

Seligson & Co Phoebus

Kvartalsrapport Q4 / 2018

PHOEBUS OCH JÄMFÖRELSEINDEX

10.10.2001 - 31.12.2018

 andelens
värde


AVKASTNING OCH RISK

FONDEN

JÄMFÖRELSEINDEX

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

30.12.2018

	Avkastning	Volatilitet	Avkastning	Volatilitet
3 mån.	-12,99 %	14,15 %	-13,36 %	13,92 %
1 år	-5,63 %	10,94 %	-4,79 %	10,78 %
3 år	18,49 %	11,07 %	18,44 %	10,61 %
5 år	41,76 %	11,42 %	51,10 %	11,58 %
10 år	225,08 %	13,55 %	222,51 %	15,01 %
Från startdatum	434,56 %	13,85 %	308,61 %	15,61 %
Från startdatum per annum	10,21 %		8,51 %	

KOSTNADER, NYCKELTAL

1.1.2018 - 31.12.2018

Årliga avgifter	0,75 %
Avkastningsbunden provision	0,01 %
Transaktionskostnader	0,01 %
Totalkostnadsandel (TKA)	0,77 %
Portföljens omsättningshastighet	-9,20 %
Tracking error	5,85 %
Förmedlingsarvodet betalda till företag inom samma koncern	0,00 %
Storlek	48 754 700 €
Närkretsens ägarandel (31.12.2018)	9,05 %

"Vinden vänder ibland snabbt, både ute på öppna havet och på aktiemarknaden."

VÄRDEPAPPERSPLACERINGAR 31.12.2018

	Antal aktier	Aktiekurs valuta	euro	Marknads- värde EUR	Andel av fonden
Fortum	180000		19,10	3 438 000	7,1%
Lassila & Tikanoja	155000		14,96	2 318 800	4,8%
Tikkurila	155000		12,02	1 863 100	3,8%
Nokian Tyres	65000		26,82	1 743 300	3,6%
Tieto	69498		23,58	1 638 763	3,4%
Konecranes	56000		26,39	1 477 840	3,0%
Vaisala	87676		16,50	1 446 654	3,0%
Exel Composites	290000		4,00	1 160 000	2,4%
Oriola A & B	520000		1,98	1 029 090	2,1%
Inhemska aktier				16 115 547	33,1%
Air Liquide	38409	107,50	107,50	4 128 968	8,5%
Progressive	47000	59,65	52,11	2 449 371	5,0%
Handelsbanken A	256000	97,86	9,55	2 444 256	5,0%
Sandvik	191000	126,35	12,33	2 354 562	4,8%
Automatic Data Processing	20600	129,23	112,90	2 325 824	4,8%
Costco	12900	202,04	176,52	2 277 054	4,7%
Fastenal	47000	52,06	45,48	2 137 707	4,4%
Strategic Education	18000	113,43	99,10	1 783 802	3,7%
TFF Group	52000	34,30	34,30	1 783 600	3,7%
John Deere	13000	145,28	126,93	1 650 044	3,4%
Novozymes	40580	290,60	38,92	1 579 204	3,2%
O'Reilly Automotive	5000	342,10	298,88	1 494 409	3,1%
Tractor Supply	19000	83,21	72,70	1 381 260	2,8%
Harley-Davidson	34000	33,96	29,67	1 008 772	2,1%
HHLA	50000	17,41	17,41	870 500	1,8%
Hennes & Mauritz	57800	126,34	12,33	712 476	1,5%
Utländska aktier				30 381 808	62,3%
SUMMA aktier				46 497 355	95,4%
Nettokassa				2 257 344	4,6%
FONDENS VÄRDE				48 754 699	100,0%
Antal andelar (A-korrigerat)				912 046,31	
Värde per A-andel				53,4614	

FONDENS UTVECKLING

Vinden vänder ibland snabbt, både ute på öppna havet och på aktiemarknaden. Efter en lång lugn period var årets sista kvartal det tredje sämsta i Phoebus historia. Vårt jämförelseindex sjönk med -13,4 % och fondens värde sjönk med -13,0 %.

Under 2018 sjönk indexet med -4,8 % och Phoebus med -5,6 %. Sedan start har Phoebus avkastat 434,6 % och jämförelseindexet 308,6 %.

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

Under det sista kvartalet köpte jag fler aktier i åtta av våra bolag för 0,8 miljoner euro. I köpens storleksordning var bolagen Novozymes, Exel Composites, Nokian Tyres, Harley-Davidson, L&T, Tikkurila, Konecranes och Tieto.

Ägarna löste netto in 0,5 miljoner euro från Phoebus så vår kassa minskade med 1,3 miljoner och var i slutet av året 4,6 % av fondens värde. Det är en ganska normal nivå.

STORBOLAGENS ÅR

Året 2018 var storbolagens år på aktiebörserna. Enligt MSCI:s index sjönk den utvecklade världens storbolag i euro inklusive nettoutdelningar med knappt -5 %. Små och medelstora bolag sjönk med drygt -10 % och mikrobolagen sjönk med mer än -15 %.

Utvecklingen syntes också i Phoebus. Av våra nio finska bolag sjönk hela sex med mer än en fjärdedel under året. Vår enda inhemska kursvinnare var det största bolaget Fortum. Våra utländska placeringar, som i huvudsak är större bolag, klarade sig bättre. Sju steg, nio sjönk.

ATT LEVA MED SVÄNGNINGAR

Kursfall på över en fjärdedel kan speciellt för oerfarna placerare låta väldigt dramatiska. Osäkerheten kanske ökar då man läser i media hur placerarna har blivit fattigare då börsen har sjunkit. Vi som har varit med lite längre vet dock att svängningar hör till aktiemarknadens natur. En aktieplacerare måste lära sig att leva med dem, men de är inget att vara rädd för.

Om svängningarna skapar en osäker känsla tycker jag det kan vara bra att ta ett steg tillbaka till basfakta och i lugn och ro fundera på: (i) vad aktieplacering egentligen innebär; (ii) om man själv är en nettosparare eller konsumerar sin förmögenhet; samt (iii) om svängningarna eventuellt har gett anledning till att balansera portföljen?

Det viktigaste är att man inser att en aktie är en del av ett rörelsedrivande bolag, inte en lottokupong. En långsiktig aktieplacerare blir gradvis mer förmögen i den takt de bolag som han äger växer och betalar dividender. Svängningarna – ibland upp, ibland ner – kan på kort sikt göra det lite svårare att skönja denna trend, men om man tittar på börsernas och

bolagens utveckling på 10-20 års sikt märker man att företagets tillväxt trendmässigt skapar värde. Svängningarna kan däremot ingen förutspå.

Därför är ett bra sätt att undvika att bekymra sig om svängningar att följa med verksamhetens utveckling i sina bolag, istället för deras aktiekurser. Till exempel Nokian Tyres eller Konecranes är fortfarande lönsamma marknadsledare i sina branscher, trots att deras aktiekurser under 2018 sjönk med cirka -30 %. Konjunkturer kommer och går, men ett bolags värde bestäms inte av de närmaste årens konjunktur, utan av hur bolaget i medeltal klarar sig under de kommande årtiondena.

Warren Buffett, som är huvudägare i försäkringsbolaget Berkshire Hathaway, har konstaterat att: "Priset är vad du betalar, värdet är vad du får". På aktiemarknaden går pris och värde inte alltid hand i hand på kort sikt. Ett bolags värde sjunker sällan med -30 % på ett år, aktiekursen gör det nog emellanåt.

Buffett frågade i sitt brev till aktieägarna 1997 om sjunkande kurser är en bra eller dålig sak för placerarna? Eller egentligen frågade han om lägre köttpriser är bra eller dåliga, ifall du tänker äta hamburgare men inte är boskapsuppfödare? För placeraren beror svaret alltså på om man i framtiden kommer att vara en nettosparare eller om man konsumerar sin förmögenhet. Detta kan vara nyttigt för oss alla att tänka på för vår egen del ibland.

Många sparar lite av sina inkomster för kommande pensioner, för sina barnbarn eller för andra ändamål som ligger långt i framtiden. De kommer även framöver att vara nettosparare och för dem är sjunkande aktiekurser faktiskt en positiv sak, fastän alla inte tänker så. För dem som konsumerar sin förmögenhet är sjunkande kurser däremot dåliga. Då lönar det sig att hålla en tillräckligt stor riskfritt placerad reservfond, så att man inte blir tvungen att sälja aktier billigt just då kurserna har sjunkit.

En långsiktig aktiesparare kan sova gott trots marknadens svängningar. Eventuellt kan det vara bra att fundera på om man borde rikta en lite större del av de nya placeringarna till aktier, ifall kursnedgången har minskat aktiernas andel i portföljen. Annars finns det knappast något behov att göra någonting alls.

Svängningarna påverkar inte heller Phoebus förvaltning. Phoebus är alltid en aktiefond, oberoende av marknadsläget. Det är mitt medvetna val – jag vet med säkerhet att jag inte kan förutspå marknadens svängningar. Det bästa resultatet när vi om jag koncentrerar mig på att hitta fina bolag åt oss, som vi sedan bara behåller.

Märkväl att rubriken för detta avsnitt INTE var t.ex. "Livet i skuggan av svängningarna". Då man förbereder sig på att marknaden svänger och inser att det inte har någon betydelse på längre sikt finns det ingen orsak att låta det bli en skugga över placeringsverksamheten.

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

tieto

För dryga tre år sedan i rapporten 3/2015, då jag senast presenterade vårt it-bolag Tieto, berättade jag att bolagets konkurrenskraft inte hade motsvarat mina förväntningar och att det hade varit ett misstag att köpa bolaget. Det dröjde inte många dagar efter att vi publicerat rapporten tills jag fick en inbjudan av Tietos IR-chef Tanja Lounevirta att komma och träffa VD Kimmo Alkio. Tanja tyckte ju att jag inte hade fattat bolaget på rätt sätt.

Och det hade jag kanske inte gjort, såsom jag berättade redan ett halvår senare då jag hade köpt lite fler aktier i Tieto. Alkios fokus var på rätt saker – att förbättra kundernas och personalens nöjdhet med bolaget och den vägen eftersträva mer stabilt växande resultat och dividender. Det är inte helt lätt i ett bolag vars traditionella verksamhet krymper samtidigt som nya verksamhetsområden växer ganska kraftigt.

Åtgärder syns inte genast i stora bolag, men nu efter tre år är det lämpligt att göra ett mellanbokslut. Jag tycker Alkio har lyckats bra (jag berömde honom redan senast också). Kunderna och personalen är allt nöjdare enligt bolagets mätningar. Det justerade rörelseresultatet har vuxit med 8 % liksom det justerade resultatet per aktie och liksom även dividenden. Det rapporterade resultatet per aktie har ökat med hela 43 % då engångskostnaderna har minskat.

Efter sju lugna år har Tieto under de senaste fyra åren investerat 150 miljoner euro i sex företagsköp som stöder bolagets tillväxtområden. Jag är ingen förespråkare av företagsköp – säljaren känner alltid sitt bolag bättre än köparen och kan nog be ett pris som minst motsvarar värdet på det köpta bolaget. Men i ett bolag som Tieto kan det ibland vara snabbare att köpa kunnande genom relativt små företagsaffärer än att utveckla kunnandet själv.

Sedan min senaste presentation har Tieto inklusive dividender avkastat 24 % samtidigt som Phoebus har avkastat 23 % och vårt jämförelseindex 33 %. Mitt beslut att hålla aktierna bidrog alltså positivt till vår avkastning under perioden (tacka Tanja för det!).

Med dagens kurs är Tietos P/E-tal beräknat på det justerade resultatet för 2017 nu 14,0x då det senast var 13,8x. Den relativt goda avkastningen har alltså nästan helt kommit från dividender och stigande resultat och inte från en högre värdering. Jag tycker värderingen är ganska låg, bolaget är ju marknadsledare i Finland och stadigt på prispallen i Sverige. Den krympande traditionella verksamheten står nu för 40 % av omsättningen, så den blir gradvis en allt mindre handbroms för hela bolagets tillväxt.

Utgångsläget är alltså ganska bra. Tieto väger nu 3,4 % i vår portfölj så risken är begränsad men placeringen är tillräckligt stor för att ha betydelse. Jag tycker fortfarande att bolagets konkurrenskraft är sämre än vad jag trodde för 10-15 år sedan, men den är tillräcklig. Alkios mål är klart högre än Tietos resultat idag och han har hittills visat att han kan leda bolaget mot de mål han har ställt. Gör han det även framöver bör den relativt låga värderingen kunna ge en god potential för aktien.



För drygt tre år sedan då jag senast presenterade vårt containerstuveri

Hamburger Hafen und Logistik i rapporten 3/2015 hoppades jag att jag efter sex usla år följande gång antligen skulle kunna säga att aktien har varit en bra placering. Nå ... det blev inte riktigt så, men kanske lite ditåt. HHLA har sedan dess avkastat drygt 33 % inklusive dividender samtidigt som vårt jämförelseindex har avkastat knappt 33 % och Phoebus 23 %. Placeringen inverkade alltså positivt på vår avkastning under den här perioden.

Riktigt som jag väntade mig har HHLA dock inte utvecklats. Omsättningen har ökat bara 4 % och rörelseresultatet bara 1 %. Tack vare lägre räntekostnader, lägre minoritetsandelar och lägre skatter har visserligen vinsten per aktie stigit med 36 % och dividenden har stigit med 29 %, men den egentliga affärsverksamheten har stampat på stället.

Huvudorsaken till det är Ryssland. Hamburg ligger längst österut av Europas stora containerhamnar och har därför en betydande feedertrafik till Ryssland och tågtrafik till övriga Östeuropa. Nedgången i den ryska ekonomin 2015 märks i att Hamburgs volymer på tre år har sjunkit med -9 % trots att Nordsjöns hamnar totalt har vuxit med +5 %. HHLA har vunnit lite andel i Hamburg, men har trots det förlorat -4 % av sin volym.

Utan tillväxt är det svårt att förbättra resultatet. Ännu 2007-08 gjorde HHLA cirka 25 % i rörelseresultat men som en följd av sjunkande volymer, först pga. finanskrisen och sedan pga. Ryssland har rörelsemarginalen sjunkit till cirka 13 % de senaste sex åren. Mot denna bakgrund är det lätt att förstå varför aktien inte har varit någon god placering.

Men det finns goda nyheter också. De tyska myndigheterna godkände antligen i augusti planerna på att muddra floden Elbe, vilket ursprungligen skulle ske redan 2007 men projektet försenades av olika miljöorganisationers överklaganden. Ärendet är viktigt för Hamburgs konkurrenskraft, då containerfartygen hela tiden blir större. Projektet planeras påbörjas nästa månad och färdigställas 2020.

Även aktiens låga värdering är positiv. Med dagens kurs är P/E-talet beräknat på resultatet för 2017 cirka 17x och direktavkastningen 3,8 %. Detta resultat belastades av vissa engångsposter så HHLA förväntar sig ett klart bättre resultat för 2018.

HHLA börslästades på hösten 2007 till en kurs som var drygt tre gånger högre än idag. Trots att bolagets resultat på grund av konkurrerande hamnars expansion, kraschen i Ryssland och förseningen av Elbes muddring idag är bara hälften av vad det då var orkar jag ännu se en stor potential för bättre tider. Med en vikt på 1,8 % i vår portfölj är HHLA nu vår nästminsta placering så risken är åtminstone mycket begränsad.