

Seligson & Co Phoebus

Kvartalsrapport Q4 / 2022

 andelens
värde

Phoebus och jämförelseindex

10.10.2001 - 31.12.2022


AVKASTNING OCH RISK
FONDEN
JÄMFÖRELSEINDEX

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

31.12.2022

	Avkastning	Volatilitet	Avkastning	Volatilitet
3 mån.	6,23 %	13,74 %	6,08 %	12,54 %
Från årets början	-9,85 %	16,10 %	-12,84 %	15,78 %
3 år	25,16 %	16,20 %	23,49 %	16,06 %
5 år	50,58 %	14,13 %	46,05 %	13,95 %
10 år	169,99 %	12,68 %	197,25 %	12,87 %
Från startdatum	752,98 %	14,03 %	526,77 %	15,43 %
Från startdatum per annum	10,62 %		9,03 %	

KOSTNADER, NYCKELTAL
1.1.2022 - 31.12.2022

Årliga avgifter	0,95 %
Avkastningsbunden provision	-
Transaktionskostnader	0,00 %
Totalkostnadsandel (TKA)	0,96 %
Portföljens omsättningshastighet	1,16 %
Tracking error	7,49 %
Företagens antal	27
Förmedlingsarvoden betalda till företag inom samma koncern	0,00 %
Närkretsens ägarandel (31.12.2022)	6,62 %
Storlek	106 546 021 €

"En mycket bra huvudägare"

VÄRDEPAPPERSPLACERINGAR 31.12.2022

	Antal aktier	Aktiekurs valuta		euro	Marknads- värde EUR
TietoEVRV	160000		26,76	4 281 600	4,0%
Fortum	250000		15,69	3 922 500	3,7%
Vaisala	90000		40,25	3 622 500	3,4%
Lassila & Tikanoja	320000		10,68	3 417 600	3,2%
Nokian Tyres	265000		9,63	2 552 480	2,4%
Konecranes	75000		28,97	2 172 750	2,0%
Exel Composites	370000		5,36	1 983 200	1,9%
Oriola A & B	1000000		1,75	1 753 100	1,6%
Inhemska aktier				23 705 730	22,2%
Air Liquide	63935	134,00	134,00	8 567 290	8,0%
O'Reilly Automotive	9200	843,66	790,02	7 268 164	6,8%
Handelsbanken A	660000	105,40	9,50	6 268 382	5,9%
Fastenal	133000	47,56	44,54	5 923 289	5,6%
Costco	13000	456,53	427,50	5 557 533	5,2%
Automatic Data Processing	23100	240,62	225,32	5 204 909	4,9%
John Deere	12500	428,64	401,39	5 017 324	4,7%
Tractor Supply	23000	226,98	212,55	4 888 604	4,6%
Progressive	39000	130,56	122,26	4 768 087	4,5%
Sandvik	241500	190,20	17,14	4 139 030	3,9%
TFF Group	82303	41,00	41,00	3 374 423	3,2%
Givaudan	1000	2 856,98	2897,84	2 897 840	2,7%
Novozymes	60000	351,50	47,27	2 836 050	2,7%
Orkla	416000	71,08	6,77	2 814 326	2,6%
Brembo	250000	10,51	10,51	2 627 500	2,5%
Harley-Davidson	60000	41,00	38,39	2 303 586	2,2%
Strategic Education	25000	80,91	75,77	1 894 138	1,8%
HHLA	120000	11,92	11,92	1 430 400	1,3%
Hennes & Mauritz	100000	113,44	10,22	1 022 203	1,0%
Utländska aktier				78 803 077	74,0%
AKTIER totalt				102 508 807	96,2%
Nettokassa				4 037 213	3,8%
FONDENS VÄRDE				106 546 021	100,0%
Antal andelar (A-korrigerat)				1 249 102,27	
Värde per A-andel				85,298	

FONDENS UTVECKLING

Det mycket speciella året med krig, inflation och räntehöjningar slutade med ett veritabelt kursrally, kanske för att de långa räntorna inte steg så mycket efter slutet av september trots att de korta räntorna steg. Vårt jämförelseindex steg under sista kvartalet med +6,1 % och Phoebus steg med +6,2 %.

Under året sjönk indexet med -12,8 % och fonden med -9,8 %. Phoebus klarade sig bra trots att Nokian Tyres under året inklusive dividender avkastade -69 % och Fortum -38 %. Båda led mycket av sina risker i Ryssland. Dessa två förklarade tillsammans -5,2 % av Phoebus avkastning, alltså mer än hälften av värdeminskningen.

Från starten har Phoebus avkastat +753,0 % och indexet +526,8 %. 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 det sista kvartalet köpte jag fler aktier i sex av våra bolag för 1,0 m€, i köpens storleksordning Nokian Tyres, Givaudan, Fastenal, Novozymes, Sandvik och Orkla. Vi fick 0,1 m€ i dividender och ägarna placerade 1,0 m€ nya pengar i Phoebus. Då kurserna steg sjönk kassans andel lite och var i slutet av året 3,8 %, vilket är ganska normalt.

Ännu sålde jag ingenting, men vissa av våra amerikanska bolag har stigit så mycket att fondens diversifieringsregler igen börjar vara i fara. Då jag måste sälja våra bästa bolag bara för att följa reglerna gör jag det förstas, men jag gråter lite samtidigt.

EN MYCKET BRA HUVUDÄGARE

Jag brukar ofta betona ledningens kvalitet som en av de viktigaste aspekterna då jag väljer bolag till Phoebus. Med det menar jag verkställande ledningen och styrelsen. Men det sista kvartalet fick mig att tänka mer än vanligt också på huvudägarens betydelse.

Vår danska tillverkare av industrienzymerna Novozymes berättade i december att de köper det danska mikrobolaget Chr. Hansen. Det är alltså bakterier, liksom Gefilus, som Chr. Hansen 2016 köpte av finska Valio för 73 m€. Affären var den största som våra bolag gjorde 2022.

För Novozymes är affären stor – den ökar bolagets verksamhet med hälften – men också mycket logisk. Båda bolagen är bland de bästa i sina branscher inom bioteknologi. Båda är lika lönsamma och båda satsar mycket på forskning. En stor affär är alltid en risk men jag gillar den här affären mycket mer än Novozymes mindre företagsköp under de senaste åren.

Ett speciellt drag i affären var att danska Novo-stiftelsen är den största ägaren i båda bolagen. Av Novozymes aktier äger den 25,5 % men använder 72,6 % rösträtt genom sina olistade A-aktier. Av Chr. Hansens aktier och röster äger stiftelsen 22,0 %. Någon kunde kanske därför tycka att stiftelsen är lite jävig i affären.

Kanske just därför valde stiftelsen att som vederlag åt sig själv ta en tredjedel färre B-aktier i Novozymes än vad Chr. Hansens andra ägare får. I praktiken jävade sig alltså stiftelsen från den budpremie som den ger åt andra. Dessutom berättade den att då dess ägande nu späds ut så kommer den att köpa aktier på börsen så att dess ägande inte sjunker under 25,5 %.

Stiftelsen motiverar sitt beslut med att den som en långsiktig huvudägare stöder affären och ser att den ger mycket potential både affärsmässigt, strategiskt och lönsamhetsmässigt i ett lite längre perspektiv. Därför går stiftelsen med på ett för sig själv sämre bytesförhållande.

AFFÄRSKUMPANER HAR BETYDELSE

Jag har jobbat som portföljförvaltare och analytiker i 34 år och har aldrig sett en lika rakryggad huvudägare. Det är ett nöje att vara delägare med en sådan.

Finska staten kunde ta lärdom. Den fick ju välförtjänt kritik då den i november stal en procent av Fortum av minoritetsägarna, trots att den var mycket mer jävig än Novo-stiftelsen. Jag har tidigare också kritiserat de huvudägare som har trixat åt sig en premie för röststarka aktier då bolag har kombinerat sina aktieserier.

Om man vill se cyniskt på Novozymes affär så kunde man kanske säga att stiftelsen med hjälp av sina A-aktier nu tar makten även i Chr. Hansen. Men även om man skulle tänka så (vilket jag inte gör) är ju affären reko. Chr. Hansens ägare får en skäligen kompensation för det.

Så det finns olika typer av huvudägare, men varför är det viktigt? För att vi inte som minoritetsägare kan bestämma i våra bolag utan vi måste lita på att huvudägaren behandlar oss rättvist.

Vissa gör det och vissa inte. Det är väl självklart att det är både trevligare, mer rättvist och mer lönsamt att vara en långsiktig affärskumpan med de förstnämnda. Med Novo-stiftelsen är det åtminstone lätt och klart att vara en affärskumpan, oberoende av hur man tänker på dess motiv i affären.

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



Om ett bolag har två mycket lönsamma affärsområden och sex sämre som det inte vill sälja, kan man då kalla det ett "kvalitetsbolag"? Det är nog den viktigaste frågan beträffande Lassila & Tikanoja som jag senast presenterade i rapporten 2/2009.

Jag tycker att både L&T:s avfalls-/miljöverksamhet och industriservice är mycket bra. De representerar drygt hälften av omsättningen och över 90 % av rörelseresultatet. På grund av dem har bolaget varit i vår portfölj ända sedan starten för 21 år sedan. Ursprungligen köpte jag själv faktiskt föregångaren Säkkiälins aktier redan på 1980-talet då bolaget särnoterades från pappersbolaget Rosenlew.

Däremot är L&T:s städningsverksamhet i Finland och Sverige, fastighetsskötseln i Finland, fastighetstekniken i Sverige och Finland eller logistikverksamheten för flis i Finland inte särskilt bra verksamheter. Ibland avkastar någon av dem hyfsat, oftast inte. Huvudorsaken är nog att de inte har några stora långsiktiga konkurrensfördelar.

Jag har därför redan i många år väntat på att några av de bästa företagsledarna i Finland skulle sätta bolaget i skick. Jag tycker att ex-ordföranden Heikki Bergholm, VD Eero Hautaniemi och min ex-kollega vice ordförande Sakari Lassila alla är mycket duktiga. De fattar nog bra hur en fin affärsverksamhet skiljer sig från en sämre.

På tre och ett halvt år har L&T inklusive dividender avkastat -13 % samtidigt som Phoebus har avkastat +35 % och vårt jämförelseindex +34 %. Då L&T:s avkastning redan under den förra treårsperioden var bara +2 % och skillnaden ungefär +40 % till fondens och indexets fördel så är det uppenbart att placeringen länge har varit dålig.

Det är kanske ingen överraskning då både L&T:s rörelseresultat och marknadsvärde idag är lite lägre än 2003 (!) och bolaget alltså inte på 19 år har avkastat mer än dividenderna. Så varför äger vi ännu Lassila & Tikanoja?

Därför att jag fortfarande ser mycket potential i bolaget. Faktiskt kanske ännu mer än tidigare, då de mest värdefulla verksamheterna har utvecklats bra. Alltså ifall bolagets struktur fås i skick och konkurrensfördelarna utnyttjade. Värderingen har sjunkit och är nu med EV/EBIT 12,3x vilket inte är särskilt krävande. Därför väntar jag gärna ännu på bättre tider.

L&T:s vikt i vår portfölj är nu endast 3,2 % efter att kursen har gått dåligt och jag tycker att potentialen är klart större än risken. Speciellt om bolaget skulle fokusera på sin kärnverksamhet. Och även om jag igen skulle ha fel så är det ingen katastrof för oss.



Då vi minns hur svårt coronaläget var i norra Italien under våren 2020 så är det nästan ett litet mirakel att vår italienska producent av bromsar för bilar och motorcyklar Brembo har klarat sig så bra sedan jag senast presenterade bolaget i rapporten 3/2019.

Sedan 2019 har Brembos omsättning ökat med +34 %, rörelseresultatet med +15 % och resultatet per aktie med +22 %. Aktien har inklusive dividender avkastat +23 % samtidigt som Phoebus har avkastat +35 % och jämförelseindexet +30 %. Riktigt till indexets avkastning nådde Brembo inte, men givet förutsättningarna klarade sig bolaget mycket bra.

Som värst 2020 sjönk omsättningen med -15 %, rörelseresultatet med -43 % och resultatet per aktie med -41 %. Återhämtningen under de senaste två åren har alltså varit mycket snabb. Jag tycker det är ett bra exempel på att de bästa bolagen ofta klarar sig bäst då det är svårt på marknaden och konkurrenterna lider.

Brembos marknadsandel har ökat betydligt de senaste åren. Dess försäljning av bromsar till personbilar ökade år 2021 med +22 % och i januari-september 2022 med +33 %, trots att försäljningen av personbilar globalt 2021 bara steg med +5 % och i fjol sjönk med -2 %. Även inom motorcykelbromsar har Brembos andel vuxit både organiskt och via förvärv.

Huvudorsaken är såvitt jag kan se att Brembo som branschens klara teknologiska ledare har fokuserat sig på bromsar till dyrare bilar och motorcyklar och inte har någon egentlig bulkverksamhet. Man har frågat mig hur Brembo klarar sig då elbilar blir vanligare och de två senaste åren är mycket lovande. En större del av premium-bilarna är ju idag elbilar än av små.

Teknologi fattar jag inte så mycket av, men Brembo verkar vara mycket ivrig på sitt helt nya bromskoncept Sensify, som skall lanseras 2024. Det kommer digitalt att optimera bromsen för varje hjul separat, vilket ökar säkerheten och minskar utsläppen. Brembo ser det som en innovation av samma betydelse som ABS. Liksom innovationer normalt så kommer den nog att lanseras i de dyraste bilarna först, och där är Brembo starkast.

Under 2021 lämnade den långvarige ordföranden Alberto Bombassei sin plats till sin svärson Matteo Tiraboschi. Det verkar som ett väl planerat byte där beslutsfattandet stannar hos familjen, liksom sig bör i familjebolag.

Sedan jag senast presenterade Brembo har aktiekursen stigit lite mindre än resultatet, så värderingen har sjunkit. P/E-talet är nu 12,1x beräknat på de senaste 12 månadernas resultat, vilket inte är mycket för ett bolag av den här kalibern (min kollega Peter Seligson kallade det för ett "rån"). Brembos vikt i portföljen är 2,5 % och skall nog inte vara mindre, men då det ändå är en underleverantör så kanske inte så mycket högre heller.