

Seligson & Co Phoebus

Kvartalsrapport Q3 / 2019

PHOEBUS OCH JÄMFÖRELSEINDEX

10.10.2001 - 30.9.2019



AVKASTNING OCH RISK

FONDEN

JÄMFÖRELSEINDEX

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

30.9.2019

	Avkastning	Volatilitet	Avkastning	Volatilitet
3 mån.	-0,03 %	11,62 %	2,79 %	10,06 %
Från årets början	18,54 %	9,66 %	17,91 %	9,41 %
1 år	3,14 %	11,11 %	2,15 %	10,88 %
3 år	35,90 %	9,58 %	31,34 %	9,14 %
5 år	61,92 %	11,54 %	62,18 %	11,50 %
10 år	178,56 %	12,23 %	181,05 %	13,71 %
Från startdatum	533,65 %	13,70 %	381,78 %	15,40 %
Från startdatum per annum	10,81 %		9,14 %	

KOSTNADER, NYCKELTAL

1.10.2018 - 30.9.2019

Årliga avgifter	0,75 %
Avkastningsbunden provision	0,00 %
Transaktionskostnader	0,01 %
Totalkostnadsandel (TKA)	0,76 %
Portföljens omsättningshastighet	-9,43 %
Tracking error	5,34 %
Förmedlingsarvoden betalda till företag inom samma koncern	0,00 %
Storlek	59 107 515 €
Närkretsens ägarandel (30.9.2019)	8,83 %

"Nunnor och svenska pensionsfonder?"

VÄRDEPAPPERSPLACERINGAR 30.9.2019

	Antal aktier	Aktiekurs valuta	euro	Marknads- värde EUR	Andel av fonden
Fortum	180000		21,67	3 900 600	6,6%
Tikkurila	166314		13,46	2 238 586	3,8%
Lassila & Tikanoja	166021		13,48	2 237 963	3,8%
Vaisala	87676		25,30	2 218 203	3,8%
Nokian Tyres	70000		25,89	1 812 300	3,1%
Tieto	73000		23,28	1 699 440	2,9%
Konecranes	56000		29,43	1 648 080	2,8%
Exel Composites	290000		4,72	1 368 800	2,3%
Oriola A & B	520000		2,08	1 079 560	1,8%
Inhemska aktier				18 203 532	30,8%
Air Liquide	38409	129,95	129,95	4 991 250	8,4%
Costco	12900	285,95	262,15	3 381 697	5,7%
Progressive	47000	77,09	70,67	3 321 626	5,6%
Fastenal	103000	32,23	29,55	3 043 354	5,1%
Automatic Data Processing	20600	160,43	147,08	3 029 756	5,1%
Sandvik	191000	153,70	14,36	2 742 899	4,6%
Handelsbanken A	285000	92,74	8,67	2 469 531	4,2%
Strategic Education	18000	135,37	124,10	2 233 828	3,8%
John Deere	13000	166,28	152,44	1 981 702	3,4%
TFF Group	52000	36,10	36,10	1 877 200	3,2%
O'Reilly Automotive	5000	394,48	361,64	1 808 214	3,1%
Novozymes	46100	283,50	37,97	1 750 563	3,0%
Tractor Supply	19000	89,01	81,60	1 550 413	2,6%
Brembo	130000	8,95	8,95	1 163 500	2,0%
HHLA	50000	22,72	22,72	1 136 000	1,9%
Harley-Davidson	34000	35,71	32,74	1 113 073	1,9%
Hennes & Mauritz	57800	190,90	17,84	1 030 947	1,7%
Utländska aktier				38 625 552	65,3%
SUMMA aktier				56 829 084	96,1%
Nettokassa				2 278 431	3,9%
FONDENS VÄRDE				59 107 515	100,0%
Antal andelar (A-korrigerat)				932 811,74	
Värde per A-andel				63,3649	

FONDENS UTVECKLING

Även det tredje kvartalet var ganska händelselöst på aktiemarknaden. Vårt jämförelseindex steg med 2,8 % och Phoebus värde var oförändrat (med en decimals noggrannhet).

Från årets början har fondens värde stigit med 18,5 % och jämförelseindexet 17,9 %. Från start har Phoebus avkastat 533,6 % och jämförelseindexet 381,8 %.

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 köpte under kvartalet aktier i ett nytt bolag åt oss, italienska Brembo (mer om det nedan). Dessutom ökade jag våra innehav i Fastenal, Nokian Tyres, Handelsbanken och L&T. Totalt köpte jag aktier för 1,64 m€. Ägarna löste in 380 t€ från fonden netto.

Därmed minskade vår kassa och den utgjorde i slutet av kvartalet 3,9 % av fondens värde. Det är en ganska normal nivå.

EN NY KAPITALISM?

Lobbningsgruppen Business Ruodtable (BRT), som består av företagsledare för amerikanska storbolag, deklarerade i augusti att företagets primära mål inte längre endast bör vara att öka aktieägarvärdet. Uttalandet fick stor uppmärksamhet. Engelska Financial Times drog rentav slutsatsen att "kapitalismen bör omdefinieras", vilket även Helsingin Sanomat rapporterade.

Istället för att endast maximera resultatet vill BRT att bolagen också ställer som mål att skapa mervärde för sina kunder, satsa på sin personal samt vara rejäla mot sina leverantörer och de samhällen där bolaget agerar.

Vad är det frågan om, bestämmer ägarna inte längre i sina bolag? Och hur inverkar detta på Phoebus placeringsfilosofi?

Nå, målsättningarna är goda, men knappast nya. För att klara sig bättre än konkurrenterna har bolagen i alla tider behövt ha nöjda kunder. Och kunderna har alltid betjänats bäst av en motiverad personal. Att vara rejäl mot sina samarbetspartners och samhället har väl alltid varit självklart för välskötta bolag.

Så någon "ny kapitalism" är det nog inte frågan om. Hela idén med kapitalismen är egentligen fri konkurrens, som tvingar bolagen att kontinuerligt förbättra sin kundservice om de vill förbli framgångsrika. Ägarna kommer nog att bestämma i sina bolag också framöver.

Phoebus har redan i 18 år tillämpat det som BRT nu kallar ny kapitalism. Jag försöker placera i kvalitetsbolag som är lönsammare än sina konkurrenter, har en stark balansräkning och en duktig ledning. Med duktig ledning menar jag att bolaget samtidigt försöker maximera nyttan för sina kunder, sina anställda och sina ägare (ungefär i den ordningen). Och

att ledningen är öppen och ärlig, ambitiös men ödmjuk och resonligt belönad.

BRT:s utspel är dock såtillvida intressant att det visar att sk. ansvarsfullt placerande börjar få ett riktigt gensvar även hos börsbolagen. FT noterade med glimten i ögat att ansvarsfullt placerande länge har varit på agendan för "nunnor och svenska pensionsfonder", men att det idag brett definierat redan berör placeringar för 30 biljoner dollar och småningom alltså börjar vara vardagligt. Även många av Seligson & Co:s institutionella kunder har på senare år allt mer börjat intressera sig för ESG-frågor.

Tanken med ansvarsfullt placerande är bra, men dess effekt kan ifrågasättas. Placeraren inverkar ju inte ett dugg på ett "dåligt" bolag genom att låta bli att köpa dess aktier – och inte heller alls på ett "bra" bolag genom att köpa aktier (eftersom pengarna ju inte går till bolaget utan till den som säljer aktierna). Genom att välja en bättre styrelse till ett dåligt bolag kanske placeraren däremot kunde ha en viss påverkan.

Mest inverkar ändå konsumenterna, alltså var och en av oss, på bolagen. Den fria konkurrensen tvingar bolagen att anpassa sig till en skiftande efterfrågan. Då konsumenterna fokuserar allt mer på hållbarhet kommer de bästa företagen att snabbt följa efter för att svara på efterfrågan. Det gäller både stora och små bolag: till exempel har både en liten fiskecamp i Guatemala och ett stort amerikanskt kryssningsbolag båda nyligen gjort sig av med vattenflaskor i plast.

Jag tycker det verkar klart att trenden mot mer ansvarsfull konsumtion kommer att förstärkas, helt oberoende av vad placerarna gör. De bolag som inte anpassar sig lika snabbt som konkurrenterna kommer att förtvina. Detta är inte heller någon ny kapitalism, utan just vad fri konkurrens som bäst innebär: att utbudet anpassar sig till efterfrågan.

För Phoebus bolag ser jag det som en möjlighet snarare än ett hot. Allt sedan Morningstar för fyra år sedan började publicera Sustainability hållbarhetsbetyg för finska fonder har Phoebus hört till de bättre i sin kategori. Det är knappast någon slump.

Jag försöker inte specifikt maximera Phoebus hållbarhet, åtminstone inte så som de flesta rent schematiskt definierar begreppet. Men jag försöker hitta väl skötta bolag och våra goda hållbarhetsvitsord berättar för sin del att våra bolag hanterar även sina ESG-risker på ett bra sätt. Och det är ju så klart trevligt!

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



Jag köpte i augusti ett nytt bolag åt oss, italienska Brembo som tillverkar bilbromsar. Många undrar säkert vad just det gör i vår portfölj? Bilindustrins underleverantörer är ju oftast inte särskilt lönsamma och vi har aldrig ägt några bolag i Italien?

Brembo är dock exceptionellt starkt i sin bransch. Grundarfamiljen äger ännu över hälften av bolaget och sköter det som sin ögonsten såvitt jag kan se. Lönsamheten är god och balansen är stark. Tillväxtpotentialen är stor. Varumärket är välkänt och respekterat i branschen. Och aktiens värdering verkar skälig efter kursnedgången.

Den stora allmänheten känner nog Brembo bäst genom de färggranna bromssadlarna som man ser på dyra bilar. Bolaget grundades 1961 i Bergamo i norra Italien av Emilio Bombassei, vars son Alberto Bombassei idag är huvudägare och ordförande. Hans svärson Matteo Tiraboschi är arbetande viceordförande (koncernchef).

Ursprungligen var Brembo en liten metallverkstad som för 55 år sedan började tillverka bromsskivor. Genombrottet kom 1975 då en viss herr Enzo Ferrari bad Bombassei att utrusta hans racerbilar med bromsar. Samarbetet med Ferrari och övriga F1-team fortsätter än idag (av F1-teamen den här säsongen använder 8/10 Brembos bromsar).

Brembo föddes alltså på tävlingsbanorna. Därifrån har bolaget expanderat, först till supersportbilar och andra lyxbilar och sedan gradvis till "bara" dyra bilar. Brembos strategi är alltså att växa från toppen gradvis nedåt. Som direktör Tiraboschi sade i en intervju har Brembo inte volymen för att någonsin bli kostnadsledare, så bolaget måste vara kvalitets- och prisledare. Ganska samma strategi har Pirelli i däckbranschen. Även Nokian Tyres har en liknande strategi, men startade inte från toppen utan från vinterdäck.

Strategin har fungerat. De senaste 12 åren (2006-2018) har Brembos omsättning ökat med drygt 10 % per år och totalt drygt trefaldigats. Driftsbidraget och rörelseresultatet har ökat med 13 % per år och resultatet per aktie med 16 % per år tack vare återköp och en lägre skattegrad.

Samtidigt har aktiekursen stigit med 14 % per år så värderingen har faktiskt sjunkit något. Jag tittade på Brembo redan för ett par år sedan, men tyckte aktien var för dyr. Kursen var då cirka 14 euro och P/E-talet cirka 17x. Då jag förra sommaren igen såg på bolaget märkte jag att kursen hade sjunkit med -40 % till drygt 8 euro, trots att bolaget hade vuxit och balansräkningen hade förstärkts. P/E-talet var därmed 11x, vilket jag tycker är hyfsat billigt för ett så här bra bolag.

Orsaken till kursnedgången är att bilkonjunkturen i Kina och Europa har försvagats. Brembos resultat sjönk därför lite i fjol och kan sjunka lite mer i år. Men konjunkturer kommer och går och de bästa bolagen består. Jag beslöt därför att köpa lite aktier i Brembo åt oss.

Liksom oftast startade jag med en liten position. Brembo representerar för tillfället bara 2,0 % av vår portfölj. Jag brukar öka ägandet i våra nya bolag gradvis i takt med att jag börjar känna mig mera trygg med att jag har gjort rätt utvärdering av bolagets kvalitet.

PROGRESSIVE®

Jag presenterade senast vår

amerikanska bilförsäkrare Progressive för drygt tre år sedan i rapporten 2/2016 och berättade då att placeringen under de föregående 3,5 åren hade mer än fördubblats. Jag spådde därför att avkastningen den närmaste tiden skulle bli sämre.

Jag hade helt fel. Sedan dess har Progressive i euro inklusive dividender avkastat 155 % samtidigt som Phoebus har avkastat 42 % och vårt jämförelseindex 42 %. Den goda avkastningen beror främst på att affärsverksamheten har utvecklats mycket bra, vilket i sin tur främst torde bero på den positiva så kallade försäkringscykeln.

Progressive och Berkshire Hathaways dotterbolag Geico är de mest effektiva av USA:s bilförsäkrare och erbjuder därför ofta bättre priser än konkurrenterna. Då priserna på försäkringar är stabila brukar konsumenterna sällan byta leverantör, men då priserna är kraftigt stigande brukar shoppandet efter bättre priser oftast aktiveras.

Försäkringspriserna brukar följa konjunkturen. I en lågkonjunktur kör man mindre så det sker färre skador. Inflationen är låg så kostnaden per skada stiger just inte. Därför brukar även försäkringspriserna vara ganska stabila. I en högkonjunktur ökar däremot både skadefrekvensen och kostnaden per skada, vilket tvingar bolagen att höja sina priser. Det brukar leda till att allt fler shopper efter bättre priser.

På tre och ett halvt år har mängden bilar försäkrade av Progressive ökat med 48 % samtidigt som medelpriset per försäkring har stigit med 16 %. De föregående 10 åren ökade volymen totalt med bara 42 % och medelpriset sjönk med -1 %. USA:s högkonjunktur har alltså de senaste åren hjälpt Progressive att accelerera sin tillväxt betydligt.

Då dessutom det försäkringstekniska resultatet (rörelsemarginalen) har förbättrats, placeringarna har gett en bättre avkastning och skattegraden har sjunkit så har resultatet per aktie på 3,5 år vuxit med hela 155 %! Progressives P/E-tal har alltså trots den goda kursutvecklingen sjunkit lite och är nu cirka 14x.

Men vi bör notera att stjärnorna just nu står exceptionellt fördelaktigt på himlen, och att Progressives verksamhet inte alltid kommer att vara så stark som just nu. Försäkringsresultatet är nästan 10 % av omsättningen (på försäkringsspråk är combined ratio 90 % av premieintäkterna), då det i medeltal under såväl de senaste 5, 10 som 30 åren har varit 6-7 %. Och de senaste årens fina tillväxt förklaras alltså till en stor del av högkonjunkturen, som inte kommer att bestå för evigt.

Därför tycker jag att Progressives nuvarande 5,6 % vikt i vår portfölj är något för hög, och jag kommer sannolikt att minska positionen lite för att begränsa risken. Bolaget tror jag trots det nog på precis lika mycket som tidigare.