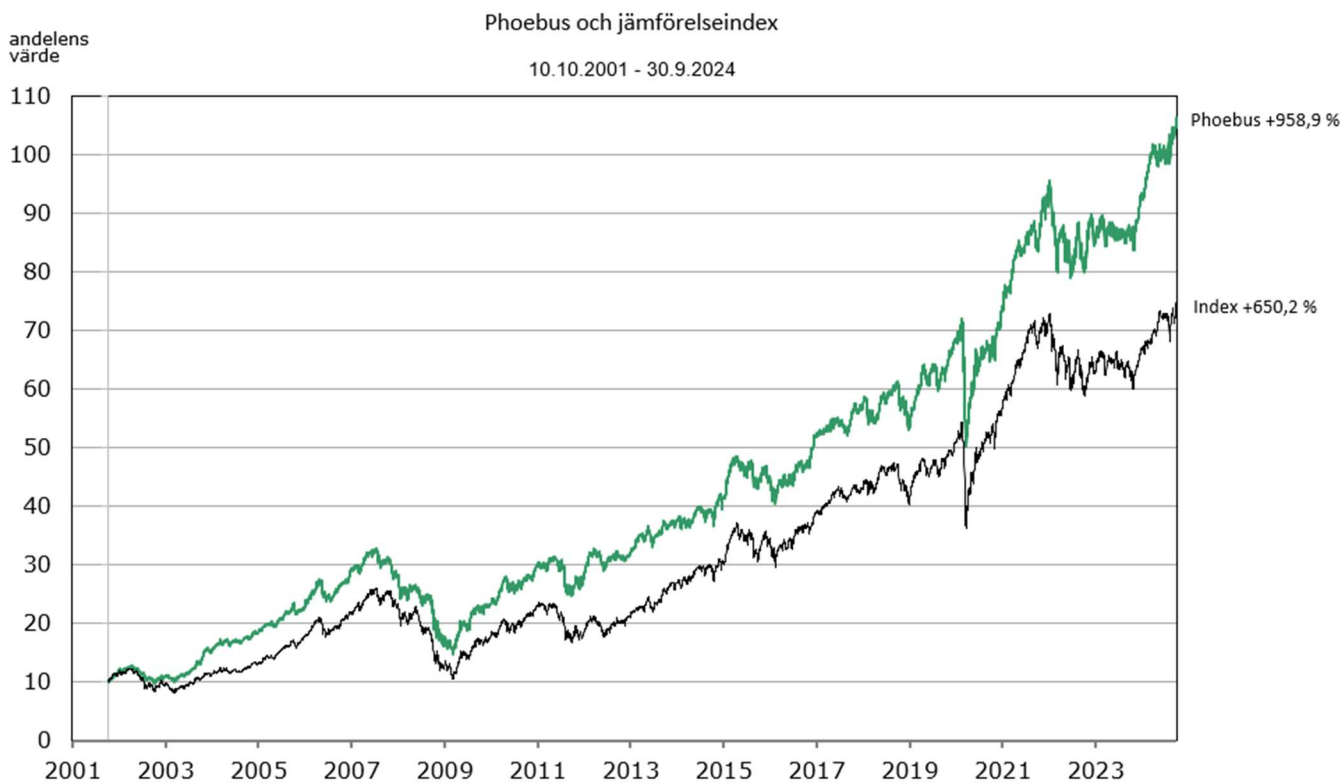


Seligson & Co Phoebus

Kvartalsrapport Q3 / 2024



AVKASTNING OCH RISK

FONDEN

JÄMFÖRELSEINDEX

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

30.9.2024

	Avkastning	Volatilitet	Avkastning	Volatilitet
3 mån.	6,30 %	10,88 %	3,78 %	11,11 %
Från årets början	13,45 %	8,97 %	12,35 %	8,76 %
1 år	22,06 %	8,86 %	19,28 %	9,05 %
3 år	25,28 %	12,05 %	11,33 %	11,91 %
5 år	67,11 %	13,82 %	55,72 %	13,71 %
10 år	170,59 %	12,73 %	152,55 %	12,65 %
20 år	495,16 %	14,11 %	508,57 %	15,02 %
Från startdatum	958,91 %	13,72 %	650,21 %	15,05 %
Från startdatum per annum	10,81 %		9,16 %	

KOSTNADER, NYCKELTAL

1.10.2023 - 30.9.2024

Årliga avgifter	0,95 %
Avkastningsbunden provision	-
Transaktionskostnader	0,01 %
Totalkostnadsandel (TKA)	0,96 %
Portföljens omsättningshastighet	-8,69 %
Tracking error	7,53 %
Företagens antal	27
Förmedlingsarvoden betalda till företag inom samma koncern	0,00 %
Närkretsens ägarandel (30.9.2024)	6,37 %
Storlek	137 704 336 €

"Från kris till kris – eller till framgång?"

VÄRDEPAPPERSPLACERINGAR 30.9.2024

	Antal aktier	Aktiekurs valuta	euro	Marknads- värde EUR	Vikt i fonden
Konecranes	75000		67,20	5 040 000	3,7%
Vaisala	92000		48,00	4 416 000	3,2%
Fortum	285000		14,71	4 192 350	3,0%
Lassila & Tikanoja	375000		8,89	3 333 750	2,4%
TietoEVRY	180000		18,46	3 322 800	2,4%
Nokian Tyres	340000		8,87	3 015 800	2,2%
Oriola A & B	1599857		0,93	1 481 869	1,1%
Exel Composites	3780000		0,39	1 470 420	1,1%
Inhemska aktier				26 272 989	19,1%
Air Liquide	63494	174,56	174,56	11 083 513	8,0%
Costco	12500	885,62	791,23	9 890 333	7,2%
Fastenal	140000	71,52	63,90	8 945 591	6,5%
O'Reilly Automotive	8500	1 146,03	1023,88	8 702 988	6,3%
Handelsbanken A	800000	104,25	9,22	7 374 071	5,4%
Progressive	30000	251,10	224,34	6 730 099	4,9%
Tractor Supply	23000	286,14	255,64	5 879 764	4,3%
Automatic Data Processing	24000	272,88	243,80	5 851 085	4,2%
Sandvik	265000	227,90	20,15	5 339 879	3,9%
Givaudan	1025	4 652,00	4929,17	5 052 396	3,7%
John Deere	12500	418,00	373,45	4 668 096	3,4%
Novonosis	70000	482,30	64,69	4 528 031	3,3%
Orkla	460000	98,90	8,39	3 859 709	2,8%
Eurofins	65000	56,34	56,34	3 662 100	2,7%
Brembo	320000	9,78	9,78	3 128 320	2,3%
TFF Group	87000	32,70	32,70	2 844 900	2,1%
Harley-Davidson	60000	39,37	35,17	2 110 426	1,5%
Strategic Education	25000	92,72	82,84	2 070 937	1,5%
Hennes & Mauritz	100000	171,55	15,17	1 516 813	1,1%
Utländska aktier				103 239 052	75,0%
AKTIER totalt				129 512 041	94,1%
Nettokassa				8 192 296	5,9%
FONDENS VÄRDE				137 704 336	100,0%
Antal andelar (A-korrigerat)				1 300 434,32	
Värde per A-andel				105,891	

FONDENS UTVECKLING

Aktiemarknaden var fortsatt stark under det tredje kvartalet och även Phoebus avkastning förbättrades. Vårt jämförelseindex steg med +3,8 % och Phoebus med +6,3 %.

Från årets början har Phoebus avkastat +13,4 % och indexet +12,3 %. Sedan starten har Phoebus avkastat +958,9 % och jämförelseindexet +650,2 %.

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.

PLACERINGSPOLITIKEN, KÖP OCH FÖRSÄLJNINGAR

Den noggranna läsaren kanske noterar, att Phoebus enligt våra www-sidor nu investerar i kvalitetsbolag "globalt, med en preferens för Norden", då vi enligt tidigare texter placerade "främst i Finland". Inget har dock förändrats, utan den nya texten beskriver bara lite bättre vad jag faktiskt har gjort redan i över 15 år.

Under kvartalet köpte jag fler aktier i sex av våra bolag för 1,1 m€. I köpens storleksordning Fastenal, Tietoevry, Brembo, TFF, Sandvik och L&T.

Vi fick 0,2 m€ i dividender och ägarna placerade netto 2,9 m€ nya pengar i fonden, så vår kassa var i slutet av september 5,9 % av fondens värde. Det är lite för mycket.

PLACERANDE FRÅN KRIS TILL KRIS – ELLER TILL FRAMGÅNG?

Jag får ofta frågan hur jag tänker om någon akut marknadskris? Mitt svar är alltid att jag inte tänker så mycket på dem, eftersom de inte har någon betydelse för en långsiktig placerare. Varför?

Helsingforsbörsens index lanserades i slutet av 1990. Efter det har vi haft många kriser, som media rapporterar om och dessutom kanske varnar för nästa kris. Men de långsiktiga avkastningarna förblir ofta i skymundan av kortsiktiga marknadsgissningar. Det lönar sig att studera även dem – många blir nog överraskade av hur bra de har varit.

Phoebus jämförelseindex ena komponent med 60 % vikt är indexet OMXH CAP GI (den andra är världsindexet). Alla Finlands börsaktier ingår i indexet med sina marknadsvikter, förutom att inget bolag får överstiga 10 % och de som överstiger 5 % inte tillsammans får överstiga 40 %. Begränsningarna är samma som för

fonder. GI eller Gross Index betyder att dividenderna räknas med. Jag tycker att detta index bäst återspeglar börsens utveckling (det finns ju ett flertal olika index).

Till kriserna hör årens 1990-92 djupa lågkonjunktur (marknaden sjönk ännu -44 % till efter 1990), Ryska statens och hedgefonden LTCM:s konkurser 1998 (-40 %), teknobubblans deflatering 2000-03 (-56 %), den stora finanskrisen 2007-09 (-62 %), Europas skuldskris 2011-12 (-33%), koronakrisen 2020 (-36 %) och kriget i Ukraina 2022-23 (-26 %).

Under ett tredjedels århundrade har vi alltså haft sju stora marknadskriser. Så aktieplaceringar är väl en berg- och dalbana, där ingenting är säkert? Som tur är det inte så.

Helsingforsindexet startade från 1 000 i slutet av 1990. Idag är dess värde 28 000. På knappt 34 år har det avkastat hela 10,4 % per år, trots att det vart femte år har varit någon större kris på aktiemarknaden. Vi bör också notera att prisindexet (utan dividender) är bara 7 684, så de återinvesterade dividenderna har gett tre fjärdedelar av totalavkastningen på 34 år.

Spekulanterna drömmer ibland om en "10-bagger", alltså en placering som tiofaldigas. De märker inte alltid att en "20-bagger" hade varit ett lätt mål under 34 år. Man hade bara behövt placera diversifierat ungefär som index – inte söka enskilda vinnare – och se till att inte kostnaderna överstiger en procent per år. Ändå försöker alltför många tajma marknaden, som sällan lyckas, och gör därför alltför många affärer, som knarpar på avkastningen.

Av ett tredjedels århundrade på Helsingforsbörsen lär vi oss att kriser kommer och går och att en långsiktig placerare helt säkert kommer att bemöta nya kriser. Mentalt är det bra att förbereda sig på att marknaden ibland sjunker till hälften, ibland ännu mer. Men vi kan trösta oss med att kriserna oftast är kortvariga och att de inte påverkar en långsiktig placerares avkastning – förutom ifall man tappar nerverna och säljer sina aktier just under en kris.

Så vi skall inte vara rädda för kriser. Det bästa sättet att reagera är – att inte göra någonting! Det kan ju kräva att man har nerver som en ko, men just det är nog nyckeln till framgång. Och just så försöker jag också sköta Phoebus portfölj.

Sedan tycker jag inte att vi skall skälla på Helsingforsbörsen bara för att den har avkastat lite sämre nu i några år. Det är viktigt att ha rätt perspektiv.

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



Jag presenterade senast vårt norska konsumentvarubolag Orkla i rapporten 1/2021 då jag just hade köpt våra första aktier (efter att ha sålt Tikkurila). Jag berömde Orklas delägda Jotun (målfärger) och dess sötsaks- och snacksverksamheter samt dagligvarorna. Även hälso-produkterna tyckte jag var bra. Nye VD:n Jaan Ivar Semlisch hade ställt in sig på att utveckla de här starkaste verksamheterna.

Han fick sparken efter ett år. Nye VD:n Nils K. Selte har fortsatt med samma strategi, men har gjort innehaven ännu mer självständiga, så att Orkla egentligen har blivit ett investeringsbolag. Liksom jag har Selte sett Jotun, sötsaks- och snacksverksamheten (Chips, Panda) och Orkla Foods Europe (Abba, Felix, Grandiosa) som "ankarplaceringar".

De som bör "utvecklas" – själv eller med kumpaner – är fyra och de som bör avvecklas är fem, vara Lilleborg (industriella tvättmedel) redan såldes förra sommaren.

Av Orkla Food Ingredients (bisatsmedel för bagerier och mejerier) sålde Orkla redan 40 % till riskkapitalister och Orkla India förbereder en börsnotering (liksom OFI säkert senare). De övriga som bör "utvecklas", alltså Orkla Health (Salvequick, Jordan, Möllers) och European Pizza Company, till vilket Kotipizza i Finland hör, söker väl också kumpaner/notering.

Efter att den här strategin genomförs kommer Orkla att se ut ganska lika som tidigare, med helägda konsumentvaruverksamheter, ett stort deläggande i Jotun och en börsportfölj. Så jag ser inget fel med koncernens strategi. Däremot tycker jag att Orkla Health är ute och cyklar, då de 2021 köpte NutraQ, som säljer tex. VitaePro direkt åt konsumenter per telefon. Verksamheten är visst lönsam men knappast hållbar, om man säljer överprissatta produkter mer eller mindre med våld åt konsumenter, som inte alltid förstår bättre?

Under Semlisch tid utvecklades både resultatet och aktien dåligt, men Selte har fått lite mera till stånd. Sedan jag senast presenterade bolaget har Orkla inklusive dividender i euro avkastat + 15% samtidigt som Phoebus har avkastat +29 % och jämförelseindexet +21 %. I norska kronor har Orkla avkastat hela +36 % men kronan har försvagats mycket.

Orklas justerade resultat per aktie har sedan jag senast presenterade bolaget stigit med +15 % och aktiekursen med +18 % i kronor, så värderingen är ungefär samma P/E 17,1x nu som P/E 16,6x senast. Nettoskulden har dock ökat lite.

Jag följer intresserad med hur Orklas strategiska förändring fortsätter. Men just på grund av den har jag inte lyft Orkla till en större del i portföljen, som nu är bara 2,8 %. Hittills tycker jag att det är tillräckligt.



Jag presenterade också vårt amerikanska vuxenutbildningsbolag Strategic Education (SEI) senast i rapporten 1/2021. Jag berättade då att det hade varit en dålig placering och undrade varför det köpte ett bolag i Australien. Samtidigt hoppades jag att den nära framtiden kunde bli lite bättre efter att koronakrisen hade gått över.

Jag hade fel – eller egentligen rätt, men två år för tidigt. Arbetslösa hamburgarkockar söker inte skolning innan de har ett nytt jobb. Därför dröjde koronans effekt länge och SEI:s resultat började förbättras först i fjol, då antalet studerande igen började växa. I år har tillväxten fortsatt och resultatet blir nog bättre än de tre senaste åren, men inte ännu som 2020.

Mycket på grund av det har aktien i euro inklusive dividender bara avkastat +16 % sedan senast, samtidigt som Phoebus har avkastat +29 % och jämförelseindexet +21 %.

En ljuspunkt är att bolagets "skolningsteknologisegment" Sophia Learning, som på nätet för 99 dollar i månaden erbjuder kurser som strävar mot en examen, har vuxit med 240 % sedan senast och dess rörelsemarginal är över 40 %. Sophia representerar redan 22 % av hela SEI:s rörelseresultat (år 2020 var dess andel under 8 %).

Delvis av samma orsak har antalet studerande som finansieras av arbetsgivarna hos SEI:s traditionella universitet Strayer och Capella ökat med 55 % och de utgör redan en tredjedel av alla studerandena, då deras andel 2020 var bara en sjättedel. SEI sitter inte och väntar på att studerandena kommer tillbaka, utan söker aktivt nya sätt att växa.

SEI:s värdering är 21,9x föregående 12 månaders resultat, som jag inte tycker är för mycket, då nettokassan står för 10 % av marknadsvärdet och då vi beaktar den kraftiga tillväxten inom Sophia Learning. Och speciellt inte om vi tror på det ordförande Silberman sade i senaste årsredovisning, att resultatet torde öka över 20 % per år de närmaste åren. Medan vi väntar är direktavkastningen 2,6 %. Bolaget är inte vårt bästa, men det är tillräckligt bra.

Sedan jag senast presenterade bolaget har jag inte köpt fler aktier trots att fonden har vuxit, så SEI väger idag bara 1,5 % i vår portfölj och är vår fjärde minsta placering. Då jag inte riktigt vet vad jag borde göra så gör jag oftast just så – ingenting. Men bolagets vikt är så liten att jag nog i något skede antingen måste börja lita på det eller sälja bort det.