley-Davidson	31000	41,90	35,95	1 114 553	2,1%
HHLA	50000	18,78	18,78	939 000	1,8%
Hennes & Mauritz	57800	131,48	12,59	727 452	1,4%
Utländska aktier				30 123 384	57,1%
SUMMA aktier				49 766 510	94,3%
Nettokassa				3 015 773	5,7%
FONDENS VÄRDE				52 782 283	100,0%
Antal andelar (A-korrigerat)				913 753,26	
Värde per A-andel				57,7643	

FONDENS UTVECKLING

Trots hotet om ett globalt handelskrig var det andra kvartalet utmärkt på aktiemarknaderna. Vårt jämförelseindex steg med 6,7 % och Phoebus steg med 5,6 %. Detta visar tydligt hur svårt det är att gissa marknadsrörelser, även om man skulle kunna förutspå t.ex. tullar. En aktieplacerare bör därför vara långsiktig och inte bli alltför nervös av dåliga nyheter.

Från början av året har indexet stigit med 6,5 % men Phoebus bara 2,0 %. Sedan start har Phoebus avkastat 477,6 % och vårt jämförelseindex har avkastat 357,2 %.

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 tre av våra bolag: Handelsbanken, Exel Composites och Novozymes. Det var närmast fråga om att återinvestera de dividender vi fått och mina köp var totalt 265 000 euro.

Vi fick totalt 450 000 euro i dividender och ägarna placerade netto 190 000 euro nya pengar i Phoebus, så trots mina aktieköp ökade vår kassa och var i slutet av juni 5,7 % av fondens värde. Det är något för mycket, men liksom jag berättade i senaste rapport så köper jag mer aktier i lugn och ro. Tålmod brukar löna sig.

HOTAR ETT HANDELSKRIG?

Efter att USA införde tullar på stål och aluminium och EU kontrade med tullar på vissa amerikanska varor har ett ledande tema i medias ekonomiska rapportering under sommaren varit hotet om ett globalt handelskrig. Många har varnat för att ett sådant kunde leda till en recession och uppmäntat placerarna att sälja sina aktier.

Varningarna är inte helt oskäliga. Globalisering och en frisk världshandel gynnar ekonomin, då länderna kan fokusera på det de gör bäst, vilket effektiviserar produktionen av varor och tjänster. Protektionism – vare sig om det är valutapolitik, beskattning, reglering eller tullar – är inte bra för den ekonomiska tillväxten.

Man kunde kanske säga att EU startade handelskriget redan för några år sedan genom att hålla räntorna artificiellt låga. Detta har i sin tur hållit euron konstgjort svag och därmed gett en oförtjänt konkurrensfördel åt Europa. Synvinkeln beror väl mest på vilken sida om Atlanten man råkar sitta. Men åtminstone är det klart att handelsrelationerna mellan EU, USA och Kina är svalare än de brukar vara.

Vad betyder det för Phoebus bolag?

Knappt hälften av våra bolag är genuint globala och de står för 40 % av fondens värde. De flesta har dock verksamhet i alla världsdelar och exporten är ganska liten. Harley-Davidson är ett av de bolag som EU:s tullar påverkar mest. Man kan väl se det positivt också: jag tycker det säger

mycket om hur starkt varumärket är! Bolaget hör till våra minsta placeringar, dess andel i fonden är bara 2,2 %. H-D har berättat att de inom cirka ett år kommer att flytta produktionen av de motorcyklar som säljs i Europa till sina fabriker utanför USA för att undvika de nya tullarna.

Detta berättar oss något mycket relevant: Världen är inte statisk, utan bolagen anpassar sig snabbt till förändringar. Ifall tullar kräver förändringar i produktions- eller inköpskedjorna så gör man förändringarna. De bolag som redan har produktion på alla kontinenter behöver knappast göra stora förändringar. Exempelvis Air Liquide har verksamhet i EU, USA och Asien, men fungerar lokalt i varje land, eftersom det inte lönar sig att transportera industrigaser mycket mer än cirka 200 kilometer.

Den största effekten på våra bolag kommer alltså att vara indirekt – hur skulle ett eventuellt handelskrig påverka ekonomins tillväxt och därmed efterfrågan? Det kan jag inte svara på, men jag är inte särskilt orolig.

OSÄKERHET FINNS ALLTID

Jag hör ibland placerare säga att de vill vänta tills osäkerheten skingras. Det är helt mänskligt, men det är ändå fel tänkt.

Osäkerhet finns alltid. Om någon utveckling är tydlig syns den redan i aktiekurserna. Kurserna påverkas bara av överraskningar, som man definitionsmässigt inte kan förutspå. Därför har osäkerhet alltid funnits och kommer alltid att finnas. Aktiemarknaden fungerar faktiskt så att kurserna alltid ligger på den nivå där osäkerheten är maximal, eftersom det behövs både köpare och säljare för att det skall ske någon handel alls.

Under de senaste åren har vi ombetts vara rädda åtminstone för att banksystemet faller (2008), Greklands konkurs (2011), kriget i Ukraina (2014), Rysslands ekonomi (2015), Brexit (2016), valet i Frankrike (2017) och nu då tullarna. Trots allt detta är Phoebus värde nu 75 % högre än toppen före finanskrisen och hela 290 % högre än som värst under krisen.

Slutsatsen är tydlig: Det lönar sig för en placerare att hållas kvar på marknaden, för bolagen anpassar sig till förändringar och ekonomin återhämtar sig från svårigheter.

Jag underskattar inte betydelsen av att kontrollera risker. Men man skall inte försöka kontrollera riskerna genom att tajma marknaden, utan genom att se till att den riskfria andelen placeringar i ens egen portfölj motsvarar ens egna behov. Då kan man låta aktiemarknaden svänga som den nu råkar svänga, och världen går inte under trots det.

Därför är jag inte så orolig för ett eventuellt handelskrig. Jag kan inte påverka handelspolitik, så jag koncentrerar mig på att välja kvalitetsbolag till vår portfölj – även i fortsättningen.

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



Det gångna året har varit mycket stökigt för vår läkemedelsdistributör

Oriola (igen). Det nya ERP-system som togs i bruk i

Finland förra hösten fungerade inte som planerat, vilket förorsakade stora kostnader och mycket negativ publicitet. VD Hautaniemi fick sparken och i hans ställe utnämndes Robert Andersson, som kom utifrån. Han började med att sparka IT- och ekonomicheferna och förra veckan lämnade även vice VD Virtanen, som länge har jobbat för Oriola, bolaget.

Då jag senast presenterade Oriola i rapporten 4/2014 trodde jag bolaget uppnådde 60me i rörelseresultat för 2014. Det gjorde bolaget, liksom även 2015 och 2016. Verksamheten började se stabil ut, efter många år av stora omstruktureringar. Men efter de händelser som började förra hösten är bolaget igen ett oskrivet kort.

Mot denna bakgrund är det inte så konstigt att aktien har varit en dålig placering. Oriola har sedan min senaste presentation avkastat +2 % justerat för utdelningar och emissioner. Samtidigt har Phoebus avkastat +39 % och vårt jämförelseindex +50 %.

Redan före krisen var jag lite besviken på Oriolas utveckling. Resultatet var på en hyfsad nivå, men kärnverksamheten växte inte. Snarare verkade bolaget tappa konkurrenskraft i sin svenska apoteksverksamhet och satsningarna på bl.a. näthandel ökade kostnaderna. Jag tyckte även att de företagsköp som gjordes för att komma in på dosmarknaden var för dyra.

Mycket beror nu på vad Robert Andersson och hans trupper tänker göra. Jag antar att vi får höra nya strategier inkommande höst, men jag tror inte att de kommer att vara revolutionerande. Andersson indikerade redan då han första gången talade för placerare i april att det nog mer är fråga om hur man gör saker än vad man gör. Kanske bra så, men själv skulle jag gärna se lite skarpare fokus från bolaget.

Oriola är inte helt billigt. Aktiernas marknadsvärde är med dagens kurs (3,03 euro) 550me och dessutom har bolaget 200me i nettoskuld inklusive sålda fordringar. Bruttovärdet är alltså samma 750me som då jag senast presenterade bolaget, trots att rörelseresultatet i fjol var en tredjedel lägre än 2014.

Resultatet bör visserligen återhämta sig då ERP-systemet fungerar. Ändå är det skuld fria P/E –talet på cirka 16x (beräknat på resultatet för 2015-16) ganska högt för ett bolag som inte växer och som verkar ha problem med sin kärnverksamhet i de svenska apoteken samt har en otestad ledning som kommit utifrån. Därför tänker jag åtminstone inte ännu öka vårt ägande, fastän Oriolas vikt i portföljen är bara 3,0 % och det är först vår sjuttonde största placering.

Handelsbanken

Jag presenterade

senast vår universalbank Handelsbanken för drygt tre år sedan i rapporten 1/2015. Sedan dess har aktien avkastat -20 % i euro inklusive utdelningar, samtidigt som Phoebus har avkastat +21 % och vårt jämförelseindex +28 %. Den svaga svenska kronan förklarar bara en del av nedgången. Börjar alltså den låga räntenivån och digitaliseringen betyda att bankerna är dåliga placeringar?

Åtminstone under denna period var det inte frågan om det. Handelsbankens verksamhet har utvecklats stabilt. Utlåningen har ökat +14 %, intäkterna +9 %, rörelseresultatet +9 % och resultatet per aktie +6 % på grund av lite högre skatter. Resultatet för kreditförluster har visst vuxit snabbast på de nya marknaderna Holland (+170 %) och Storbritannien (+30 %), men även i Sverige, Norge och Danmark har resultatet vuxit. Bara i Finland har det fallit -28 %.

Orsaken till den dåliga avkastningen är alltså att värderingen har sjunkit. Jag berättade senast att banken hade varit en lysande placering de tre åren innan, men varnade för att det delvis berodde på att värderingen hade ökat, och därmed också risken i aktien. Jag hade rätt. Ändå sålde jag inte våra aktier, utan jag bara lät bli att köpa mer då fonden blev större samt placerade våra utdelningar i andra aktier. Så brukar jag oftast göra då jag tycker någon aktie är lite dyr. Aktiehandel kostar ju alltid, men det är långt ifrån alltid som jag har rätt i min bedömning av någon akties värdering.

Jag fäster mycket mer vikt vid hur våra bolags verksamhet utvecklas än vid hur deras aktier utvecklas. Mest har jag under denna period funderat på bankens ledning. Senast hade dansken Frank Vang-Jensen precis blivit utnämnd till ny VD. Redan i augusti 2016 fick han sparken och till ny VD valdes Anders Bouvin, som hade jobbat 32 år i banken. Pressmeddelandet var exceptionellt – ordförande Boman tackade Vang-Jensen men sade rakt ut att han inte passade i Handelsbankens kultur.

Jag tyckte bytet var bra. Alla gör felrekyteringar, men bara de bästa bolagen vågar snabbt erkänna sina misstag och göra något åt dem. Då vi läser verkställande direktörernas texter i årsredovisningarna för 2014-2017 ser vi snabbt att Bouvin åtminstone har vuxit upp i Handelsbankens ganska unika företagskultur.

Och digitaliseringen då? Bouvin noterar i senaste årsredovisning att tekniken alltid har förändrats och banken med den. Men det som i grunden är viktigt har inte ändrats trots den teknologiska utvecklingen – nyckeln till framgång är nöjda kunder, som är de bästa försäljarna. Samt låga kostnader. Med detta recept har Handelsbanken 46 år i rad varit lönsammare än sina konkurrenter. Digitaliseringen ger nya möjligheter att betjäna kunderna och att spara kostnader, men betydelsen av kundnöjdhet och lokal närvaro tycker han inte att den kommer att förändra. Jag instämmer fullständigt.

Efter kursnedgången är Handelsbankens P/E-tal beräknat på fjolårets resultat bara 12,2x, vilket är lite lägre än medeltalet för de 10 senaste åren och lite högre än de 10 åren därefter. Trots att den allmänna värderingen på aktiemarknaden kanske är lite högre än normalt. Värderingsrisken i vår placering har alltså minskat mycket.

Handelsbankens vikt i vår portfölj är efter mina köp 4,5 %. Det är åtminstone inte för mycket för en unikt bra bank, vars värdering är mycket skälig.