

Seligson & Co Phoebus

Kvartalsrapport Q3 / 2018

PHOEBUS OCH JÄMFÖRELSEINDEX

10.10.2001 - 30.9.2018

andelens värde



AVKASTNING OCH RISK

FONDEN

JÄMFÖRELSEINDEX

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

30.9.2018

	Avkastning	Volatilitet	Avkastning	Volatilitet
3 mån.	6,36 %	5,96 %	3,15 %	7,33 %
Från årets början	8,46 %	9,48 %	9,90 %	9,31 %
1 år	11,55 %	9,06 %	11,15 %	8,71 %
3 år	41,84 %	10,97 %	52,95 %	10,49 %
5 år	66,25 %	11,07 %	85,06 %	11,32 %
10 år	179,61 %	14,73 %	188,24 %	16,21 %
Från startdatum	514,37 %	13,84 %	370,44 %	15,63 %
Från startdatum per annum	11,28 %		9,56 %	

KOSTNADER, NYCKELTAL

1.10.2017 - 30.9.2018

Årliga avgifter	0,75 %
Avkastningsbunden provision	0,00 %
Transaktionskostnader	0,00 %
Totalkostnadsandel (TKA)	0,76 %
Portföljens omsättningshastighet	-8,46 %
Tracking error	6,35 %
Förmedlingsarvodet betalda till företag inom samma koncern	0,00 %
Storlek	56 629 977 €
Närkretsens ägarandel (30.9.2018)	9,08 %

”Kurserna svänger ibland som det råkar, men på lite längre sikt kommer aktiekursen förr eller senare att reflektera verksamhetens utveckling.”

VÄRDEPAPPERSPLACERINGAR 28.9.2018

	Antal aktier	Aktiekurs valuta	euro	Marknads- värde EUR	Andel av fonden
Fortum	180000		21,78	3 920 400	6,9%
Lassila & Tikanoja	150000		16,36	2 454 000	4,3%
Nokian Tyres	60000		35,04	2 102 400	3,7%
Tikkurila	150000		13,44	2 016 000	3,6%
Tieto	69000		26,98	1 861 620	3,3%
Konecranes	54000		33,04	1 784 160	3,2%
Vaisala	87676		18,40	1 613 238	2,8%
Oriola A & B	520000		2,84	1 474 250	2,6%
Exel Composites	252742		5,70	1 440 629	2,5%
Inhemska aktier				18 666 698	33,0%
Air Liquide	38409	113,10	113,10	4 344 058	7,7%
Sandvik	191000	159,10	15,44	2 949 785	5,2%
Progressive	47000	70,32	60,71	2 853 600	5,0%
Handelsbanken A	256000	111,55	10,83	2 772 020	4,9%
Automatic Data Processing	20600	149,91	129,43	2 666 332	4,7%
Costco	12900	234,00	202,04	2 606 286	4,6%
Fastenal	47000	58,07	50,14	2 356 493	4,2%
TFF Group	52000	43,81	43,81	2 277 860	4,0%
Strategic Education	18000	135,75	117,21	2 109 739	3,7%
John Deere	13000	151,22	130,56	1 697 341	3,0%
Novozymes	35580	350,00	46,94	1 670 064	2,9%
Tractor Supply	19000	91,11	78,67	1 494 638	2,6%
O'Reilly Automotive	5000	345,90	298,65	1 493 265	2,6%
Harley-Davidson	31000	45,00	38,85	1 204 455	2,1%
HHLA	50000	20,00	20,00	1 000 000	1,8%
Hennes & Mauritz	57800	163,94	15,91	919 813	1,6%
Utländska aktier				34 415 751	60,8%
SUMMA aktier				53 082 449	93,7%
Nettokassa				3 547 528	6,3%
FONDENS VÄRDE				56 629 977	100,0%
Antal andelar (A-korrigerat)				921 764,66	
Värde per A-andel				61,4365	

FONDENS UTVECKLING

Jag börjar låta som en sprucken skiva då jag säger att det tredje kvartalet igen var mycket bra på aktiemarknaden. Vårt jämförelseindex steg med 3,2 % och Phoebus steg med 6,4 %

Från årets början har indexet stigit med 9,9 % och Phoebus med 8,5 %. Sedan start har Phoebus avkastat 514,4 % samtidigt som jämförelseindexet har avkastat 371,6 %.

Jag försöker givetvis uppnå en avkastning som på lång sikt är bättre än marknaden, men det finns ingen garanti för att jag lyckas. Tvärtom är oddsen emot oss, närmast beroende på fondens förvaltningsavgift.

KÖP OCH FÖRSÄLJNINGAR

Jag sålde under kvartalet aktier för första gången på ett och ett halvt år. Jag minskade vårt ägande i Fortum med knappt en fjärdedel efter att den utmärkta kursutvecklingen hade lyft bolagets vikt i vår portfölj onödigt högt. Försäljningen gav oss 1,2 miljoner euro.

Istället köpte jag fler aktier i åtta av våra andra bolag för 1,1 miljoner euro. I köpens storleksordning var bolagen Tikkurila, Novozymes, Air Liquide, Tieto, Nokian Tyres, Tractor Supply, Handelsbanken och Exel Composites.

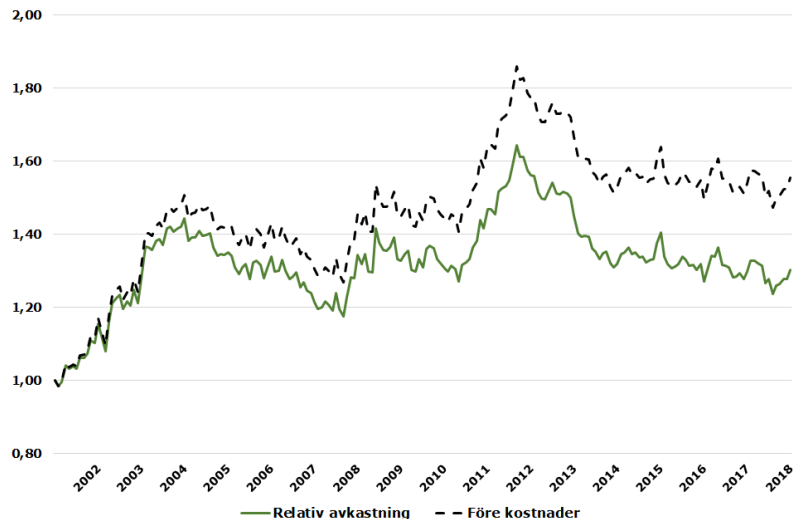
Ägarna placerade netto en halv miljon nya pengar i Phoebus, så kassan ökade trots mina köp och utgjorde i slutet av september 6,3 % av fondens värde. Det är fortfarande för mycket så jag kommer att fortsätta köpa aktier då goda tillfällen uppstår. I lugn och ro, liksom hittills.

OM PHOEBUS AVKASTNING

Phoebus andelsvärde var i slutet av september det högsta någonsin så alla (nuvarande) kunder ligger på vinst. Sedan start har fondens värde över sexfaldigats. Även efter kostnader har fonden gått klart bättre än index. Så allt är bra – eller är det?

Jag försökte en gång stolt berätta det här på jobbet, men min kollega Jani Holmberg tog mig snabbt ned på jorden igen då han frågade om även fondens relativa värde var det högsta någonsin? Likaså frågade en kund mig nyligen varför Phoebus inte har slagit index på 10 år, som ju trots allt är en ganska lång tidsperiod? Observationerna är helt korrekta.

Man borde alltid analysera fonder på basen av deras relativa avkastning, men det är mycket sällan man ser vettiga bilder av den. Nedan är ett exempel som visar att Phoebus överavkastning under 17 år främst har uppstått under tre perioder: från början till sommaren 2004, från maj 2008 till januari 2009 samt från januari 2011 till maj 2012. Gemensamt för dessa perioder är att de var svaga på aktiemarknaden. Resten av tiden har fonden legat lite efter index, närmast på grund av avgifterna och kassan. Den svaga utvecklingen på hösten 2013 beror på Nokias kraftiga uppgång då mobiltelefonerna såldes till Microsoft (och vi ägde alltså inte Nokia).



Phoebus relativa avkastning 10/2001-9/2018. Den här bilden innehåller samma data som grafen på första sidan, men här är jämförelseindexet på den vågräta axeln (1,00). Den gröna linjen visar Phoebus avkastning och den svarta brutna linjen Phoebus före fasta och resultatberoende arvoden.

Varför klarar sig Phoebus bäst då marknaden är dålig? Jag tror det främst beror på min placeringsfilosofi. Jag försöker placera i bolag som är bäst i sin bransch, med starka balansräkningar och duktig företagsledning. Sådana bolag är lönsamma också i sämre tider så deras rörelserisk är lägre än genomsnittet. Även deras finansiella risk är lägre än genomsnittet då de har starka balansräkningar.

Då riskerna i ekonomin förverkligas tenderar dessa bolag att klara sig bättre än konkurrenterna och deras kursutveckling är därför ofta god då marknaden ännu sjunker eller då den återhämtar sig efter en nedgång. I goda tider gör även sämre bolag resultat och det är svårare att skilja agnarna från vetet. Då uppskattar placerarna inte alltid kvalitetsbolag.

Det bör noteras att jag själv inte tycker att Phoebus absoluta eller relativa avkastning är särskilt informativa. Viktigast för mig är hur våra bolags affärsverksamhet utvecklas. Kurserna svänger ibland som det råkar, men på lite längre sikt kommer aktiekursen förr eller senare att reflektera verksamhetens utveckling.

De senaste åren har bland annat Stockmann, H&M, Tikkurila och Oriola varit bolag där jag har misslyckats med att bedöma affärsverksamheten. Trots det har Phoebus utvecklats som fonden brukar göra på stigande marknader. Vi har haft många framgångar också.

Jag tycker alltså Phoebus utveckling har varit ganska normal. Aktiemarknaden har stigit nästan kontinuerligt sedan sommaren 2012 och Phoebus har blivit lite efter. Huruvida fonden igen klarar sig bättre då marknaden någon gång sjunker återstår att se. Det finns givetvis inga garantier för att så skulle ske.

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



Vår näst största placering Fortum står i tur för mig att kommentera, men det är inte

helt lätt, eftersom bolagets strukturförändring ännu är på hälft. Det här är ett bra exempel på att förändringar, speciellt i större bolag, tar sin tid och att man inte skall dra förhastade slutsatser av nyheter.

Då jag senast presenterade Fortum för drygt tre år sedan i rapporten 2/2015 hade Pekka Lundmark nyligen utnämnts till VD och den största frågan var hur Fortum tänker använda de pengar som försäljningen av elnäten inbringade. Vi vet nu åtminstone en del av svaret och jag tycker den strategiska riktning som Lundmark har indikerat verkar vettig.

Fortum eftersträvar primärt en konsolidering av elproduktionen i Norden, vill sekundärt växa inom stadsenergi (läs fjärrvärme) och dessutom investera i vind- och solenergi. Dess fjärde verksamhet, konsumentverksamheten, är däremot försumbart liten på koncernnivå.

Det går framåt på alla fronter. Inom elproduktionen var den största händelsen förvärvet av en dominerande minoritetspost i tyska Uniper, inom fjärrvärmens uppdelningen av norska Hafslund samt förvärvet av Ekokem i Finland. Även vind- och solkraftverk har Fortum börjat bygga, i mitt tycke ganska smart till stor del med partnerfinansiering.

Fortum betalade 3,7 miljarder euro för sin andel i Uniper, efter vilket bolaget har en nettoskuld på fem miljarder. Frågan är inte längre hur Fortum skall investera sina pengar, utan de hetsigaste har redan börjat undra om bolaget kan finansiera sin utdelning. Det är jag inte så orolig för, men en stor fråga är vad Fortum lyckas åstadkomma tillsammans med Uniper. Jag skulle gissa att målet är att ta över Unipers verksamhet i Sverige (och kanske något annat), men det kan ta årtal och vi vet inte slutresultatet. Därför tycker jag strukturförändringen är på hälft och därför är bolaget lite svårt att kommentera just nu.

Sedan jag senast presenterade bolaget har Fortum inklusive dividender avkastat +56 % samtidigt som Phoebus har avkastat +36 % och vårt jämförelseindex +38 %. Med nuvarande kurs tycker jag inte att aktien är övervärderad, men jag sålde ändå en knapp fjärdedel av vårt innehav för att minska riskerna. Fortum väger nu 6,9 % i vår portfölj, vilket kanske fortfarande är något för mycket.

Men jag är alltså nöjd med vad Pekka Lundmark hittills har åstadkommit på en ganska kort tid. Fortum hör väl inte till våra starkaste bolag verksamhetsmässigt – bolaget är mycket beroende av elpriserna, som det inte själv kan påverka – men jag tycker att det har en bra ledning och intressanta möjligheter att stärka sin position med hjälp av Uniper. Tiden får utvisa hur det lyckas.



Då jag senast presenterade vårt svenska verkstadsbolag Sandvik för drygt tre år sedan i rapporten 2/2015 hade Johan Molin nyss valts till ny ordförande och jag förväntade mig att även VD snart skulle bytas. Redan efter ett par månader utnämndes Björn Rosengren från Wärtsilä till ny VD för Sandvik.

Rosengren har snabbt fått mycket gott gjort. Han drog genast upp två huvudlinjer – ledningen skulle decentraliseras till produktområdena och endast de produktområden som kan höra till de två ledande i världen har en framtid inom Sandvik.

Jag tycker detta är vettigt. Om ett produktområde hör till de två ledande i världen så vet dess ledning sannolikt ganska bra vad de gör rätt. Då är det bäst att flytta beslutsfattandet möjligast nära kunden. Så fungerade Sandvik faktiskt redan tidigare, innan Olof Faxander 2011-2015 med dålig framgång försökte centralisera bolagets styrning.

Det är också vettigt att fokusera på det man är bäst på. Rosengren och hans trupper har redan sålt fyra produktområden för 10 miljarder kronor och aviserat om försäljning av ytterligare två. Nettoskulden har mer än halverats från 2014. Rosengren har sagt att han vill att Sandvik skall ha en stark balansräkning, så att bolaget kan göra sina egna val för framtiden, istället för att bankerna skulle få bestämma.

Jag gillade alltså den nya ledningens tankar och vågade därför öka vårt innehav i Sandvik med cirka 60 % i början av 2016. Det var ett bra beslut – aktien har sedan min senaste presentation i euro inklusive dividender avkastat +62 % samtidigt som Phoebus har avkastat +36 % och jämförelseindexet +38 %.

Kursuppgången har visserligen inte enbart berott på bättre ledning. Också konjunkturen har hjälpt, speciellt återhämtningen inom de för Sandvik viktiga gruv- och oljebranscherna. Under de senaste 12 månaderna har Sandviks resultat per aktie för kvarvarande verksamheter, justerat för engångsposter, uppgått till 9,40 kronor, då det för 2015 var 4,60 kronor. Rörelsemarginalen (17,6 %) är faktiskt nu Sandviks bästa för de 35 år som jag har data.

Allt är alltså bra, men det är inte alltid en så bra sak på aktiemarknaden. Den nya ledningen är duktig, konjunkturen är god och Sandvik drar som stor exportör nytta av den svaga kronan. Men allt detta syns redan i aktiekursen. Framtida värdestegring måste därför komma genom tillväxt, vilket är en långsammare väg än de senaste årens kraftiga uppvärdering. Jag förväntar mig därför inga sådana jätteavkastningar som hittills av bolaget.

Men Sandvik är verksamhetsmässigt ett av våra absolut bästa bolag. Speciellt Machining Solutions (vändskär) är just ett sådant stabilt lönsamt bolag av världsklass som jag söker till Phoebus, men som det inte finns många av i världen. Efter kursuppgången väger Sandvik nu 5,2 % i vår portfölj, vilket kanske är något i överkant. Men i brist på bättre idéer har jag inte ännu velat minska vår position i ett såhär fint bolag.