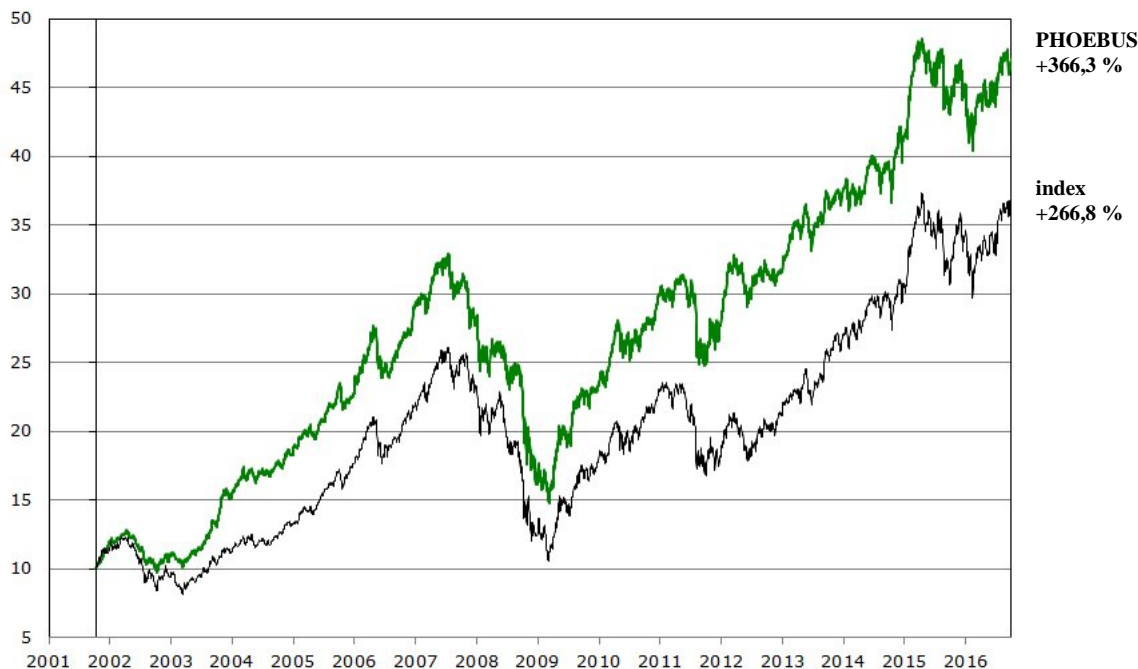


Seligson & Co Phoebus

Kvartalsrapport Q3 / 2016

Phoebus och jämförelseindex 10.10.2001 - 30.9.2016

 andelens
värde i euro

AVKASTNING OCH RISK
FONDEN
JÄMFÖRELSEINDEX
30.9.2016

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

	Avkastning	Volatilitet	Avkastning	Volatilitet
3 mån.	4,39 %	10,99 %	8,02 %	10,12 %
Från årets början	3,36 %	14,73 %	6,33 %	14,32 %
1 år	7,65 %	14,45 %	18,96 %	14,05 %
3 år	26,18 %	12,41 %	43,93 %	13,02 %
5 år	81,57 %	12,08 %	109,63 %	14,40 %
10 år	75,85 %	15,89 %	85,35 %	17,58 %
Från startdatum	366,28 %	14,38 %	266,81 %	16,37 %
Från startdatum per annum	10,82 %		9,06 %	

KOSTNADER, NYCKELTAL
**1.10.2015 -
30.9.2016**

Årliga avgifter	0,75 %
Avkastningsbunden provision	0,00 %
Transaktionskostnader	0,06 %
Totalkostnadsandel (TKA)	0,81 %
Portföljens omsättningshastighet	1,77 %
Tracking error	6,19 %
Förmedlingsarvodena betalda till företag inom samma koncern	0,00 %
Storlek	39 306 217 €
Närkretsens ägarandel (30.9.2016)	9,91 %

“Phoebus nya förvaringsinstitut från 1.11.2016 är OP Företagsbanken Abp.”

VÄRDEPAPPERSPLACERINGAR 30.9.2016

	Antal aktier	Aktiekurs valuta	euro	Marknads- värde EUR	Andel av fonden
Fortum	225000		14,28	3 213 000	8,2%
Lassila & Tikanoja	137000		17,50	2 397 500	6,1%
Tikkurila	110000		19,27	2 119 700	5,4%
Nokian Tyres	57000		32,20	1 835 400	4,7%
Tieto	64000		27,87	1 783 680	4,5%
Oriola-KD B	425000		4,06	1 725 500	4,4%
Konecranes	54000		31,19	1 684 260	4,3%
Vaisala	43838		31,66	1 387 911	3,5%
Exel Composites	185000		4,85	897 250	2,3%
Stockmann B	76000		6,88	522 880	1,3%
Inhemska aktier				17 567 081	44,7%
Air Liquide	30000	94,09	94,09	2 822 700	7,2%
Handelsbanken A	220000	115,40	11,99	2 637 961	6,7%
Sandvik	191000	93,55	9,72	1 856 594	4,7%
Costco	12900	147,49	132,01	1 702 874	4,3%
Automatic Data Processing	20600	87,22	78,06	1 608 102	4,1%
Fastenal	41500	40,84	36,55	1 516 925	3,9%
Harley-Davidson	31000	52,49	46,98	1 456 359	3,7%
Hennes & Mauritz	52800	250,00	25,98	1 371 557	3,5%
Progressive	47000	31,25	27,97	1 314 553	3,3%
TFF Group	12000	97,24	97,24	1 166 880	3,0%
John Deere	13000	83,86	75,06	975 727	2,5%
Tractor Supply	14000	68,25	61,08	855 187	2,2%
Strayer Education	18000	45,78	40,97	737 528	1,9%
HHLA	40000	13,56	13,56	542 400	1,4%
Utländska aktier				20 565 346	52,3%
SUMMA aktier				38 132 427	97,0%
Nettokassa				1 173 790	3,0%
FONDENS VÄRDE				39 306 217	100,0%
Antal andelar (A-korrigerat)				842 982,15	
Värde per A-andel				46,6276	

FONDENS UTVECKLING

Speglat emot de svaga ekonomiska nyheterna var det tredje kvartalet på aktiemarknaden förvånansvärt starkt. Vårt jämförelseindex steg med hela 8,0 %. Phoebus hängde inte med i den takten men steg med hyggliga 4,4 %. Från årets början har Phoebus avkastat 3,4 % och jämförelseindexet 6,3 %.

Sedan starten har Phoebus avkastat 366,3 % och jämförelseindexet 266,8 %.

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 1,5 miljoner euro. Ett nytt bolag i portföljen är John Deere (mer om det nedan). Av våra gamla bolag köpte jag fler aktier i Handelsbanken, Oriola-KD, Exel Composites och Strayer Education, samt tecknade aktier i Air Liquides nyemission. Jag sålde en liten mängd Costco för att hålla dess vikt under 5 % av fonden.

Ägarna löste in 130 t€ netto och vår kassa var i slutet av kvartalet 3,0 % av fondens värde. Phoebus kassa har länge varit överstor men är nu ganska normal.

NYTT FÖRVARINGSINSTITUT

Phoebus nya förvaringsinstitut från 1.11.2016 är OP Företagsbanken Abp. Ändringen syns inte i praktiken för andelsägarna, men det är ändå skäl att notera den. Förvaringsinstitutet är ju den enhet som tar över fondens förvaltning ifall det skulle hända något med fondbolaget, och är därför en mycket viktig del av andelsägarnas förmögenhetsskydd.

Handelsbanken har varit en bra kumpan för Phoebus. Nya regleringar innebär dock att det inte längre är vettigt för oss att själva fungera som förvaringsinstitut för våra övriga fonder och de valde OP Företagsbanken. Phoebus byter samtidigt helt enkelt för att det är mer praktiskt för oss att jobba med bara ett förvaringsinstitut.

Som en följd av ändringen "sjunker" Phoebus fasta förvaltningsarvode med en hundradedels procentenhet men totalkostnaden förändras inte, utan förvaringsinstitutet kommer istället framöver att fakturera ungefär den summan direkt av fonden.

Däremot inverkar bytet av förvaringsinstitut på Phoebus aktieutlåning. Jag har hittills vågat låna ut aktier då vår motpart har varit en av Europas, om inte världens starkaste banker (SHB). Framöver är det antagligen varken praktiskt eller kostnadseffektivt att använda SHB och jag tänker inte låna ut aktier genom någon liten fristående aktör, trots att några av våra andra fonder gör det. Jag tycker helt enkelt inte att intäkterna kompenserar för risken. Därmed kommer Phoebus att gå miste om aktielånens intäkter, som de senaste fem åren i medeltal har varit 0,04% av fondens värde per år. Samtidigt försvinner aktieutlåningens risker.

Därmed är nettoeffekten av bytet av förvaringsinstitut ganska neutral för Phoebus, och klart positiv för våra övriga fonder. Det är ju en helt onödig risk att ha samma koncern som förvaringsinstitut, även om t.ex. många av bankernas fondbolag litat på den egna koncernen.

PHOEBUS I MOPEDÅLDERN

Phoebus har nu verkat i 15 år, alltså ungefär en normal placeringshorisont eller två minimihorisonter. Jag tänkte göra ett sammandrag av de gångna åren men läste sedan Handelsbankens årsredovisning för 1990, där den avgående VD:n Tom Hedelius sade att man skall blicka framåt och inte bakåt.

Jag vill ändå konstatera att jag tycker jag har lyckats hyfsat i en av mina viktigare uppgifter; att försöka promovera långsiktighet för Phoebus ägare. Av de 477 andelsägare som fonden hade i slutet av år 2005 är 195 fortfarande med i fonden.

En av dem är en 12,5 år ung herre, vars bekant skrev ett brev till mig för 11,5 år sedan. Han hoppades då att den unge andelsägaren då han blir äldre kunde använda Phoebus-placeringen som han fått i gåva till någon "anskaffning som stöder hans andliga och kulturella utveckling, såsom en moped, en elgitarr eller en tatuering."

Som en av Phoebus största andelsägare tänker jag givetvis alltid på ägarnas främsta, men jag håller det där brevet i min bordslåda för att det påminner mig om vems pengar jag sköter utöver mina egna. Och dessutom får det mig på gott humör.

Någon moped har de pengarna inte ännu riktigt blivit, men ännu finns det tid. Som portföljförvaltare gör jag mitt bästa för saken.

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



Vår detaljhandelskedja Costco har ett ovanligt tufft år bakom sig. Problemen berodde varken på den svaga ekonomin eller den strukturförändring i detaljhandeln som e-handeln har förorsakat, utan de var helt bolagets eget fel – och borde därmed gå att fixa. Det var fråga om Costcos kunders kreditkort.

Costcos affärsverksamhet bygger på att bolaget kan erbjuda sina medlemmar marknadens absolut bästa priser. Därför måste Costco vara mycket kostnadseffektivt och därför godkänner det endast utgivares kredit- och betalkort. Traditionellt har kumpanen i USA varit American Express, men för ett år sedan meddelade Costco att man byter till Visa, som gav bättre villkor. Citibank, som är utgivaren för Costcos Visakort, schabblade dock fullständigt lanseringen och många av Costcos kunder fick vänta i veckor eller månader på sitt nya kort. Detta inverkar givetvis på försäljningen.

Problemen borde i huvudsak vara lösta. Någon total katastrof var de inte – den jämförbara försäljningen (utan bensinprisets inverkan) växte i Costcos amerikanska varuhus under räkenskapsperioden som tog slut i augusti med 3 %. Året innan växte den 6 %. Beräknat på en försäljning på 85 miljarder dollar är skillnaden i absoluta dollar förstås jättelik.

Senast presenterade jag Costco i rapporten 1/2013. Sedan dess har aktien inklusive utdelningar avkastat 48 % i dollar och 69 % i euro. Samtidigt har Phoebus avkastat 33 % och vårt jämförelseindex 61 %. Trots kreditkortsepisoden har Costco alltså även under denna period varit en mycket bra placering.

Potentialen har dock minskat eftersom värderingen har stigit. Då jag senast presenterade Costco var dess P/E-tal 25x, som jag bedömde var skäligt. Nu är det 28x så en del av den goda avkastningen har kommit från att värderingsmultipeln har ökat, vilket givetvis inte är hållbart. Någon som är mer optimistisk än jag skulle kanske säga att korttrubblen borde kunna innebära att resultatet förbättras de närmaste åren.

Nå, Phoebus söker inte primärt billiga bolag utan kvalitetsbolag och ett sådant är Costco definitivt. Över 90 % av kunderna förnyar sitt medlemskap årligen och inte ens kortepisoden verkar ha minskat kundnöjdheten. Personalomsättningen är bara 10 % då detaljhandelns genomsnitt i USA är 35 % (Bureau of Labor Statistics). Nöjda kunder och personal som trivs är ett bra recept för god lönsamhet och rika aktieägare, liksom vi har sett i många andra bolag (t.ex. Handelsbanken).

Jag minskade i augusti lite på vårt ägande i Costco, vilket inte skall ses som något ställningstagande till bolaget. Fonden behövde bara bättre diversifiering. Costco är nu vårt tionde största bolag med en vikt på 4,3 % av fonden, vilket jag tycker är lämpligt.



Vad är grönt med gula ränder och brummar på åkrarna såhär på hösten från tidig morgon till sena kvällen?

Nå, förstås Phoebus nyaste portföljbolag Deere & Co:s traktor eller skördetröska. Lantbruksmaskinerna står för 70 % av Deeres omsättning och resultat och är den del av bolaget som intresserar mig mest. Dessutom säljer Deere skogs- och anläggningsmaskiner samt finansiella tjänster.

På de finska åkrarna är nog Valtra vanligare men globalt uppskattar jag Deeres marknadsandel till cirka 23 %, nästan dubbelt branschtvåans (CNH Industries 12 %) och tre gånger branschtreaans (Agco 8 %). Deere satsar allt på ett märke (John Deere) medan CNH tävlar med tre (Case, New Holland, Steyr) och Agco med fyra märken (Fendt, Massey Ferguson, Valtra, Challenger). I sina lantbruksmaskinverksamheter har under de senaste fem åren Deere gjort 13,7 % rörelsemarginal, CNH 10,1 % och Agco bara 6,9 %.

Under sin 179 års historia har Deere haft endast 9 VD:ar. De fem första hörde till familjen och ledde bolaget i 145 år. De följande fyra har inte varit familjemedlemmar men alla har rekryterats internt, vilket är vanligt i kvalitetsbolag. Kontinuiteten har alltså varit förträfflig.

Balansräkningen är stark fastän det kanske inte verkar så – Deere har hela 37 miljarder i bruttoskuld! Men då vi eliminerar finansverksamheten ser vi att industrirörelsen har en nettoskuld på bara 1,7 miljarder, eller 22 % av det egna kapitalet. Det är skäligt.

Att värdera cykliska bolag är lite svårare än normalt. I år tjänar Deere ungefär 4,15 dollar per aktie så P/E-talet är cirka 20x. Det låter inte så billigt fast bolaget är bra. Men resultatet görs i en svår marknadsomgivning. Toppåret 2013 var Deeres nettoresultat 3,54 miljarder dollar som beräknat på dagens aktieantal utgör 11,20 dollar per aktie (då var det 9,09 dollar men sedan dess har bolaget återköpt 19 % av sina aktier). På toppresultatet är P/E-talet alltså 7,5x.

Med detta vill jag inte säga att Deere snabbt skulle komma tillbaka till toppresultat igen.

Tvärtom innebär låga priser på säd och boskap att resultatet mycket väl kan sjunka ännu de närmaste åren. Men vändningen kan vara snabb då den kommer. I år producerar Deere mycket färre maskiner än kunderna köper för att minska lagren hos sina återförsäljare. Således skulle redan en stabiliserad efterfrågan betyda ökad produktion och bättre resultat.

De största riskerna ligger sannolikt i Deeres finansverksamhet. Portföljen på 40 miljarder har de sålda maskinerna som säkerhet så kreditriskerna är begränsade och kreditförlusterna har historiskt varit låga. Däremot kan en återfinansieringskris liksom den vi såg 2008 vara jobbig för bolaget. Då även Harley-Davidson i vår portfölj har samma risker skall jag kanske inte köpa fler bolag av den här typen.

Jag brukar köpa aktier i våra nya bolag gradvis i takt med att jag lär mig känna dem bättre. Deere är därför än så länge en ganska liten placering som representerar 2,5 % av Phoebus värde. Det räcker tills vidare.