

Seligson & Co Phoebus

Kvartalsrapport Q3 / 2014

PHOEBUS OCH JÄMFÖRELSEINDEX

10.10.2001 - 30.9.2014



Avkastning och risk	Fonden		Jämförelseindex	
	30.9.2014		75% OMX Helsinki Cap GI, 25% MSCI AC World NDR	
	Avkastning	Volatilitet	Avkastning	Volatilitet
3 mån.	-1,05 %	8,44 %	1,50 %	9,22 %
Från årets början	3,78 %	8,74 %	9,85 %	10,08 %
1 år	5,90 %	8,42 %	16,56 %	9,89 %
3 år	52,39 %	10,63 %	69,77 %	14,46 %
5 år	72,04 %	12,88 %	73,29 %	15,61 %
10 år	119,95 %	15,37 %	140,97 %	17,07 %
Från startdatum	291,34 %	14,45 %	197,06 %	16,67 %
Från startdatum per annum	11,08 %		8,75 %	

Kostnader, nyckeltal	1.10.2013 - 30.9.2014
Årliga avgifter	0,75 %
Avkastningsbunden provision	0,00 %
Transaktionskostnader %	0,01 %
Totalkostnadsandel (TKA) %	0,77 %
Portföljens omsättningshastighet	-7,09 %
Tracking error	5,76 %
Förmedlingsarvoden betalda till företag inom samma koncern	0,00 %
Storlek	32 727 331 €
Närkretsens ägarandel (30.9.2014)	10,26 %

”För Phoebus del står valet mellan om vi skall hålla oss mer till Finland, där jag känner bolagen bättre, eller om vi skall placera mer utomlands, där det är betydligt lättare att hitta bolag av riktigt hög kvalitet men där risken för misstag samtidigt är klart större?”

VÄRDEPAPPERSPLACERINGAR 30.9.2014

	Antal aktier	Aktiekurs valuta	euro	Marknads- värde EUR	Andel av fonden
Fortum	162000		19,23	3 115 260	9,5%
Vacon	60000		33,68	2 020 800	6,2%
Lassila & Tikanoja	115000		13,40	1 541 000	4,7%
Exel Composites	159000		7,79	1 238 610	3,8%
Tieto	60000		19,86	1 191 600	3,6%
Nokian Tyres	49000		24,10	1 180 900	3,6%
Tikkurila	68000		16,56	1 126 080	3,4%
Oriola-KD B	460000		2,37	1 090 200	3,3%
Konecranes	43000		21,08	906 440	2,8%
Vaisala	42000		20,94	879 480	2,7%
Ekokem A+B	12000		67,00	804 000	2,5%
Stockmann B	76000		8,63	655 500	2,0%
Tulikivi	1797811		0,261	469 229	1,4%
Inhemska aktier				16 219 099	49,6%
Air Liquide	22099	96,47	96,47	2 131 891	6,5%
Handelsbanken B	55000	323,10	35,32	1 942 577	5,9%
Hennes & Mauritz	51000	297,30	32,50	1 657 462	5,1%
Harley-Davidson	31000	59,32	47,16	1 462 013	4,5%
Costco	14000	125,32	99,63	1 394 880	4,3%
Automatic Data Processing	18000	82,81	65,84	1 185 069	3,6%
Fastenal	29000	45,20	35,94	1 042 137	3,2%
Progressive	47000	25,49	20,27	952 481	2,9%
Sandvik	92000	81,10	8,87	815 619	2,5%
HHLA	35000	18,65	18,65	652 750	2,0%
TFF Group	9500	61,87	61,87	587 765	1,8%
Strayer Education	10000	59,38	47,21	472 094	1,4%
Systemair	20000	99,75	10,90	218 083	0,7%
Utländska aktier				14 514 820	44,4%
SUMMA aktier				30 733 919	93,9%
Nettokassa				1 993 411	6,1%
FONDENS VÄRDE				32 727 331	100,0%
Antal andelar (A-korrigerat)				836 289,18	
Värde per A-andel				39,1340	

FONDENS UTVECKLING

Världens börser utvecklades fortsatt positivt under det tredje kvartalet. Vårt jämförelseindex steg med 1,5 %. Phoebus utvecklades tyvärr inte så bra, utan sjönk med -1,1 %. Främst förklaras detta av att de Rysslandsberoende Nokian Tyres och Tikkurila gick dåligt efter att krisen i Ukraina eskalerade. Stockmann kraschade totalt, dels på grund av Rysland men främst beroende på sin egen ledningskris.

Från starten har Phoebus nästan fyrfaldigats och vårt jämförelseindex har nästan trefaldigats. Under de senaste 10 åren har Phoebus dock inte gett något mervärde, utan istället förlorat en procentenhet per år (8,2 % vs 9,2 %) mot index. Det kan jag självklart inte vara nöjd med.

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

Phoebus ägare löste under kvartalet netto in andelar för 70te. Jag använde 311te för att köpa aktier (Systemair, TFF Group och Fastenal) men exceptionellt sålde jag också aktier för 870te. Fortum måste jag minska på grund av fondens nya regler och Vacon minskade jag efter att Danfoss lade ett bud på bolaget.

Således ökade vår kassa, som i slutet av kvartalet var 6,1 % av fondens värde. Till detta bör vi egentligen också räkna innehavet i Vacon, förutsatt att Danfoss' bud går igenom. Vår totala kassa inklusive kassaliknande tillgångar är alltså hela 12,3% av fondens värde och det kommer nog att ta sin tid innan jag får den sänkt till mer normala nivåer.

LEDNINGEN SOM PLACERINGSKRITERIUM

Ett av Phoebus viktigaste placeringskriterier är att bolagets ledning bör vara exceptionellt bra. Med detta menar jag framför allt att den verkställande ledningen bör vara ivrig och stolt över sitt bolag och att den konsekvent bör utveckla bolagets konkurrensfördelar och verka för ägarnas bästa. De bästa ledarna är ambitiösa men samtidigt ödmjuka. Samma krav gäller givetvis för styrelsen, men som utomstående är det svårt att se hur styrelsen arbetar.

Sommarens viktigaste nyheter var därför för mig att VD:n i två av våra bolag - Stockmanns Hannu Penttilä och Nokian Tyres' Kim Gran - pensionerade sig. Detta väckte igen en fråga (som jag diskuterade även i rapporten 2/2011): Kan "bra företagsledning" faktiskt vara ett bra placeringskriterium, ifall ledarna i våra bolag byts ut väldigt ofta?

Phoebus äger för tillfället aktier i 13 finska och 13 utländska bolag. Av deras VD:ar har sju haft sin post i över tio år. Av dessa långvariga chefer jobbar sex i våra utländska bolag och bara en - Vacons Vesa Laisi - i ett finskt bolag. Färre än fem år som VD har fem av våra finska och fyra av våra utländska bolags chefer jobbat.

Ännu större skillnad i kontinuiteten mellan våra finska och utländska bolag märker vi då vi studerar varifrån cheferna har rekryterats. Av våra utländska bolags chefer har tio kommit

inifrån sina bolag och bara tre har rekryterats externt. Av våra finska chefer har i sin tur bara två - Tapio Kuula på Fortum och Heikki Vauhkonen på Tulikivi - rekryterats internt, och de resterande 11 har kommit någon annanstans ifrån.

Ett företags eller dess lednings "kvalitet" är svåra att exakt definiera. Man kunde kanske till och med lägga kvalitet till den lista som den framlidne Laurence J. Peter nämnde: "Competence, like truth, beauty, and contact lenses, is in the eye of the beholder."

Hur som helst är ett av mina främsta kriterier på kvalitetsbolag, förutom en duktig ledning, att verksamheten uppvisar kontinuitet. Alltså att företagskulturen bygger på bolagets konkurrensfördelar, som styrelsen och den verkställande ledningen konsekvent försöker förstärka. Till detta hör nästan alltid också att nästa generation av ledare utvecklas internt. I många fina bolag, speciellt i USA, kan intern chefsutveckling faktiskt vara ett av de viktigaste uppdragen som styrelsen ger åt den verkställande ledningen.

Då man däremot externt rekryterar en VD som inte känner bolaget sedan tidigare räcker det nästan per definition 1-2 år för honom att lära sig känna bolaget tillräckligt väl för att kunna börja leda eller utveckla det. Under den tiden ger bolaget naturligtvis ett stort försprång åt sina konkurrenter. Ganska ofta händer det också att den externt rekryterade chefen aldrig anpassar sig till bolagets kultur, utan rekryteringen visar sig vara ett misstag.

Vad i all världen tänker alltså våra finska bolags styrelser, då de inte hittar interna förmågor i sina bolag och då cheferna byts ut alldeles för ofta?

Jag tror inte att det är frågan om någon kulturskillnad till Finlands nackdel. Snarare beror differensen på att våra finska bolag helt enkelt i medeltal är av sämre kvalitet än våra utländska bolag. Det är helt naturligt - alla kan inte vara bäst i världen och det är orealistiskt att tro att man kan hitta många av "företagsvärldens OS-vinnare" i lilla Finland.

Därför tror jag fortfarande - trots de bakslag vi har lidit i termer av ledningens kvalitet och framförallt kontinuitet i våra finska bolag - att en god företagsledning, inklusive konsekventa generationsskiften, är ett av de tydligaste tecknen på ett välskött bolag. För Phoebus del står valet mellan om vi skall hålla oss mer till Finland, där jag känner bolagen bättre, eller om vi skall placera mer utomlands, där det är betydligt lättare att hitta bolag av riktigt hög kvalitet men där risken för misstag samtidigt är klart större?

Efter 13 år som portföljförvaltare är jag nog idag lite mer benägen att placera utomlands än jag var då jag startade Phoebus. Vårt nya jämförelseindex som träder i kraft nästa årskifte, där Finlands vikt sjunker från 75% till 60%, återspeglar delvis detta. Men Finland kommer att förbli Phoebus överlägset viktigaste marknad även framöver och jag tänker givetvis försöka hitta kvalitetsbolag även i Finland! Företagsledningens kvalitet är och förblir ett av mina viktigaste kriterier i det syftet.

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



Då jag presenterade vårt målfärgsbolag Tikkurila för tre år sedan i rapporten 3/2011 sade jag att jag gärna vill öka vårt ägande då jag har lärt mig känna ledningen bättre. Det har jag också gjort. Tikkurilas vikt i vår portfölj (3,4%) är idag nästan tre gånger så stor som senast.

Senast berömde jag även resultatets stabilitet. Rörelsemarginalen låg 2007-2010 varje år i intervallet 9,2%-10,2%. Sedan dess har det bara blivit bättre. Även 2011-2013 har marginalen varit mycket stabil men på en bättre nivå än tidigare (9,7%-11,1%). Med beaktande av hur svag ekonomin har varit är prestationen lysande.

Tillväxten är dock ett problem för Tikkurila. Jag blev lite orolig för något år sedan då ledningen började tala mer än tidigare om företagsköp och då bolaget sade att det försöker nå en omsättning på en miljard senast 2018. Men jag var nog orolig i onödan. VD Erkki Järvinen har visat sig vara en mycket positiv överraskning och jag är övertygad om att han inte kommer att göra något ogenomtänkt företagsköp bara för att växa.

Tikkurilas tillväxtmarknad skulle förstås ha varit Ryssland, där bolaget är marknadsledare. Landet har dock i aktiemarknadens ögon förändrats från en lovande marknad till ett fult ord i takt med att krisen i Ukraina har förvärrats. Hittills har Tikkurila lyckats försvara sitt resultat i Ryssland men läget blir nog värre innan det blir bättre. Detta förklarar varför aktien i år har tappat -13% (inklusive dividender) samtidigt som marknaden i Finland har avkastat 9%. På tre år har Tikkurila avkastat 48%, Phoebus 52% och vårt jämförelseindex 70%.

Efter kursnedgången tycker jag att Tikkurilas värdering är intressant. På föregående 12 månaders resultat (1,18e) är P/E-talet 14,0x och direktavkastningen beräknad på senaste dividend (0,80e) är 4,8%. Det är skäl att notera att Tikkurila under sin fyraåriga börshistoria varje år har höjt utdelningen och samtidigt minskat sin nettoskuld. Ledningen och styrelsen verkar åtminstone i detta avseende ha en långsiktig inställning till att skapa värde för ägarna.

Jag förväntar mig inte att läget i Ryssland skulle bli bättre i en nära framtid, som av slaget av någon magisk trollstav, men jag litar fortfarande på att vår östra grannes 140 miljoner invånare, som använder bara hälften av den målfärg vi i väst använder per capita, utgör en mycket stor potential för marknadsledaren på lite längre sikt. Då vi minns Tikkurilas starka varumärken, dess överlägsna marknadsposition i Finland och Sverige, dess utmärkta ledning, stabila resultat och starka balansräkning är det här ett bolag i min smak.

Jag tror det är mycket sannolikt att då jag nästa gång presenterar Tikkurila om ungefär tre år kommer jag igen att ha ökat bolagets vikt i vår portfölj.



Vår nyaste placering är det svenska ventilationsbo

laget Systemair. Jag tittade första gången på bolaget då det börsnoterades på hösten 2007. Det var ju frågan om ett entreprenörsdrivet bolag som ända sedan det grundades 1974 hade gjort positiva resultat och som mycket snabbt hade vuxit till en internationell koncern. I fjol omsatte Systemair 580me och torde vara marknadsledare i Europa, tätt följt av FläktWoods, Trox och Swegon.

På allvar blev jag intresserad av Systemair 2009, då VD Gerald Engström lovade ersätta ett par hundra anställda för de förluster de hade gjort på att köpa aktier i børsintroduktionen. Inte från bolagets kassa, utan från sin egen ficka. Jag tyckte gesten var mycket viktig. Den visade ju att han bryr sig om såväl de anställda (för att han ville ersätta deras förluster) och aktieägarna (för att han använde sina egna pengar och inte bolagets). En byråkrat-VD skulle nog aldrig drömma om att göra något sådant.

I år har Systemairs aktie sjunkit med -20% vilket jag tyckte öppnade ett intressant köptillfälle. Kursfallet har två orsaker. För det första förorsakade ett stort företagsköp i Tyskland förra året oväntat mycket kostnader och resultatet blev en besvikelse. Men riktningen verkar ha svängt på basen av siffrorna för första kvartalet 2014/15 (maj-juli). För det andra har placerarna tydligen blivit skrämda av att Ryssland är Systemairs största marknad, som dock bara står för 10% av omsättningen.

Trots kursfallet är aktien inte helt billig. Systemairs mål är att nå en rörelsemarginal på 10% vilket torde vara realistiskt, trots att marginalen i fjol var bara 6%. Sitt mål överskred Systemair 2006-2009 och 2011 och av konkurrenterna är åtminstone Swegon på den nivån. Om Systemair når målet blir resultatet per aktie dryga 7 kronor och P/E-talet med dagens kurs (99,75 kronor) skulle bli 14x. EV/EBIT skulle bli 12x och det skuld fria P/E-talet knappa 16x. För ett kvalitetsbolag tycker jag värderingen är skälig.

På minussidan ligger kanske att merparten av tillväxten kommer från företagsköp, vilket alltid är lite riskabelt. Under de senaste 9 åren har Systemair vuxit med 12,1% per år, varav 5,9% organiskt. Men åtminstone hittills verkar företagsköpen ha lyckats ganska bra.

Och visst växer Systemair också organiskt - bolaget har faktiskt gjort det 18 kvartal i rad trots det svaga marknadsläget. Försäljningen av ventilationsutrustning följer givetvis byggkonjunkturen, men trenden mot mer energisnåla fastigheter innebär också att branschen växer snabbare än byggsektorn i övrigt.

Vår position är än så länge mycket liten (0,7% av fonden) och jag kommer att öka den gradvis om/då vi får köpa aktier till rätt pris. Men vi har ingen brådska.