

Seligson & Co Phoebus

Kvartalsrapport Q4 / 2014

PHOEBUS OCH JÄMFÖRELSEINDEX

10.10.2001 - 31.12.2014



Avkastning och risk		Fonden		Jämförelseindex	
31.12.2014				75% OMX Helsinki Cap GI, 25% MSCI AC World NDR	
	Avkastning	Volatilitet		Avkastning	Volatilitet
3 mån.	6,20 %	13,97 %		2,65 %	14,85 %
1 år	10,22 %	10,28 %		12,76 %	11,43 %
3 år	49,43 %	10,04 %		66,09 %	13,21 %
5 år	77,45 %	12,99 %		69,65 %	15,63 %
10 år	125,25 %	15,48 %		130,06 %	17,19 %
Från startdatum	315,60 %	14,44 %		204,92 %	16,63 %
Från startdatum per annum	11,37 %			8,79 %	

Kostnader, nyckeltal	1.1.2014 - 31.12.2014
Årliga avgifter	0,75 %
Avkastningsbunden provision	0,00 %
Transaktionskostnader %	0,02 %
Totalkostnadsandel (TKA) %	0,77 %
Portföljens omsättningshastighet	2,79 %
Tracking error	5,84 %
Förmedlingsarvoden betalda till företag inom samma koncern	0,00 %
Storlek	34 195 070 €
Närkretsens ägarandel (31.12.2014)	10,40 %

“Där placerarna tidigare såg ett löfte om tillväxt i Ryssland ser de nog idag bara spöken.”

VÄRDEPAPPERSPLACERINGAR 31.12.2014

	Antal aktier	Aktiekurs valuta	euro	Marknads- värde EUR	Andel av fonden
Fortum	165000		17,97	2 965 050	8,7%
Lassila & Tikanoja	115000		15,14	1 741 100	5,1%
Oriola-KD B	460000		3,47	1 596 200	4,7%
Exel Composites	159000		8,39	1 334 010	3,9%
Tieto	60000		21,51	1 290 600	3,8%
Tikkurila	87033		14,49	1 261 108	3,7%
Konecranes	50000		23,82	1 191 000	3,5%
Nokian Tyres	54000		20,29	1 095 660	3,2%
Ekokem A+B	12000		80,00	960 000	2,8%
Vaisala	42000		21,85	917 700	2,7%
Stockmann B	76000		6,36	483 360	1,4%
Tulikivi	1797811		0,195	350 573	1,0%
Inhemska aktier				15 186 361	44,4%
Air Liquide	24099	102,80	102,80	2 477 377	7,2%
Handelsbanken B	55000	353,00	37,61	2 068 396	6,0%
Hennes & Mauritz	51000	325,60	34,69	1 769 094	5,2%
Harley-Davidson	31000	66,33	54,60	1 692 510	4,9%
Costco	14000	143,49	118,11	1 653 519	4,8%
Automatic Data Processing	20600	84,12	69,24	1 426 349	4,2%
Fastenal	35000	48,13	39,62	1 386 575	4,1%
Progressive	47000	27,22	22,41	1 053 041	3,1%
Tractor Supply	14000	77,50	63,79	893 078	2,6%
TFF Group	12000	63,55	63,55	762 600	2,2%
Sandvik	92000	76,40	8,14	748 820	2,2%
Strayer Education	10000	74,48	61,31	613 055	1,8%
HHLA	35000	17,30	17,30	605 325	1,8%
Systemair	25000	105,00	11,19	279 657	0,8%
Utländska aktier				17 429 396	51,0%
SUMMA aktier				32 615 757	95,4%
Nettokassa				1 579 313	4,6%
FONDENS VÄRDE				34 195 070	100,0%
Antal andelar (A-korrigerat)				822 779,17	
Värde per A-andel				41,5604	

FONDENS UTVECKLING

Världens börser fortsatte under det sista kvartalet att utvecklas väl. Vårt jämförelseindex steg med 2,6%. Phoebus klarade sig för omväxlings skull klart bättre än index och steg med 6,2%. Detta trots att våra Rysslandsberoende bolag fortsatte gå dåligt och sänkte fondens avkastning med ett par procentenheter under kvartalet.

Trots det goda slutet av året blev Phoebus årsavkastning (10,2%) lite sämre än indexets (12,8%). Huvudorsaken var Ryssland. Sedan start har Phoebus avkastat 315,6% medan jämförelseindexet har avkastat 204,9%.

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 sålde under kvartalet resten av våra aktier i Vacon för 2,03 miljoner euro. Som nytt bolag köpte jag Tractor Supply (mer om det nedan) för 0,71me. Dessutom ökade jag vårt ägande i åtta gamla bolag för 1,16me. Bolagen var (i köpens storleksordning) Tikkurila, Fastenal, Air Liquide, TFF, Nokian Tyres, ADP, Fortum och Systemair.

Jag sade senast att det nog tar sin tid innan jag lyckas sänka vår kassa till normala nivåer, efter försäljningen av Vacon. Jag hade fel. Phoebus ägare löste under sista kvartalet netto in andelar för 0,54me vilket, i tillägg till mina aktieköp, hjälpte att sänka kassan till 4,6% av fondens värde. Det är redan en ganska normal nivå.

VI STANNAR I RYSSLAND

Sedan senhösten har krisen i Ryssland igen varit placerarnas främsta huvudbry. Oljepriset har efter sommaren halverats och den ryska rubeln halverades som värst ifrån sin kurs i början av januari. I skrivande stund kostar en euro 70 rubel, så devalveringen har på ett år varit -35%. Ryssland är fortfarande mycket beroende av sin energiexport.

Valutans och ekonomins krascher har gjort många placerare rädda, vilket är lätt att förstå. Där placerarna tidigare såg ett löfte om tillväxt i Ryssland ser de nog idag bara spöken. Beskrivande är att då Oriola-KD i december sålde sin ryska verksamhet för 56me, steg bolagets marknadsvärde med cirka 150me. Marknaden hade alltså värderat den ryska verksamheten till minus 100 miljoner!

Oriola-KD:s panikflykt från Ryssland är dock ett undantag som främst torde förklaras av bolagets höga skuldsättning. I övrigt har finska företagsledare nästan som en man i diverse intervjuer intygat att ekonomiska kriser kommer och går och att bra bolag till och med kan dra nytta av kriser för att vinna marknadsandelar. Är det bara obefogad optimism?

De av oss som jobbade på aktiemarknaden för 16 år sedan minns mycket väl året 1998. Rysslands ledning försökte envist försvara sin valuta, med hjälp av IMF, trots att oljepriset hade sjunkit med -70%. I augusti 1998 visade det sig vara hopplöst. Rubeln tilläts flyta fritt och den försvagades på ett halvår med -70%. Vad hände sedan?

Liksom i Mexico 1994 eller i Ostasien 1997 minskade devalveringen kraftigt den inhemska efterfrågan men förbättrade samtidigt exportkonkurrenskraften. Ländernas ekonomier började efter några år igen växa rejält. Ryssland gynnades även av att oljepriset snabbt återhämtade sig. Vi startade vår Rysslandsfond strax efter krisen i mars år 2000. Efter sju år hade dess värde tiofaldigats.

Jag försöker inte påstå att Rysslands problem skulle vara små eller att de snabbt kommer att gå över. Lärdomen är att ekonomiska kriser inte är eviga. De bästa placeringarna gör vi om vi vågar vara giriga då alla andra är mycket rädda. Utan att glömma riskhanteringen.

Varför skriver jag om detta, vi har ju inga placeringar i Ryssland? För Phoebus - liksom för den finska ekonomin i allmänhet - har händelserna i Ryssland en indirekt men inte obetydlig effekt. Av våra bolag är Nokian Tyres, Tikkurila, Stockmann, Fortum och Hamburger Hafen alla i viss mån beroende av vad som händer i Ryssland.

Under 2014 avkastade av dessa endast Fortum mer än Phoebus. Som en grupp minskade de Rysslandsberoende bolagen Phoebus avkastning med knappt 3 procentenheter, då Nokian Tyres och Stockmann vardera sjönk nästan -40% och Tikkurila sjönk med över -20% inklusive dividender. Borde vi alltså köpa mer av dessa bolag?

Svaret hittar vi i bolagens kvalitet, inte genom att gissa marknadsrörelser eller att försöka förutspå hur krisen i Ryssland utvecklas. Stockmann har visat sig vara betydligt sämre än jag hoppades och HHLA har inte heller riktigt motsvarat mina förväntningar. Fortums vikt i portföljen är redan närapå maximal. Dessa tänker jag alltså inte köpa mer av.

Däremot är Nokian Tyres och Tikkurila helt fantastiska bolag och jag har under året köpt lite mer av båda. Trots det är deras sammanlagda vikt nu 6,9% av portföljen, jämfört med 9,6% i början av året. Utan att ta ansvarslösa risker finns det kanske lite utrymme för oss att i dessa bolag försöka dra nytta av de flesta andra placerarnas Rysslandsrädslor.

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



Då jag senast presenterade vår läkemedelsdistributör Oriola-KD för drygt tre år sedan i rapporten 3/2011

förfärdade jag mig över bolagets enorma strukturförändringar, som jag dock tyckte var strategiskt vettiga. Jag spådde att resultaten förbättras då de väl är över.

På sitt sätt hade jag rätt. År 2013 gjorde Oriola-KD ännu en stor strategisk förändring då man köpte svenska Medstop. Priset var mycket högt, nästan 20x Medstops rörelseresultat, men affären cementerade Oriolas position bland Sveriges tre stora apotekskedjor.

Som jag väntade nådde de svenska apotekens resultat sitt botten under 2011 och har sedan dess förbättrats. De stora IT-kostnaderna är tagna, Medstops synergier har realiserats, handelsvarornas andel av apotekens omsättning har ökat och framförallt börjar branschen hitta sin nya struktur efter privatiseringen. Förra hösten köpte ICA Apoteket Hjärtat och efter det finns det ännu klarare bara tre ledande apotekskedjor i Sverige.

Till övriga delar har Oriola-KD inte riktigt motsvarat mina förväntningar. Ägarna verkar ha delat sig i olika läger på ett sätt som inte gynnar bolaget. Jag ser många symptom på detta. Först byttes ordföranden våren 2013. Sedan föreslogs våren 2014 igen en ny ordförande, som i sista minuten tackade nej. Däremellan hade ägarna torpederat styrelsens förslag till en emission, som skulle ha minskat de skulder som Medstop medförde. På stämman våren 2014 röstades om att slå ihop aktieserierna, vilket inte blev av.

Det är väl inget fel i sig i att ägarna har olika åsikter, men om bolaget överskuldssätter sig för att ägarna inte kommer överens om finansieringen är läget inte bra. I december sålde Oriola-KD sin ryska verksamhet (som köptes 2008) för mindre än en tredjedel av inköpspriset, delvis för att balansräkningen inte utan en större emission längre skulle ha tålt Rysslandsrisken. Aktiemarknaden tyckte affären var bra. Själv saknar jag lite den långsiktiga potentialen och det strategiska värdet i Rysslandsverksamheten. Men i sken av den svaga balansräkningen förstår jag logiken bakom affären mycket väl.

Jag sade senast att Oriola-KD borde kunna göra 50me i rörelseresultat då de svenska apotekens resultat förbättras och Rysslands resultat normaliseras. Bolaget nådde sannolikt målet i fjol. Fram till september var resultatet i den kvarvarande verksamheten 44me så för helåret torde det landa på 55-60me. Då Rysslandsriskerna nu är borta torde nivån framöver hållas ganska stabil.

Aktien har varit en god placering. Sedan förra presentationen har den avkastat 118% samtidigt som Phoebus har avkastat 62% och jämförelseindexet 74%. Billig är den dock inte längre. Med dagens kurs (3,47e) är marknadsvärdet 524me och bolaget har dessutom en nettoskuld på 226me. Oriola räknar av någon orsak själv sin nettoskuld utan hybridlån och sålda fordringar (tillsammans 120me) men skuld är de också, så bruttovärdet är 750me eller 13x rörelseresultatet. Det skuldfria P/E-talet blir då 16x, vilket jag tycker är lite väl högt.

Den höga skuldsättningen, den kraftigt ökade värderingen och ägarnas osämja innebär att det kan vara skäl att lite minska Oriola-KD:s vikt i vår portfölj. Utan att alls ringakta det goda jobb som Eero Hautaniemi och hans trupper har gjort för sina ägare. Tack för det!



Vårt nyaste bolag är amerikanska Tractor Supply. Trots namnet är det inte någon John Deere -

dealer utan, som en av mina kompisar brukar säga, "Amerikas Hankkija". Alltså en jordbruksvarukedja som för tillfället har 1338 butiker i 48 delstater.

Tractor Supply skiljer sig dock från vanliga jordbruksaffärer i att dess fokusgrupp är hobbyodlare, hobbydjurfarmare, övriga konsumenter som uppskattar landsbygdens livsstil och småföretagare på landsbygden. De största produktgrupperna är djur- och keldjursfoder (43%), järnvaruprodukter (23%), säsong- och gåvoprodukter (20%) samt kläder (9%). Egentliga jordbruksvaror står för bara 5% av omsättningen.

Affärsmodellen bygger kraftigt på återkommande köp av konsumtionsvaror, såsom djurfoder, smörjningsmedel och dylikt. Dessa lockar kunden till butiken och när han väl kommit dit försöker man givetvis sälja andra varor också åt honom. Andelen egna varumärken har stigit kraftigt de senaste åren och är redan osedvanligt höga 31%.

Konceptet har fungerat. Under de senaste 10 åren har Tractor Supply ökat antalet butiker med 11% per år. Omsättningen har vuxit med 13% per år och rörelseresultatet med 18%, då man har lyckats höja marginalerna från tidigare 6-7% till cirka 10%. Resultatet per aktie har ökat med hela 21% per år tack vare återköp av egna aktier. Vi bör ännu notera att bolaget har varit nettoskuldfrött de senaste nio åren.

Framöver tänker Tractor Supply öppna 8% nya butiker per år och vill givetvis växa också i existerande butiker. Riktigt lika snabbt som tidigare kommer resultatet knappast att växa eftersom öppningstakten är lägre och eftersom man inte kan lyfta marginaler i all oändlighet. Men å andra sidan blir kassaflödet starkare då tillväxten avtar, så det finns mer rum för dividender och/eller återköp.

Jag har länge tyckt att bolaget är för dyrt. Då aktien i oktober hade sjunkit med -26% från årets början beslöt jag köpa. Genast därefter steg aktien tyvärr med hela 35%. Trots att många inte tänker på det så är det faktiskt tråkigt att en aktie stiger då man vill köpa mer av den!

Nå, vi fick tillräckligt till ett bra pris. Tractor Supply utgör nu 2,6% av Phoebus värde. Med dagens kurs (77,50 dollar) är P/E-talet beräknat på senaste 12 månaders resultat 30,6x, vilket jag återigen tycker är lite väl dyrt.

Kvalitativt är det frågan om ett fint bolag. Konceptet skiljer sig klart från konkurrenterna, rekryteringarna görs i huvudsak internt, verksamheten blir dag för dag lite mer effektiv och kunden är i fokus som sig bör. Men även fantastiska bolag har sitt pris och jag tänker inte öka vårt ägande i Tractor Supply tills jag igen kan göra det till ett pris som jag tycker är vettigt.