

Seligson & Co Phoebus

Kvartalsrapport Q3 / 2020

PHOEBUS OCH JÄMFÖRELSEINDEX
10.10.2001 - 30.9.2020

andelens
värde



AVKASTNING OCH RISK

FONDEN

JÄMFÖRELSEINDEX

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

30.9.2020

	Avkastning	Volatilitet	Avkastning	Volatilitet
3 mån.	3,96 %	11,38 %	7,57 %	10,88 %
Från årets början	-2,63 %	23,02 %	2,00 %	22,90 %
1 år	4,73 %	20,47 %	7,45 %	20,25 %
3 år	20,49 %	14,41 %	22,01 %	14,18 %
5 år	53,21 %	13,42 %	67,88 %	13,09 %
10 år	140,84 %	13,03 %	145,58 %	14,26 %
Från startdatum	563,62 %	14,13 %	417,69 %	15,69 %
Från startdatum per annum	10,48 %		9,05 %	

KOSTNADER, NYCKELTAL

1.10.2019 - 30.9.2020

Årliga avgifter	0,75 %
Avkastningsbunden provision	0,00 %
Transaktionskostnader	0,00 %
Totalkostnadsandel (TKA)	0,75 %
Portföljens omsättningshastighet	-13,78 %
Tracking error	0,00 %
Förmedlingsarvoden betalda till företag inom samma koncern	10,23 %
Storlek	61 407 425 €
Närkretsens ägarandel (30.9.2020)	9,02 %

"Höstens stora nyhet var (åtminstone för oss själva) att vi sålde Seligson & Co åt försäkringsbolaget LokalTapiola."

VÄRDEPAPPERSPLACERINGAR 30.9.2020

	Antal aktier	Aktiekurs valuta	euro	Marknads- värde EUR	Andel av fonden
Vaisala	87676		36,35	3 187 023	5,2%
Fortum	170000		17,22	2 926 550	4,8%
Tikkurila	182000		14,78	2 689 960	4,4%
Lassila & Tikanoja	166021		13,00	2 158 273	3,5%
Nokian Tyres	85000		23,90	2 031 500	3,3%
Exel Composites	290000		6,14	1 780 600	2,9%
TietoEVRY	73000		23,72	1 731 560	2,8%
Konecranes	56000		26,44	1 480 640	2,4%
Oriola A & B	520000		1,88	979 121	1,6%
Inhemska aktier				18 965 227	30,9%
Air Liquide	40671	135,75	135,75	5 521 088	9,0%
Fastenal	100000	45,33	38,71	3 871 381	6,3%
Costco	11500	352,14	300,74	3 458 545	5,6%
Progressive	40000	94,17	80,43	3 217 013	5,2%
Sandvik	185000	175,70	16,63	3 077 437	5,0%
Novozymes	46600	403,20	54,15	2 523 181	4,1%
Handelsbanken A	340000	75,22	7,12	2 421 352	3,9%
Automatic Data Processing	20000	137,54	117,47	2 349 304	3,8%
Tractor Supply	19000	140,96	120,39	2 287 335	3,7%
John Deere	12000	220,13	188,00	2 256 008	3,7%
O'Reilly Automotive	5000	453,33	387,16	1 935 819	3,2%
Brembo	170000	8,54	8,54	1 451 800	2,4%
TFF Group	52000	25,50	25,50	1 326 000	2,2%
Strategic Education	16000	94,14	80,40	1 286 395	2,1%
HHLA	60000	14,92	14,92	895 200	1,5%
Hennes & Mauritz	57800	153,05	14,49	837 542	1,4%
Harley-Davidson	37000	23,61	20,16	746 067	1,2%
Utländska aktier				39 461 466	64,3%
SUMMA aktier				58 426 692	95,1%
Nettokassa				2 980 733	4,9%
FONDENS VÄRDE				61 407 425	100,0%
Antal andelar (A-korrigerat)				925 337,49	
Värde per A-andel				66,3622	

FONDENS UTVECKLING

Under det tredje kvartalet fortsatte aktiemarknaden att återhämta sig från koronakrisen. Vårt jämförelseindex steg med hela +7,6 %. Phoebus hängde inte med, utan steg med +4,0 %. Från årets början har Phoebus sjunkit med -2,6 % och jämförelseindexet har stigit med +2,0 %.

Phoebus dåliga utveckling jämfört med index förklaras långt av att den finska aktiemarknaden under året har stigit med +5,6 % samtidigt som världsindex i euro har sjunkit med -3,5 %. I jämförelseindexet är Finlands vikt 60%, men i Phoebus portfölj nu bara 30 %. Detta beror på att jag hittar fler riktigt fina bolag utomlands än i Finland.

Sedan start har Phoebus avkastat +563,6 % och jämförelseindexet +417,7 %.

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 oddsden emot oss, närmast beroende på fondens förvaltningsavgift.

KÖP OCH FÖRSÄLJNINGAR

Under det tredje kvartalet köpte jag fler aktier i tre av våra bolag för totalt 700 t€. I köpens storleksordning var bolagen Handelsbanken, Nokian Tyres och Harley-Davidson. Jag sålde aktier i Fortum för 170 t€ så att fonden inte skulle bryta mot sina diversifieringsreglar.

Vi fick drygt 70 t€ i dividender och ägarna placerade netto 75 t€ nya pengar i Phoebus. Kassan minskade således lite och var i slutet av september 4,9 % av fondens värde (5,7 % i slutet av juni). Detta är fortfarande för mycket, så jag kommer gradvis att fortsätta köpa aktier.

LOKALTAPIOLA

Höstens stora nyhet var (åtminstone för oss själva) att vi sålde Seligson & Co åt försäkringsbolaget LokalTapiola. Varför just nu, då vi har ägt bolaget i 23 år?

Tidtabellen berodde inte på oss utan på köparen. Såsom min kollega Peter berättade för tidningen Forum för Ekonomi och Teknik så fanns det i Finland egentligen bara en köpare som kunde uppfylla två av våra krav: att affären inte skulle ge stora förändringar för våra kunder eller vår personal. Därför kände vi oss tvungna att lyssna då LokalTapiola tog kontakt.

Vi kom överens om att Seligson & Co fortsätter som en självständig del av LokalTapiola och att inga stora förändringar sker. Så säger man ju ofta vid företagsköp, och sedan gör köparen ändå som hon vill. Men i detta fall vågar jag lova att så inte kommer att ske, eftersom det var ett av våra viktigaste villkor. Phoebus verksamhet kommer inte att förändras utan mitt samtyckande och jag ser inget behov för stora förändringar. Jag fortsätter förvalta fonden liksom tidigare och äger även framöver alla mina börslistade aktier genom Phoebus.

... OCH ÖVRIGA FÖRÄNDRINGAR

Det skedde faktiskt tre ännu viktigare förändringar för Phoebus under hösten än LokalTapiola-affären: Handelsbanken beslöt att stänga nästan hälften av sina kontor i Sverige; Konecranes och Cargotec beslöt om en fusion; och Vaisalas långvarige VD Kjell Forsén – som jag uppskattar stort – gick i pension. Bolagen representerar tillsammans 12 % av Phoebus portfölj, så hur påverkar förändringarna oss?

Handelsbankens förändring är kanske störst. Banken har sedan 1970-talet följt den decentraliserade lokala strategi som dåtida chefen Jan Wallander (ej släkt med TV-polisen!) lanserade, med goda resultat. Då banken nu stänger nästan hälften av sina kontor har många hunnit kommentera att strategin förändras totalt.

Det tycker jag inte. Som jag förstår det sträver Handelsbanken snarare efter att öka decentraliseringen genom att ersätta sina regionbankers huvudkontor med fler länsbanker som har det lokala kundansvaret, medan regleringsbyråkratin centraliseras till koncernens huvudkontor. Antalet kontor minskar, men lokalverksamheten skärps ytterligare. Eller det är åtminstone meningen. Strategin förändras alltså inte, men dess implementering förändras.

Jag ökade Handelsbankens vikt i portföljen före meddelandet, eftersom jag tycker att banken är ganska billig i förhållande till sin kvalitet. En såhär stor förändring är givetvis en risk (att stampa på stället skulle också vara en risk), så jag tänker i lugn och ro följa med hur förändringen utförs och hur den lyckas.

Meddelandet om fusionen mellan Konecranes och Cargotec kom i skrivande stund. Marknaden reagerade mycket positivt, till skillnad från mig. "Jämlika fusioner", vilket även denna marknadsförs som, lyckas ganska sällan. Jag tycker att Konecranes har varit ett klart bättre bolag än Cargotec, och det syns inte i fusionsvederlaget. Så jag måste fundera om vi skall äga det nya bolaget framöver eller inte?

Vaisalas VD-byte visade återigen att även de bästa bolagen i Finland av någon anledning förlitar sig på utomstående ledare som headhunters rekommenderar, emedan de bästa bolagen globalt tenderar att rekrytera sina främsta interna förmågor. Det är också naturligt då en internrekryterad chef redan känner bolaget, medan en utomstående ledare måste bekanta sig med bolaget i några år före han kan börja utveckla det. Jag tycker att den finska modellen generellt sett är ganska underlig. Men Vaisala är ett bra bolag, så jag tänker i lugn och ro studera hur den nye VD:n kommer igång.

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



Jag presenterade vårt kompositprofilbolag Exel Composites senast för drygt tre år sedan i rapporten 2/2017 och konstaterade då att Riku

Kytömäki verkade ha kommit igång bra som VD samt hoppades att aktien skulle ha visat sig vara en bättre placering nästa gång jag presenterar bolaget än den hade varit de tre senaste åren.

Så blev det tyvärr inte. Sedan dess har Exel Composites avkastat bara +8 % inklusive dividender samtidigt som Phoebus har avkastat +23 % och jämförelseindexet +24 %. Men man skall inte utvärdera bolag på basen av aktiekursen, utan på basen av affärsverksamheten. Och ser man till den har Exel Composites utveckling varit lovande tycker jag.

På tre och ett halvt år har omsättningen ökat med +44 %. Av detta kommer drygt två tredjedelar från två företagsköp i Kina och USA, men även organiskt har bolaget vuxit 14 %. Detta är speciellt betydande då Exels traditionellt största produkt, antennskydd för mobiltelefonmaster, har stagnerat betydligt och nu bara utgör 5 % av försäljningen. Den övriga verksamheten har alltså utvecklats starkt.

Det operativa rörelseresultatet, som under de senaste 12 månaderna var 7,5 % av omsättningen är det bästa på sex år, trots att bolaget i USA inte ännu är särskilt lönsamt. Bolagets målsättning är klart högre (> 10 %), men riktningen är åtminstone den rätta.

På minussidan har förvärven i Kina och USA (för totalt 16 m€) samt stora investeringar i Österrike ökat bolagets nettoskuld från tre till 25 miljoner euro, vilket är 93 % av det egna kapitalet (utan IFRS16 hyresskulder). Det är ingen kritisk nivå med nuvarande räntenivåer, men jag skulle gärna se en starkare balansräkning (alltså förstärkt genom kassaflödet, inte genom någon nyemission).

Jag har förnjöt noterat att Exel Composites VD Riku Kytömäki gradvis (med egna pengar) har ökat sitt ägande i bolaget till 0,6 % (värt ungefär 450 t€). Jag är uppenbart inte den enda optimisten.

På basen av det operativa resultatet för de senaste 12 månaderna är Exel Composites P/E-tal nu cirka 13,8x. Det är inte alldeles billigt då vi beaktar nettoskulden (EV/EBIT är 12,4x och det "skuldfria P/E-talet" är således cirka 15,8x). Men det är ännu långt kvar till bolagets resultatmål, som jag tycker verkar helt realistiska då integreringen av förvärven är gjord.

Efter den svaga kursutvecklingen väger Exel Composites nu bara 2,9 % i vår portfölj. Aktien är illikvid så dess vikt kan inte vara särskilt hög, men jag skulle ändå vara benägen att snarare öka än minska dess vikt till dagens kurser.



Jag presenterade även vår största

placering, det franska industrigasbolaget Air Liquide senast i rapporten 2/2017. Jag berättade då att bolaget inte hade varit någon bra placering de föregående tre åren, främst för att marknaden reagerade negativt då Air Liquide 2016 förvärvade amerikanska Airgas. Men jag var optimistisk inför framtiden.

Och jag hade rätt. Air Liquide har sedan dess avkastat +59 % samtidigt som Phoebus har avkastat +23 % och vårt jämförelseindex +24 %.

En stor del av avkastningen har kommit från verksamhetens goda utveckling, och inte bara från en ökad värdering. Sedan 2016 har Air Liquides omsättning vuxit med 17 % (varav 7 % organiskt), rörelseresultatet har ökat med 25 % och nettoresultatet 37 %. Vinsten per aktie och dividenden har ökat med 26 %. Resten av kursuppgången har kommit ifrån att marknaden igen lutar mer på bolaget.

Och varför skulle man inte lita på det? Efter att tyska Linde och amerikanska Praxair fusionerades 2017 finns det bara fyra stora bolag inom branschen: Linde, Air Liquide, Air Products och Taiyo Nippon Sanso. Dessutom finns små lokala aktörer på olika marknader, såsom Woikoski i Finland.

Varför placerar vi i branschtvåan? Linde är efter Praxair-fusionen klar branschetta, men Linde har så länge jag minns varit ett ganska dåligt skött bolag, medan Praxair har hört till de mest effektiva i branschen. Vi får se om den utmärkta amerikanska ledningen lyckas vända ett halvdåligt europeiskt bolag till ett bättre eller inte. Men det är inte någon större skillnad för oss, för vi äger redan ett av världens bästa bolag i branschen.

Och varför är industrigaser en intressant bransch? Förutom den oligopolistiska strukturen gillar jag att branschen är mycket kapitalintensiv – nya konkurrenter kommer knappast. De största kunderna bygger gassepareringsanläggningar på fabriken bakgård och gör 20-30 års kontrakt med gasleverantören. Så man förlorar inte lätt sina kunder. Dessutom uppkommer kontinuerligt nya applikationer för gaser, så branschen växer lite snabbare än industriproduktionen.

Det bästa beviset på branschens stabilitet är kanske att Air Liquides resultat de senaste 30 åren har sjunkit bara tre gånger: 2009 (-2 %), 2013 (-1 %) och 2016 (-5 %). Under hela perioden har resultatet 8-faldigats, eller vuxit 7,3 % per år. Det är kanske inte något världsrekord, men då tillväxten är stabil så räcker det bra för mig.

Jag gillar att Air Liquide är modigt men inte dumdrigt. Köpet av Airgas (för 12,5 miljarder euro) var visserligen dyrt, men så var även köpet av det amerikanska gasbolaget Big Three år 1986 (för 1 miljard euro) och köpet av tyska Messer Griesheim år 2004 (för 2 miljarder euro). Efter förvärvet av Airgas har Air Liquide på tre år redan minskat sin nettoskuld med 3 miljarder samtidigt som bolaget har betalat ytterligare 3 miljarder i dividender. Balansräkningen är nog i skick igen om några år.

Efter den goda kursutvecklingen är Air Liquides P/E-tal hela 27x och aktien väger 9,0 % i vår portfölj. Jag kommer därför inte att öka dess vikt, trots att jag tycker bolaget är ett av våra bästa. Faktiskt kanske vårt bästa.