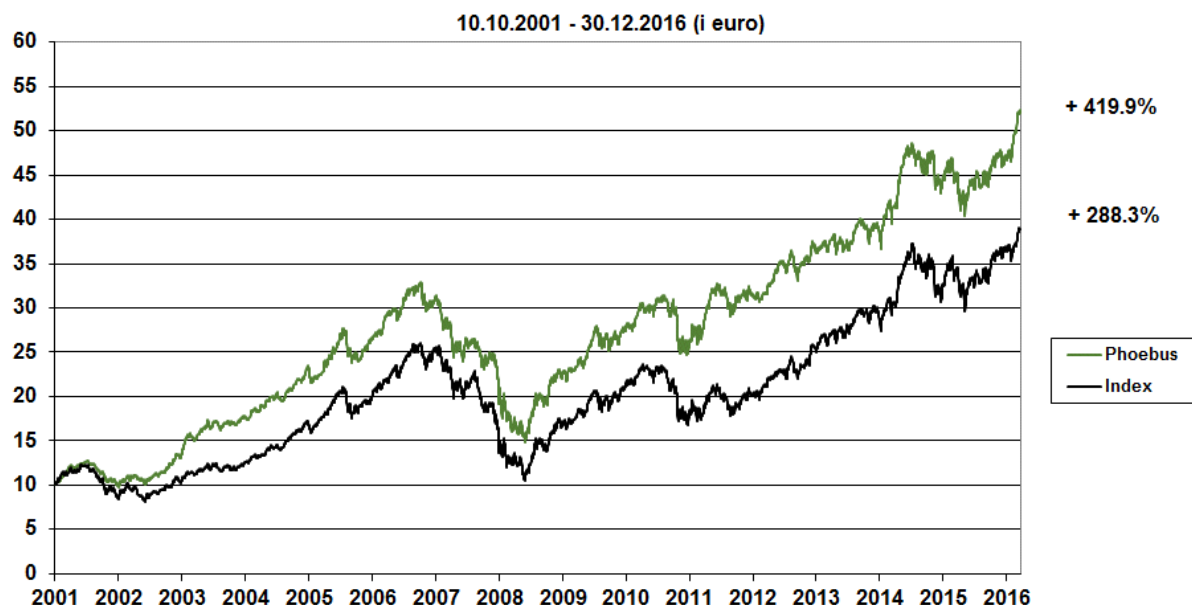


Seligson & Co Phoebus

Kvartalsrapport Q4 / 2016

 andelens
värde

Phoebus och jämförelseindex



AVKASTNING OCH RISK

31.12.2016

FONDEN

JÄMFÖRELSEINDEX

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

	Avkastning	Volatilitet	Avkastning	Volatilitet
3 mån.	11,50 %	9,84 %	5,86 %	8,46 %
1 år	15,24 %	13,70 %	12,56 %	13,10 %
3 år	37,87 %	12,55 %	43,60 %	12,96 %
5 år	86,93 %	11,57 %	111,52 %	13,39 %
10 år	78,25 %	15,91 %	76,90 %	17,56 %
Från startdatum	419,90 %	14,32 %	288,32 %	16,27 %
Från startdatum per annum	11,43 %		9,31 %	

KOSTNADER, NYCKELTAL

 1.1.2016 -
31.12.2016

Årliga avgifter	0,75 %
Avkastningsbunden provision	0,00 %
Transaktionskostnader	0,01 %
Totalkostnadsandel (TKA)	0,76 %
Portföljens omsättningshastighet	-1,48 %
Tracking error	6,21 %
Förmedlingsarvoden betalda till företag inom samma koncern	0,00 %
Storlek	45 800 280 €
Närkretsens ägarandel (31.12.2016)	9,45 %

”Det gångna året var bättre än vanligt för Phoebus, både i absoluta tal och jämfört med index.”

VÄRDEPAPPERSPLACERINGAR 31.12.2016

	Antal aktier	Aktiekurs valuta	euro	Marknads- värde EUR	Andel av fonden
Fortum	225000		14,67	3 300 750	7,2%
Lassila & Tikanoja	141000		19,40	2 735 400	6,0%
Tikkurila	120000		18,93	2 271 600	5,0%
Oriola-KD A & B	476000		4,29	2 040 000	4,5%
Nokian Tyres	57000		35,36	2 015 520	4,4%
Konecranes	54000		33,49	1 808 460	3,9%
Tieto	64000		25,97	1 662 080	3,6%
Vaisala	43838		34,31	1 504 082	3,3%
Exel Composites	219000		4,98	1 090 620	2,4%
Stockmann B	76000		7,07	536 940	1,2%
Inhemskta aktier				18 965 452	41,4%
Air Liquide	32000	104,55	104,55	3 345 600	7,3%
Handelsbanken A	220000	126,60	13,25	2 914 883	6,4%
Sandvik	191000	112,90	11,82	2 256 795	4,9%
Automatic Data Processing	20600	103,46	98,07	2 020 167	4,4%
Costco	12900	161,13	152,73	1 970 215	4,3%
Fastenal	42400	47,21	44,75	1 897 350	4,1%
Harley-Davidson	31000	58,16	55,13	1 708 967	3,7%
Progressive	47000	35,51	33,66	1 581 962	3,5%
Strayer Education	18000	82,22	77,93	1 402 806	3,1%
Hennes & Mauritz	52800	253,10	26,49	1 398 591	3,1%
TFF Group	13000	99,11	99,11	1 288 430	2,8%
John Deere	13000	103,18	97,80	1 271 412	2,8%
Tractor Supply	16000	76,02	72,06	1 152 910	2,5%
HHLA	40000	17,45	17,45	697 800	1,5%
Utländska aktier				24 907 888	54,4%
SUMMA aktier				43 873 340	95,8%
Nettokassa				1 926 940	4,2%
FONDENS VÄRDE				45 800 280	100,0%
Antal andelar (A-korrigerat)				880 948,81	
Värde per A-andel				51,9897	

FONDENS UTVECKLING

Det gångna året var bättre än vanligt för Phoebus, både i absoluta tal och jämfört med index. Phoebus steg med 15,2 % och indexet med 12,6 %. Det sista kvartalet var speciellt starkt, då indexet steg med 5,9 % och Phoebus med hela 11,5 %.

Sedan starten har Phoebus avkastat 419,9 % och jämförelseindexet 288,3 %.

Jag försöker givetvis uppnå en avkastning som på lång sikt är bättre än marknadsens, 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 det fjärde kvartalet till aktier i våra gamla bolag för 1,1 miljoner euro. I köpens storleksordning var bolagen: Oriola-KD, Air Liquide, Tikkurila, Exel Composites, Tractor Supply, TFF Group, L&T och Fastenal.

Ägarna placerade netto 1,9 miljoner nytt kapital i Phoebus så vår kassa ökade lite trots aktieköpen, och uppgick i slutet av året till 4,2 % av fondens värde.

MILJONÄR PÅ MILLISEKUNDER?

Då jag läste våra bolags rapporter för tredje kvartalet fäste jag mig vid en liten detalj i Nokian Tyres rapport. Bolaget berättade att av dess aktier på nio månader 107 miljoner stycken hade bytt ägare på Helsingforsbörsen och 102 miljoner på övriga marknadsplatser.

Nokian Tyres har totalt 136 miljoner aktier, så på ett år byts hela aktiestocken två gånger! Då kan man inte längre tala om ägande, utan det är ren spekulat

fenomenet berör inte endast Nokian Tyres. Konecranes aktier byter ägare 2,5 gånger per år och Fortums aktier (förutom de som ägs av staten) nästan 4 gånger. Helsingforsbörsens andel av handeln i dessa aktier är numera endast 40 %.

I våra små finska bolag är läget ett annat. Av Tikkurilas aktiestock omsätts årligen mindre än 40 %, av L&T:s aktiestock en fjärdedel och av Oriola-KD:s aktiestock en sjättedel. Nästan tre fjärdedelar av handeln i dessa aktier sker på Helsingforsbörsen.

Hur kan skillnaden vara så stor? Jag tror att det finns två orsaker. De största bolagen är med i olika index, som har fungerande derivatmarknader och ofta ETF-fonder. I de största bolagens aktier är en stor del av handeln arbitrageaffärer – om ett derivat eller en ETF är dyr i förhållande till sina underliggande aktier köper man den och säljer aktierna, eller tvärtom.

En annan förklaring är att det har blivit mycket vanligare med roboter som skär emellan. Så kallade High Frequency Trading –bolag försöker med avancerade algoritmer identifiera eftrefrågan och utbud och med hjälp av världens snabbaste dataförbindelser positionera sig lite före andra köpare eller

säljare för att dra nytta på deras bekostnad. I denna verksamhet är millisekunderna helt avgörande.

Robotfirmorna är lönsamma och volymerna är helt otroliga. Till exempel Virtu Financial, som börslästades 2015, berättar i sitt prospekt att de under 2009-2014 gjorde förlust bara en av 1485 handelsdagar. Under 2014 gjorde bolaget 5,3 miljoner affärer per dag, alltså lite över 1,3 miljarder affärer under hela året!

Och vad har det här med Phoebus att göra?

HFT-bolagens vinster uppstår inte från intet, utan de är bort från alla andra som gör aktieaffärer. Oss inverkar de just inte på, eftersom jag inte handlar aktivt med våra aktier. Phoebus är nog en "aktiv" aktiefond, men aktiviteten består inte i att köpa och sälja, utan den ligger i att vår portfölj avviker klart från jämförelseindexet (så kallad "aktiv risk").

Det är ett medvetet val att jag inte aktivt gör affärer. Kortsiktig handel är ett nollsummespel före kostnader - varje affär har en motpart, så då någon vinner måste någon annan förlora. Men båda betalar kostnader, så efter kostnader är aktiehandel aggregerat förlustbringande för placerarna. Vinnare är förmedlarna och börserna, som får avgifterna. Och nuförtiden alltså även HFT-robotbolagen, som skär lite emellan.

Att ÄGA aktier är däremot inget nollsummespel. Den långsiktige placeraren bli gradvis rikare i takt med att hans bolag växer och betalar allt större dividender. Phoebus andelsvärde har mer än femfaldigats på 15 år, och aktiehandeln har inte haft någon (positiv) inverkan på det. Vi överlåter gärna åt någon annan att försöka bli rik på millisekunderna.

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



Av våra bolag har Nokian Tyres för tillfället ett litet ledningsvakuum. Då jag senast presenterade bolaget för drygt tre år sedan i rapporten 3/2013 var

dess VD ännu Kim Gran, som framgångsrikt lotsade bolaget i 14 år. Ett år senare utnämndes Ari Lehtoranta, som kom utifrån, till VD och efter mindre än två år på posten sade han upp sig förra hösten. Nu leds företaget tillfälligt av chefen för Rysslandsverksamheten.

Då jag läste Lehtorantas CV för två år sedan var jag lite rädd att han är en jobbhoppare, men hoppades att jag hade fel. Tyvärr hade jag rätt. Nå, felrekryteringar sker i de flesta bolag och vi får bara hoppas att Nokian Tyres styrelse har bättre tur i valet av följande chef.

Det ryms också andra misslyckanden i de senaste tre åren. Bolaget har sedan 2013 stridit med den finska beskattaren utan att någon lösning är i sikte. Sedan kraschade den ryska marknaden, närmast för att oljepriset sjönk. Och just då den började återhämta sig blev Nokian Tyres i fjol fast för att i årtal ha manipulerat däcktester i olika facktidningar (bakom nyheten låg dock tydligen ett misslyckat utpressningsförsök av en liten konkurrent).

Mot denna mörka bakgrund känns det nästan otroligt att aktien faktiskt har avkastat 15 % inklusive utdelningar sedan jag senast presenterade bolaget. Det är visserligen inte ens nära Phoebus 41 % under samma period eller jämförelseindexets 52 %, men det är en förvånansvärt bra avkastning givet omständigheterna. Nokian Tyres omsättning har under samma tid sjunkit med -11 % och rörelseresultatet med -23 %.

Positivt är att riskerna har minskat och potentialen har ökat. Ännu 2013 stod Ryssland och CIS-länderna för 35 % av Nokian Tyres försäljning. Sedan dess har försäljningen i dessa länder sjunkit med -65 % och deras andel av verksamheten är idag under 14 %. Bolaget är alltså inte på långt när lika beroende av östländerna som för några år sedan.

Samtidigt som efterfrågan har sjunkit i öster har Nokian Tyres konkurrenskraft förstärkts, då huvuddelen av dess däck produceras i fabriken i Ryssland, vars kostnader till största delen är i billigare rubel. För tre år sedan exporterades hälften av produktionen, idag tre fjärdedelar. Ytterligare kapacitet finns att tillgå om/när efterfrågan i Ryssland igen börjar växa.

Nokian Tyres ser idag inte särskilt billigt ut, vilket är ganska klart då resultatet har sjunkit men aktiekursen inte har gjort det. Beräknat på resultatet för de senaste 12 månaderna är P/E-talet 21,6x. Det är ganska mycket även för ett kvalitetsbolag. Men det är skäl att minnas att det ligger en stor dold potential i den ryska marknaden då ekonomin återhämtar sig.

Nokian Tyres väger nu 4,4 % i vår portfölj, vilket jag tycker är en lämplig kompromiss mellan risken i den höga värderingen och potentialen för tilläggsförsäljning i Ryssland. Det största frågetecknet är hurudan VD styrelsen hittar denna gång.



Också Fastenal, vår amerikanska distributör av fästnanordningar och andra industritillbehör, har haft dålig tur med rekrytering. Jag presenterade senast bolaget i rapporten 2/2013 och berättade då att Leland Hein hade valts till andreman i bolaget. Han blev VD i början av 2015 och degraderades efter bara sex månader, och före finanschefen Dan Florness blev ny VD.

Det positiva i episoden var att Fastenal snabbt insåg sitt fel och reagerade snabbt, samt att även den nye VD:n rekryterades internt. Men det är helt klart att bolaget tappade tempo i sin affärsverksamhet i ett par års tid.

Det syns också i siffrorna. Sedan 2012 har Fastenals omsättning stigit med 26 %, rörelseresultatet har stigit med 18 % och vinsten per aktie har stigit med 21 %, som kanske inte låter så uselt. Men bolaget har vant sig vid bättre – under den föregående fyraårsperioden var motsvarande siffror 34 %, 50 % och 51 % och ledningen är inte nöjd med vad bolaget har åstadkommit under de senaste åren.

Huvudorsaken till den svagare utvecklingen ligger ändå inte i Fastenal själv, utan i den svaga verksamhetsomgivningen. Svag efterfrågan inom olje-, gruv- och jordbruksbranscherna har minskat investeringar och reparationer, så det går åt färre skruvar, bultar och muttrar. Fastenal tycker dock att dess marknadsandel är så låg att svag efterfrågan inte är någon bra orsak att inte växa (och har antagligen rätt i det).

Affärsverksamhetens dåliga utveckling har givetvis återspeglats i aktiekursen och Fastenal har i dollar endast avkastat 9 % inklusive utdelningar på 3,5 år. Då dollarn har förstärkts har avkastningen i euro varit hyggliga 35 %, som dock inte mäter sig mot varken Phoebus (53 %) eller jämförelseindexet (73 %) under samma period.

Värderingen är ändå inte billig. Beräknat på de senaste 12 månadernas resultat är Fastenals P/E-tal 27,4x som är högt även för ett kvalitetsbolag. Medeltalet för de senaste 15 åren är visserligen 32x, men det är naturligt att en lägre tillväxt innebär en lägre värdering än tidigare (förutom ifall den lägre tillväxten bara är temporär).

Ledningen är åtminstone optimistisk. Trots den sämre verksamhetsomgivningen satsar bolaget aktivt på tillväxt genom att anställa mer försäljningspersonal, installera fler tillbehörsautomater hos sina kunder, öppna fler verksamhetsställen i kundernas fabriker och genom att expandera sina distributionscenter. I fjol gjorde Fastenal till och med ett litet företagsköp, vilket hittills har varit sällsynt.

Trots den höga värderingen känner jag mig bekväm med vår placering. Vi har nu ägt Fastenal i tio år och under den tiden har bolaget konsekvent logiskt utvecklat sin verksamhet steg för steg. Dan Florness har jobbat för Fastenal i 20 år och kommer ganska säkert att fortsätta utveckla bolaget lika logiskt. Aktien väger 4,1 % i vår portfölj och det är jag nöjd med.