

Seligson & Co Phoebus

Kvartalsrapport Q4 / 2015

andelens
värde i euro

Phoebus och jämförelseindex

10.10.2001 - 31.12.2015



AVKASTNING OCH RISK

31.12.2015

	FONDEN		JÄMFÖRELSEINDEX 75% OMX Helsinki Cap GI, 25% MSCI AC World NDR	
	Avkastning	Volatilitet	Avkastning	Volatilitet
3 mån.	4,16 %	13,69 %	11,88 %	13,16 %
1 år	8,55 %	13,42 %	13,14 %	14,24 %
3 år	42,80 %	11,00 %	63,61 %	12,50 %
5 år	50,78 %	12,83 %	50,51 %	15,41 %
10 år	98,20 %	15,81 %	95,77 %	17,54 %
Från startdatum	351,14 %	14,37 %	244,98 %	16,47 %
Från startdatum per annum	11,17 %		9,09 %	

KOSTNADER, NYCKELTAL

1.1.2014 - 31.12.2015

Årliga avgifter	0,75 %
Avkastningsbunden provision	0,00 %
Transaktionskostnader	0,07 %
Totalkostnadsandel (TKA)	0,82 %
Portföljens omsättningshastighet	8,66 %
Tracking error	6,98 %
Förmedlingsarvodena betalda till företag inom samma koncern	0,00 %
Storlek	37 654 268 €
Närkretsens ägarandel (31.12.2015)	10,10 %

“Då vi vet att bolagsledningen och ägarna ibland har olika intressen, vad innebär det faktum att aktieägandet hela tiden institutionaliseras för bolagens ledning?”

VÄRDEPAPPERSPLACERINGAR 31.12.2015

	Antal aktier	Aktiekurs valuta	euro	Marknads- värde EUR	Andel av fonden
Fortum	205000		13,92	2 853 600	7,6%
Lassila & Tikanoja	117000		18,12	2 120 040	5,6%
Nokian Tyres	57000		33,10	1 886 700	5,0%
Oriola-KD B	400000		4,32	1 728 000	4,6%
Tikkurila	99000		16,11	1 594 890	4,2%
Tieto	60000		24,72	1 483 200	3,9%
Konecranes	50000		22,90	1 145 000	3,0%
Exel Composites	159000		6,53	1 038 270	2,8%
Vaisala	42000		23,94	1 005 480	2,7%
Stockmann B	76000		6,25	475 000	1,3%
Inhemska aktier				15 330 180	40,7%
Air Liquide	24099	104,25	104,25	2 512 321	6,7%
Costco	14000	162,71	149,40	2 091 580	5,6%
Handelsbanken A	165000	113,20	12,32	2 033 577	5,4%
Hennes & Mauritz	51000	303,30	33,02	1 684 119	4,5%
Automatic Data Processing	20600	86,38	79,31	1 633 852	4,3%
Fastenal	40000	41,51	38,11	1 524 562	4,0%
Progressive	47000	32,32	29,68	1 394 766	3,7%
Harley-Davidson	31000	45,56	41,83	1 296 814	3,4%
TFF Group	12000	95,25	95,25	1 143 000	3,0%
Tractor Supply	14000	86,30	79,24	1 109 356	2,9%
Sandvik	117000	74,20	8,08	945 192	2,5%
Strayer Education	11500	62,20	57,11	656 781	1,7%
HHLA	40000	14,11	14,11	564 400	1,5%
Systemair	45000	107,00	11,65	524 236	1,4%
Utländska aktier				19 114 556	50,8%
SUMMA aktier				34 444 736	91,5%
Nettokassa				3 209 532	8,5%
FONDENS VÄRDE				37 654 268	100,0%
Antal andelar (A-korrigerat)				834 646,46	
Värde per A-andel				45,1140	

FONDENS UTVECKLING

Ett starkt sista kvartal gjorde till slut det volatila året 2015 till ett bra år på världens aktiemarknader. Vårt jämförelseindex steg med 13,1% lett av den finska börsen (15,9%). Phoebus hängde inte riktigt med men steg med 8,6% vilket ungefär motsvarar världensindexets uppgång (9,0%).

Det sista kvartalet var tyvärr uselt för oss. Fonden steg visserligen med 4,2% men jämförelseindexet steg med hela 11,9%. Phoebus brukar bli lite efter på kraftigt stigande marknader, då våra bolags risker är mindre än genomsnittet, men en så här stor skillnad är inte normal. Den relativa avkastningen var faktiskt den sämsta i Phoebus historia. Har fondförvaltaren flippat eller hur är det möjligt?

Vårt största minus kom från Harley-Davidson, som sjönk med -12% då den starka dollarn försvagade bolagets konkurrenskraft. Dess inverkan på Phoebus var dock bara -0,5% så skillnaden mot index berodde inte på någon enskild dålig placering. Men av våra åtta största innehav, som tillsammans står för hälften av fonden, var det endast Nokian Tyres som gick bättre än index. Handelsbanken och Air Liquide sjönk till och med lite.

En aktiv fond (vars aktieval avviker mycket från index) kan förväntas avkasta klart annorlunda än index nu och då. Ibland tyvärr åt fel håll. Jag är inte särskilt oroad över utvecklingen - våra största innehav är i gott skick och jag ser ingen anledning till att deras resultat inte över tiden skulle stiga minst i takt med övriga bolags. Och det skulle räcka. På sikt kommer aktiekurserna nog att följa resultatutvecklingen.

Sedan start har Phoebus avkastat 351,1% och jämförelseindexet 245,0%. 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 Ekokem då bolagets risker har ökat och den förre chefen lämnade bolaget. Jag köpte lite till aktier i Sandvik, HHLA och Tikkurila. Dessutom erbjöd vi oss att köpa aktier i det svenska värdbolaget Attendo vid dess börsnotering men vi fick en så liten tilldelning och aktien steg så mycket att jag genast sålde vår position med 40% vinst. Nettomässigt sålde jag aktier för 693te under kvartalet.

Fondens ägare placerade netto 305te nya pengar i Phoebus, så vår kassa ökade med en miljon och var i slutet av året 8,5% av fondens värde. Det är lite onödigt mycket men jag har inte bråskat med att återinvestera pengarna vi fick från Ekokem. Tålmod brukar lönar sig.

VEM TJÄNAR PÅ FÖRETAGSKÖP?

Året 2015 går till historien åtminstone som året då det i världen gjordes fler företagsköp än någonsin tidigare, för hela 5,01 biljoner dollar (källa: Dealogic). Även Phoebus bolag gjorde och förberedde ett flertal affärer. Detta är naturligt då ekonomin växer långsamt, vilket gör det svårare att växa organiskt, samtidigt som de rekordlåga räntorna gör det möjligt att finansiera också stora företagsköp.

Jag gillar inte stora företagsköp särskilt mycket. Säljaren känner alltid objektet bättre än köparen så några rabatter bör man inte vänta sig. Dessutom kan det vara svårt att förena olika företagskulturer, speciellt om bolagen tidigare har varit blodiga konkurrenter. Ofta är nog den verkliga orsaken till stora företagsköp främst att ledningen för det köpande bolaget vill känna sig viktigare, snarare än att företagsköpen skulle göra aktieägarna rikare.

Företagsköp ger oss alltså en möjlighet att utvärdera kvaliteten på våra bolags ledning - står ägarna högst på bolagets agenda? Att utvärdera affärer innan 3-5 år har förlöpt är visserligen mycket svårt men redan ledningens sätt att söka strategiskt vettig tillväxt och dess attityd till risktagning kan berätta ganska mycket om de verkliga motiven för affärer.

Våra bolags (relativt sett) största tillväxtingsatsningar under 2015 var Air Liquides bud på amerikanska Airgas, Konecranes fusion med amerikanska Terex, Ekokems köp av danska Nord, TFF:s beslut att bygga en fabrik för bourbontunnor i Ohio samt ryktet om Fortums intresse att köpa den tyska avfallsbrännaren EEW. Hur skall man då se på dessa?

Jag brukar försöka fundera på vad jag själv hade gjort om jag vore bolagets huvudägare och styrelsens ordförande? Det ger förstås inte något absolut korrekt svar, men jag tycker det är en nyttig tankelek som hjälper att tänka på affärerna på rätt sätt.

För Ekokems del är svaret klart. Jag skulle inte ha köpt Nord (åtminstone inte nu). Ekokem hade ju redan tagit på sig en massa skulder vid köpet av svenska Sakab, som inte ännu är integrerat. Att göra en ny jätteaffär genast efter är ansvarslost risktagande, tycker jag. Därför sålde jag våra aktier i Ekokem.

Också för TFF:s del är svaret klart: Bourbontunnor är ett mycket logiskt sätt att växa (som jag faktiskt hade förväntat mig). Investeringen i den nya fabriken (32me) är stor, men den ger synergier. En bourbontunna fortsätter efter första användningen sitt liv som en whiskytunna, och på den marknaden är TFF redan ledande. Samtidigt är tidpunkten bra - det råder just nu en brist på bourbontunnor då efterfrågan på bourbon har ökat samtidigt som sågningen av amerikansk ek (byggaktiviteten) har minskat. Familjebolaget TFF växer alltså vettigt.

Air Liquides och Konecranes affärer är svårare att bedöma. Båda verkar strategiskt vettiga, men dyra och lite onödigt riskfyllda. Tiden får utvisa hur de lyckas men själv hade jag nog som huvudägare inte gjort dem (till dessa villkor). Det kan visserligen bero bara på att jag är lite försiktig av mig.

Fortums beryktade köpplaner förstår jag inte alls. Fortum har visst en hel del avfallsförbränning i Sverige och Litauen och planerar ännu mer, men varför skulle ett nordiskt elbolag expandera till Tyskland? Att driva förbränningsanläggningar i olika länder ger inga stora synergier. Om jag ägde nordiska vatten-, kärn- och värmekraftverk skulle en sådan expansion inte ens komma på tanke. Det känns som om det är frågan om tillväxt för tillväxtens skull, där aktieägarnas nytta inte har kommit i första hand. Jag hoppas att Pekka Lundmark kan förstärka Fortums ägartänkande då han blir varm i kläderna som VD.

Exemplen berättar en del om bolagen men de väcker samtidigt en mycket viktigare, mer generell fråga: Då vi vet att bolagsledningen och ägarna ibland har olika intressen, vad innebär det faktum att aktieägandet hela tiden institutionaliseras för bolagens ledning? Det är ju allt oftare så att börsbolagens styrelsemedlemmar väljs av bara indirekta representanter för de egentliga förmånstagarna (pensionsbolag, placeringsfonder etc.) och allt mer sällan så att styrelsemedlemmarna själva äger betydande mängder aktier?

Jag tror att detta innebär att det för placerarna blir ännu viktigare än förr att utvärdera börsbolagens operativa ledning och styrelser. Det är subjektivt och mycket svårt, men fel ledning i ett bra bolag kan vara precis lika destruktivt för en långsiktig ägare som att äga ett bolag med strukturellt dålig konkurrenskraft. Låt oss försöka undvika dem båda.

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



Då jag senast presenterade vår varuhuskedja Stockmann för drygt tre år sedan i rapporten 3/2012 konstaterade jag att placeringen hade varit usel. Jag hoppades dock att vinstproblemen var bara tillfälliga och såg potential i aktien.

Tyvärr hade jag helt fel. På tre år har Stockmann inklusive dividender avkastat -51% samtidigt som Phoebus har avkastat 43% och vårt jämförelseindex 71%. Den usla avkastningen är inte förvånande då man ser på verksamhetens utveckling. År 2012 gjorde Stockmann 87me i rörelseresultat, år 2014 var dess rörelseförlust 82me.

En god nyhet är att hela Stockmanns ledning har bytts ut och den nya ledningen har tagit i ordentligt. Stockmann har redan städad upp en betydande del av de värsta förluskällorna genom att sälja Seppäläs finska enhet, varuhuset i Ryssland och Akademiska bokhandeln, genom att skaffa partners för bland annat elektronikförsäljningen i varuhuset samt genom att stänga de fristående kosmetikaffärerna, Seppäläs utlandsverksamhet och Lindex butiker i Ryssland. Mycket återstår dock ännu att städa upp.

Särskilt billigt är Stockmann inte trots kursrasen. Bolagets marknadsvärde är 450me och dessutom har det en nettoskuld på cirka 900me. Bruttovärdet är alltså 1350me. Stockmann värderar sina fastigheter till 900me och Lindex värde torde vara 500-600me (Stockmann betalade 800me men resultatutvecklingen har varit en besvikelse sedan dess). Varuhusverksamheten avgör alltså om Stockmann är billigt eller dyrt. Pessimisten ser ett negativt värde i verksamheten, optimisten hoppas att förlusttrenden kan brytas.

Jag har redan ett antal gånger berättat att Stockmanns kvalitet inte längre är tillräcklig för Phoebus. Men som jag sade i senaste rapport så lönar det sig inte att sälja aktier till vilket pris som helst. Stockmann är vår minsta placering, vars vikt i portföljen är bara 1,3%, så försäljningspriset har visserligen ingen stor inverkan på fonden. Men jag vill ändå se även de

följande scenerna i omstruktureringsprocessen innan jag säljer våra aktier.



Då jag senast presenterade vårt HR-outsourcingbolag Automatic Data Processing i rapporten 2/2012 hade Carlos Rodriguez just blivit utnämnd till den sjätte VD:n i bolagets historia (ADP grundades år 1949). Jag var då lite orolig för det sätt på vilket ADP hade kommunicerat om chefsbytet. Men min oro var onödig.

ADP har varit en bra placering. Inklusiv utdelningar har aktien avkastat 118% i euro samtidigt som Phoebus har avkastat 50% och jämförelseindexet 84%. Dollarn har visserligen på tre år förstärkts med 16% mot euron men även i dollar har placeringen varit bra.

ADP är ett exceptionellt stabilt bolag. Lite över 91% av kunderna hålls kvar årligen och rörelsemarginalen har de senaste 26 åren legat i spannet 17,4% - 23,9%. VD:ar behöver sällan rekryteras och då det sker har utan undantag tvåan i bolaget tagit över. Rodriguez kom till ADP redan 1999 men är bara 51 år, så han har nog också en lång tid som VD framför sig.

Min största oro idag är aktiens värdering. En liten del av de senaste årens goda avkastning förklaras av dollarn och en större del av att ADP delade ut sitt dotterbolag CDK Global (programvaror och tjänster för bilförsäljare) åt sina aktieägare. Dessutom förklaras en del av resultatutväxten. På tre år har omsättningen ökat med 23% och resultatet per aktie med 24%. Men en mycket stor del av kursuppgången har kommit från att värderingsmultiplarna har stigit. Idag värderas ADP till 30x fjolårets resultat, senast var P/E-talet 20x.

Det finns visserligen potential till bättre resultat. Som en del av prissättningen av sina tjänster (omsättningen) får ADP räntan på de pengar som bolaget håller för sina kunders räkning för betalning av löner och löneskatter; ADP har en "float" på i medeltal 22 miljarder dollar (negativt rörelsekapital). I dagens lågräntevärld representerar dessa räntor bara en knapp femtedel av rörelseresultatet, men varje procentenhet mer i ränta skulle ge 11% mer i rörelseresultat. Detta kommer dock inte att synas genast då räntorna börjar stiga.

Därför är det nog skäl att antaga att ADP inte i den närmaste framtiden kommer att vara en lika lönsam placering som i närhistorien. Men de av er som har ägt Phoebus redan länge vet att jag inte försöker tjäna marknaden och inte heller enskilda bolags resultatsvängningar. ADP är helt klart av tillräckligt bra kvalitet för att vara en bra långsiktig placering och dess värdering är inte helt sanslös, så jag har inga planer på att sälja våra aktier. Men till dessa priser har jag nog inga planer på att just nu köpa fler aktier heller.