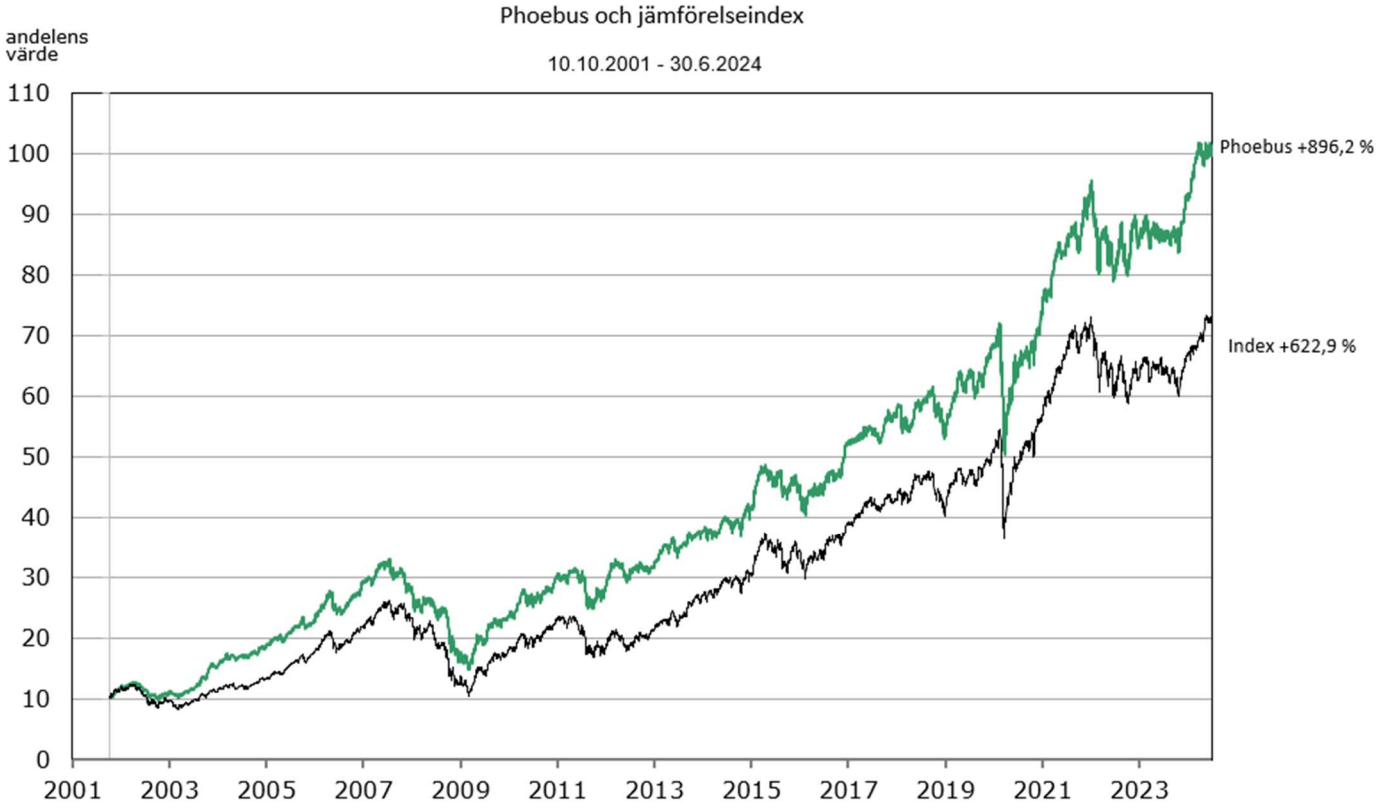
Seligson & Co Phoebus

Kvartalsrapport Q2 / 2024



AVKASTNING OCH RISK 30.6.2024	FONDEN		JÄMFÖRELSEINDEX 60% OMX Helsinki Cap GI, 40% MSCI AC World NDR	
	Avkastning	Volatilitet	Avkastning	Volatitlitet
3 mån.	-2,05 %	8,54 %	3,68 %	7,29 %
Från årets början	6,72 %	7,81 %	8,26 %	7,27 %
1 år	14,43 %	7,92 %	12,65 %	8,33 %
3 år	17,35 %	11,91 %	7,73 %	11,78 %
5 år	57,17 %	13,85 %	54,23 %	13,67 %
10 år	151,87 %	12,68 %	147,01 %	12,61 %
20 år	478,32 %	14,08 %	490,32 %	15,00 %
Från startdatum	896,16 %	13,75 %	622,89 %	15,09 %
Från startdatum per annum	10,64 %		9,09 %	

KOSTNADER, NYCKELTAL	1.7.2023 - 30.6.2024
Årliga avgifter	0,95 %
Avkastningsbunden provision	-
Transaktionskostnader	0,01 %
Totalkostnadsandel (TKA)	0,96 %
Portföljens omsättningshastighet	-8,25 %
Tracking error	6,56 %
Företagens antal	27
Förmedlingsarvoden betalda till företag inom samma koncern	0,00 %
Närkretsens ägarandel (30.6.2024)	6,51 %
Storlek	126 690 353 €

"Oftast följer god lönsamhet av att man gör de stora sakerna rätt och håller koll på kostnaderna."

VÄRDEPAPPERSPLACERINGAR 28.6.2024

	Antal aktier	Aktiekurs valuta	euro	Marknads-värde EUR	Vikt i fonden
Konecranes	75000		53,50	4 012 500	3,2%
Fortum	285000		13,85	3 947 250	3,1%
Vaisala	92000		40,05	3 684 600	2,9%
Lassila & Tikanoja	365918		8,76	3 205 442	2,5%
TietoEVRY	165000		18,19	3 001 350	2,4%
Nokian Tyres	340000		7,65	2 601 000	2,1%
Oriola A & B	1599857		0,92	1 466 511	1,2%
Exel Composites	3780000		0,30	1 130 220	0,9%
Inhemska aktier				**23 048 872**	**18,2%**
Air Liquide	63494	161,76	161,76	10 270 789	8,1%
Costco	12500	850,62	794,75	9 934 364	7,8%
O'Reilly Automotive	8500	1 057,42	987,97	8 397 711	6,6%
Fastenal	135000	63,33	59,17	7 987 994	6,3%
Handelsbanken A	800000	100,95	8,88	7 104 214	5,6%
Progressive	30000	211,35	197,47	5 924 040	4,7%
Tractor Supply	23000	267,55	249,98	5 749 463	4,5%
Automatic Data Processing	24000	237,30	221,71	5 321 125	4,2%
Sandvik	260000	212,60	18,70	4 862 464	3,8%
Givaudan	1025	4 293,00	4456,28	4 567 685	3,6%
John Deere	12500	376,79	352,04	4 400 519	3,5%
Novonesis	70000	424,10	56,87	3 980 611	3,1%
Orkla	460000	85,90	7,54	3 467 722	2,7%
TFF Group	82303	40,30	40,30	3 316 811	2,6%
Brembo	300000	10,33	10,33	3 099 600	2,4%
Eurofins	65000	46,77	46,77	3 040 050	2,4%
Strategic Education	25000	108,80	101,65	2 541 344	2,0%
Harley-Davidson	60000	33,40	31,21	1 872 372	1,5%
Hennes & Mauritz	100000	166,25	14,62	1 462 451	1,2%
Utländska aktier				**97 301 329**	**76,8%**
AKTIER totalt				**120 350 202**	**95,0%**
Nettokassa				**6 340 152**	**5,0%**
FONDENS VÄRDE				**126 690 354**	**100,0%**
Antal andelar (A-korrigerat)				1 271 784,14	
Värde per A-andel				**99,616**	

FONDENS UTVECKLING

Det andra kvartalet var Phoebus näst sämsta under fondens historia, jämfört med marknaden. Jämförelseindexet steg med +3,7 %, men fonden sjönk med -2,0 %. Något speciellt skäl har jag inte hittat, men de långa räntorna fortsatte stiga, vilket kanske påverkade våra stabila bolags värderingar. Finlands 10 års ränta steg med 27 bps.

Från årets början har Phoebus avkastat +6,7 % och indexet +8,3 %. Sedan starten har Phoebus avkastat +896,2 % och jämförelseindexet +622,9 %.

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 kvartalet sålde jag igen aktier i Progressive för 0,2 m€ så att vi inte skulle bryta mot diversifieringsreglerna. Vi deltog i Exel Composites emission med vår 0,8 m€ andel. Dessutom köpte jag fler aktier i tio av våra bolag för totalt 2,9 m€ (i köpens storleksordning Eurofins, Fastenal, Sandvik, Orkla, O'Reilly, Nokian Tyres, Brembo, Oriola, Vaisala och Givaudan).

I utdelningar fick vi 0,9 m€ och ägarna placerade netto 3,6 m€ nya pengar i fonden, så vår kassa ökade och var i slutet av juni 5,0 % av fondens värde. Det är lite för mycket.

HUR IDENTIFIERAR MAN EN BRA LEDNING?

Jag söker världens bästa bolag för Phoebus (med en preferens för Norden) och mina kriterier är konkurrenskraft, tillväxt, skuldsättning och framför allt ledningen. Och förstås värderingen. Kunderna frågar ofta hur man hittar en bra ledning? Det är svårt, det finns ingen formel.

Med ledning menar jag inte bara VD, utan hela kedjan från huvudägaren via styrelsen till VD och hans underställda, av vilka någon kanske en dag blir nästa VD – kontinuitet är viktig.

Utan en klar huvudägare finns det sällan en bra ledning. Om inte huvudägarens röst hörs klart och tydligt i styrelsen är bolaget oftast inte bra skött. I valet av styrelsen skulle jag glömma byråkratin (såsom könsfördelningar), och välja människor som har affärskunnande och tillräckligt mycket egna pengar investerat i bolaget, för att täcka många års styrelsearvoden. Annars tror jag inte att man kan vara "oberoende".

Costcos tidigare VD Jim Sinegal sade att "även om du var grön och hade fyra ben, men kan leda ett varuhus, så skulle jag anställa dig direkt". Meritokrati före byråkrati alltså, och det tycker jag att också gäller styrelser. Sinegal berättade samtidigt, att Costco anställer 100 % av sina ledare internt. Så grodan[1] fick nog börja med att fylla hyllorna.

Om huvudägaren är långsiktig och styrelsen har lagt sina egna pengar i bolaget så hittar de oftast en bra VD. Sedan ger de honom som viktigaste uppgift att skola sin efterträdare. I Finland funkar det sällan så om jag har förstått rätt, men jag vet inte varför?

I bra VD:ar söker jag samma som företagskonsulten Jim Collins i sin fina bok "Good to Great". Alltså människor, som brinner för att utveckla bolaget, men som inte har för stort ego, utan även kan delegera ansvar. Nästan alla världens bästa bolags organisationer är decentraliserade, för att det leder till att besluten fattas närmare kunderna, vilket gör kunderna nöjdare och för att det ökar personalens trivsel, då man själv får ta ansvar. Ofta ökar det också kostnadseffektiviteten, då det inte finns onödiga kostnader för centralledningen.

Ledningens främsta uppgift är att hålla kunderna nöjda och den följande är att hålla personalen nöjd. Man kan mäta båda med gallupar, men kontinuiteten är en mer exakt måttstock. För personalen hittar man den ofta i publika dokument, för kunderna inte. Nästan alla världens bästa bolag rekryterar internt, vilket ger nöjdare personal. Ledningens kontinuitet berättar mycket om styrelsen och styrelsens berättar mycket om huvudägaren.

Ledningens tredje viktiga uppgift – goda samhällsrelationer – kan mätas med betalda skatter eller genom hur stolt bolaget är över att vara sin hembygds största skattebetalare. Positiva exempel är Ponsse i Vieremä eller Olvi i Idensalmi. Ett sämre exempel är Olof Faxander, som då han var VD för Sandvik ville flytta huvudkontoret från Sandviken i Gävle till Stockholm (han sparkade också alla sina underlydande och tog nya utifrån).

Varför nämnde jag inte lönsamheten som en av ledningens viktigaste uppgifter? För att god lönsamhet oftast följer av att man gör de stora sakerna rätt och håller koll på kostnaderna. Därför kan inte lönsamhet vara bolagets enda mål tycker jag, utan det är på sätt och vis en belöning för ett gott arbete.

Att söka en bra ledning är ett pussel där ingen är fullständig. Men av våra bolag är åtminstone Costco, O'Reilly, Fastenal, Progressive, ADP, Sandvik, TFF, Brembo och Eurofins ganska nära. Och våra andra är inte helt dåliga heller.

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

[1] Skribenten har inget emot grodor, utan skulle gärna se en åkergroda.

Vår tredje största placering, den amerikanska försäljaren av bilreservdelar O'Reilly Auto Parts, är ett exceptionellt väl lett bolag. Det konkurrerar med kundnöjdhet, dess ledning är decentraliserad, rekryteringarna sker internt och högsta ledningens kontinuitet är god.

I början av året fick bolaget sin fjärde VD under sin 31 års historia på börsen - 45-årige Brad Becham, som började hos O'Reilly som 18-åring 1996. De tre tidigare VD:arna sitter alla ännu i styrelsen, så kontinuiteten är säkrad.

Branschen är hårt konkurrerad och O'Reillys andel är bara 10 %, så vägen till framgång är bättre kundservice än hos konkurrenterna. För cheferna i O'Reillys 6.000 butiker gäller ett råd över andra: "Run It Like You Own It". Ansvar delegeras alltså bra.

Det har fungerat. Sedan listningen 1993 har försäljningen per butik eller rörelseresultatet inte ett enda år sjunkit. Branschen är inte konjunkturkänslig, men bedriften är ändå ganska unik inom en bransch som inte växer särdeles fort.

Jag presenterade senast bolagt i rapporten 4/2020 och sade då att det nog är ett av våra bästa. Jag har inte behövt ångra mig. Efter det har aktien i euro avkastat +168 % samtidigt som Phoebus har avkastat +35 % och jämförelseindexet +27 %. Avkastningen kommer främst från att verksamheten har gått bra. Antalet butiker har på fyra år ökat +13 %, försäljningen per butik +38 %, omsättningen +56 %, rörelseresultatet +66 % och nettoresultatet +68 %. Resultatet per aktie har på fyra år ökat +115 % tack vare återköp av aktier.

Jag köpte ursprungligen O'Reilly åt oss för sju år sedan, då aktien hade sjunkit -40 % bara för att placerarna fick för sig att Amazon skulle erövra marknaden. Men bilreservdelar säljs främst till serviceverkstäder, för vilka teknisk service och leveranssäkerhet är viktigare än priset. O'Reilly levererar som bäst varor från sina centrallager till butikerna sex gånger per dag, och jag tror inte att Amazon klarar det (eller klarar samma tekniska service).

Såtillvida är O'Reilly ett intressant bolag – och pedagogiskt för aktievärdering – att dess eget kapital är ett par miljarder dollar negativt. Det beror inte på dålig lönsamhet, utan på att bolaget de senaste tio åren har köpt tillbaka 42 % av sina aktier för 19 miljarder dollar, då resultatet och kassaflödet har varit 15 miljarder. Trots det är nettoskulden inte alarmerande, i fjol var den lite under 1,5x driftsbidraget.

Men bolaget är ett bra exempel på att då man värderar aktier bör man inte stirra på nyckeltal, som tex. pris/substansvärde. Det är för O'Reilly oändligt högt (faktiskt lite högre!), men det betyder i sig inte att aktien skulle vara speciellt dyr.

För detta, ett av världens bäst skötta bolag, betalar vi nu 27,5x fjolårets resultat eller 25,4x det resultat som bolaget förväntar sig för i år. Det är inte helt billigt, men jag tycker inte att O'Reilly är övervärderat heller, givet sin kvalitet. Men dess vikt i vår portfölj är redan 6,6 %, som jag tycker att är tillräcklig.

Ofta lönar sig tålamod. Då jag senast presenterade vår franska producent av vin- och alkoholtunnor TFF Group i rapporten 4/2020 var jag ledsen för att produktionen av bourbontunnor i USA hade sänkt resultatet med -20 % och aktien med -22 %, fast jag hade hoppats att verksamheten skulle bli lönsam redan 2018.

Vi fick lida ännu två år till, men i fjol vände äntligen resultatet i USA och hela bolagets rörelseresultat mer än fördubblades. Rörelsemarginalen som 1998-2018 var över 19 %, men som 2019-2022 sjönk under 14 %, var därför igen 18 %.

Det har synts i aktiekursen. Sedan jag senast presenterade bolaget har TFF med dividender avkastat +55 %, samtidigt som Phoebus har avkastat +35 % och indexet +27 %.

Bourbontunnorna är ingen guldgruva ännu. I fjol stod de för 37 % av TFF:s omsättning och 30 % av driftsbidraget (27,5 m€). Jag tror TFF har investerat cirka 260 m€ i verksamheten, så den kassabaserade avkastningen är bara knappa 11 %. Det största problemet torde vara att personalomsättningen i USA ännu är 50 % per år, vilket skadar produktiviteten betydligt. Då personalens omsättning minskar borde resultatet förbättras.

Tyvärr publiceras TFF:s resultat för 2023/24 strax efter att den här publikationen går i tryck, så min timing för presentationen är lite dålig. Men första halvåret tycker jag indikerar att resultatet inte märkbart kommer att ändras. Vintunnorna går nog lite sämre på grund av sämre skördar, medan alkoholtunnorna (bourbon och whisky) verkar förbättras lite.

Bolagets p/e-tal för perioden 2022/23 är 16,5x och antagligen ungefär samma för 2023/24. Det är inte helt billigt, men verksamheten i USA borde ännu kunna förbättras ganska mycket. Samtidigt bör vi notera att TFF är klar marknadsledare i vintunnor i världen med över 25 % andel, och snart en av de ledande för bourbontunnor också. Och att verksamheten är ganska stabil. Tunnorna ger ju smaken åt vinet, så man byter dem helst inte, speciellt inte om man gör dom allra bästa vinerna.

Familjen François äger 71 % av bolaget och Phoebus äger 0,38 %. Aktien är inte alls likvid. Därför är TFF en ganska annorlunda placering för oss, vars vikt jag knappast kommer att öka mycket. Nu väger TFF 2,6 % i vår portfölj.

Men jag gillar hur de bästa familjebolagens ägare ser sina bolag som kronjuveler och utvecklar dem i decennier. TFF:s VD Jérôme François berättade i sex år att verksamheten i USA nog kommer att bli lönsam, fast aktiemarknaden inte trodde på honom.

Han hade rätt. Ofta lönar sig tålamod.