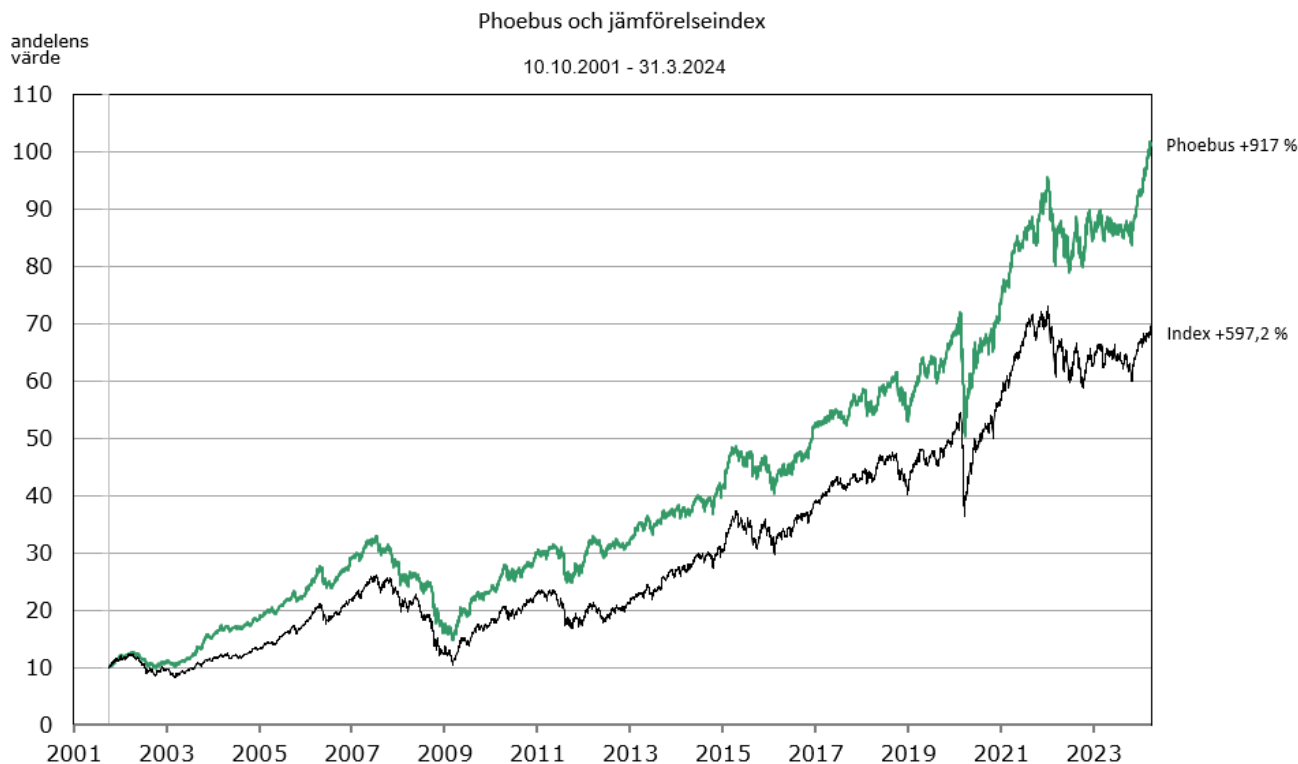


# Seligson & Co Phoebus

## Kvartalsrapport Q1 / 2024



### AVKASTNING OCH RISK

### FONDEN

### JÄMFÖRELSEINDEX

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

31.3.2024

	Avkastning	Volatilitet	Avkastning	Volatilitet
Från årets början	8,95 %	6,85 %	4,42 %	7,30 %
1 år	17,41 %	8,29 %	8,37 %	8,70 %
3 år	23,91 %	11,86 %	12,47 %	11,83 %
5 år	67,60 %	13,85 %	51,25 %	13,73 %
10 år	173,61 %	12,67 %	153,59 %	12,64 %
20 år	514,55 %	14,08 %	477,14 %	15,03 %
Från startdatum	916,96 %	13,80 %	597,24 %	15,15 %
Från startdatum per annum	10,87 %		9,02 %	

### KOSTNADER, NYCKELTAL

1.4.2023 - 31.3.2024

Årliga avgifter	0,95 %
Avkastningsbunden provision	-
Transaktionskostnader	0,00 %
Totalkostnadsandel (TKA)	0,96 %
Portföljens omsättningshastighet	-9,46 %
Tracking error	6,97 %
Företagens antal	27
Förmedlingsarvoden betalda till företag inom samma koncern	0,00 %
Närkretsens ägarandel (31.3.2024)	6,70 %
Storlek	125 669 471 €

*"Har Phoebus en "home bias"?"*

**VÄRDEPAPPERSPLACERINGAR 28.3.2024**

	<b>Antal aktier</b>	<b>Aktiekurs valuta</b>	<b>euro</b>	<b>Marknads- värde EUR</b>	<b>Vikt i fonden</b>
Konecranes	75000		47,93	3 594 750	2,9%
Vaisala	90000		38,10	3 429 000	2,7%
Fortum	285000		11,47	3 267 525	2,6%
TietoEVRY	165000		19,69	3 248 850	2,6%
Lassila & Tikanoja	365918		8,72	3 190 805	2,5%
Nokian Tyres	320000		8,86	2 835 200	2,3%
Oriola A & B	1500000		1,02	1 529 320	1,2%
Exel Composites	420000		2,09	877 800	0,7%
<b>Inhemskta aktier</b>				<b>21 973 250</b>	<b>17,5%</b>
Air Liquide	57435	192,92	192,92	11 080 360	8,8%
Fastenal	123000	77,28	71,63	8 810 307	7,0%
O'Reilly Automotive	8300	1 135,52	1052,48	8 735 579	7,0%
Costco	12500	732,08	678,54	8 481 787	6,7%
Handelsbanken A	800000	108,25	9,38	7 505 699	6,0%
Progressive	31000	206,15	191,07	5 923 302	4,7%
Tractor Supply	23000	260,44	241,39	5 552 062	4,4%
Automatic Data Processing	24000	248,33	230,17	5 524 071	4,4%
Sandvik	247000	237,70	20,60	5 088 612	4,0%
John Deere	12500	409,14	379,22	4 740 245	3,8%
Givaudan	1013	3 999,00	4093,52	4 146 735	3,3%
Novonesis	70000	405,20	54,33	3 803 215	3,0%
TFF Group	82303	42,60	42,60	3 506 108	2,8%
Brembo	285000	11,96	11,96	3 408 600	2,7%
Orkla	432000	76,54	6,57	2 838 806	2,3%
Eurofins	45000	58,40	58,40	2 628 000	2,1%
Harley-Davidson	60000	43,66	40,47	2 428 029	1,9%
Strategic Education	25000	103,96	96,36	2 408 935	1,9%
Hennes & Mauritz	100000	174,58	15,13	1 513 100	1,2%
<b>Utländska aktier</b>				<b>98 123 552</b>	<b>78,1%</b>
<b>AKTIER totalt</b>				<b>120 096 801</b>	<b>95,6%</b>
<b>Nettokassa</b>				<b>5 572 670</b>	<b>4,4%</b>
<b>FONDENS VÄRDE</b>				<b>125 669 471</b>	<b>100,0%</b>
Antal andelar (A-korrigerat)				1 235 737,74	
<b>Värde per A-andel</b>				<b>101,696</b>	

## FONDENS UTVECKLING

Kursrallyt fortsatte under det första kvartalet, trots att de långa räntorna vände uppåt. Vårt jämförelseindex steg med +4,4 % och Phoebus +9,0 %. Spekulationsgraden på marknaden steg alltså (dvs. riskpremien minskade). Finlands börs steg dock bara +0,3 %, världsindexet hela +10,6 % närmast beroende på iveren över artificiell intelligens.

Phoebus har ingen artificiell intelligens, varken i portföljen eller portföljförvaltningen. Från starten har fonden ändå avkastat +917,0 % och jämförelseindexet +597,2 %.

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

Jag sålde under kvartalet aktier i vår bilförsäkrare Progressive för 0,5 m€, för att fonden inte skulle bryta mot sina diversifieringsregler. Ur förvaltningens synpunkt är det alltså tråkigt att sälja bra bolag bara för regleringens skull. Men det måste göras.

Jag köpte fler aktier i fem av våra bolag för 3,0 m€ (Eurofins, Handelsbanken, Fortum, ADP och L&T). Förutom Eurofins var det närmast återinvestering av utdelningar.

Vi fick 1,6 m€ i dividender och ägarna placerade netto 1,6 m€ nya pengar i fonden, så vår kassa ökade lite och var i slutet av mars 4,4 % av fondens värde. På våren är det ganska vanligt att jag släpar lite efter med att återinvestera utdelningarna.

## TÄVLAR VI I OS ELLER FM?

Warren Buffett har ofta sagt att placeraren borde hålla sig till sin läst, alltså definiera gränserna för sitt kunnande och sedan hållas inom dem. Jag håller med. Men är gränsen geografisk, branschspecifik eller är den någon annan?

Kunderna frågar mig ofta om inte till exempel Valmet är ett bra bolag, så varför placerar vi inte i det? Visst är det bra, men det finns bättre verkstadsbolag i världen, som har en större andel service och konsumtionsvaror och därmed mer stabil lönsamhet över tiden. Några exempel är Sandvik, Konecranes, Atlas Copco, Kennametal och Ingersoll Rand.

På grund av min bakgrund definierar jag själv mitt kunnande närmast till konsumentvaror, detalj- och partihandel, finanssektorn och industrisektorn med dess tjänster. Exempelvis teknologi begriper jag dåligt. Jag förstår bäst affärskulturen i Norden och USA, och i vissa delar av västeuropa. Alla våra placeringar är inom de gränserna.

Snart är det OS i Paris. Därför började jag fundera – varför skulle vi tävla bara i finska mästerskapen, då vi lika gärna

kan tävla i företagsvärldens olympiska spel? Företagens konkurrens är ju global, och Finland har bara några få vinnare. Liksom i OS.

Därför placerar Phoebus inte enbart i Finland eller ens i Norden, utan jag försöker hitta de bästa bolagen där jag kan. Förutsatt att jag håller mig inom mina kunskapsgränser.

## HAR PHOEBUS EN "HOME BIAS"?

Med min kollega Sakari Jääskeläinen har vi ibland i mycket god anda debatterat om en finsk placerare borde ha en större del av sina placeringar i Finland (eller Norden), eller om man bara borde acceptera världsindexets landsvikter? Vi tycker olika, men jag tror att vi båda har helt rätt på vårt eget sätt att tänka.

Sakari utgår ifrån en ren indexplacerares synvinkel. Om marknaden är effektiv så bestämmer den ju också landsvikterna effektivt. Själv tänker jag som en aktiv placerare, och vill inte ha bolag som jag inte begriper. Och inte för mycket av portföljen i ett land.

Av världsindexet (MSCI All Country World) är nu 66,5 % i Nordamerika, 15,6 % i västeuropa (av vilket 2,0 % i Norden och 0,24 % i Finland), 10,7 % i Asien (inklusive Taiwan och Korea) och 7,3 % i utvecklingsländer (varav 2,6 % i Kina).

Borde vi placera bara 2 % i Norden, vars bolag jag känner bäst? Knappast, då jag vill förstå våra bolags konkurrensfördelar och deras företagskultur, och då jag inte placerar i alla länder eller i alla branscher. Endast i sådana som jag tror mig förstå.

Av Phoebus placeringar är nu 18 % i Finland, 17 % i resten av Norden, 21 % i västeuropa (Frankrike, Schweiz, Italien) och 44 % i USA. Nordens andel kunde vara större och USA:s mindre, men våra amerikanska bolag har på sista tiden avkastat bäst. Och jag slåss inte mot marknaden bara för att balansera landsvikterna.

Sijoitustutkimus Oy, som publicerar Fondrapporten i Finland, berättade nyligen att de flyttar Phoebus till kategorin "världsfonder", då den tidigare har varit i kategorin "Finland". Det är vettigt tycker jag. Vi har inga kategori-begränsningar, för att jag vill kunna utnyttja möjligheter där jag ser dem. Även utan kategori-begränsningar är de tillräckligt sällsynta. Hittills har det fungerat bra.

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



Jag presenterade senast vår största placering, industrigasbolaget Air Liquide i rapporten 3/2020. Jag berättade då att verksamheten är stabilt lönsam och att bolaget därför är ett av våra bästa, faktiskt kanske allra bäst.

Air Liquide har varit värt mitt förtroende. På fyra år har omsättningen ökat med +26 %, rörelseresultatet med +47 % och dividenden med +30 %. Nettoskulden har minskat -19 %.

Tyvärr har aktiemarknaden märkt detta och tagit lite framförhåll. Sedan jag senast presenterade bolaget har aktien inklusive dividender avkastat +63 %, samtidigt som Phoebus har avkastat +53 % och vårt jämförelseindex +35 %.

Därför är P/E-talet beräknat på fjolårets resultat nu 28x, då det senast jag presenterade bolaget var 27x. Skillnaden är liten, men samtidigt har den riskfria räntan ju stigit betydligt.

En orsak till den höga värderingen är att marknaden har förivrat sig på bolagets möjligheter inom "vätgasekonomin". Av Air Liquides verksamhet står väte idag för 7 %. Bolaget tror att verksamheten kan trefaldigas till 2035. Om resten av verksamheten samtidigt dubblas, så skulle väte representera 11 % av omsättningen. Skillnaden är alltså inte betydande.

En delorsak kanske också är att Air Liquide är världens ledande leverantör av gaser för elektronikindustrin. Utan gaser skulle inga chips för artificiell intelligens produceras. Men även elektroniken representerar idag endast 9 % av bolagets omsättning.

De resterande 84 % av omsättningen är leverans av syre, kväve och ädelgaser till stål- eller kemibolag, svetsning och sjukhus eller hemvård. Därför har vi ägt bolaget i 22 år. Det finns bara fyra stora industrigasbolag i världen, och Air Liquide är bäst av dem tycker jag. Branschen växer lite snabbare än industriproduktionen, då det kommer nya applikationer.

En betydande nyhet var att Benoît Potier, som har lett bolaget sedan 2001, på sommaren 2022 blev ny ordförande och François Jackow ny VD. Jackow har dock jobbat på Air Liquide redan i 30 år, så han gör knapast några onödiga förändringar.

Så vad borde man göra, ifall marknaden får fnatt av någon "trend" och värderar ett bra bolag lite för högt? Jag har tänkt att vi vill förbli ägare, men att jag inte vill öka bolagets vikt i portföljen. Den är nu 8,8 %, då den senast jag presenterade bolaget var 9,0 %.

De följande 3-4 åren tror jag att det är sannolikt att Air Liquides avkastning inte helt kommer att motsvara verksamhetens tillväxt, eftersom aktien nu på grund av iveren över väte och AI verkar lite för dyr. Men om resultatet igen skulle växa med ungefär en tredjedel, och vi dessutom får dividender, så bli det knappast någon riktigt dålig placering heller.



Jag presenterade också vårt finska kompositprofilbolag Exel Composites i rapporten 3/2020. Och berättade då att rörelsemarginalen var den bästa på sex år, och hoppades att det skulle vara en bestående vändning till det bättre.

Tyvärr hade jag fel igen. Efter det har Exel sjunkit till förlust – i fjol var det justerade rörelseresultatet -2,4 m€, då det 2020 var +9,7 m€. Aktien har sedan senast avkastat -56 % samtidigt som Phoebus har avkastat +53 % och vårt jämförelseindex +35 %.

Dessutom lämnade både VD Riku Kytömäki och finanschefen Mikko Kettunen bolaget i maj 2022, så bolaget är väl i kris? Jag tror inte det, men jag har ju haft fel tidigare också.

Problemet är enkelt att lokalisera till profilerna för vindkraftverk. De stod ännu 2020 för hela 26 % av omsättningen, men i fjol bara 8 %. Deras omsättning har sjunkit med -73 %. Resten av verksamheten har samtidigt ökat med +11 %.

Delvis beror det på att den "gröna omställningen" har förskjutits med högre räntor. Världens ledande vindkraftverksbolag Vestas har sedan 2020 vuxit bara 3 % och dess justerade rörelseresultat har sjunkit med -70 %. Exel har varit en marginell leverantör för sina vindkraftskunder, och trean eller fyran är lätt att lämna bort då tiderna är sämre.

Nye VD:n Paul Sohlberg, som kom från Metso-Outotec, tycker jag tänker rätt. Den nya fabriken i Indien kommer att betjäna vindkraftskunderna (med fabriken i Kina), och de övriga fabrikena fokuserar på kundspecifika lösningar för sina långvariga kunder.

Jag har visserligen redan på 1980-talet sett hur "fabriksoptimering" kan leda till sämre kundservice och dålig lönsamhet (då var det fråga om Huhtamäki).

Efter kursnedgången är Exels marknadsvärde bara 24 m€, vilket kan kännas lågt för ett bolag som borde kunna göra hälften av det i rörelseresultat? Men helt billigt är Exel ändå inte, för de tidigare förvärven i Kina och USA förstörde balansräkningen. Bolaget har nu 31 m€ i nettoskuld (utan hyresansvar), så dess bruttovärde är 55 m€.

Ett av bolagets viktigare projekt är att få balansräkningen i skick, och det förstår jag. Hur och när det sker återstår ännu att se.

Exels vikt i vår portfölj är efter kursnedgången nu bara 0,7 %, och även om vi skulle placera lika mycket till för att eliminera nettoskulden, skulle bolaget vara en av våra minsta placeringar. Jag har inte sålt det, för jag tycker det är billigt för sin kvalitet. Med rätt åtgärder tror jag att Paul Sohlberg kan få också aktiemarknaden att fatta det. Tiden får utvisa.