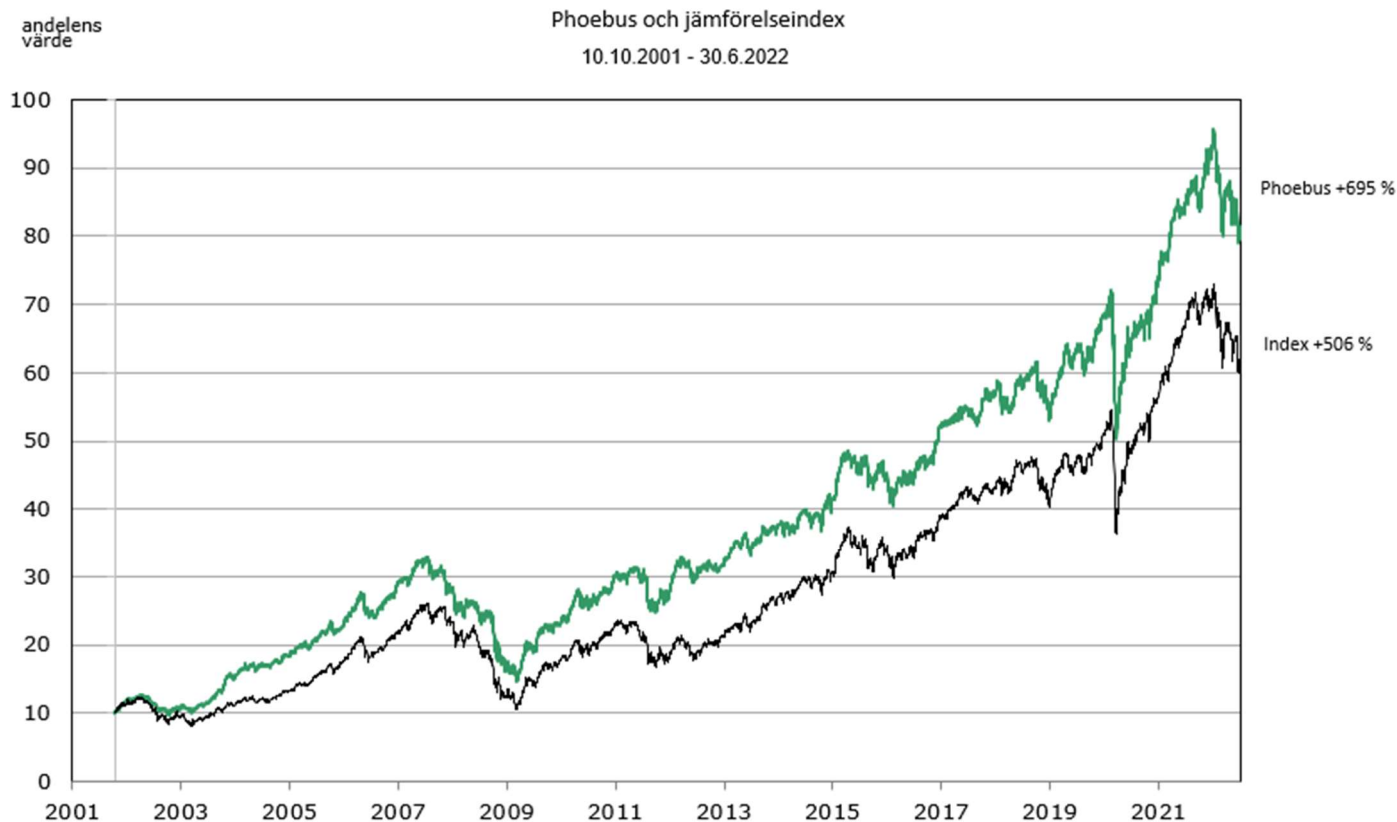


Seligson & Co Phoebus

Kvartalsrapport Q2 / 2022



AVKASTNING OCH RISK

FONDEN

JÄMFÖRELSEINDEX

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

30.6.2022

	Avkastning	Volatilitet	Avkastning	Volatilitet
3 mån.	-8,30 %	19,24 %	-9,00 %	16,42 %
Från årets början	-15,98 %	18,11 %	-15,72 %	18,16 %
1 år	-6,34 %	14,54 %	-9,69 %	14,52 %
3 år	25,43 %	15,77 %	29,29 %	15,60 %
5 år	47,80 %	13,66 %	44,73 %	13,52 %
10 år	163,71 %	12,48 %	223,82 %	12,91 %
Från startdatum	695,02 %	14,04 %	506,01 %	15,49 %
Från startdatum per annum	10,52 %		9,08 %	

KOSTNADER, NYCKELTAL

1.7.2021 - 30.6.2022

Årliga avgifter	0,96 %
Avkastningsbunden provision	-
Transaktionskostnader	0,01 %
Totalkostnadsandel (TKA)	0,96 %
Portföljens omsättningshastighet	1,48 %
Tracking error	6,29 %
Företagens antal	27
Förmedlingsarvodet betalda till företag inom samma koncern	0,00 %
Närkretsens ägarandel (30.6.2022)	6,71 %
Storlek	97 889 850 €

"Hur borde vi tänka på aktiers risk?"

VÄRDEPAPPERSPLACERINGAR 30.6.2022

	Antal aktier		Aktiekurs valuta	euro	Marknads- värde EUR
TietoEVRY	160000		23,54	3 766 400	3,8%
Fortum	250000		14,45	3 611 250	3,7%
Vaisala	90000		39,50	3 555 000	3,6%
Lassila & Tikanoja	320000		10,64	3 404 800	3,5%
Nokian Tyres	220000		10,32	2 270 400	2,3%
Exel Composites	370000		5,90	2 183 000	2,2%
Oriola A & B	1000000		1,90	1 903 020	1,9%
Konecranes	75000		22,48	1 686 000	1,7%
Inhemska aktier				22 379 870	22,9%
Air Liquide	63935	129,04	129,04	8 250 172	8,4%
Costco	14000	469,84	452,07	6 329 029	6,5%
Fastenal	121000	49,71	47,83	5 787 463	5,9%
O'Reilly Automotive	9200	637,13	613,04	5 639 946	5,8%
Handelsbanken A	660000	87,14	8,12	5 356 917	5,5%
Progressive	45000	113,64	109,34	4 920 427	5,0%
Automatic Data Processing	23100	212,19	204,17	4 716 241	4,8%
John Deere	15500	300,65	289,28	4 483 859	4,6%
Tractor Supply	23000	195,56	188,17	4 327 798	4,4%
Sandvik	226000	166,20	15,48	3 498 589	3,6%
Novozymes	58500	418,50	56,26	3 290 979	3,4%
Orkla	415000	78,40	7,59	3 147 924	3,2%
TFF Group	82303	32,00	32,00	2 633 696	2,7%
Brembo	250000	9,05	9,05	2 262 500	2,3%
Harley-Davidson	60000	31,44	30,25	1 815 068	1,9%
Strategic Education	25000	68,03	65,46	1 636 438	1,7%
HHLA	120000	13,40	13,40	1 608 000	1,6%
Givaudan	350	3 315,10	3329,99	1 165 495	1,2%
Hennes & Mauritz	94000	122,62	11,42	1 073 600	1,1%
Utländska aktier				71 944 142	73,5%
AKTIER totalt				94 324 012	96,4%
Nettokassa				3 565 838	3,6%
FONDENS VÄRDE				97 889 850	100,0%
Antal andelar (A-korrigerat)				1 231 286,38	
Värde per A-andel				79,502	

FONDENS UTVECKLING

Aktiemarknaden fortsatte att försvagas under det andra kvartalet, närmast kanske för att inflationen accelererade och räntorna steg. Vårt jämförelseindex sjönk med -9,0 % och Phoebus sjönk med -8,3 %. Från årets början har indexet sjunkit -15,7 % och fonden -16,0 %.

Att en fond som investerar i mycket stabila bolag sjunker nästan i takt med marknaden är inte helt normalt, men en förklaring står att hitta senare i denna text.

Sedan starten har Phoebus avkastat +695,0 % och jämförelseindexet +506,0 %.

Jag försöker givetvis uppnå en avkastning som på lång sikt är bättre än marknaden, 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 andra kvartalet fler aktier i sex av våra bolag för 1,1 m€. I köpens storleksordning var bolagen Nokian Tyres, L&T, Deere, Konecranes, Exel Composites och Orkla. Dessutom köpte jag schweiziska Givaudan som nytt bolag för drygt en miljon euro.

Vi fick 0,8 m€ i dividender och ägarna placerade netto 0,2 m€ nya pengar i fonden. Därmed sjönk vår kassa till 3,6 % av fondens värde i slutet av juni. Det är en normal nivå.

HUR BORDE VI TÄNKA PÅ AKTIERS RISK?

Vår placering i Givaudan fick mig att fundera på hur man egentligen borde tänka på risken i aktieplaceringar? Det kan låta som en enkel fråga, men då man tänker noggrannare är den allt annat än enkel.

Oftast brukar akademiker och marknadsaktörer säga att avkastningens standardavvikelse eller "volatilitet" är den bästa riskmätaren. Alltså att en aktie vars kurs svänger mycket är mer riskfylld än en aktie, som är mer stabil. Men är det faktiskt så?

Jag började fundera på det eftersom såväl Givaudan som till exempel våra andra bolag Novozymes och ADP nog är mycket stabila då man ser på verksamheten, men alla högt värderade. Detsamma gäller många andra av våra bolag, såsom Air Liquide, Costco, Fastenal och O'Reilly, bara för att bara nämna några.

Stabilt lönsamma bolag har de senaste åren varit på mode, då många kapitalförvaltare har berättat att "strategier med låg volatilitet" har avkastat bättre än de traditionella akademiska modellerna skulle ha utvisat.¹

"If You Build It, They Will Come" sades det redan i filmen *Field of Dreams*, där Kevin Costner spelade huvudrollen. Och visst, ifall många av världens kapitalförvaltare säljer en idé så

tror väl många kunder säkert på den också. Men borde vi göra det?

Jag tycker inte det. Aktierna i stabilt avkastande men högt värderade bolag har ett gemensamt problem: de har en mycket stor risk åtminstone på kort sikt. Det beror på att om något händer med lönsamheten så kommer samtidigt resultatet att sjunka och värderingen att sjunka, om marknaden inte längre tycker att bolagen är så bra. Därför är "bra bolag" ofta benägna att uppvisa ganska stora kursvariationer åtminstone på kort sikt.

En stabil affärsverksamhet garanterar alltså inte alls att även aktiens volatilitet skulle vara låg. Det har många "lågvolatilitetsplaceringar" upplevt speciellt nu då räntorna stiger, och strategin är inte längre så populär som den var för några år sedan.

ANNAT PÅ LÅNG SIKT?

På lite längre sikt är ekvationen en helt annan, liksom alla framgångsrika företagare nog intuitivt begriper. Har det någon betydelse om en aktie svänger lite mera på kort sikt, så länge affärsverksamheten utvecklas positivt?

Då vi tänker på saken i årtionden istället för månader eller år så inser vi att det viktigaste är att våra bolag ständigt är mer lönsamma än sina konkurrenter, oberoende av konjunkturen, och att de kan fortsätta att växa lönsamt.

För en företagare ligger detta i ryggmärgen. Många aktieplaceringar, som inte har erfarenhet av företagande fattar dock inte att se på saken i årtionden, utan tänker kanske på aktier över bara ett år eller ännu kortare tid. Själv tror jag att så många därför ofta gör fel beslut.

Warren Buffett, som är VD och huvudägare i försäkringsbolaget Berkshire Hathaway, har sagt att aktieplaceringarnas risk inte beror på deras volatilitet, utan på att man inte vet vad man gör. Ifall man vet det tycker han att slutresultatet på lång sikt brukar bli bra.

Jag är inte så orolig för att vi Phoebus portfölj har en hel del aktier med hög värdering, ifall deras kvalitet är tillräcklig. Med kvalitet menar jag då att de kontinuerligt är mer lönsamma än sina konkurrenter, att de har en stark balansräkning och att de har en bra ledning.

Även sådana aktier kommer nog ibland att svänga mer än marknaden, liksom kanske just nu då räntorna stiger kraftigt. Men på lång sikt kommer vi att få njuta av att bolagen fortsätter växa lönsamt. Liksom Givaudan, Novozymes och ADP tror jag kommer att göra.

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

¹ Till exempel: <https://pages.stern.nyu.edu/~lpederse/papers/BettingAgainstBeta.pdf>

Givaudan

Vår nyaste placering är det schweiziska finkemikaliebolaget Givaudan, som är världsledande inom smak- och doftämnen närmast för livsmedels- och kosmetikbranscherna.

Givaudans världsmarknadsandel är cirka 22 % och dess huvudkonkurrenter är amerikanska IFF (m-andel 18 %), som gör annat också, samt det schweiziska familjebolaget Firmenich (15 %) och tyska börsnoterade Symrise (14 %). Tillsammans kontrollerar dessa fyra ungefär tre fjärdedelar av marknaden för smakämnen och två tredjedelar av marknaden för doftämnen.

Marknaden är oligopolistisk. Produkterna är skräddarsydda för kunderna och står för bara en liten andel av slutprodukts pris. Byteskostnaden för kunden är stor. Allt detta syns i en stabil lönsamhet. De fyra bolagens justerade driftsbidrag var i fjol 21 %, året innan 22 %. Givaudan är lite mer lönsamt än sina konkurrenter.

Jag har känt till Givaudan sedan början av 1990-talet, då det ännu var en del av läkemedelsbolaget Roche. Efter att Givaudan blev självständigt 2000 har jag tyckt att aktien varit för dyr – och jag haft fel. Aktien 21-faldigades 2000-2021 (utan dividender) och dividenden tiofaldigades. Aktien avkastade därmed 17-18 % per år.

Aktien är fortfarande inte billig, men den har i år sjunkit med -31 %. Beräknat på fjolårets resultat är P/E-talet 37x, men vi bör eliminera de avskrivningar som uppkommit från företagsköp och då är P/E-talet 32x. Det är högt, men inte längre helt sanslöst.

Speciellt inte då vi beaktar bolagets tillväxt och lönsamhet. De senaste 10 åren har Givaudans omsättning vuxit med 71 % och det justerade driftsbidraget har varierat mellan 20 % - 24 %. Sådär fina bolag finns det ganska få av.

Som bolag är Givaudan ganska liknande som Novozymes, som vi också äger: Världens ledande inom en liten nisch, med begränsad konkurrens. Stabil lönsamhet. Forskning utgör en stor del av omsättningen. Därför har de också liknande risker som aktier (se ovan), även om de verkar på helt olika produktmarknader.

Ätminstone hittills. En likhet är också att båda har stabila långsiktiga ägare. Novozymes huvudägare är Novostiftelsen, Givaudans huvudägare med 14 % är Bill och Melinda Gates stiftelse. Efter att IFF i fjol köpte DuPonts finkemikalier, till vilka hör även Novozymes största konkurrent Genencor, så skulle jag inte bli förvånad ifall Givaudan och Novozymes ännu någon gång skulle hitta varandra.

Men vår placering beror absolut inte på att jag skulle tro att Givaudan blir uppköpt. Utan bara på att ett fint bolag som jag har följt i närmare 30 år tack vare turbulensen på aktiemarknaden nu äntligen blev åtminstone någotsånär vettigt värderat.

Mina tidigare fel med Givaudan är inte unika. Jag har tidigare berättat att jag även tittade på åländska Chips i årtal, tills jag äntligen köpte aktien. Sedan köpte ju Orkla hela bolaget mycket dyrare. Jag har försökt lära mig av dessa, att ett bolags kvalitet ganska ofta är mycket viktigare än dess värdering för stunden.

Liksom alltid bygger jag nya positioner långsamt och Givaudan är ännu en av våra minsta placeringar. Jag kommer gradvis att öka dess vikt i portföljen.



Jag presenterade senast Automatic Data Processing, vårt amerikanska outsourcingbolag för löneberäkning och annan HR-verksamhet, i rapporten 1/2019 för drygt tre år sedan. Jag konstaterade då att aktien var ganska dyr (P/E 31x) men att jag inte var så orolig för det, eftersom bolaget är ett av våra allra bästa.

Sedan dess har ADP inklusive dividender i euro avkastat +53 % samtidigt som Phoebus och jämförelseindexet båda har avkastat +31 %. ADP:s värdering har dock inte stigit, utan dess värdering på årets (7/2022-6/2022) resultat är ännu 31x. Avkastningen har kommit från att affärsverksamheten har vuxit och från dividenderna, samt en lite starkare dollar.

ADP:s affärsverksamhet är mycket stabil. Bolaget räknar lönerna för dess 920 000 kunders 38 miljoner anställda år efter år, över 92 % av kontrakten förnyas årligen. Det gör verksamheten lätt att prognosticera. Rörelsemarginalen har på 33 år (som jag har data) varierat bara mellan 17,4 % och 23,9 %. Det just avslutade räkenskapsåret var den 23 %. Då vi eliminerar femtedelen av omsättningen som är genomfakturering är marginalen nästan 30 %.

Tillväxten har också varit god och har inte krävt stora investeringar. Sedan 1990 har omsättningen 9,6-faldigats eller vuxit 7,3 % per år, utan större företagsköp. På 33 år har ADP använt 9 miljarder dollar för organisk tillväxt och bara knappt 2 miljarder netto för företagsköp. Samtidigt har bolaget delat ut över 36 miljarder till sina ägare.

Tillväxtpotential finns. Idag kommer bara 10 % av omsättningen utanför Nordamerika (närmast Europa). Ett viktigt element för omsättningen och resultatet är att ADP har cirka 30 miljarder i korta kundmedel (närmast skatter), för vilka det får räntor. De senaste åren har räntorna på kundmedlena varit små, men nu då räntorna stiger blir de bättre. Inte direkt.

Mest fascinerad är jag av hur väl bolagets ledning har skötts. Carlos Rodriguez har nu varit VD i 11 år och är först den sjätte VD:n i bolagets över 70-åriga historia. Ledarna har alltid valts inifrån. Tidigare VD:n Gary Butler var kanske fel val, men bolagets starka kultur stötte ut honom så snart det blev uppenbart.

Vi har ägt ADP nästan ända sedan fonden startade, i över 20 år. Under den tiden har resultatet ökat med hela 7,3 % per år. Aktien har under hela perioden avkastat bättre än index, trots att den under de tre första åren som vi ägde den 2001-2004 var katastrofalt dålig (-49 % för ADP mot +8 % för jämförelseindexet). Det berodde på att värderingen nästan halverades samtidigt som dollarn försvagades mot euron. Resultatet utvecklades dock även då helt bra.

Så ADP är ett ganska bra exempel på vad jag menade ovan, att även ett lysande bolags aktie kan vara mycket riskabel på kort sikt. Men på längre sikt kommer alltid affärsverksamhetens utveckling att vara mycket viktigare för avkastningen än de kortsiktiga kurssvängningarna, så de bästa bolagen blir nog oftast de bästa placeringarna på lång sikt.

Bolagets vikt i vår portfölj är nu 4,8 % och jag kan inte just öka den. Tvärtom har jag varit tvungen att sälja lite aktier i ADP de senaste åren för att fonden inte skulle överstiga sina diversifieringsregler. Det tycker jag är ett positivt problem.