

Seligson & Co Phoebus

Kvartalsrapport Q2 / 2020

PHOEBUS OCH JÄMFÖRELSEINDEX
10.10.2001 - 30.6.2020

andelens
värde



AVKASTNING OCH RISK

FONDEN

JÄMFÖRELSEINDEX

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

31.3.2020

	Avkastning	Volatilitet	Avkastning	Volatilitet
3 mån.	16,49 %	22,60 %	18,02 %	21,03 %
Från årets början	-6,34 %	27,33 %	-5,17 %	27,26 %
1 år	0,71 %	20,50 %	2,68 %	20,13 %
3 år	18,67 %	14,21 %	14,94 %	13,99 %
5 år	40,95 %	13,68 %	41,32 %	13,51 %
10 år	147,40 %	13,10 %	153,83 %	14,32 %
Från startdatum	538,32 %	14,17 %	381,28 %	15,75 %
Från startdatum per annum	10,40 %		8,75 %	

KOSTNADER, NYCKELTAL

1.7.2019-30.6.2020

Årliga avgifter	0,75 %
Avkastningsbunden provision	0,01 %
Transaktionskostnader	0,01 %
Totalkostnadsandel (TKA)	0,76 %
Portföljens omsättningshastighet	-13,01 %
Tracking error	10,04 %
Förmedlingsarvodet betalda till företag inom samma koncern	0,00 %
Storlek	58 995 796 €
Närkretsens ägarandel (30.6.2020)	9,02 %

"Jag tycker att alla kriser gör oss till bättre placereare – förutsatt att vi lär oss av kriserna."

VÄRDEPAPPERSPLACERINGAR 30.6.2020

	Antal aktier	Aktiekurs valuta	euro	Marknads- värde EUR	Andel av fonden
Fortum	180000		16,97	3 053 700	5,2%
Vaisala	87676		32,45	2 845 086	4,8%
Tikkurila	182000		12,54	2 282 280	3,9%
Lassila & Tikanoja	166021		13,16	2 184 836	3,7%
TietoEVRY	73000		24,36	1 778 280	3,0%
Nokian Tyres	72000		19,73	1 420 200	2,4%
Exel Composites	290000		4,73	1 371 700	2,3%
Konecranes	56000		20,08	1 124 480	1,9%
Oriola A & B	520000		2,01	1 045 710	1,8%
Inhemska aktier				17 106 273	29,0%
Air Liquide	40671	127,75	127,75	5 195 720	8,8%
Fastenal	100000	41,92	37,40	3 739 852	6,3%
Costco	11500	301,59	269,06	3 094 197	5,2%
Sandvik	185000	174,25	16,61	3 072 284	5,2%
Progressive	40000	78,41	69,95	2 798 109	4,7%
Automatic Data Processing	20000	146,38	130,59	2 611 830	4,4%
Handelsbanken A	300000	89,52	8,53	2 559 518	4,3%
Novozymes	46600	380,10	51,00	2 376 709	4,0%
Tractor Supply	19000	131,61	117,41	2 230 877	3,8%
Strategic Education	16000	153,67	137,10	2 193 523	3,7%
O'Reilly Automotive	5000	422,39	376,83	1 884 156	3,2%
John Deere	12000	153,71	137,13	1 645 571	2,8%
Brembo	170000	8,18	8,18	1 390 600	2,4%
TFF Group	52000	25,80	25,80	1 341 600	2,3%
HHLA	60000	15,18	15,18	910 800	1,5%
Hennes & Mauritz	57800	134,60	12,83	741 464	1,3%
Harley-Davidson	34000	23,84	21,27	723 133	1,2%
Utländska aktier				38 509 941	65,3%
SUMMA aktier				55 616 214	94,3%
Nettokassa				3 379 582	5,7%
FONDENS VÄRDE				58 995 796	100,0%
Antal andelar (A-korrigerat)				924 243,11	
Värde per A-andel				63,8315	

FONDENS UTVECKLING

Vilken speciell vår det var! Media var fullt av coronahysteri men då epidemin lugnade sig steg vårt jämförelseindex hela +18,0 %, vilket var det tredje bästa kvartalet på marknaden i Phoebus historia. Phoebus hängde inte riktigt med, men steg ändå hela +16,5 %.

Från årets början har Phoebus sjunkit med -6,3 % och jämförelseindexet -5,2 %. Sedan start har Phoebus avkastat +538,3 % och jämförelseindexet +381,3 %.

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

Under andra kvartalet handlade jag inte mycket. Jag köpte fler aktier i fyra av våra bolag för 456 t€. I köpens storleksordning var bolagen Brembo, HHLA, Handelsbanken och ADP.

Vi fick 528 t€ i dividender och ägarna placerade under kvartalet netto 925 t€ nya pengar i Phoebus. Således ökade kassan och var i slutet av juni 5,7 % av fondens värde (4,9 % i slutet av mars). Det är något för mycket eftersom jag ville undvika tvångsförsäljningar då coronaepidemin var som värst och eftersom en del av våra dividender inte betalades. Då läget nu har lugnat sig bör jag alltså köpa mer aktier. I lugn och ro, som vanligt.

VAD LÄRDE VI OSS AV CORONAKRISEN?

Coronakrisen blev alltså kortvarig på aktiemarknaden. Kriser är ganska sällsynta – under mina ungefär 35 år som placerare har jag bara sett två stora kriser (recessionen 1990-91 och finanskrisen 2008-09) samt fyra mindre (svarta måndagen 1987, tech-bubblans slut 2000, WTC-terrorattacken 2001 och nu coronakrisen).

Jag tycker att alla kriser gör oss till bättre placerare – förutsatt att vi lär oss av kriserna. Just under en kris är det svårt att analysera marknadens funktion eller sina egna känslor, men då läget har lugnat sig är det absolut värt att försöka. Så vad lärde vi oss av coronakrisen?

Först och främst att kriser oftast kommer snabbt och överraskande. Om vi kunde förbereda oss så skulle det ju inte komma någon kris! Ännu i medlet av februari var såväl de finska som de globala börsindexen på alla tiders högsta nivå. En månad senare hade finska börsen sjunkit med -36 % och världsmarknaden sjunkit -33 %.

Även under finanskrisen 2008 sjönk kurserna i Finland med -41 % på fyra månader (totalt sjönk de med -55 % på 10 månader). Mycket snabba kursfall i en kris är alltså snarare en regel än ett undantag.

Den andra lärdomen av coronakrisen är att det är (nästan) omöjligt att tajma marknaden. Under hela våren har vi i media läst hur negativt krisen inverkar på Finlands skuldsättning och på konkursernas antal i olika **branscher. Samtidigt steg**

börskurserna rekordmycket, och media spekulerar nu redan om vi är i en “börsbubbla”?

Nå, de som talar om en börsbubbla kanske inte helt har tänkt på hur marknaden fungerar. Börskurserna styrs ju inte av vilka resultat bolagen gör idag, utan av förväntningar om framtiden.

Jag frågade den 24.3. av mina kolleger om vi nu är på botten, då det inte längre finns några positiva nyheter? Peter svarade att “det var igår”. Han hade rätt – världsindexets lägsta notering under våren var den 23.3. Och det var inte första gången han hade rätt, vi hade samma diskussion den 10.3.2009 och marknaden bottnade den 9.3.2009 (men vi diskuterar ofta marknaden och vi har så sällan rätt att man kommer ihåg det ...).

Det viktiga är att vi inte litar på våra åsikter då vi sköter våra kunders placeringar, utan vi ser dem närmast som “marknadsförnøjelse”. Det är helt okej för media att förnöja sig med att försöka tajma marknaden, men av en professionell kapitalförvaltare vore det ansvarslost. Det finns nämligen absolut ingen garanti för att vi skulle ha rätt – inte ens Peter ;-)

Den viktigaste lärdomen av coronakrisen var nog hur var och en av oss upplevde krisen. Ifall det då kurserna hade sjunkit med en tredjedel kändes som om man hade förlorat alltför mycket lönar det sig att ta lärdom av erfarenheten. Marknaden förlät ju denna gång snabbt dem som hade tagit för mycket risk, men alltid är så inte fallet, nästa nedgång kan bli större eller vara mycket längre. Så ifall portföljen sjönk för mycket kanske det är värt att minska aktierisken lite i fortsättningen.

Eller tvärtom. Om kursnedgången inte kändes så farlig så är antagligen placerarens aktievikt på ganska rätt nivåer.

Vad har det här med Phoebus att göra? Vad gäller allokeringen (aktievikten) ingenting, för Phoebus är alltid en ren aktiefond oberoende av marknadsläget. Men vad gäller diversifiering fick vi igen en lärdom: vem hade till exempel före krisen tänkt att Disney, Hilton och Southwest Airlines delar samma turismklusterrisk?

Kanske den som såg WTC-turismkrisen 2001. Vi kan lära oss mycket av kriser.

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



Jag presenterade vårt danska industrienzymbolag Novozymes senast för drygt tre år sedan i

rapporten 1/2017. Jag berättade då att jag inte förväntar mig mycket tillväxt, men tycker att denna överlägsna marknadsledare är av exceptionellt hög kvalitet och trots den redan då höga värderingen (P/E 27x) kunde vara en god placering.

Sedan dess har omsättningen på tre år i danska kronor ökat +2 %, rörelseresultatet har sjunkit med -10 % och resultatet per aktie har sjunkit med -8 %. Rörelsemarginalen var dock ännu i fjol ypperliga 25 % eller cirka 26 % utan engångskostnader.

Trots affärsverksamhetens något anemiska utveckling har aktien varit en bra placering. I euro inklusive dividender har den avkastat +43 % samtidigt som Phoebus har avkastat +20 % och jämförelseindexet +19 %. Aktien hade innan jag köpte den sjunkit betydligt då bioetanolbubblan sprack, så vårt "billiga" inköpspris möjliggjorde en god avkastning, trots att verksamhetens utveckling inte helt motsvarade mina förväntningar.

Just nu är företagsledningen mitt största frågetecken. Peder Holk Nielsen, som var VD i 7 år, satt i ledningsgruppen 25 år och jobbade i bolaget 35 år, steg åt sidan i januari. I hans ställe anställde bolaget spanska Ester Baiget från kemibolaget Dow. Hon har ännu inte offentligt uttalat sig om bolagets framtida strategi.

Däremot gjorde bolaget under Baiget redan ett litet företagsköp, vars logik jag inte helt begriper. Novozymes köpte i slutet av juni ett litet (omsättning <15 m€) irländskt bolag som heter PrecisionBiotics för hela 80 m€. PrecisionBiotics gör probioter för människor, alltså mikroorganismer som förbättrar främst mag- och munhälsa.

Novozymes motiverade köpet med att man kommer in på marknaden för probiotiska hälsotillskott, som är värd 5 miljarder euro. Jag tycker argumentet är underligt. Bolaget har visserligen länge sålt probioter för höns, men det är logiskt då foderenzym, som är en stor verksamhet för Novozymes, säljs genom samma kanaler. Inom människoläkemedel har bolaget tidigare försökt konkurrera med dålig framgång och jag ser fortfarande inga konkurrensfördelar på den fronten. Nå, vi får hoppas att köpet inte var Baigets idé, då hon först nyss har börjat på Novozymes.

Efter den kraftiga kursuppgången är Novozymes dyrt, P/E-talet är nu hela 40x. Aktien väger 4,0 % i vår portfölj, vilket är mycket för ett så här dyrt bolag. Jag tycker fortfarande att Novozymes kvalitet är exceptionell, men jag tänker inte öka dess vikt i portföljen. Först vill jag se hurdana strategiska linjedragningar Ester Baiget gör. Alltså sedan då ledningen igen hinner fundera på strategier och inte bara släcka coronabränder.



Motorcykelbolaget Harley-Davidson har ett av våra starkaste varumärken, men har trots det varit en av våra sämsta placeringar. Jag var därför inte helt överraskad då förre VD:n Matt Levatic fick sparken i februari. Till hans efterträdare

valdes Jochen Zeitz, som var VD för Puma 1993-2011 och som har suttit i H-D:s styrelse sedan 2007.

Jag funderade vad Levatic gjorde fel och kom på tre punkter: Marknadsföringen som hos H-D alltid har varit passionerad har urvattnats de senaste åren. Kundkontakten som bolaget har skött genom ägarklubbar och lördagsburgare via sina dealers har också försvagats. Och bolaget har lanserat tiotals nya modeller vilket ökar kostnaderna, försvårar verksamheten för dealers samt gnagar på en av bolagets traditionella styrkor, försäljningen av reservdelar för att ägarna skall kunna kustomisera sina motorcyklar.

Det här gjorde jag alltså innan jag läste Zeitz åsikter om strategin. Till min glädje innehåller hans nya "Rewire"-strategi, som vi får höra mer om efter sommaren, mycket liknande element som mina egna tankar.

Helt uselt har H-D dock inte klarat sig. Antalet sålda motorcyklar har sedan 2006 visst sjunkit med -37 % (i USA - 53 % och i resten av världen +22 %), men samtidigt har totalmarknaden för tunga motorcyklar i USA också sjunkit med -53 % så H-D:s marknadsandel är oförändrad på 49 %. Levatic fick nog sparken för att H-D:s rörelsemarginal under 2018-19 har varit den sämsta åtminstone sedan 1990. Bolaget gjorde hela 1990-talet samt 2009-11 mer än dubbelt resultat med lägre volymer än idag.

Om jag vore Zeitz skulle jag göra ännu ett strategiskt drag: jag skulle sälja H-D:s finansbolag HDFS. Det är inte H-D:s kärnverksamhet, världen är full av banker och finansbolag som gärna skulle finansiera H-D:s kunder och dealers. Finansbolagets risker är andra än kärnverksamhetens och gör det svårare att fatta motorcykelbolagets balansräkning. HDFS har de senaste 10 åren i medeltal gjort 270 miljoner dollar årligen i rörelseresultat, så dess värde torde vara 2-3 miljarder dollar.

Harley-Davidsons marknadsvärde är nu 3,77 miljarder dollar och nettoskulden (utan HDFS) är endast 273 musd, så bruttovärdet är 4 miljarder dollar. Om finansbolaget såldes skulle det resterande bruttovärdet alltså vara endast 1-2 miljarder dollar. Och detta för ett bolag, vars "usla" rörelseresultat i fjol var över 300 musd och som bäst har varit 1,4 miljarder dollar.

H-D är förutom legendariskt nu också mycket billigt. Efter den usla kursutvecklingen är det idag vår minsta placering som bara väger 1,2 % i fonden. Jag behöver bestämma om jag skall öka dess vikt betydligt, eller helt sälja bort aktien? Då det är frågan om ett bra bolag, ett utomordentligt varumärke och en trovärdig ny strategi är jag nog benägen att öka vårt ägande.

Om jag fick köpa hela Harley-Davidson till dagens pris (och hade råd med det) så skulle jag göra det direkt. Så varför skulle jag inte köpa en mindre andel nästan lika gärna?.