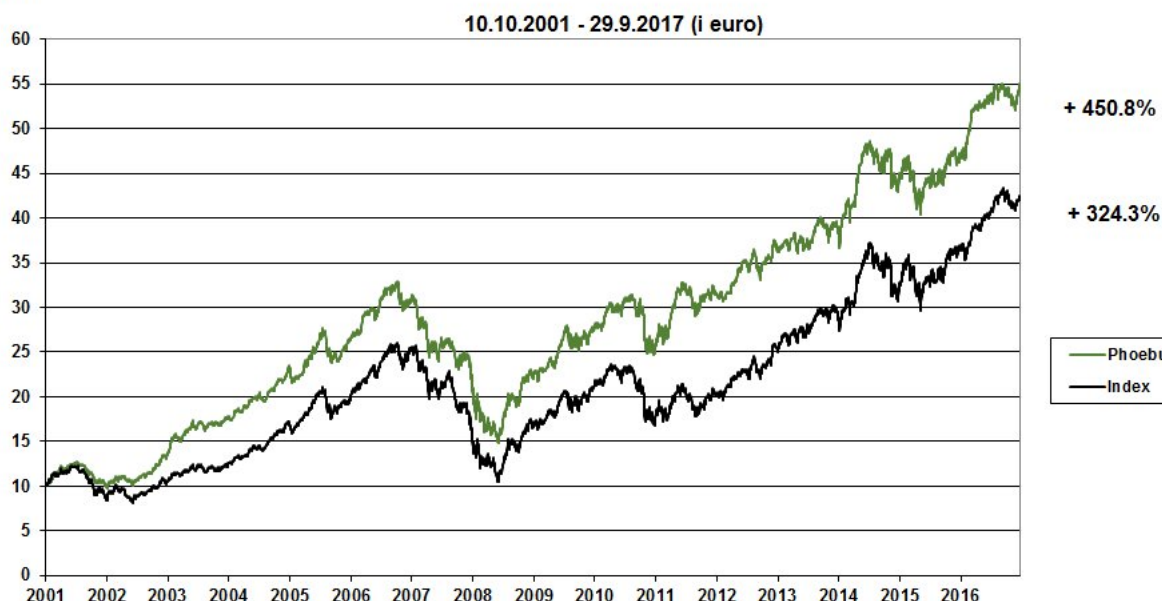


Seligson & Co Phoebus

Kvartalsrapport Q3 / 2017

andelens
värde

Phoebus och jämförelseindex



AVKASTNING OCH RISK

30.9.2017

FONDEN

JÄMFÖRELSEINDEX

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

	Avkastning	Volatilitet	Avkastning	Volatilitet
3 mån.	2,39 %	7,87 %	1,34 %	7,63 %
Från årets början	5,94 %	7,76 %	9,27 %	7,23 %
1 år	18,12 %	8,36 %	15,68 %	7,55 %
3 år	40,74 %	12,39 %	42,84 %	12,48 %
5 år	74,96 %	11,03 %	110,48 %	11,90 %
10 år	78,75 %	15,69 %	67,07 %	17,27 %
Från startdatum	450,78 %	14,08 %	324,32 %	15,96 %
Från startdatum per annum	11,26 %		9,46 %	

KOSTNADER, NYCKELTAL

1.10.2016 - 30.9.2017

Årliga avgifter	0,75 %
Avkastningsbunden provision	0,00 %
Transaktionskostnader	0,01 %
Totalkostnadsandel (TKA)	0,75 %
Portföljens omsättningshastighet	-9,44 %
Tracking error	4,95 %
Förmedlingsarvoden betalda till företag inom samma koncern	0,00 %
Storlek	49 711 839 €
Närkretsens ägarandel (30.9.2017)	9,31 %

“Phoebus vill äga aktier i exceptionellt fina bolag – inte handla med dem.”

VÄRDEPAPPERSPLACERINGAR 29.9.2017

	Antal aktier	Aktiekurs valuta	euro	Marknads- värde EUR	Andel av fonden
Fortum	235000		16,83	3 955 050	8,0%
Lassila & Tikanoja	144368		18,00	2 598 624	5,2%
Nokian Tyres	57000		37,54	2 139 780	4,3%
Konecranes	54000		37,44	2 021 760	4,1%
Tikkurila	125000		15,60	1 950 000	3,9%
Vaisala	43838		43,90	1 924 488	3,9%
Oriola A & B	520000		3,42	1 777 590	3,6%
Tieto	64000		25,76	1 648 640	3,3%
Exel Composites	219000		6,98	1 528 620	3,1%
Inhemskas aktier				19 544 552	39,3%
Air Liquide	33000	112,45	112,45	3 710 850	7,5%
Handelsbanken A	229000	122,10	12,67	2 902 315	5,8%
Sandvik	191000	140,30	14,56	2 781 534	5,6%
Progressive	47000	48,06	40,69	1 912 310	3,8%
Automatic Data Processing	20600	109,02	92,30	1 901 297	3,8%
TFF Group	13000	145,50	145,50	1 891 500	3,8%
Costco	12900	163,90	138,76	1 789 968	3,6%
Fastenal	45000	45,73	38,71	1 742 169	3,5%
John Deere	13000	123,67	104,70	1 361 082	2,7%
Strayer Education	18000	88,51	74,93	1 348 781	2,7%
Novozymes	30000	324,70	43,63	1 308 870	2,6%
Harley-Davidson	31000	49,14	41,60	1 289 655	2,6%
Hennes & Mauritz	56400	209,20	21,71	1 224 712	2,5%
HHLA	40000	26,68	26,68	1 067 200	2,1%
O'Reilly Automotive	5000	215,28	182,26	911 277	1,8%
Tractor Supply	17000	63,11	53,43	908 288	1,8%
Utländska aktier				28 051 807	56,4%
SUMMA aktier				47 596 359	95,7%
Nettokassa				2 115 480	4,3%
FONDENS VÄRDE				49 711 839	100,0%
Antal andelar (A-korrigerat)				902 579,39	
Värde per A-andel				55,0775	

FONDENS UTVECKLING

Medvinden på världens aktiemarknader fortsatte under det tredje kvartalet och vårt jämförelseindex steg med 1,3%. Phoebus steg med 2,4%. Från årets början har Phoebus stigit med 5,9% och indexet hela 9,3%. Sedan starten har Phoebus avkastat 450,8% samtidigt som jämförelseindexet har avkastat 324,3%.

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

Jag köpte under kvartalet ett nytt bolag (amerikanska O'Reilly Automotive, mer om det nedan) och ökade vårt ägande i Tikkurila ungefär med de dividender vi fick från bolaget. Totalt köpte jag aktier för 840 t€. Ägarna placerade netto 150 t€ nytt kapital i Phoebus så vår kassa minskade och var i slutet av september 4,3% av fondens värde. Det är ganska normalt.

Många läsare av dessa rapporter kanske reagerar på att trots rubriken i detta stycke så berättar jag mycket sällan om mina försäljningar. Det beror helt enkelt på att jag säljer mycket sällan. Phoebus vill äga aktier i exceptionellt fina bolag – inte handla med dem.

En läsare av Phoebus internetblogg frågade nyligen om jag någonsin ångrar mina försäljningar? Inte just, men det beror lite på varför jag har sålt någon aktie. Så låt oss repetera vad Phoebus har sålt de senaste åren och varför.

FYRA ORSAKER ATT SÄLJA

Under de senaste åtta åren har åtta bolag lämnat vår portfölj. Av dem var tre en städning av små positioner. CDK Global fick vi genom ADP och jag kände inte bolaget. Attendo köpte jag vid börslistningen men vi fick bara lite och priset sprang iväg. Svenska Systemair var en liten startposition men jag märkte att jag inte kände bolaget tillräckligt. Alla dessa var klara fall som jag inte ångrar trots att kurserna har stigit sedan mina försäljningar.

För att korrigera mina felbedömningar har jag sålt tre bolag: Stockmann, Tulikivi och State Street. Alla visade sig vara sämre än jag hade trott och om ett bolag klart inte uppfyller våra placeringskriterier lönar det sig att sälja. Jag brukar inte följa med hur kurserna utvecklas i dessa fall men State Street har avkastat lite mer än Phoebus sedan jag sålde. Finanskrisen och speciellt en massa åtal som berodde på dolda kostnader i kundernas valutahandel visade dock att ledningen var dålig, så det var rätt beslut att sälja.

En tredje orsak att sälja är att det inte finns något val, i de fall då något bolag köps ut från börsen. Detta gällde Vacon. Det kan jag heller inte ångra, eftersom det inte fanns något val. Men jag kan lite ledsen konstatera att det var kul att äga Vacon så länge det varade.

Frågan kanske mest berörde den fjärde orsaken att sälja aktier – att kursen har stigit så mycket att bolaget verkar övervärderat eller åtminstone att dess vikt i portföljen är för

stor. Av dessa orsaker sålde jag Ekokem 2015 och en del av våra aktier i Fastenal 2011 och 2012.

Vi skulle ha fått mer betalt för Ekokem då Fortum köpte bolaget, men det kunde man inte veta. Då jag sålde aktien var värdering hög, riskerna hade ökat betydligt och ledningens kvalitet hade försämrats, tyckte jag. Beslutet var alltså rätt, även om resultatet hade blivit bättre med att hålla aktierna. Det kan låta underligt men åtminstone pokerspelare fattar vad jag menar – det är frågan om sannolikheter ex ante, inte utfallet ex post.

För Fastenal gällde det riskhantering. Aktien hade stigit mycket och dess vikt i vår portfölj hade på hösten 2011 stigit till 7,2%. Jag sålde 43% av våra aktier för att sänka vikten under 5%. Under de följande sex åren har jag köpt tillbaka 95% av de aktier jag då sålde, i takt med att fonden har vuxit, till i medeltal 5% högre pris än jag sålde för. Samtidigt har Phoebus stigit med 98% så riskhanteringen förbättrade klart vår avkastning. Men det var inte fråga om någon spekulativ affär på basen av (över)värderingen, utan endast riskhantering. Även om vi hade fått betala mer för aktierna vi köpte tillbaka hade jag varit nöjd med beslutet.

Då placeraren har en klar placeringsfilosofi, på basen av vilken han gör sina beslut, finns det inte ofta orsak att ångra besluten. Annars också tycker jag det oftast är dumt att ångra sina beslut, de blir inte ogjorda av det. Men man skall givetvis lära sig av misstag, både av sina egna och (ännu hellre) av andras misstag.

”EN GRATIS MÅNAD”

Trots rubriken är det här inget specialerbjudande. Det är fråga om att vi i augusti fick tillbaka 42 t€ i källskatter som den franska staten olagligt hade debiterat av oss 2010-2013. Summan motsvarar sex veckors förvaltningsarvode och höjde vår avkastning med knappt 0,1%.

Liksom tidigare i Sverige så medgav beskattaren inte själv sitt fel, utan vi blev tvungna att gå igenom en utdragen rättsprocess. Det kan kännas konstigt att ett fondbolag gör sådant, men det är beror ju våra kunders pengar så det är vår skyldighet. Åtminstone är det vår moraliska skyldighet, om än ej direkt juridiskt. Nuförtiden får vi tack och lov dividenderna automatiskt utan källskatt både från Sverige och från Frankrike.

Fondnyheter berör nästan alltid vad portföljförvaltaren har gjort eller hur fonden har avkastat. Mycket oftare tycker jag media borde lyfta fram det viktiga jobb som görs i kulisserna av fondbolagens back-office, som ser till att inte beskattaren, valutahandlarbanker eller någon annan utan orsak skor sig på andelsägarnas bekostnad.

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



Vårt nyaste bolag är USA:s tredje största säljare av bilreservdelar, O'Reilly Automotive. Bolaget uppfyller de flesta av mina placeringskriterier. Det hör till branschens ledande och mest lönsamma. Dess ledning har gjort ett bra jobb och de flesta ledarna internrekryteras. Familjen O'Reilly sitter fortfarande i styrelsen. Speciellt spännande är bolaget kanske inte, men de bästa bolagen är ofta ganska tråkiga.

Jag har länge sneglat på O'Reilly men tyckt att det är för dyrt. På våren 2008 då kursen hade sjunkit hade jag redan bestämt mig för att köpa aktier, men ändrade mig då O'Reilly meddelade att man köper den usla konkurrenten CSK i en jätteaffär som nästan dubblade O'Reillys storlek. De följande fyra åren gjorde ledningen ett mycket duktigt jobb i att integrera CSK och jag var igen färdig att köpa, men kursen hade sprungit ifrån oss. Förra sommaren fick jag äntligen köpa aktier till ett pris som jag var nöjd med.

Varför bilreservdelar? Branschen är ganska stabil, för under dåliga tider sjunker visserligen körkilometrarna, men bilstocken blir äldre (och under goda tider tvärtom). Därför klarar sig bolagen i branschen oftast bra även i lågkonjunkturer. Någon tillväxtbransch är reservdelar inte, men marknaden har i USA detta årtionde ändå vuxit med 4% per år.

Branschens tre stora (AutoZone, Advance Auto Parts och O'Reilly) äger 42% av alla reservdelsbutiker i USA. Branschen har konsoliderats snabbt, för tio år sedan fanns det lika många butiker som idag (36.000) men marknadsledarna ägde bara 25% av dem. Både AutoZone och O'Reilly har lyckats höja sin rörelsemarginal till 19% tack vare konsolideringen, AAP har inte lyckats. Men jag har länge tyckt att AAP är dåligt skött.

Ännu för ett år sedan kostade aktien 290 dollar, som var cirka 30x resultatet. Sedan bromsade tillväxten lite och förra sommaren berättade O'Reilly att årets resultat förväntas öka med cirka 10% istället för tidigare förväntade 12%. Aktien sjönk och jag köpte lite åt oss för 174 dollar, som motsvarar 15x årets resultat. Sedan har kursen stigit med 24% och jag har inte köpt mer.

Varför sjönk aktien med -40% på ett år? Är det något som jag inte vet? Ofta är det ju så att när man tror att marknaden har fel så är det killen i spegeln som inte fattar allt.

Jag kan inte tänka på någon annan orsak än marknadens generella rädsla för amazon.com. Men om det är orsaken så tycker jag adressen är fel. Av alla reservdelar säljs två tredjedelar och av O'Reillys försäljning nästan hälften nämligen till verkstäder. För dem är teknisk service, leveranssäkerhet och pris viktiga – i den ordningen. Endast en specialiserad butik kan då enligt min mening vara konkurrenskraftig (beställningarna må sedan komma över internet eller över disken). Beskrivande för detta är att O'Reilly fyller på vissa av sina butikers lager till och med sex gånger per dag från sina centrallager.

Tiden får utvisa. O'Reilly är än så länge vår nästminsta position med en vikt på bara 1,8% i fonden. Liksom alltid bekantar jag mig i lugn och ro med ett nytt bolags utveckling innan jag köper fler aktier.



Vår franska producent av vintunnor TFF Group, som jag senast presenterade för 3,5 år sedan i rapporten 1/2014, har hittills varit en mycket bra placering. Aktien har inklusive dividender avkastat 141% samtidigt som Phoebus har avkastat 48% och jämförelseindexet 54%.

Senast var TFF vår nästminsta placering med en vikt på bara 1,2%. Efter det har jag lite mer än dubblat antalet aktier och kursen har stigit, så TFF är nu bara snäppet under våra tio största placeringar, med en vikt på 3,8%. Kan en så här bra utveckling fortsätta, eller borde jag snart börja minska på dess vikt i portföljen?

Där har vi ett av portföljförvaltarens typiska problem. Kanske mitt sätt att bena ut frågan förutom om TFF också berättar lite om hur jag sköter vår portfölj.

Kursstegringen i sig säger inte om bolaget är bra eller dåligt, det relevanta är att studera verksamheten. På fyra år har TFF:s omsättning vuxit med 40%, varav företagsköp har gett en tredjedel. Resultatet per aktie har vuxit med 43%. Verksamheten har utvecklats bra.

Och sanningen är bättre än siffrorna utvisar. De senaste två åren har TFF investerat 30 m€ (15% av koncernens omsättning) i en ny fabrik för bourbontunnor i USA. I fjol var den nya fabriken omsättning ringa 17 m€ och jag tror den gjorde förlust. I år kommer försäljningen att dubblas och om tre år borde den ha trefaldigats. Då borde även resultatet vara gott. Detta innebär alltså att TFF:s basverksamhet de senaste fyra åren har förbättrats mer än vi kan se från koncernens siffror.

Det betyder också att resultatet borde förbättras klart 2017-2018 då bourbontunnefabriken vänder till vinst. Men blir det så kan bero på vädret. Vinskoriden har i år varit sällsynt dålig i stora delar av världen så förbättringen i bourbon kan på koncernnivå drunkna i väderproblem för vintunnorna. Jag vet inte om det blir så, men ett enskilt år har hur som helst ingen större betydelse för en långsiktig placering.

På fyra år har TFF förutom den stora organiska investeringen också gjort fem mindre företagsköp för tillsammans 30 m€. Balansräkningen är ändå stark, gearingen är bara 15%. Jag tycker företaget är av mycket hög kvalitet – klar världsmarknadsledare på vintunnor, expanderar gradvis på whisky-, bourbon- och andra tunnor, och har en duktig ledning.

Mitt största problem är att värderingen har stigit mycket. Beräknat på fjolårets resultat är P/E-talet nu 24,6x då det senast var 14,8x. Även om vi beaktar bourbontunnornas initiella förluster så betyder detta att riskerna har ökat och potentialen har minskat. Dessutom bör vi minnas att aktien är mycket illkvid.

Men det finns inte så många ypperliga bolag i världen. Jag tycker inte att TFF:s värdering är oskälig i ljuset av bolagets kvalitet och jag har inte tänkt sälja våra aktier. De bästa bolagen har en otrolig förmåga att "växa in i sina värderingar", bara placeraren har tålamod. Den högre värderingen betyder dock att jag inte tänker köpa mer aktier på en tid. Jag ser ändå tunnan mer som halvfull än som halvtom.