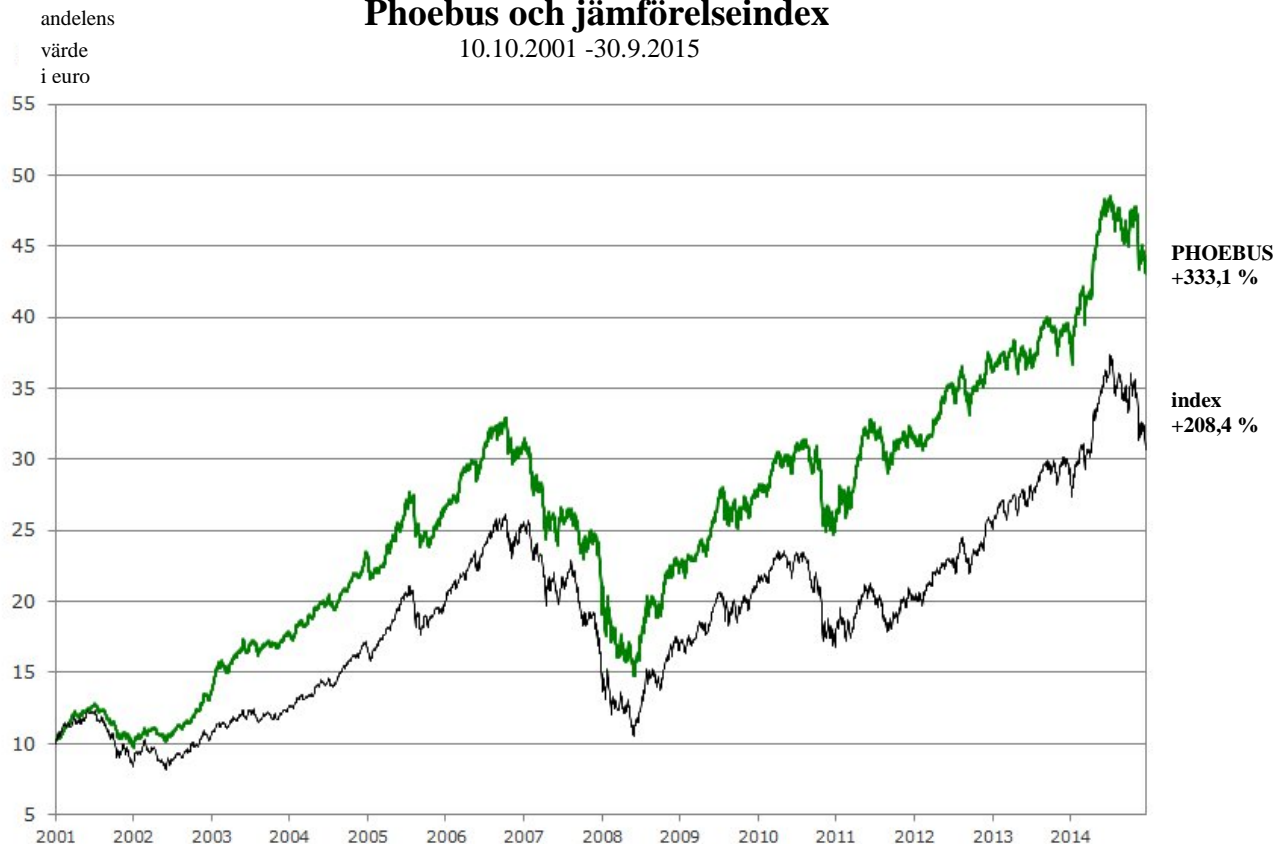


Seligson & Co Phoebus

Kvartalsrapport Q3 / 2015

Phoebus och jämförelseindex

10.10.2001 - 30.9.2015



Avkastning och risk	Fonden		Jämförelseindex	
	Avkastning	Volatilitet	Avkastning	Volatilitet
30.9.2015			75% OMX Helsinki Cap GI, 25% MSCI AC World NDR	
3 mån.	-4,36 %	16,19 %	-9,45 %	18,15 %
Från årets början	4,22 %	13,36 %	1,13 %	14,57 %
1 år	10,68 %	13,49 %	3,80 %	14,61 %
3 år	37,59 %	10,48 %	52,96 %	12,31 %
5 år	57,19 %	12,63 %	46,28 %	15,35 %
10 år	86,39 %	15,75 %	79,00 %	17,50 %
Från startdatum	333,13 %	14,38 %	208,36 %	16,53 %
Från startdatum per annum	11,05 %		8,39 %	

Kostnader, nyckeltal	1.10.2014 - 30.9.2015
Årliga avgifter	0,75 %
Avkastningsbunden provision	0,00 %
Transaktionskostnader %	0,03 %
Totalkostnadsandel (TKA) %	0,79 %
Portföljens omsättningshastighet	18,11 %
Tracking error	7,15 %
Förmedlingsarvoden betalda till företag inom samma koncern	0,00 %
Storlek	35 862 159 €
Närkretsens ägarandel (30.9.2015)	10,24 %

“Vi äger för tillfället aktier i 25 bolag. Av dem har sex visat sig vara sämre än jag trodde då jag köpte dem.”

VÄRDEPAPPERSPLACERINGAR 30.9.2015

	Antal aktier	Aktiekurs valuta	euro	Marknads- värde EUR	Andel av fonden
Fortum	205000		13,30	2 726 500	7,6%
Lassila & Tikanoja	117000		17,57	2 055 690	5,7%
Oriola-KD B	400000		4,21	1 684 000	4,7%
Nokian Tyres	57000		28,74	1 638 180	4,6%
Tikkurila	95000		14,76	1 402 200	3,9%
Tieto	60000		22,41	1 344 600	3,7%
Konecranes	50000		22,02	1 101 000	3,1%
Exel Composites	159000		6,62	1 052 580	2,9%
Vaisala	42000		23,89	1 003 380	2,8%
Ekokem A+B	10000		90,00	900 000	2,5%
Stockmann B	76000		6,90	524 400	1,5%
Inhemska aktier				15 432 530	43,0%
Air Liquide	24099	105,85	105,85	2 550 879	7,1%
Handelsbanken A	165000	120,30	12,80	2 111 379	5,9%
Costco	14000	143,74	128,26	1 795 628	5,0%
Hennes & Mauritz	51000	305,70	32,52	1 658 373	4,6%
Harley-Davidson	31000	53,22	47,49	1 472 133	4,1%
Automatic Data Processing	20600	79,09	70,57	1 453 782	4,1%
Fastenal	40000	36,49	32,56	1 302 400	3,6%
Progressive	47000	30,44	27,16	1 276 595	3,6%
TFF Group	12000	93,49	93,49	1 121 880	3,1%
Tractor Supply	14000	82,31	73,45	1 028 232	2,9%
Sandvik	107000	71,25	7,58	810 934	2,3%
Strayer Education	11500	55,33	49,37	567 766	1,6%
Systemair	45000	112,00	11,91	536 102	1,5%
HHLA	35000	14,47	14,47	506 450	1,4%
Utländska aktier				18 192 534	50,7%
SUMMA aktier				33 625 064	93,8%
Nettokassa				2 237 095	6,2%
FONDENS VÄRDE				35 862 159	100,0%
Antal andelar (A-korrigerat)				827 972,36	
Värde per A-andel				43,3132	

FONDENS UTVECKLING

Aktieplacernas oro för Grekland under det andra kvartalet förbyttes under det tredje kvartalet till en oro för Kina och vårt jämförelseindex sjönk med -9,5 %. Phoebus gick bättre än marknaden men sjönk ändå med -4,4 %. Även från årets början har fonden gått lite bättre än marknaden och har avkastat +4,2 % medan jämförelseindexet har avkastat +1,1 %.

Sedan starten har Phoebus avkastat 333,1% medan jämförelseindexet har avkastat 208,4%.

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 nettoköpte under kvartalet aktier för 464 000 euro. I köpens storleksordning ökade jag vårt innehav i Fortum, Sandvik, Fastenal, Strayer Education och Tikkurila. Dessutom minskade jag vårt innehav i Ekokem, närmast på grund av VD-bytet och den ökade finansiella risken i bolaget. Phoebus fick under kvartalet nyteckningar för netto 327 t€

I slutet av september var vår kassa 6,2 % av fondens värde. Det är kanske lite i överkant men å andra sidan ger de lägre aktiekurserna nu ett bättre tillfälle att investera pengarna än om jag hade skyndat mig att återinvestera alla våra dividender genast på våren.

GLIDER VÅR STIL?

Målsättningen med Phoebus placeringsstil är att köpa aktier i exceptionellt bra bolag och sedan bara hålla dem. Då bolagets verksamhet fortsätter att växa lönsamt kommer vi som ägare att gradvis bli rikare i takt med bolagets tillväxt. Om jag lyckas hitta riktigt bra bolag kan vi bli rikare lite snabbare än marknaden.

Är det då inte ett problem att kvaliteten på vissa bolag försämras och jag ändå håller kvar dem i portföljen i årtal? Om portföljen gradvis fylls också av sämre bolag, motsvarar Phoebus placeringsstil då längre det som vi har lovat våra kunder? Den här riktigt bra frågan fick jag förra våren av en kund.

Vi äger för tillfället aktier i 25 bolag. Av dem har sex visat sig vara sämre än jag trodde då jag köpte dem: Tieto, Vaisala, Stockmann, Sandvik, Strayer och HHLA. För Strayer är det närmast frågan om en ovanligt jobbig marknadsomgivning och för Sandvik om dåligt ledarskap, så deras problem torde vara övergående. Även Vaisala och HHLA kan bra ännu förtjäna sin plats i vår portfölj. Däremot kommer vi knappast att äga Tieto eller Stockmann på längre sikt. Så varför har jag inte sålt dem?

För att kvaliteten inte är det enda beslutskriteriet. Priset avgör också. Jag berättade redan för sex år sedan i rapporten 2/2009 att Tieto inte är ett så bra bolag som jag trodde. Samtidigt sade jag att dess låga värdering ger aktien stor potential. På sex år har aktien också avkastat betydligt bättre än både Phoebus och vårt jämförelseindex (mer om Tieto nedan).

Det är viktigt att förstå att priset är den mekanism som förenar efterfrågan och utbud. Om aktiekurserna vore reglerade (bevare oss!) skulle nyheter endast leda till att all handel tog slut. Ingen skulle ju vilja köpa ett sämre än väntat bolag eller sälja ett bättre än väntat bolag till de gamla reglerade priserna. Om prisnedgången är större än försämringen i bolagets kvalitet är det alltså inte vettigt att sälja aktierna.

Det händer också ganska ofta att en akties kurs sjunker kraftigt och det verkar som om bolagets kvalitet hade försämrats, även om så inte är fallet. Ett bra exempel är Harley-Davidson. I oktober 2006 kostade aktien 76 dollar, i mars 2009 bara 8 dollar, efter att finanskrisen hade slagit hårt mot bolagets kundfinansieringsverksamhet. Men det var fortfarande ett legendariskt varumärke med en mycket lönsam kärnverksamhet. Bolagets kvalitet hade inte försämrats trots att aktien hade kraschat. Idag kostar aktien 53 dollar.

Det lönar sig alltså inte att brådska med försäljningar. Men om ett bolag visar sig permanent ha tappat sin kvalitet passar aktien givetvis inte i vår portfölj. Under de 10 senaste åren har jag sålt 18 bolag, av vilka hälften på grund av försämrad kvalitet. Senast sålde jag Tulikivi, som jag berättade i rapporten 1/2015. Vi ägde aktien alldeles för länge, liksom även Suominen, State Street, Securitas och Niscayah dessförinnan.

Min långsiktiga placeringsstil kommer sannolikt att innebära att våra problembolag även framöver blir kvar för länge i vår portfölj. Men istället kommer många så kallade problembolag antingen att återhämta sig (som H-D) eller att på kortare sikt trots sin sämre kvalitet vara bra placeringar, räknat från bottenpriserna (som Tieto).

Under de tio senaste åren har vi ägt 43 bolag, varav (åtminstone) 15 har varit misstag. Trots dessa har Phoebus efter sina kostnader avkastat bättre än sitt jämförelseindex, med en lägre risk än indexets. Det kan vara bara en slump, men jag tror ändå att mitt sätt att hantera våra problemplaceringar åtminstone inte har varit helt katastrofalt dumt.

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



Då jag senast presenterade vårt it-bolag Tieto för drygt tre år sedan i rapporten 2/2012 konstaterade jag att det hade varit ett misstag att köpa bolaget, men att det inte innebär att man skall sälja aktien till vilket pris som helst. Den här gången

hade jag rätt.

Tietos aktie har sedan dess inklusive utdelningar avkastat 102 %. Samtidigt har Phoebus avkastat 44 % och vårt jämförelseindex 65 %. Beslutet att hålla kvar Tieto i portföljen trots mina dubier om bolagets kvalitet var alltså bra för Phoebus.

Är Tieto alltså ett bättre bolag än jag trodde? Åtminstone har den nye VD:n Kimmo Alkio gjort ett mycket bra jobb i en svår marknad. På tre år har Tietos omsättning sjunkit med -17 % men rörelseresultatet har ökat med 28 % och resultatet per aktie med hela 46 % (båda utan engångsposter). Den dåvarande nettoskulden på 80 m€ är nu noll och bolaget har delat ut 274 m€ åt sina ägare. Detta kassaflöde på 350 m€ kan till exempel jämföras med Tietos eget kapital på cirka 500 m€

Tieto gjorde faktiskt i fjol sin bästa rörelsemarginal på tio år och snuddade redan vid sitt långsiktiga mål på 10 % (före engångsposter). Då vi minns att någon tillväxt som skulle ha underlättat marginallyftet inte har funnits, utan hela förbättringen har kommit genom att städa upp olönsamma enheter och minska på överkapaciteten (läs: oproduktiv personal), måste Alkio få ett berömligt vitsord.

Min syn på bolaget har ändå inte förändrats. De senaste 10 åren har tydligt utvisat att Tietos konkurrenskraft inte är närpå så bra som jag trodde då jag köpte bolaget. Och konkurrensen kommer nog inte att minska framöver, se bara på IBM:s och HP:s problem. Dessutom tycker jag Tieto fortfarande känns lite som en diversehandel, speciellt på produktsidan (alltså färdiga programvaror).

Börjar det alltså bli tid att sälja vårt innehav? Åtminstone innebär den goda kursutvecklingen att den tidpunkten har närmast sig. Direkt dyr är aktien dock inte ännu. Det skuldfria bolaget värderas till 14x resultatet (utan engångsposter) och direktavkastningen är knappa 5 % (utan tilläggsdividender).

Det är dock skäl att märka att Tieto liksom Nokia för finska förhållanden tar sig ovanligt stora bokföringsmässiga friheter. De senaste 8 åren har Tieto redovisat ett kumulativt rörelseresultat på drygt en miljard euro. Samtidigt har bolaget varje år haft ”engångsposter” på totalt 332 m€. Även dessa är ju helt riktiga kostnader och justerat för dem är den verkliga värderingsnivån alltså cirka 20x resultatet.

Jag börjar därför bli färdig att småningom sälja vårt innehav, bara jag hittar någonting bättre i dess ställe. Det är inte helt lätt.



Senast då jag presenterade vårt containerstuveribolag Hamburger Hafen und Logistik för tre och ett halvt

år sedan i rapporten 1/2012 berättade jag att jag var nöjd med vår placering trots att HHLA under de tre föregående åren hade varit en av våra sämsta placeringar.

Min optimism visade sig felaktig. Jag måste tyvärr igen konstatera att HHLA har varit en av våra sämsta placeringar. Sedan förra rapporten har aktien inklusive utdelningar avkastat -34 % samtidigt som Phoebus har avkastat +34 % och vårt jämförelseindex +48 %. Phoebus skulle alltså igen ha klarat sig bättre utan Hamburgs största hamnoperatör.

Det är inte så konstigt att aktien har gått dåligt då man ser på verksamhetens utveckling. På tre år har omsättningen sjunkit med -2 %, rörelseresultatet har sjunkit med -20 % och resultatet per aktie har sjunkit med -38 %. Vad beror det på?

Den största orsaken är Europas svaga ekonomi. Under åren 2003-2008 ökade volymerna för de stora containerhamnarna i Nordeuropa (Rotterdam, Hamburg, Antwerpen, Bremerhaven) med 60 %. Under de följande sex åren ökade de bara 6 %. I glansdagarna var kapaciteten fullt utnyttjad så hamnarna gjorde stora investeringsbeslut. Då dessa nu har realiserats har de lett till en betydande överkapacitet.

HHLA:s volymer har faktiskt utvecklats hyfsat. Bolagets marknadsandel av Nordeuropas containertrafik är idag samma 19,5 % som år 2008. Men överkapacitet leder ofta till priskrig och så även nu. HHLA:s intäkter per hanterad container, som ökade 30 % under 2003-2008, är idag 8 % lägre än de var år 2008.

De två övriga orsakerna till det sämre resultatet är mer företagsspecifika. Muddringen av floden Elbe, som jag senast glädde mig åt, har fortfarande inte påbörjats, på grund av olika miljöbesvär. Detta har lett till stora merkostnader för HHLA, då de stora fartygen måste hanteras under en tidvattencykel. Läget verkar igen mer lovande efter att EU-domstolen förra sommaren beslöt att det allmänna intresset går före miljöfrågorna i detta fall.

Det andra för HHLA specifika problemet är Ryssland. Hamburg betjänar som hamn mycket kraftigt dels Östersjön genom feedertrafik och dels östra Centraleuropa per tåg. Dessa marknader drabbades hårdast av finanskrisen och i år har Ryssland igen stött på problem. Dessutom äger HHLA en liten containerterminal i Ukraina.

Jag tycker dock att bolaget är välskött, mycket konkurrenskraftigt och att det levererar information mycket öppet till sina ägare. Balansräkningen är hyfsat stark och investeringarna borde börja minska. Kanske Elbe till och med muddras någon gång. HHLA:s marknadsvärde är numera endast en miljard euro, vilket torde vara omkring en tredjedel av bolagets verkliga värde. Därför är jag fortfarande nöjd med vår placering. Om drygt tre år får vi sedan se om jag igen hade helt fel ...