

Seligson & Co Phoebus

Kvartalsrapport Q2 / 2021



AVKASTNING OCH RISK

FONDEN

JÄMFÖRELSEINDEX

30.6.2021

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

	Avkastning	Volatilitet	Avkastning	Volatilitet
3 mån.	3,42 %	7,61 %	8,23 %	8,14 %
Från årets början	15,02 %	9,29 %	18,30 %	9,58 %
1 år	32,98 %	10,75 %	39,41 %	10,64 %
3 år	46,95 %	14,53 %	46,75 %	14,43 %
5 år	90,05 %	12,70 %	97,58 %	12,41 %
10 år	183,96 %	13,03 %	210,29 %	14,15 %
Från startdatum	748,85 %	14,01 %	570,96 %	15,53 %
Från startdatum per annum	11,45 %		10,13 %	

KOSTNADER, NYCKELTAL

1.7.2020 - 30.6.2021

Årliga avgifter	0,75 %
Avkastningsbunden provision	0,00 %
Transaktionskostnader	0,02 %
Totalkostnadsandel (TKA)	0,77 %
Portföljens omsättningshastighet	6,69 %
Tracking error	6,65 %
Förmedlingsarvoden betalda till företag inom samma koncern	0,00 %
Närkretsens ägarandel (30.6.2021)	6,87 %
Storlek	102 071 661 €

"Vid midnatt förvandlas allting till pumpor och möss."

VÄRDEPAPPERSPLACERINGAR 30.6.2021

	Antal aktier	Aktiekurs valuta		euro	Marknads- värde EUR
Fortum	226000	23,21		5 245 460	5,1%
Nokian Tyres	145000	33,88		4 912 600	4,8%
Lassila & Tikanoja	265000	14,04		3 720 600	3,6%
TietoEVRY	130000	26,72		3 473 600	3,4%
Vaisala	90000	34,70		3 123 000	3,1%
Exel Composites	311348	9,96		3 101 026	3,0%
Konecranes	70000	35,35		2 474 500	2,4%
Oriola A & B	520000	1,86		965 980	0,9%
Inhemska aktier				27 016 766	26,5%
Air Liquide	56000	148,18	148,18	8 298 080	8,1%
Fastenal	121000	51,77	43,56	5 270 209	5,2%
Handelsbanken A	521000	96,48	9,55	4 973 294	4,9%
Sandvik	226000	218,80	21,65	4 892 433	4,8%
Automatic Data Processing	29000	197,62	166,26	4 821 622	4,7%
Costco	14000	398,79	335,51	4 697 173	4,6%
O'Reilly Automotive	9500	564,97	475,32	4 515 577	4,4%
John Deere	15000	348,93	293,56	4 403 458	4,3%
Progressive	47000	98,44	82,82	3 892 546	3,8%
Novozymes	58000	472,90	63,60	3 688 520	3,6%
Tractor Supply	23000	187,03	157,35	3 619 123	3,5%
Orkla	380000	87,82	8,64	3 282 119	3,2%
Brembo	235000	10,67	10,67	2 507 450	2,5%
Harley-Davidson	60000	46,14	38,82	2 329 127	2,3%
TFF Group	80000	27,30	27,30	2 184 000	2,1%
HHLA	85000	21,04	21,04	1 788 400	1,8%
Strategic Education	25000	75,85	63,81	1 595 364	1,6%
Hennes & Mauritz	72800	200,85	19,87	1 446 680	1,4%
Utländska aktier				68 205 174	66,8%
AKTIER totalt				95 221 941	93,3%
Nettokassa				6 849 721	6,7%
FONDENS VÄRDE				102 071 662	100,0%
Antal andelar (A-korrigerat)				1 202 475,81	
Värde per A-andel				84,8846	

FONDENS UTVECKLING

Aktiemarknadens otroliga rally fortsatte under andra kvartalet och vårt jämförelseindex steg med hela +8,2 %. Phoebus hängde inte med, utan steg endast med +3,4 %. Vår stora kassa förklarar -0,3 procentenheter av förlusten men huvudorsaken var helt enkelt det faktum att våra aktier utvecklades sämre än marknaden.

Från årets början har Phoebus avkastat +15,0 % och jämförelseindexet +18,3 %. Sedan starten har Phoebus avkastat +748,8 % och jämförelseindexet +571,0 %.

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

Vi har alla våra slagfält. För mig var det andra kvartalet ännu en strid mot vår alltför stora kassa. Vi fick 0,7 m€ i dividender och ägarna placerade 2,3 m€ nya pengar i Phoebus. Trots att jag köpte till aktier för 4,4 m€ så var kassan i slutet av juni 6,7 % av fondens värde. Det är alltför mycket, så jag fortsätter liksom tidigare att gradvis köpa aktier.

Slaget är varken vunnet eller förlorat, utan i detta skede något av ett ställningskrig, som jag nog småningom kommer att vinna.

REA PÅ KVALITETSBOLAG?

Phoebus avkastade under kvartalet nästan fem procentenheter sämre än index. Även om vi beaktar kassan (-0,3 %) och kostnaderna (-0,2 %) så avkastade våra aktier mindre än hälften av marknadens avkastning. Så vad gick fel?

Underligt nog nästan inget alls. Av våra 26 bolag gav sex en negativ avkastning. Sämst var Strategic Education (-18 %). Fem bolag avkastade över +10 %. Bäst var Harley-Davidson (+21 %). De övriga 15 bolagen avkastade mellan noll och +10 %. Fördelningen är helt normal och underavkastningen berodde inte på någon enskild katastrof.

Jag har under vårens lopp förundrat mig över att våra bolag, speciellt i USA, ofta under samma dag alla går bättre eller sämre än börsen, vilket inte är normalt. De korrelerar alltså mycket mer sinsemellan än med marknaden.

Jag hittade en eventuell delförklaring i slutet av juni då jag läste världens största fondbolag BlackRocks marknadsöversikt av Tony DeSpirito¹. Han ansvarar för BlackRocks fundamentala aktiestrategier och är ledande förvaltare för deras dividendfonder.

DeSpirito berättade att kvalitetsbolag nu är på rea. BlackRock har utvecklat en egen mätare för "kvalitet", som betonar bolagens lönsamhet, balansräkningens styrka och

dividendutbetalningen. Alltså ganska samma parametrar som jag söker i Phoebus.

Då man med BlackRocks kvalitetsmätare delar USA:s marknad (Russell 1000 –indexet) i femtedelar så har den "bästa" femtedelen sedan år 1979 till idag i medeltal handlats till ett premium på 4 % gentemot marknaden mätt med p/e – talet. Inget konstigt med det – man skall betala för kvaliteten. Närmast förvånade det mig hur lite man har behövt betala för bättre kvalitet under alla dessa år.

Just nu säger Tonys mätare att kvalitetsbolagen handlas till en rabatt på hela -12 % gentemot marknaden. Detsamma har hänt bara en gång tidigare under de senaste 42 åren, vid teknobubblans höjd år 2000? Vad kunde detta bero på?

Jag skulle tro att huvudorsaken är att marknaden är så spekulativ just nu, liksom den var under teknobubblan 2000. Nu liksom då uppskattar placerarna goda historier mer än konkreta resultat. Nu liksom då är nya börslistningar på topp. Och nu liksom då finns det mycket lösa pengar till förfogande. Då placerarna är mycket spekulativa blir i deras ögon ibland pumpor till vagnar och mössen till dragare, liksom i sagan om Askungen.

Världens största försäkringsbolag Berkshire Hathaways huvudägare Warren Buffett berättar inte så ofta vad han tycker om marknaden. Men i årsberättelsen för 2000 sade han att placerarna vid sina fester borde minnas att efter midnatt finns det bara pumpor och möss. I oktober 2008 då finanskrisen var som värst skrev han däremot ett inlägg i New York Times² där han noterade att man nog borde köpa aktier – åtminstone gör han det själv.

I år har Buffett igen talat mest om pumpor och möss. Så tänker jag också. Det finns många tecken på spekulation. Inflationen och därmed räntenivån verkar vara på stigande. President Biden vill höja bolagsskatten i USA. Inget av dessa stöder marknaden. Men ingen vet när batterierna dör i Askungens Tesla, för marknadens klockor har inga visare.

Jag kan inte tajma marknaden och det är inte min uppgift heller. Phoebus är alltid en ren aktiefond. Men jag skulle nog idag hellre vara lite försiktig än alltför girig. Delvis just därför har kanske mitt ställningskrig mot vår kassa räckt så länge.

Att kvalitetsbolagen i relativa termer är undervärderade är dock ett gott tecken, då det visar att marknadens hysteri inte i stor utsträckning har berört våra bolag. Samtidigt är det klart att även våra bolag skulle sjunka ifall marknaden sjunker. Men de förvandlas knappast varken till pumpor eller möss, för de är de mest lönsamma och de bäst skötta i sina respektive branscher.

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

¹ <https://www.blackrock.com/us/individual/literature/investment-commentary/taking-stock-quarterly-outlook-en-us.pdf>

² <https://www.nytimes.com/2008/10/17/opinion/17buffett.html>



Då jag senast presenterade vårt väderobservations- och industriella mätningssensorbolag Vaisala i rapporten 4/2017 sade jag att aktien redan var dyr men att bolaget borde ha möjligheter att förbättra sin tillväxt och sitt resultat.

Så gick det tyvärr inte. Vaisalas omsättning har visserligen på tre år ökat med +14 % men av det är två tredjedelar en följd av företagsköp och den organiska tillväxten har varit låg. Rörelsemarginalen utan engångsposter har förbättrats lite från 12,3 % till 13,5 % men är ännu långt ifrån bolagets mål på 15 %.

Trots det har aktien utvecklats väl. Sedan min senaste presentation har den inklusive dividender avkastat hela +67 % samtidigt som Phoebus har avkastat +50 % och jämförelseindexet +56 %. Delvis är förklaringen säkert placerarnas större intresse kring klimatförändringen och att Vaisala därför har blivit "trendigt", till skillnad från tidigare.

Men trots att Vaisala är bäst känt och kanske trendigt tack vare sin väderbusiness så har just den faktiskt varit den största besvikelsen de senaste åren. Dess omsättning har vuxit med bara 13 m€ trots att ett företagsköp år 2019 gav 33 m€ till. Rörelsemarginalen justerad för engångsposter och företagsköp var i fjol 9,6 % då den för tre år sedan var 8,2 %.

Bolagets andra verksamhet, industriella mätningar, har däremot utvecklats bra. Omsättningen har vuxit med +30 % utan större företagsköp och rörelsemarginalen har ökat från 20,7 % till 22,0 %. Så mätt med resultatet (och därmed även med värdet) är Vaisala egentligen ett industriellt mätningssbolag och inte bara ett väderbolag liksom tidigare.

Den största förändringen är att Kjell Forsén, som med framgång ledde bolaget i 14 år, pensionerade sig i fjol. I hans ställe anställdes Kai Öistämö, som har varit på bla. Nokia. Öistämö har inte ännu gjort större linjedragningar – tiden får utvisa vad han hämtar till Vaisala. Samtidigt bytte ägarfamiljen också styrelseordförande till nästa generation.

Då jag senast presenterade Vaisala var dess p/e –tal 28x, som inte är billigt för ett bolag som nästan inte har organisk tillväxt. Efter den goda kursutvecklingen är Vaisalas p/e –tal justerat för posterna från företagsköpena hela 32x. Trots att bolaget fortfarande är skuldfritt så börjar detta nog närma sig mina smärigränser beträffande värderingen.

Just därför har jag inte ökat vårt ägande. Vaisala har en ny VD, en ny ordförande och bolaget har varken kunnat motsvara mina förväntningar beträffande organisk tillväxt eller lönsamhet. Samtidigt är värderingen mycket hög.

Vaisalas vikt i vår portfölj är nu 3,1 % och jag kan bra leva med det, men jag kommer nog inte att i en nära framtid köpa fler aktier. Bolaget är dock ett av de mest kvalitativa i Finland, så jag tänker inte heller sälja vår andel.



Då jag senast presenterade vår amerikanska lantmannahandel Tractor Supply för drygt tre år sedan i rapporten 1/2018 berättade jag att bolagets verksamhet hade utvecklats väl, men att aktiekursen inte hade gjort det. Därmed hade aktien blivit mycket billigare och jag tänkte öka vårt ägande.

Jag hade helt rätt och jag borde ha köpt mer. Efter det har aktien i euro inklusive dividender avkastat +232 % samtidigt som Phoebus har avkastat +55 % och vårt jämförelseindex +57 %.

De senaste tre åren har det skett tre betydande händelser i Tractor Supply: byte av VD, coronapandemin och ett företagsköp.

I början av 2020 pensionerade sig Greg Sandfort, som hade lett bolaget i 7 år. I hans ställe anställdes nu 46-åriga Hal Lawton. Hans tidigare arbetsgivare är Macy's, eBay och Home Depot, så han känner detaljhandeln väl. Men i de bästa amerikanska bolagen är det sällsynt att VD:n anställs utifrån, så jag var lite förvånad.

Lawton fick åtminstone en flygande start. Tractor Supply har dragit stor nytta av coronakrisen då människor flyttar allt mer till landet. I fjol ökade dess omsättning med hela +27 % och första kvartalet i år accelererade tillväxten till hela +43 %!

Det är svårt att veta vad som är corona och vad som är "genuin tillväxt". Kanske det säger något att Tractor Supplys tillväxt före krisen var ca 7 % per år. Men å andra sidan har kel- och andra djurfoder konstant representerat knappt hälften av försäljningen, och jag har svårt att tro att alla som flyttar till landet skulle köpa höns eller kaniner (eller ens hundar). Så det kan nog finnas en genuin ökning av marknadsandelarna bakom siffrorna också.

Åtminstone är bolaget realistiskt. I år tror det att vinsten per aktie blir cirka 7,20 USD, då den under de senaste 12 månaderna har varit 7,71 USD. Vi behöver knappast oroa oss för att Tractor Supply pga försäljningsboomen skulle öka sina kostnader eller sitt lager för mycket.

Behöver vi oroa oss för något är det nog strategin. Tractor Supply har på 15 år gjort bara ett företagsköp (PetSense 2016), som misslyckades. Nu köpte Lawton nästan genast sin konkurrent i Midwest, Orscheln Farm and Homes, som har 167 butiker för 300 miljoner dollar. Bolaget verkar passa Tractor Supply mycket väl, men övergången från en betoning på organisk tillväxt till företagsköp är alltid riskfylld.

Aktien är inte heller längre billig. På årets prognos är p/e –talet 26x (på föregående 12 mån resultat är det 24x), då det senast var bara 15x. För ett fint bolag är inte dessa nivåer helt hopplösa, men då resultatet dessutom tack vare coronan är exceptionellt bra så skulle jag nog vara lite försiktig.

Tractor Supply utgör nu 3,5 % av vår portfölj, och jag tänker inte öka vårt ägande.