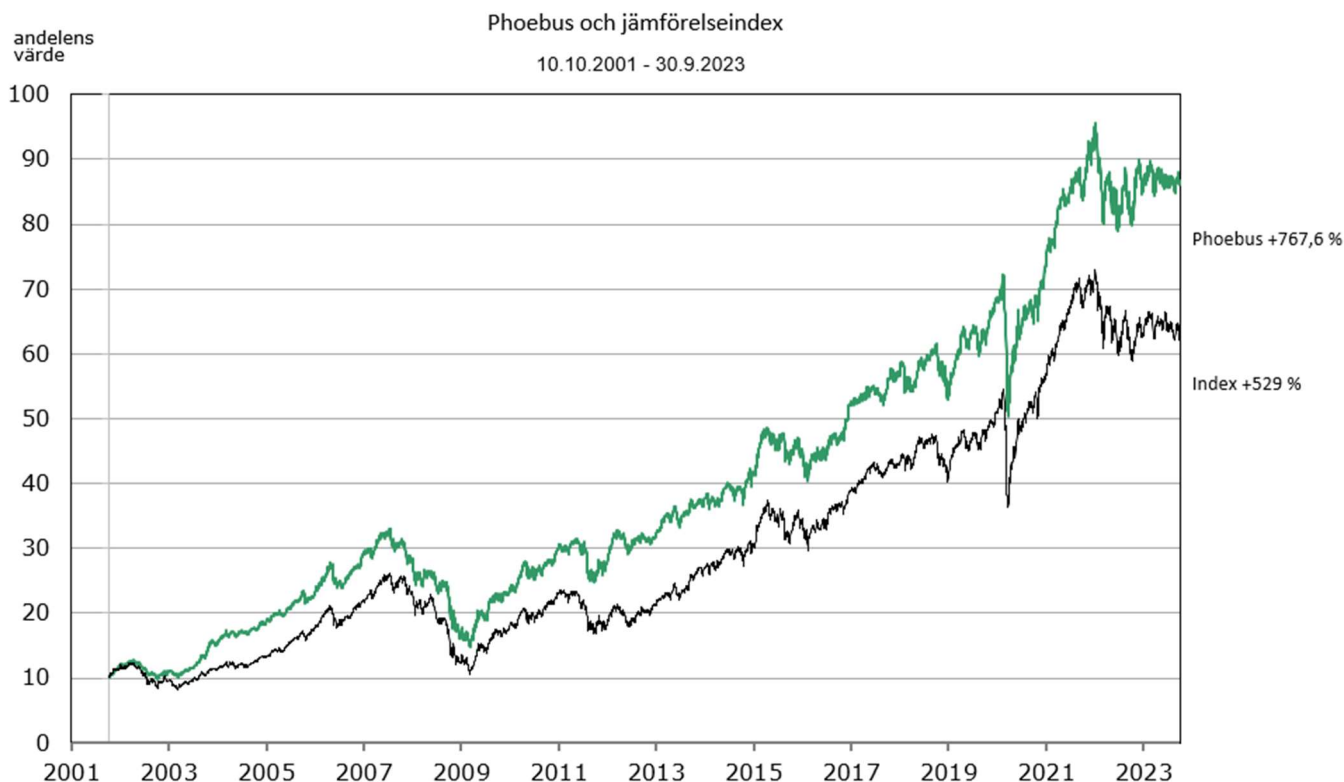


Seligson & Co Phoebus

Kvartalsrapport Q3 / 2023



AVKASTNING OCH RISK

FONDEN

JÄMFÖRELSEINDEX

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

30.9.2023

	Avkastning	Volatilitet	Avkastning	Volatilitet
3 mån.	-0,34 %	7,48 %	-1,99 %	8,54 %
Från årets början	1,71 %	9,55 %	0,35 %	9,50 %
1 år	8,05 %	10,74 %	6,45 %	10,34 %
3 år	30,73 %	12,39 %	21,49 %	12,25 %
5 år	41,21 %	14,14 %	33,36 %	13,97 %
10 år	134,76 %	12,70 %	146,79 %	12,72 %
20 år	558,64 %	14,14 %	510,45 %	15,05 %
Från startdatum	767,56 %	13,90 %	528,96 %	15,27 %
Från startdatum per annum	10,33 %		8,72 %	

KOSTNADER, NYCKELTAL

1.10.2022 - 30.9.2023

Årliga avgifter	0,95 %
Avkastningsbunden provision	-
Transaktionskostnader	0,00 %
Totalkostnadsandel (TKA)	0,95 %
Portföljens omsättningshastighet	-9,26 %
Tracking error	6,58 %
Företagens antal	27
Förmedlingsarvoden betalda till företag inom samma koncern	0,00 %
Närkretsens ägarandel (30.9.2023)	6,32 %
Storlek	113 641 750 €

*"Priset är vad du betalar,
värdet är vad du får."*

VÄRDEPAPPERSPLACERINGAR 30.9.2023

	Antal aktier	Aktiekurs valuta		euro	Marknads- värde EUR
TietoEVRV	165000		21,24	3 504 600	3,1%
Lassila & Tikanoja	335000		9,70	3 249 500	2,9%
Vaisala	90000		33,70	3 033 000	2,7%
Fortum	250000		11,08	2 770 000	2,4%
Konecranes	75000		31,60	2 370 000	2,1%
Nokian Tyres	300000		7,42	2 225 400	2,0%
Exel Composites	400000		3,38	1 352 000	1,2%
Oriola A & B	1200000		0,97	1 161 600	1,0%
Inhemska aktier				19 666 100	17,3%
Air Liquide	63935	161,40	161,40	10 319 109	9,1%
O'Reilly Automotive	9200	917,41	865,81	7 965 432	7,0%
Fastenal	133000	55,65	52,52	6 985 136	6,1%
Costco	13000	568,63	536,65	6 976 397	6,1%
Handelsbanken A	720000	97,98	8,51	6 126 835	5,4%
Automatic Data Processing	23100	243,31	229,62	5 304 323	4,7%
Progressive	39000	140,41	132,51	5 167 978	4,5%
John Deere	12500	384,73	363,09	4 538 623	4,0%
Tractor Supply	23000	203,42	191,98	4 415 496	3,9%
Sandvik	247000	202,60	17,60	4 346 129	3,8%
TFF Group	82303	43,00	43,00	3 539 029	3,1%
Givaudan	1013	3 028,00	3131,53	3 172 238	2,8%
Orkla	432000	80,28	7,14	3 084 315	2,7%
Brembo	250000	11,94	11,94	2 985 000	2,6%
Novozymes	65000	285,30	38,26	2 486 858	2,2%
HHLA	140000	16,78	16,78	2 349 200	2,1%
Harley-Davidson	60000	32,94	31,09	1 865 232	1,6%
Strategic Education	25000	75,61	71,36	1 783 928	1,6%
Hennes & Mauritz	100000	154,54	13,42	1 342 169	1,2%
Utländska aktier				84 753 428	74,6%
AKTIER totalt				104 419 528	91,9%
Nettokassa				9 222 223	8,1%
FONDENS VÄRDE				113 641 750	100,0%
Antal andelar (A-korrigerat)				1 309 904,72	
Värde per A-andel				86,756	

FONDENS UTVECKLING

Aktiemarknaden förblev lite deppig under det tredje kvartalet. Vårt jämförelseindex sjönk med -2,0 % och Phoebus sjönk med -0,3 %. Från årets början har Phoebus avkastat +1,7 % och indexet +0,3 %. Sedan start har Phoebus avkastat +767,6 % och indexet +529,0 %.

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 köpte under kvartalet mer aktier i sex av våra bolag (i köpens storleksordning Nokian Tyres, HHLA, Oriola, Nozozymes, TietoEVRY och Exel Composites).

Vi fick 0,4m€ i dividender och ägarna placerade netto 2,0 m€ i fonden, så kassan ökade och var i slutet av september 8,1 % av fondens värde. Det är för mycket, men jag vill höra vad fondens största ägare LokalTapiola tänker innan jag köper mer aktier.

VÄRDE OCH PRIS

Vi läser ofta i ekonomisk media att bolagets x värde har sjunkit med -x % eller bolagets y värde har stigit med +y %. Jag smålar då lite, för värde och pris är inte alltid samma sak. Som Warren Buffett har sagt: "priset är vad du betalar, värdet är vad du får".

Oftast går de hand i hand. Nobelisten Eugene Fama lanserade redan 1970 sin teori om effektiva marknader, enligt vilken all offentlig information återspeglas i placeringsobjektens kurser. Han har oftast rätt.

Men inte alltid. Ju mindre likvida placeringar vi talar om, desto oftare kan priset och värdet vara helt olika saker. Det finns många exempel.

Det nyaste var då världens största containerfraktbolag MSC erbjöd sig att köpa vår hamnterminal Hamburger Hafen und Logistik (HHLA) för 16,75 euro per aktie. Det var ett premium på 45 % mot dagen innan, eller ett premium på 65 % mot slutet av augusti, då spekulationer inte ännu hade höjt kursen. Ändå reflekterar inte budet hela värdet, tycker jag.

Under Phoebus historia har nio av våra bolag köpts ut från börsen (Air Liquide Japan, Instrumentarium, Scania, Chips, Vacon, Puuharyhmä, Seco Tools, Tikkurila och nu kanske HHLA). Desutom har fem av våra bolag köpts efter att jag redan hade sålt dem. (Mondavi, Tamfelt, Verisure, Niscayah och Ekokem).

Då Phoebus i 22 år har haft placeringar i bara ett 60-tal bolag har alltså över en femtedel köpts från börsen, oftast med en stor premie. Så jag tycker att jag ganska bra har lyckats identifiera sådant värde, som inte alltid har syntits i aktiekurserna.

Ett annat exempel kom från St Michel. Jag har sedan 2005 ägt andelar i St Michels telefonförening MPY, närmast för att min stuga är i dess verksamhetsområde och för att jag kunde köpa andelarna för dryga 600e, då jag tyckte att deras värde var cirka 1 500e.

Bolaget förstörde värde genom dumma företagsköp och de tidigare styrelserna respekterade inte alltid sina ägare. Jag tyckte att värdet sjönk till cirka tusen euro, men jag kunde ha sålt mina andelar för bara 139e. Så jag höll dem och hoppades på det bästa.

Då Andelsbankens tidigare chef Reijo Karhinen blev ordförande fixade han saken. En infrastrukturfond erbjöd sig i maj att köpa bolaget för cirka 4 000e per andel. Med andelsröntorna har MPY faktiskt varit en ännu bättre placering för mig än Phoebus, fast jag inte skulle ha trott det i 18 år. Men dess värde såg jag alltid.

VÄRDE ELLER TILLVÄXTPLACERINGAR – ELLER BÅDA?

Hur avviker då värdeplaceringar från tillväxtplaceringar, och vilkendera gör Phoebus? Jag tycker inte att de på något sätt utesluter varandra. För att igen citera Warren Buffett så är de snarare kopplade till varandra.

Han har helt rätt. Värde uppstår bäst ifrån av att ett bolag växer. MPY var ett undantag, eftersom dess 106 telemasters hyror är en stabil intäkt, som infrafonder gillar.

I Phoebus uppskattar jag stabila resultat och tillväxt. Vi är långsiktiga placerare och utan tillväxt är det svårt att öka bolagets värde på lång sikt. Samtidigt är bolag som förväntas ha "hypertillväxt" farliga, därför att deras värderingar ofta reflekterar sådana förväntningar om framtiden som oftast inte kommer att förverkligas.

Kanske Phoebus kunde kallas för en fond som söker moderat tillväxt, som inte återspeglas i placeringens pris? Eugene Fama hade absolut inte fel, men ju mindre likvida placeringar vi talar om, desto mer sannolikt kan värde och pris vara olika. Och då bör vi fokusera på värdet.

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



Däckstillverkaren Nokian Tyres har av våra bolag lidit mest av kriget i Ukraina, då bolaget förlorade största delen av sin produktion med fabriken i Ryssland. Jag presenterade senast bolaget i rapporten 1/2020 och efter det har aktien med dividender avkastat -51 % samtidigt som Phoebus har avkastat +58 % och vårt jämförelseindex +54 %.

Den största effekten har syns 2022-23, då Nokian Tyres avkastning med dividender har varit -75 %, Phoebus -8 % och indexet -13 %. Phoebus har alltså gått bättre än index, trots att Nokian Tyres har belastat fondens avkastning med tre procentteheter. Det är ett konkret exempel på att tillräcklig diversifiering lönar sig.

Men i fortsättningen då – är allt nu förlorat, eller skall vi ännu äga Nokian Tyres? Jag tycker att vi bör och sedan kriget bröt ut har jag faktiskt ökat vårt ägande med nästan 90 %. Varför?

Först är det viktigt att förstå att Nokian Tyres säljer konsumentprodukter. I dem är varumärket och distributionen relevanta konkurrensfördelar, inte tillverknings. Då tre fjärdedelar av kapaciteten försvinner över en natt tar den givetvis tid att ersätta. Men för konkurrensläget borde det inte ha stor betydelse, bara bolaget får annan kapacitet istället.

Jag kritiserade senast bolagets ledning (vilket är sällsynt för mig) och jag var nöjd att VD:n byttes bara ett par månader senare. Jukka Moisio har gjort ett bra jobb från svåra utgångspunkter. Först kom coronakrisen och sedan kriget i Ukraina.

Bolaget miste sin viktigaste fabrik i Ryssland (fick dock 285 m€ för den), men har redan ökat kapaciteten i Finland och USA samt underleveranser. Om ett drygt år startar den nya fabriken i Rumänien. Ens alla tillsammans kompenserar inte helt den tidigare volymen, men å andra sidan kommer den ryska marknaden, som stod för nästan 40 % av försäljningen som bäst nog att vara stängd ganska länge ännu, så lika mycket kapacitet behövs inte.

Bolaget eftersträvar en omsättning på 2 miljarder euro och en rörelsemarginal på 15 %, som jag tycker verkar helt realistiska, då verksamheten har stabiliserats kanske 2026-2027.

Och värderingen då? Med nuvarande aktiekurs är Nokian Tyres marknadsvärde bara en miljard euro. Lite nettoskuld kommer bolaget att ha en tid, trots att nästan hälften av investeringen (650 m€) i den nya fabriken täcks av priset för den ryska fabriken. Men bolaget var som tur skuldfritt tidigare – eller kanske det inte var tur utan skicklighet?

Ifall allt skulle gå som i TV-serien Strömsö (där alla alltid är lyckliga) så köper vi alltså nu bolaget för 3-4x det framtida rörelseresultatet. Sällan går allt perfekt, men den nuvarande värderingen lämnar mycket utrymme för besvikelser tycker jag. Vi bör bara ha tålamod att vänta på att dagens beslut börjar synas i resultatet om några år.

Därför är jag nöjd med vår placering. Nokian Tyres väger bara 2,0 % i vår portfölj efter kursnedgången, trots att jag har köpt mer aktier. Vikten kunde vara lite större.



Ett annat bolag vars analys kommer att vara svår en tid är vår danska producent av industrienzymmer Novozymes. Jag presenterade senast bolaget i rapporten 2/2020 och berättade då att jag var nöjd med lönsamheten, men inte såg tillväxt. Dessutom undrade jag varför bolaget genom företagsköp hade riktat in sig på naturprodukter för människor?

Då Novozymes i december i fjol berättade om sin plan att fusioneras med danska Chr. Hansen behövde jag inte undra längre. Det var ett mycket logiskt val. Chr. Hansen är världsledande inom probioter – alltså bakterier som mejerierna använder, såsom Gefilus, som Chr. Hansen köpte av finska Valio 2016. Novozymes är överlägsen världsmarknadsledare inom industriella enzymer.

Båda baseras på biologi och båda bolagen har länge varit mycket lönsamma och satsat kraftigt på forskning. Nätsidan för fusionen, som heter "Power of Biology" säger mycket. Inget annat bolag i världen kommer ens nära samma kunnande.

Sedan jag senast presenterade bolaget har Novozymes varit en dålig placering. Aktien har inklusive dividender avkastat -21 % samtidigt som Phoebus har avkastat +36 % och indexet +31 %. Men som bolag har Novozymes inte varit dåligt. På tre år har rörelseresultatet ökat med +15 % och vinsten per aktie med +20 %.

Den usla kursutvecklingen beror på att aktien tidigare var dyr, liksom jag senast berättade (p/e 40x). Då räntorna var noll köpte många placerare dessa stabilt lönsamma bolag som ett alternativ till ränteplaceringar (varför vet jag inte?). Då räntorna blev mer normala normaliserades också de här stabilt lönsamma bolagens värderingar.

Då resultatet växer och kursen sjunker minskar värderingen mycket snabbt. Novozymes är inte längre särskilt dyrt. Beräknat på fjolårets resultat är p/e-talet 22x, vilket är ganska lågt för ett bolag av denna kvalitet. En bidragande faktor är säkert att marknaden är lite orolig för hur länge integrationen av Chr. Hansen kommer att röra till resultaten, men jag är inte särskilt orolig. Bolagen passar mycket bra ihop tycker jag.

Framförallt är jag glad att nya VD:n Ester Baiget nu verkar ha gjort ett bra strategiskt val med Chr. Hansen, då jag senast lite undrade varför hon ville expandera till probioter för människor, där Novozymes inte hade några konkurrensfördelar?

Novozymes väger bara 2,2 % i vår portfölj och placeringen kunde vara större. Å andra sidan representerar vår schweiziska producent av doft- och smakämnen Givaudan, som väger 2,8 % i portföljen samma typ av placeringsrisk, alltså kontinuerligt lönsamma men (åtminstone tidigare) dyra bolag. Deras gemensamma vikt får inte vara för stor, men ännu finns det lite utrymme att öka den.