

# Seligson & Co Phoebus

## Kvartalsrapport Q4 / 2019

### PHOEBUS OCH JÄMFÖRELSEINDEX

10.10.2001 - 31.12.2019



#### AVKASTNING OCH RISK

**30.9.2019**

|                           | FONDEN     |             | JÄMFÖRELSEINDEX |             |
|---------------------------|------------|-------------|-----------------|-------------|
|                           | Avkastning | Volatilitet | Avkastning      | Volatilitet |
| 3 mån.                    | 7,56 %     | 8,96 %      | 5,34 %          | 10,06 %     |
| 1 år                      | 27,49 %    | 9,47 %      | 24,21 %         | 9,07 %      |
| 3 år                      | 31,09 %    | 9,49 %      | 30,70 %         | 9,11 %      |
| 5 år                      | 63,99 %    | 11,29 %     | 66,45 %         | 11,16 %     |
| 10 år                     | 190,99 %   | 12,17 %     | 182,39 %        | 13,58 %     |
| Från startdatum           | 581,53 %   | 13,64 %     | 407,53 %        | 15,33 %     |
| Från startdatum per annum | 11,10 %    |             | 9,32 %          |             |

#### KOSTNADER, NYCKELTAL

**1.1.2019 - 31.12.2019**

|  |              |
|--|--------------|
| Årliga avgifter  | 0,75 %       |
| Avkastningsbunden provision                                | 0,01 %       |
| Transaktionskostnader                                      | 0,00 %       |
| Totalkostnadsandel (TKA)                                   | 0,76 %       |
| Portföljens omsättningshastighet                           | -9,85 %      |
| Tracking error   | 5,61 %       |
| Förmedlingsarvoden betalda till företag inom samma koncern | 0,00 %       |
| Storlek  | 63 534 384 € |
| Närkretsens ägarandel (31.12.2019)                         | 8,93 %       |

*"Hur relevant är Phoebus jämförelseindex?"*

**VÄRDEPAPPERSPLACERINGAR 31.12.2019**

|                              | <b>Antal<br/>aktier</b> | <b>Aktiekurs<br/>valuta</b> | <b>euro</b> | <b>Marknads-<br/>värde EUR</b> | <b>Andel av<br/>fonden</b> |
|------------------------------|-------------------------|-----------------------------|-------------|--------------------------------|----------------------------|
| Fortum                       | 180000                  |                             | 22,00       | 3 960 000                      | 6,2%                       |
| Vaisala                      | 87676                   |                             | 31,95       | 2 801 248                      | 4,4%                       |
| Lassila & Tikanoja           | 166021                  |                             | 15,70       | 2 606 530                      | 4,1%                       |
| Tikkurila                    | 178973                  |                             | 14,36       | 2 570 052                      | 4,0%                       |
| TietoEVRY                    | 73000                   |                             | 27,72       | 2 023 560                      | 3,2%                       |
| Exel Composites              | 290000                  |                             | 6,48        | 1 879 200                      | 3,0%                       |
| Nokian Tyres                 | 70000                   |                             | 25,69       | 1 798 300                      | 2,8%                       |
| Konecranes                   | 56000                   |                             | 27,39       | 1 533 840                      | 2,4%                       |
| Oriola A & B                 | 520000                  |                             | 2,03        | 1 055 090                      | 1,7%                       |
| <b>Inhemska aktier</b>       |                         |                             |             | <b>20 227 820</b>              | <b>31,8%</b>               |
| Air Liquide                  | 42371                   | 125,80                      | 125,80      | 5 330 272                      | 8,4%                       |
| Costco                       | 12900                   | 295,14                      | 262,84      | 3 390 601                      | 5,3%                       |
| Fastenal                     | 103000                  | 36,95                       | 32,90       | 3 388 846                      | 5,3%                       |
| Sandvik                      | 191000                  | 182,30                      | 17,45       | 3 333 043                      | 5,2%                       |
| Automatic Data Processing    | 20600                   | 169,65                      | 151,08      | 3 112 290                      | 4,9%                       |
| Progressive                  | 43000                   | 72,32                       | 64,40       | 2 769 401                      | 4,4%                       |
| Handelsbanken A              | 285000                  | 100,85                      | 9,65        | 2 751 323                      | 4,3%                       |
| Strategic Education          | 18000                   | 157,62                      | 140,37      | 2 526 636                      | 4,0%                       |
| John Deere                   | 13000                   | 174,17                      | 155,11      | 2 016 395                      | 3,2%                       |
| Novozymes                    | 46100                   | 326,60                      | 43,72       | 2 015 348                      | 3,2%                       |
| O'Reilly Automotive          | 5000                    | 437,67                      | 389,77      | 1 948 838                      | 3,1%                       |
| TFF Group                    | 52000                   | 36,70                       | 36,70       | 1 908 400                      | 3,0%                       |
| Tractor Supply               | 19000                   | 92,90                       | 82,73       | 1 571 912                      | 2,5%                       |
| Brembo                       | 130000                  | 11,06                       | 11,06       | 1 437 800                      | 2,3%                       |
| HHLA                         | 50000                   | 24,54                       | 24,54       | 1 227 000                      | 1,9%                       |
| Harley-Davidson              | 34000                   | 37,55                       | 33,44       | 1 136 967                      | 1,8%                       |
| Hennes & Mauritz             | 57800                   | 190,30                      | 18,22       | 1 052 901                      | 1,7%                       |
| <b>Utländska aktier</b>      |                         |                             |             | <b>40 917 972</b>              | <b>64,4%</b>               |
| <b>SUMMA aktier</b>          |                         |                             |             | <b>61 145 792</b>              | <b>96,2%</b>               |
| <b>Nettokassa</b>            |                         |                             |             | <b>2 388 592</b>               | <b>3,8%</b>                |
| <b>FONDENS VÄRDE</b>         |                         |                             |             | <b>63 534 384</b>              | <b>100,0%</b>              |
| Antal andelar (A-korrigerat) |                         |                             |             | 932 232,65                     |                            |
| <b>Värde per A-andel</b>     |                         |                             |             | <b>68,1529</b>                 |                            |

## FONDENS UTVECKLING

Ett starkt år på aktiemarknaden slutade med ett starkt kvartal. Vårt jämförelseindex steg med 5,3 % och Phoebus steg med 7,6 %. Under året steg fonden med 27,5 % och indexet med 24,2 %. Vi bör dock minnas att jämförelseindexet sjönk med -13,4 % sista kvartalet 2018, så på 15 månader har det avkastat bara +7,6 %. Något stort börsrally har det alltså inte varit.

Sedan starten har Phoebus avkastat 581,5 % och jämförelseindexet 407,5 %.

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 gjorde mycket få aktieaffärer under det sista kvartalet. Jag sålde aktier i Progressive för 257 000 euro, liksom jag i vår föregående rapport indikerade att jag kommer att göra, dels för att fonden inte skulle bryta mot sina diversifieringsregler och dels för att värderingen känns hög. Jag köpte fler aktier i Tikkurila för 157 000 euro.

Kunderna löste nettomässigt in 40 000 euro från Phoebus, så vår kassa ökade något och var i slutet av året 3,8 % av fondens värde. Vår kapitalförvaltningsfond Pharos kommer i januari att lösa in sitt ägande i Phoebus och jag tänker finansiera det genom att lite minska innehaven i några av våra amerikanska bolag som har stigit speciellt mycket.

## PHOEBUS JÄMFÖRELSEINDEX

Phoebus klarade sig alltså under året bättre än sitt jämförelseindex. Det berodde främst på att den finländska aktiemarknaden (+20,4 %) utvecklades sämre än världsmarknaden (+29,9 %). I vårt jämförelseindex är Finlands vikt 60 %, men de finländska aktiernas andel av vår portfölj var bara 33 % vid årsskiftet.

Detta kan väcka frågan: Hur relevant är Phoebus jämförelseindex? Och det är givetvis en viktig fråga, speciellt i en fond som liksom Phoebus har ett avkastningsberoende arvode. Om indexet inte vore vettigt skulle arvodet ju utfalla slumpmässigt.

För att jämförelseindexet skall vara relevant bör det återspegla avkastningen på den del av aktiemarknaden där fonden placerar. Phoebus har nästan inga begränsningar, varken geografiskt, branschmässigt eller stilrelaterat (såsom stora/små bolag eller värde/tillväxt eller dylikt). Därför är det inte helt enkelt att definiera ett vettigt jämförelseindex.

Men ända från starten har jag berättat att jag prefererar bolag, vars kultur jag begriper, och att jag därför kommer att placera en stor del av våra pengar i Finland eller övriga Norden. Därmed är ett rent världsmarknadsindex inte den bästa jämförelsen för Phoebus, utan någon kombination av Finland/Norden och världindex är bättre.

Min hemmamarknadspreferens var större i början och Finlands andel av jämförelseindexet var hela 75 % ända till slutet av 2014. Sedan sänkte vi den till 60 %, dels för att Phoebus då blev en "vanlig" (UCITS) fond, från att tidigare ha varit en specialplaceringsfond, vilket innebar högre krav på diversifiering, och dels för att bättre återspegla verkligheten. De nordiska bolagens andel av portföljen var vid det tillfället 61 %.

De senaste fem åren har våra nordiska placeringars andel sjunkit ytterligare och var vid årsskiftet endast 48 %. De bolag jag sålde under perioden (Ekokem, Stockmann, Tulikivi, Systemair) var alla nordiska och de nya bolag jag köpte (Deere, O'Reilly, Novozymes, Brembo) i huvudsak icke-nordiska. Dessutom avkastade våra icke-nordiska placeringar överlag bättre än de nordiska under perioden.

Jag upplever trots det inte att vi skulle behöva omvikta vårt jämförelseindex, åtminstone inte ännu. Jag kommer att minska några av våra amerikanska bolags vikter lite för att förbättra diversifieringen och jag tror nog att jag i något skede hittar nya aktier åt oss i Norden också.

## BERÄKNINGEN AV DET AVKASTNINGSBASERADE ARVODET

För det avkastningsberoende arvodet är sättet att beräkna det faktiskt ännu viktigare än jämförelseindexet. I fjol fick Phoebus 4 188 euro i avkastningsbaserat arvode. Arvodet räknas på basen av tre års överavkastning och den sämre utvecklingen under 2017 och 2018 eliminerade nästan helt den överavkastning som uppstod 2019. Om vi beräknade arvodet på basen av enstaka år (men annars på samma sätt som vi gör) hade fjolårets arvode uppgått till hela 267 500 euro! En tillräckligt lång beräkningsperiod, som minskar slumpens inverkan, är alltså av mycket stor betydelse.

Europeiska värdepappers- och marknadsmyndigheten ESMA började i fjol planera ny reglering för avkastningsbaserade arvoden. Vad det eventuellt innebär för Phoebus sedan då regleringen någon gång träder i kraft får tiden utvisa. Själv tycker jag att kombinationen av ett lågt fast arvode och ett vettigt beräknat avkastningsbaserat arvode hittills under Phoebus 18-åriga historia har visat sig vara både fungerande och rättvis.

Anders Oldenburg, CFA  
portföljförvaltare  
[anders.oldenburg@seligson.fi](mailto:anders.oldenburg@seligson.fi)



Jag presenterade vår amerikanska detaljhandelskedja Costco senast i rapporten 3/2016

och berättade då att bolaget hade haft temporära problem med lanseringen av ett nytt kreditkort. Trots det hade aktiens värdering stigit, vilket jag tyckte var lite oroväckande.

Sedan dess har aktien i euro inklusive dividender avkastat 109 % samtidigt som Phoebus har avkastat 46 % och vårt jämförelseindex 38 %. Costco har alltså under perioden trots mina farhågor varit en utmärkt placering. Den goda avkastningen har tre förklaringar: affärsverksamhetens framgång, USA:s skattereform och att värderingen har stigit.

På tre år har Costco öppnat knappt 10 % fler varuhus (de är nu 785). Omsättningen har vuxit med 29 % liksom även rörelseresultatet. Tack vare den lägre skattegraden har nettoresultatet och vinsten per aktie ökat med 55 %. Dividender har Costco betalat ungefär 10 % av vad aktien kostade för tre år sedan.

Den resterande delen av avkastningen förklaras (igen) av att värderingen har stigit. Då jag senast presenterade bolaget var dess P/E-tal 28x, då det idag beräknat på resultatet för de senaste 12 månaderna är 35x. Jag måste därmed repetera min farhåga – värderingen kan inte alltid bara stiga, så en högre värdering innebär lägre avkastning någon gång i framtiden.

Å andra sidan bör vi notera att Costco är ett exceptionellt bra bolag. Detta syns till exempel i att bolaget försöker betala sina anställda mer än konkurrenterna och därför har en personalomsättning som är under 10 %, då den för branschen är 35 %. Rekryteringarna sker internt så ledningsgruppens medlemmar har alla över ett kvarts sekel erfarenhet hos Costco. Kunderna är nöjda och det finns utrymme att växa.

En liten skillnad mot tidigare är att en allt större del av tillväxten börjar komma utanför Nordamerika. Under de tre senaste åren har Costco öppnat 67 varuhus, varav en femtedel i Asien och Europa. För ett par år sedan öppnade Costco ett varuhus på Island, vilket kändes som ett ganska exotiskt beslut. Men det har redan över 60 000 medlemmar, alltså över en fjärdedel av hela Islands fullvuxna befolkning!

Större potential finns dock i Kina, där Costco öppnade sitt första varuhus i fjol, samt på Europas stora marknader. Liksom övriga välskötta bolag rusar inte Costco dumdrigt in på nya marknader, utan testar först i lugn och ro vad som fungerar, och växlar först därefter upp takten. Än så länge är bara 13 % av varuhusen utanför Nordamerika, så det finns nog tillräckligt att göra för decennier framöver.

Den goda kursutvecklingen har lyft Costcos vikt i vår portfölj till 5,3 %, vilket jag tycker är lite väl mycket för ett bolag som värderas så här högt. Därför kommer jag sannolikt att minska bolagets vikt något.



# JOHN DEERE

Jag presentera de även vår

jordbruks- och skogsmaskintillverkare Deere i rapporten 3/2016, då jag nyss hade köpt våra första aktier. Jag berättade att aktien kanske såg dyr ut på basen av resultatet för 2016 (P/E-talet var cirka 20x), men att man i cykliska bolag också måste beakta normalresultatet över en konjunkturcykel. Och jag sade att Deere borde tjäna dubbelt i en bra konjunktur, så aktien kanske trots allt inte var så dyr.

Jag hade ganska rätt. Resultatet per aktie har på tre år ökat med hela 111 % från 4,81 dollar år 2016 till 10,15 dollar år 2019.

I euro inklusive dividender har Deere under perioden avkastat 117 % samtidigt som Phoebus har avkastat 46 % och vårt jämförelseindex 38 %. Placeringen har alltså varit lyckad.

I cykliska bolag är det alltid svårt att veta vilken del av resultatförbättringen som är "äkta tillväxt" och vad som bara beror på konjunkturen. Deere säger själv att konjunkturen i fjol var ganska normal, liksom senast 2014. Under den perioden har omsättningen vuxit bara 6 % (även det genom företagsköp) och rörelseresultatet har sjunkit med -13 %, så bolaget verkar inte ha blivit bättre. På basen av detta antar jag att Deere inte heller under 2016-2019 egentligen har blivit bättre, utan att resultatförbättringen endast berodde på medvind från konjunkturen (och från USA:s skattereform).

Deeres P/E-tal är nu cirka 17x, men aktien är absolut inte billigare än den var för tre år sedan. Ett högt P/E-tal beräknat på resultatet i en lågkonjunktur är något helt annat än ett relativt högt P/E-tal beräknat på resultatet i en normal konjunktur. Därför är jag inte närapå lika förtjust i Deere idag som jag var för tre år sedan.

Kvalitetsmässigt är Deere dock ett bra bolag. Det är en klar global marknadsledare inom jordbruksmaskiner, dess lönsamhet är god även i sämre konjunkturer och dess balansräkning är stark (då vi separat beaktar kundfinansieringsverksamheten). Framförallt gillar jag hur bolaget utvecklar sin ledning. Rekryteringarna görs internt, och rekryteringar behövs sällan. Under hela sin 182 års historia har Deere haft bara 10 VD:ar av vilka den nyaste, 50-åriga John May, internrekryterades i november. På Deere har han jobbat i 22 år.

Å andra sidan är såhär stora bolag oftast byråkratiska och jag ser inga tecken på att Deere skulle vara något undantag (till skillnad från kanske Costco). Tillväxtpotentialen i kärnverksamheten begränsas av den höga marknadsandelen och Deere har försökt växa genom företagsköp inom vägbyggande, vilket jag inte tycker verkar särskilt vettigt strategiskt sett. Så jag tycker att bolaget är bra, men inte ett av våra bästa.

I vår portfölj väger Deere nu 3,2 %, vilket jag tycker är en ganska bra kompromiss då bolaget är bra men inte strålande och värderingen känns lite utmanande. Åtminstone tänker jag inte öka Deeres vikt inom den närmaste framtiden.