

# Seligson & Co Phoebus

## Kvartalsrapport Q4 / 2020

 PHOEBUS OCH JÄMFÖRELSEINDEX  
 10.10.2001 - 31.12.2020

 andelens  
 värde

**AVKASTNING OCH RISK**
**FONDEN**
**JÄMFÖRELSEINDEX**

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

**31.12.2020**

	Avkastning	Volatilitet	Avkastning	Volatilitet
3 mån.	11,21 %	12,65 %	9,55 %	12,35 %
1 år	8,29 %	20,90 %	11,75 %	20,74 %
3 år	30,29 %	14,70 %	32,16 %	14,49 %
5 år	63,59 %	13,38 %	64,40 %	13,04 %
10 år	146,67 %	13,10 %	147,44 %	14,27 %
Från startdatum	638,03 %	14,11 %	467,15 %	15,65 %
Från startdatum per annum	10,95 %		9,44 %	

**KOSTNADER, NYCKELTAL**
**1.1.2020 - 31.12.2020**

Årliga avgifter	0,75 %
Avkastningsbunden provision	0,00 %
Transaktionskostnader	0,02 %
Totalkostnadsandel (TKA)	0,7 %
Portföljens omsättningshastighet	-16,05 %
Tracking error	0,00 %
Förmedlingsarvodena betalda till företag inom samma koncern	10,76 %
Storlek	84 898 597 €
Närkretsens ägarandel (31.12.2020)	7,026 %

*"Just nu tror jag att det kanske är skäl att hellre vara lite skrämmd än alltför girig?"*

**VÄRDEPAPPERSPLACERINGAR 31.12.2020**

	<b>Antal aktier</b>	<b>Aktiekurs valuta</b>	<b>euro</b>	<b>Marknads- värde EUR</b>	<b>Andel av fonden</b>
Tikkurila	237000		24,95	5 913 150	7,0%
Fortum	210000		19,70	4 137 000	4,9%
Vaisala	87676		40,35	3 537 727	4,2%
Lassila & Tikanoja	206021		15,06	3 102 676	3,7%
Nokian Tyres	105000		28,82	3 026 100	3,6%
TietoEVRY	90000		26,86	2 417 400	2,8%
Exel Composites	311348		7,38	2 297 748	2,7%
Konecranes	56000		28,78	1 611 680	1,9%
Oriola A & B	520000		1,91	993 528	1,2%
<b>Inhemska aktier</b>				<b>27 037 009</b>	<b>31,8%</b>
Air Liquide	50671	135,20	135,20	6 850 719	8,1%
Fastenal	120000	49,07	39,99	4 799 022	5,7%
Sandvik	220000	201,30	20,08	4 418 438	5,2%
Handelsbanken A	475000	82,60	8,24	3 914 497	4,6%
Automatic Data Processing	27000	173,81	141,65	3 824 670	4,5%
Costco	12500	374,45	305,18	3 814 690	4,5%
Progressive	44000	97,41	79,39	3 493 105	4,1%
John Deere	15000	266,15	216,91	3 253 667	3,8%
O'Reilly Automotive	8500	451,80	368,22	3 129 829	3,7%
Tractor Supply	23000	142,76	116,35	2 676 023	3,2%
Novozymes	56600	349,50	46,97	2 658 509	3,1%
Brembo	210000	10,80	10,80	2 268 000	2,7%
TFF Group	65000	26,90	26,90	1 748 500	2,1%
Strategic Education	20000	96,00	78,24	1 564 792	1,8%
Harley-Davidson	50000	37,01	30,16	1 508 150	1,8%
HHLA	75000	18,44	18,44	1 383 000	1,6%
Hennes & Mauritz	72800	172,00	17,16	1 249 287	1,5%
<b>Utländska aktier</b>				<b>52 554 898</b>	<b>61,9%</b>
<b>SUMMA aktier</b>				<b>79 591 907</b>	<b>93,7%</b>
<b>Nettokassa</b>				<b>5 306 691</b>	<b>6,3%</b>
<b>FONDENS VÄRDE</b>				<b>84 898 597</b>	<b>100,0%</b>
Antal andelar (A-korrigerat)				1 150 343,31	
<b>Värde per A-andel</b>				<b>73,8028</b>	

## FONDENS UTVECKLING

Under det sista kvartalet förstärktes aktiemarknadens återhämtning och vårt jämförelseindex steg med hela +9,6 %. Phoebus steg tack vare Tikkurila med +11,2 %. Under hela coronaåret 2020 steg Phoebus med +8,3 % och vårt jämförelseindex med +11,7 %. Inte så illa för ett mycket speciellt år!

Jag vill inte vara någon "party pooper" men jag noterar att de mest spekulativa aktierna har stigit allra mest. Finlands småbolagsavkastningsindex steg under året med +34,0 %, de medelstora bolagens avkastningsindex med +22,2 % och storbolagens avkastningsindex med "bara" +14,2 %. Phoebus Finlandsindex steg således med +15,7 % samtidigt som världsindexet i euro steg med bara +5,9 %.

Att de mest spekulativa aktierna ger en överavkastning är ofta ett tecken på att det finns fler spekulanter än seriösa placerare på marknaden. Berkshire Hathaways huvudägare Warren Buffett har sagt att om man absolut vill tajma marknaden (vilket oftast inte lönar sig), så borde man vara girig bara då alla andra är skrämde, och skrämde då andra är giriga. Just nu tror jag att det kanske är skäl att hellre vara lite skrämde än alltför girig?

Sedan starten har Phoebus avkastat +638,0 % och vårt jämförelseindex +467,2 %.

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 fick Phoebus en stor teckning på 15 m€ från vår nya ägare. Jag köpte fler aktier för 13,3 m€ i alla utom tre av våra bolag. Vaisala ökade jag inte, då dess vikt redan var nära 5 %. Konecranes lät jag bli, då jag ännu vill fundera på vad den föreslagna fusionen med Cargotec innebär. Och Oriola köpte jag inte för att bolagets usla resultat har varit en stor besvikelse för mig. Övriga bolag ökade jag i ungefär samma proportion som teckningen.

Vi fick 250 t€ i dividender och de andra ägarna placerade netto en halv miljon nya pengar i Phoebus. Vår kassa ökade därmed klart och var i slutet av året 6,3 % av fondens värde. Det är för mycket, speciellt då 7 % av fonden är i Tikkurila, som också har blivit liknande som kassa efter köpanbudet. Så jag bör fortsätta köpa aktier, trots att jag inte är girig ...

## DILEMMAT MED FÖRETAGSKÖP

Den största nyheten för Phoebus under slutet av året var amerikanska PPG:s erbjudande att köpa hela Tikkurila för 25 euro per aktie, vilket motsvarar en premie på över 66 % mot Tikkurilas aktiekurs före erbjudandet. Vad innebär detta för oss?

Många av mina bekanta hann redan gratulera mig och det är så tillvida förtjänt att jag insåg Tikkurilas industriella värde bättre än aktiemarknaden. Men samtidigt bör vi minnas att då en aktie lämnar portföljen borde jag hitta någon lika bra istället. Det är inte så lätt.

De här situationerna skapar också lite mer tekniska problem för portföljförvaltaren. Budsituationerna kan räcka länge (nu minst ett kvartal) eftersom de kräver godkännande av konkurrensmyndigheterna i olika länder. Under den tiden är placeringen en "död anka" som varken växer eller lägger ägg, och alltså närmast att se som kassa. Och en aktiefond skall förstås inte ha en alltför stor kassa.

Dessutom finns alltid risken att anbudet skulle falla på konkurrensmyndigheternas (eller ägarnas) motstånd. Det senare ser jag inte nu som en risk, men myndigheternas agerande är oförutsägbart och slumpmässigt, eftersom det ofta har handelspolitiska dimensioner. PPG och Tikkurila konkurrerar närmast i Polen, vilket inte borde vara något stort problem, men man bör inte undervärdera och åtminstone inte glömma myndighetsriskerna.

Dessa fakta talar alltså för att jag borde sälja vårt innehav även till en liten rabatt mot det erbjudna priset. Dels för att säkra nyttan av erbjudandet även om det inte till slut skulle förverkligas och dels för att vi inte skulle ha för mycket kassamedel eller döda ankor.

Men vi bör också minnas att någon annan kan ge ett ännu bättre bud, speciellt då det gäller ett strategiskt alldeles unikt objekt som Tikkurila. Jag antar dock att PPG eliminerade private equity –aktörerna med sitt ganska bra bud, så det lämnar närmast övriga industriella köpare.

Och i skrivande stund gick det just så. PPG höjde nu i början av januari sitt bud till 27,75 euro, då Tikkurila hade fått en förfrågan om ett konkurrerande bud. Det var alltså mycket bra att jag inte bråskade med att sälja våra aktier, utan väntade för att se om ankan kanske ännu skulle ha något ägg i gömman. Och visst hade den ju det – värt hela 11 %!

Detta gör faktiskt mitt jobb som förvaltare ännu lite svårare. Beskedet om ett konkurrerande bud lyfte Tikkurilas kurs nästan en euro över PPG:s höjda bud, eftersom marknaden nu prissätter även möjligheten att det kan bli en budstrid.

Men tilläggspotentialen i förhållande till dagens kurs torde vara begränsad, så jag är ännu säkrare än tidigare på att jag borde sälja åtminstone en stor del av vårt innehav relativt snart. Först borde jag bara veta vart jag skulle placera pengarna. Speciellt som vår kassa redan nu är onödigt stor.

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



Jag presenterade vår franska producent av vin- och whiskytunnor TFF Group senast i rapporten 3/2017 och berättade då att jag tyckte aktien verkade lite dyr. Men jag sade också att resultatet borde förbättras klart 2017-18, då produktionen av bourbontunnor i USA svänger från förlust till vinst.

Så skedde tyvärr inte. På tre år har omsättningen visserligen vuxit med +23 % men rörelseresultatet har sjunkit med -20 % och nettoresultatet med -17 %. Samtidigt har nettoskulden ökat med över 120 m€ och gearingen trefaldigats till 45 %. Siffrorna är allt annat än övertygande.

Så det är inte konstigt att aktien på tre år har varit en dålig placering. TFF Group har inklusive dividender avkastat -22 % samtidigt som Phoebus och jämförelseindexet har avkastat +34 %.

Vad gick då fel? Knappast annat än att starten för TFF:s nya verksamhet (produktionen av bourbonwhisky-tunnor i USA) har varit lite svårare än förväntat.

Bourbontunnornas omsättning har visst fyrfaldigats på tre år och motsvarar redan 20 % av bolagets verksamhet; TFF:s marknadsandel är 15 %. Men verksamheten är fortfarande förlustbringande. Resultatminskningen förklaras helt av "engångsposter", som helt beror på bourbonverksamheten. Personalomsättningen var i fjol i USA hela 54 %, då den i Frankrike är 15 %. Dessutom torde det underliggande resultatet i bourbonverksamheten ännu vara svagt.

TFF har på fyra år investerat 120 m€ i bourbonverksamheten i två fabriker för tunnor och fem för ekstavar, så det förklarar i sin helhet ökningen i skuldsättningen, som jag inte tycker att är alarmerande. Produktionen av tunnor för Skotsk whisky har samtidigt lite sjunkit så bolagets kärnverksamhet – produktionen av vintunnor – är idag faktiskt lite lönsammare än för tre år sedan, trots den dåliga skörden 2019, vilket är ett gott tecken.

Samtidigt innebär aktiens dåliga utveckling att P/E-talet beräknat på fjolårets resultat nu är 21,9x, då det senast var 24,1x. Och detta alltså beräknat på resultatet där bourbonförlusterna i sin helhet är medräknade, jag ser dem inte som "engångsposter" liksom bolaget gör. I så fall skulle P/E-talet vara endast 16,8x.

Jag tror fortfarande på bolaget och repeterar vad jag sade senast: TFF Groups resultat kommer att förbättras klart, då bourbonverksamheten blir lönsam om några år. Skillnaden mot senast är att då trodde även aktiemarknaden på budskapet, nu ej längre. Potentialen har därför ökat märkbart.

Efter den usla kursutvecklingen väger TFF Group bara 2,1 % i fonden. Det kunde vara mera, men å andra sidan är aktien mycket illikvid. Familjen François äger 71% av bolaget och de resterande aktierna är värda bara 170 m€. Av vilka Phoebus äger drygt en procent.



Jag presenterade också vår amerikanska försäljare av bilreservdelar O'Reilly i rapporten 3/2017 då vi hade köpt våra första aktier. Liksom TFF är O'Reilly ett familjebolag. Syskonen David O'Reilly (ordförande), Larry O'Reilly (viceordf) och Rosalie O'Reilly Wooten äger tillsammans 1,5 % av bolaget. Låter inte mycket, men är värt över en halv miljard dollar.

Jag försöker absolut inte kopiera Peters familjebolagsstrategi från Phoenix, men av någon anledning är många av mina bästa idéer också familjeägda. Knappast en slump – familjer har ofta ett längre perspektiv än "yrkesledare" och i företagande är långsiktighet en dygd. Kvartal eller enskilda år har ingen betydelse, framgången mäts på tiotal år.

Reservdelsverksamheten är såtillvida intressant att den inte är särskilt cyklisk. I dåliga tider kommer visserligen utstyrelsen av nya bilar och nya långtradare att minska, men istället ökar efterfrågan på servicedelar då bilparken blir äldre. Och i goda tider tvärtom. O'Reillys verksamhet är också väl balanserad mellan konsument- och professionell försäljning. Ungefär 60 % går till konsumenter (DIY; Do It Yourself) och 40 % till garage (DIFM; Do It For Me). Under coronaåret 2020 ökade tredje kvartalets försäljning med +27 % inom DIY och +10 % inom DIFM. Människor satsade mera på sina bilar än tidigare.

På drygt tre år har O'Reilly ökat antalet butiker med +16 %, försäljningen med +31 %, rörelseresultatet med +37 % och nettoresultatet med 62 % (dels tack vare USA:s skattereform). Då bolaget dessutom har köpt tillbaka 22 % av sina aktier ökade resultatet per aktie med hela +109 %.

Sedan min senaste presentation har aktien i euro avkastat +102 % samtidigt som Phoebus och vårt jämförelseindex har avkastat +34 %. Men trots att O'Reillys avkastning har varit utmärkt så har aktien inte blivit mycket dyrare, utan avkastningen kommer från verksamhetens tillväxt. Senast var P/E-talet beräknat på resultatet för 2016 cirka 20,1x och nu är det samma 20,1x beräknat på senaste 12 månaders resultat. Nettoskulden har visserligen ökat lite.

Placerarna frågar mig ofta vad våra bolag har för direktavkastning? O'Reilly har inte betalat dividender på över tio år, men det betyder inte att placerarna skulle ha blivit utan avkastning. Istället har bolaget på tio år (netto) köpt tillbaka hälften (!) av sina aktier. Det motsvarar en direktavkastning på cirka 7 % (eftersom en placerare kunde ha sålt hälften av sina aktier och ändå äga en lika stor andel av bolaget som tidigare).

O'Reillys vikt i vår portfölj är efter den goda kursutvecklingen och mina tilläggsköp nu 3,7 %. Den kunde kanske vara ännu högre – detta är ett av våra allra bästa bolag. Och dess tillväxt kommer inte att ta slut för att marknaden i USA någon gång skulle bli erövrad (det är ännu lång väg dit), utan O'Reilly expanderade i fjol även till Mexico. Visserligen gradvis och försiktigt, på tiotal års sikt, liksom de bästa familjebolagen brukar göra.