

Seligson & Co Phoebus

Kvartalsrapport Q2 / 2019

PHOEBUS OCH JÄMFÖRELSEINDEX

10.10.2001 - 30.6.2019



AVKASTNING OCH RISK

FONDEN

JÄMFÖRELSEINDEX

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

30.6.2019

	Avkastning	Volatilitet	Avkastning	Volatilitet
3 mån.	4,46 %	8,42 %	1,68 %	9,35 %
Från årets början	18,57 %	8,38 %	14,71 %	9,05 %
1 år	9,72 %	9,91 %	2,51 %	10,31 %
3 år	41,91 %	9,51 %	38,02 %	9,16 %
5 år	60,26 %	11,39 %	60,15 %	11,46 %
10 år	221,68 %	12,35 %	224,22 %	13,90 %
Från startdatum	533,82 %	13,73 %	368,70 %	15,47 %
Från startdatum per annum	10,98 %		9,10 %	

KOSTNADER, NYCKELTAL

1.7.2018 - 30.6.2019

Årliga avgifter	0,75 %
Avkastningsbunden provision	0,03 %
Transaktionskostnader	0,01 %
Totalkostnadsandel (TKA)	0,79 %
Portföljens omsättningshastighet	-7,50 %
Tracking error	5,24 %
Förmedlingsarvoden betalda till företag inom samma koncern	0,00 %
Storlek	59 499 733 €
Närkretsens ägarandel (30.6.2019)	8,78 %

”Vad kan vi lära oss av mina misstag?”

VÄRDEPAPPERSPLACERINGAR 28.6.2019

	Antal aktier	Aktiekurs valuta	euro	Marknads- värde EUR	Andel av fonden
Fortum	180000		19,41	3 493 800	5,9%
Tikkurila	166314		14,72	2 448 142	4,1%
Lassila & Tikanoja	163979		14,34	2 351 459	4,0%
Vaisala	87676		21,75	1 906 953	3,2%
Tieto	73000		25,92	1 892 160	3,2%
Konecranes	56000		32,79	1 836 240	3,1%
Nokian Tyres	65000		27,61	1 794 650	3,0%
Exel Composites	290000		4,23	1 226 700	2,1%
Oriola A & B	520000		2,00	1 041 020	1,7%
Inhemska aktier				17 991 124	30,2%
Air Liquide	38409	122,40	122,40	4 701 262	7,9%
Progressive	47000	79,67	70,03	3 291 281	5,5%
Sandvik	191000	170,00	16,11	3 076 209	5,2%
Costco	12900	265,57	233,43	3 011 209	5,1%
Automatic Data Processing	20600	164,01	144,16	2 969 681	5,0%
Strategic Education	18000	180,43	158,59	2 854 654	4,8%
Fastenal	94000	32,21	28,31	2 661 282	4,5%
Handelsbanken A	270000	92,32	8,75	2 361 528	4,0%
TFF Group	52000	37,10	37,10	1 929 200	3,2%
Novozymes	46100	306,90	41,12	1 895 587	3,2%
John Deere	13000	164,83	144,88	1 883 440	3,2%
Tractor Supply	19000	108,20	95,10	1 806 979	3,0%
O'Reilly Automotive	5000	367,57	323,08	1 615 408	2,7%
HHLA	50000	23,00	23,00	1 150 000	1,9%
Harley-Davidson	34000	35,59	31,28	1 063 602	1,8%
Hennes & Mauritz	57800	168,04	15,92	920 183	1,5%
Utländska aktier				37 191 504	62,5%
SUMMA aktier				55 182 628	92,7%
Nettokassa				4 317 105	7,3%
FONDENS VÄRDE				59 499 733	100,0%
Antal andelar (A-korrigerat)				938 755,86	
Värde per A-andel				63,3815	

FONDENS UTVECKLING

Årets andra kvartal var inte särskilt händelserikt, men fortfarande positivt på aktiemarknaden. Vårt jämförelseindex steg med 1,7 % och Phoebus steg med 4,5 %.

Från årets början har fondens värde stigit med 18,6 % och jämförelseindexet 14,7 %. Sedan start har Phoebus avkastat 533,8 % då jämförelseindexet har avkastat 368,7 %.

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 köpte under kvartalet till aktier i Lassila & Tikanoja, Handelsbanken, Tieto och Tikkurila för tillsammans 340 000 euro. Vi fick lika mycket dividender under kvartalet. Dessutom placerade ägarna netto 800 t€ nytt kapital i Phoebus, så kassan ökade och var i slutet av juni 7,3 % av fondens värde.

Jag har medvetet placerat vår kassa i lite långsammare takt än vanligt. Det beror på att jag tycker att våra framgångsrika bolag är ganska dyra, medan våra billigare bolag har diverse problem, varför jag inte ännu har köpt mer av dem. Men det är helt klart att fonden inte bör ha en så här stor kassa särskilt länge.

VAD KAN VI LÄRA OSS AV MINA MISSTAG?

Många portföljförvaltare brukar i sådana här rapporter gärna berätta om sina lyckade placeringar, men är lite tystare om de sämre. Därför verkar det kanske underligt att jag nedan presenterar just två av våra sämre placeringar. Är portföljförvaltaren någon form av masokist, eller vad är det frågan om?

Nej, utan jag strävar efter att presentera våra bolag med jämna mellanrum på ungefär tre år, helt oberoende av hur placeringen har utvecklats under perioden. På det viset kan ägarna om de vill gå tillbaka i tiden och läsa mina äldre bolagspresentationer och se hur mina tankar om något bolag har förändrats över tiden. Eller inte har förändrats.

Ämnet fick mig att fundera noggrannare på hur jag behandlar mina misstag. Borde jag lära mig mer av tidigare misstag? Och hur är det möjligt att Phoebus har klarat sig såpass bra som fonden har jämfört med aktiemarknaden, då portföljförvaltaren gör så många misstag?

Jag försöker placera i bolag som har bestående konkurrensfördelar, en god lönsamhet, en stark balansräkning och en duktig ledning då jag kan köpa dem till skäliga priser. Då jag väl har hittat ett bra bolag vill jag äga det länge, så jag handlar inte med våra aktier. De här grundstenarna i vår placementsfilosofi har varit desamma ända sedan Phoebus startade för nästan 18 år sedan.

Därv följer att jag inte är särskilt ivrig att sälja våra placeringar ens om bolaget har problem och aktiekursen utvecklas dåligt. Alla bolag har nämligen emellanåt problem, men de bästa bolagen brukar oftast lösa dem på några år.

Om jag ursprungligen har gjort en korrekt analys av bolagets kvalitet så tycker jag detta är det enda vettiga sättet att agera. Ifall jag gjorde tvärtemot och alltid sålde aktierna då bolagen har problem (och aktien redan har sjunkit) och köpte tillbaka aktierna först då problemen är lösta (och aktien redan har stigit) skulle jag nämligen alltid sälja billigt och köpa dyrt. Det är nog ingen klok strategi.

Men å andra sidan innebär mitt sätt att agera att då jag gör misstag är det ofta stora misstag. Det brukar enligt min erfarenhet ofta ta 3-5 år att lösa tillfälliga problem även i bra bolag, så då jag äntligen fattar att problemen inte bara är tillfälliga har nog krisen redan eskalerat så att aktien är totalt nedkörd.

Men långsiktigheten har ofta fungerat bra för oss. Jag berättade i senaste rapport om det amerikanska utbildningsbolaget Strategic Education, där vi fick vänta i 7 år på en vändning. Liknande men snabbare vändningar har skett i det danska vindturbinbolaget Vestas och det svenska verkstadsbolaget Sandvik. I alla dessa fall var jag så övertygad om bolagets kvalitet att jag vågade köpa mer aktier då aktiekursen fortsatte sjunka. O'Reilly, Costco och Fastenal är andra exempel på bolag som jag har köpt mer av då jag har fått dem billigare.

Däremot är Stockmann, Tulikivi och Suominen, som jag har sålt, samt av våra kvarvarande bolag åtminstone Oriola och H&M, exempel på bolag där någon vändning till det bättre inte har skett. Efterklokt kan jag konstatera att jag övervärderade ledningens kvalitet och bolagets konkurrenskraft och underskattade branschens förändringar. Men den viktigaste lektionen är att jag inte såg rätta korrigerande åtgärder och därför inte efter en tid längre ville köpa fler aktier i bolagen. På det sättet besparades vi större förluster.

Någon garanti för att det skulle gå lika bra i framtiden – alltså att jag skulle lyckas öka innehaven i de bolag som vänder och låta bli att öka mycket i dem som inte vänder – finns givetvis inte. Därför är det viktigt att förstå att Phoebus inte är någon väl diversifierad fond. Vi äger bara 25 bolag, av vilka de 10 största utgör 52 % av portföljen. Så mina misstag kan bli riktigt dyra och därför passar Phoebus inte som någons enda placering, utan det lönar sig att bygga huvuddelen av portföljen med väl diversifierade (index)fonder.

Men framförallt kan mina misstag visa att en aktieplacering inte skall vara rädd att göra misstag och inte deppa över dem. Även en professionell portföljförvaltare gör många misstag och det viktigaste är att man lyckas lite oftare, och att man inte "slänger goda pengar efter dåliga" i sina misslyckade placeringar. Skogen växer nog trots att något träd förtvinar.

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



Senast jag presenterade vårt sophanterings- och städningsbolag Lassila & Tikanoja i rapporten 2/2016 berättade jag att affärsverksamhetens utveckling redan länge hade varit tråkig. På tio år hade resultatet inte förändrats mycket och omsättningen inte ökat. Jag uppskattade dock bolagets stabilitet och goda utdelningsförmåga.

Läget har inte just ändrats sedan dess. Omsättningen är visst en fjärdedel större än 2015, men ett stort förvärv inom fastighetsteknik i Sverige förklarar över två tredjedelar av ökningen. Det justerade rörelseresultatet var i fjol på samma nivå som 2015 och det förväntas inte öka i år heller.

I ljuset av dessa siffror är det ingen överraskning att aktien har varit en ganska klen placering. På tre år har L&T inklusive dividender avkastat endast +2 % samtidigt som Phoebus har avkastat +42 % och vårt jämförelseindex har avkastat +38 %.

Den nye VD:n Eero Hautaniemi och hans trupper har alltså mycket att fundera på. Jobbet förenklas lite av att han satt i L&T:s styrelse i tio år 2007-2017 och därmed känner bolaget väl. Trots att han rekryterades utifrån tror jag därför att han kommer igång snabbt.

På en kort tid har han redan lite förändrat organisationen och sålt den lilla och svagt lönsamma skadesaneringsverksamheten. Större linjedragningar får vi nog vänta på till hösten. Jag tror dock inte att något dramatiskt är att vänta – bolaget är ju inte i någon kris, utan dess utveckling har bara varit ganska anemisk redan länge. Potential till bättre resultat borde finnas.

Efter kursnedgången värderas L&T nu till 13x EV/EBITA och ett skuldfritt P/E-tal på 16x. Direktavkastningen är hela 6,4 %, men utdelningen kanske för tillfället är något generös då bolaget de senaste åren har delat ut hela resultatet. Å andra sidan borde det inte finnas några större investeringsbehov, förutom eventuella företagsköp.

En stigande medvetenhet om miljön, starka marknadsandelar, stabila huvudägare, en jämn lönsamhet, en hyfsat stark balansräkning och en relativt modest värdering känns för mig inte som någon dålig kombination. Därför repeterar jag mig själv – jag är fortfarande nöjd med bolagets potential, trots att närhistorien inte helt har levt upp till mina förväntningar.

Lassila & Tikanoja är vår elfte största placering (vår tredje största finska placering) och väger nu 4,0 % i portföljen. Vikten kunde kanske till och med vara lite högre.

H&M Group

Även gällande Hennes & Mauritz – eller H&M Group som det heter nuförtiden – måste jag säga att placeringen inte har motsvarat mina förväntningar och repetera mig själv då jag ser vad det beror på. Då jag senast presenterade bolaget i rapporten 1/2016 sade jag nämligen att aktien nog inte stiger innan rörelsemarginalen förbättras, vilket skulle kräva att försäljningen per butik börjar öka. Så har inte skett.

H&M:s försäljning har visst stigit med 16 % på tre år, men antalet butiker har på samma period ökat med hela 27 %. Försäljningen per butik har alltså fortsatt sjunka. Rörelsemarginalen har halverats och är nu bara 7,4 %, då den under bolagets glansdagar 2005-2010 varje år översteg 21 %. Resultatet per aktie har på tre år sjunkit med -40 %.

Mot den här bakgrunden är det inte så konstigt att aktien har varit en usel placering. Sedan jag sist presenterade bolaget har aktien i euro inklusive utdelningar avkastat -35 % samtidigt som Phoebus har avkastat +42 % och vårt jämförelseindex +41 %.

Hela Karl-Johan Perssons period som VD, som började för tio år sedan, har alltså varit en enda nedförbacke. Finns det längre något hopp för det bättre? Jag kanske är för optimistisk, men jag tror nog det. Trots att bolaget har reagerat alldeles för långsamt på branschens förändring tycker jag att vi under det senaste året har sett en förändring som går åt rätt håll.

Till skillnad från att Karl-Johan Persson ännu för tre år sedan försökte växa ut ur problemen genom att öppna nya kedjor (vilket närmast fick problemen att växa) har H&M under den senaste tiden satsat på att förbättra köppplevelsen – genom digitala lösningar som kombinerar fysiska butikers och näthandels fördelar – samt logistiken. Samtidigt har färre nya butiker öppnats och fler gamla butiker stängts. Nettoökningen i antalet butiker kommer i år att bli bara 2,6 %.

Det nyss publicerade halvårsresultatet visade redan att marknadsandelarna börjar öka, reapriserna börjar minska och resultatnedgången börjar avtaga. H&M seglar inte ännu på nära håll på klara vatten, men vi bör komma ihåg att vi inte talar om vilken som helst plagghandlare. H&M om någon har nog resurser att satsa på sin förändring.

Efter kursnedgången är H&M vår minsta placering och väger bara 1,5 % i vår portfölj. Jag är inte så övertygad i min optimism att jag skulle köpa mer aktier åt oss, men jag ser gärna fortsatt hur H&M:s förändringsarbete framskrider. Åtminstone är vår risk inte längre stor.