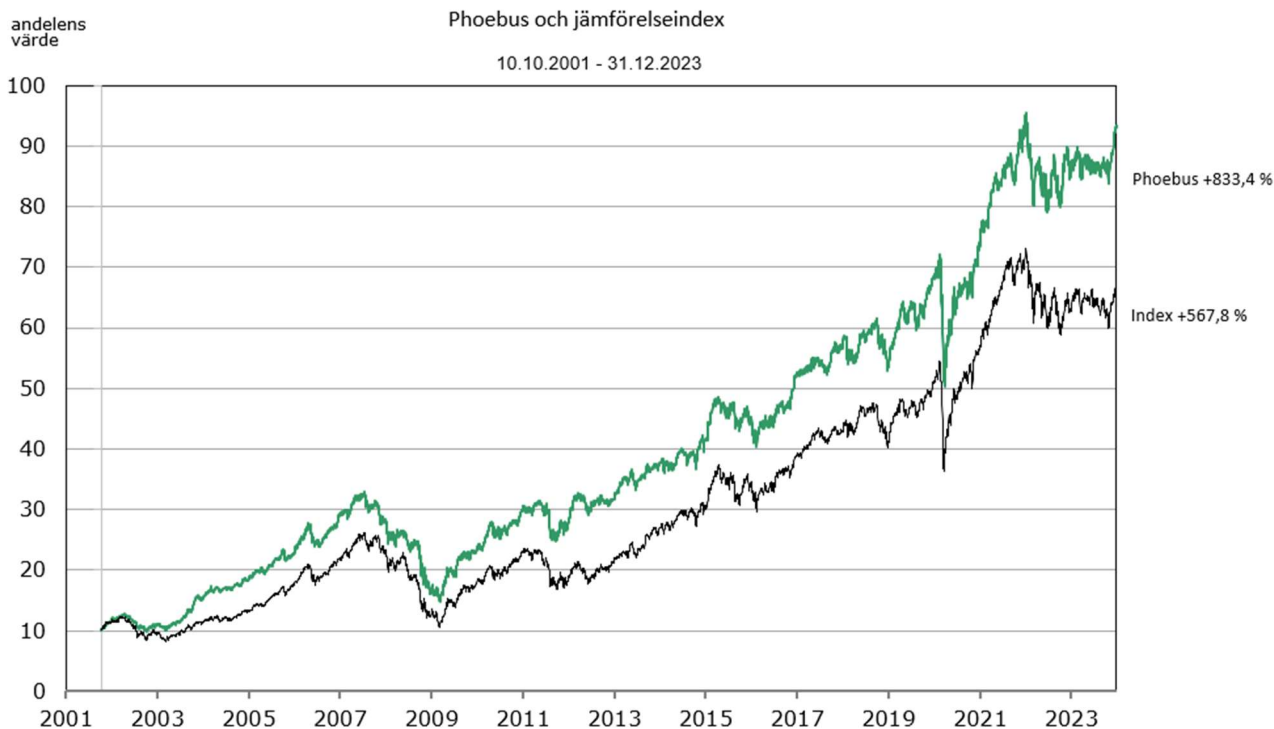


Seligson & Co Phoebus

Kvartalsrapport Q4 / 2023



AVKASTNING OCH RISK

FONDEN

JÄMFÖRELSEINDEX

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

31.12.2023

	Avkastning	Volatilitet	Avkastning	Volatilitet
3 mån.	7,59 %	8,55 %	6,17 %	9,96 %
Från årets början	9,43 %	9,33 %	6,54 %	9,61 %
3 år	26,47 %	12,09 %	17,74 %	12,07 %
5 år	74,61 %	13,90 %	63,42 %	13,78 %
10 år	147,54 %	12,72 %	146,93 %	12,73 %
20 år	510,31 %	14,11 %	492,71 %	15,05 %
Från startdatum	833,41 %	13,86 %	567,75 %	15,22 %
Från startdatum per annum	10,57 %		8,92 %	

KOSTNADER, NYCKELTAL

1.11.2023 - 31.12.2023

Årliga avgifter	0,95 %
Avkastningsbunden provision	-
Transaktionskostnader	0,00 %
Totalkostnadsandel (TKA)	0,96 %
Portföljens omsättningshastighet	-11,63 %
Tracking error	6,61 %
Företagens antal	27
Förmedlingsarvoden betalda till företag inom samma koncern	0,00 %
Närkretsens ägarandel (30.9.2023)	6,79 %
Storlek	113 701 382 €

"Varför skulle mindre bolag vara bättre?"

VÄRDEPAPPERSPLACERINGAR 29.12.2023

	Antal aktier	Aktiekurs valuta	euro	Marknads- värde EUR	Vikt i fonden
TietoEVRY	165000		21,60	3 564 000	3,1%
Vaisala	90000		39,45	3 550 500	3,1%
Lassila & Tikanoja	350000		9,84	3 444 000	3,0%
Fortum	250000		13,11	3 276 250	2,9%
Konecranes	75000		41,15	3 086 250	2,7%
Nokian Tyres	320000		8,24	2 635 520	2,3%
Oriola A & B	1500000		1,09	1 637 940	1,4%
Exel Composites	420000		2,53	1 062 600	0,9%
Inhemska aktier				22 257 060	19,6%
Air Liquide	57435	176,48	176,48	10 136 129	8,9%
Costco	12500	663,10	598,52	7 481 497	6,6%
Fastenal	123000	64,84	58,53	7 198 592	6,3%
Handelsbanken A	720000	109,45	9,88	7 113 430	6,3%
O'Reilly Automotive	8300	941,21	849,54	7 051 217	6,2%
Sandvik	247000	218,50	19,72	4 871 685	4,3%
Progressive	34000	158,34	142,92	4 859 247	4,3%
Automatic Data Processing	23100	232,49	209,85	4 847 476	4,3%
John Deere	12500	399,26	360,38	4 504 694	4,0%
Tractor Supply	23000	215,90	194,87	4 482 083	3,9%
Givaudan	1013	3 468,00	3743,97	3 792 639	3,3%
TFF Group	82303	45,20	45,20	3 720 096	3,3%
Novozymes	70000	371,30	49,82	3 487 321	3,1%
Brembo	285000	11,18	11,18	3 186 300	2,8%
Orkla	432000	78,70	7,00	3 023 531	2,7%
Strategic Education	25000	93,39	84,29	2 107 365	1,9%
Harley-Davidson	60000	37,25	33,62	2 017 330	1,8%
Hennes & Mauritz	100000	177,12	15,99	1 598 816	1,4%
Eurofins	20000	59,22	59,22	1 184 400	1,0%
Utländska aktier				86 663 847	76,2%
AKTIER totalt				108 920 907	95,8%
Nettokassa				4 780 475	4,2%
FONDENS VÄRDE				113 701 382	100,0%
Antal andelar (A-korrigerat)				1 218 130,25	
Värde per A-andel				93,341	

FONDENS UTVECKLING

Året slutade med ett kursrally. Vårt jämförelseindex steg under det sista kvartalet med +6,2 % och Phoebus med +7,6 %. Varför?

För att de långa räntorna sjönk kraftigt. Ännu i september var Finlands 10-årsränta 3,46 % och i slutet av året bara 2,58 %. Aktiernas räntekänslighet brukar vara 15-20x så detta skulle ha kunnat höja kurserna med 13-18 %. Istället steg börsen i Finland ”bara” +6,4 % eftersom räntorna sjönk därför att ekonomin är svagare, vilket kan sänka företagets resultat.

Under 2023 avkastade Phoebus +9,4 % och indexet +6,5 %. Sedan starten har Phoebus avkastat +833,4 % och indexet +567,8 %.

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

Jag gjorde många aktieaffärer under sista kvartalet. Fondens största ägare LokalTapiola löste in 9,6 m€ liksom jag anade senast. Jag minskade därför ägandet i fem av våra bolag med 3,4 m€ för att hålla diversifieringen i skick (Air Liquide, O'Reilly, Costco, Fastenal, Progressive). Dessutom sålde jag vårt innehav i HHLA (2,3 m€) då MSC:s bud blev det enda.

Istället köpte jag aktier i ett nytt och sex gamla bolag för 2,3 m€ (Eurofins, Brembo, Oriola, Novozymes, L&T, Nokian Tyres, Exel Composites).

Vi fick 0,3 m€ i dividender och de övriga ägarna än LT placerade netto 1,5 m€ i fonden, så vår kassa minskade och var vid årets slut 4,2 % av fondens värde.

HUR BORDE VI TÄNKA PÅ SPIN-OFFS?

Vi fick i fjol av Sandvik aktier i dess dotterbolag Alleima, som tillverkar rostfria stålrör. Jag sålde dem genast för 36,38 kronor, eftersom Alleima länge har varit Sandviks sämsta enhet både mätt med resultatet och konkurrenskraften. Idag kostar de 76,36 kronor, alltså 110 % mer. Det fick mig att fundera på spin-offs i vidare bemärkelse och att undra om jag hade onödigt bråttom att bli av med aktierna?

Phoebus har på 22 år fått aktier i sju bolag via spin-offs: Medco Health (av Merck & Co), Suominen (L&T), Verisure (Securitas), Niscayah (Securitas), Broadridge (ADP), CDK Global (ADP) och Alleima (Sandvik).

Som fondförvaltare är problemet att om ett bolag som väger någon procent i portföljen delar ut ett litet

dotterbolag så är dess vikt någon promille. I Alleima var vikten 0,1%. Och jag känner ofta inte bolagen så bra, för jag har ju investerat i kärnverksamheten, som jag känner. Därför har jag sålt dem alla, även om vi ägde Suominen, Broadridge och Niscayah lite längre. Men har det varit klokt?

I efterhand betraktat knappast, och inte heller enligt akademiska studier. Alleima är inte det enda bolaget som har klarat sig bra. Medco Health, Verisure, Niscayah och CDK Global köptes från börsen med premier och Broadridge har efter spin-offen avkastat 852 % plus utdelningar. Och Alleima på ett år 110 %.

Alla utdelningsaktier klarar sig inte såhär bra, men enligt akademikerna gör de det nog i medeltal. Professorerna Desai och Jain publicerade 1999 en artikel i *Journal of Financial Economics* (Firm Performance and Focus: Long Run Stock Market Performance Following Spinoffs), där de noterade att under åren 1975-1991 gav de spin-offs som ökade bolagets fokus hela 33,36 % bättre avkastning än marknaden de tre följande åren.

VARFÖR SKULLE MINDRE BOLAG VARA BÄTTRE?

Vad kunde det bero på och hur påverkar det Phoebus? Jag tycker att resultaten bekräftar mitt sätt att tänka både på företagsköp och bolagens samt dess lednings kvalitet.

Om en uppdelning av börsbolag ofta får det bolag som blir självständigt att blomstra så är det väl sannolikt, om man tänker åt andra hållet, att företagsköp sällan skapar värde? Jag har intuitivt tyckt det sedan jag startade Phoebus och gillar inte stora företagsköp. Men varför skulle mindre bolag ofta vara bättre?

Stora bolag är ofta mer byråkratiska. Varje euro som byråkratin tar från resultatet minskar bolagets värde med värderingsmultipeln. Ännu viktigare är att onödig byråkrati inverkar negativt på personalens och ledningens trivsel.

I de mest framgångsrika bolagen är ledningen och personalen genuint stolta över sitt bolag och vad de gör. Ju mer alla får ansvar för sitt eget jobb, desto klarare syns det. Och just det tror jag att får många bolag som befriar sig från byråkratin att blomstra. De bästa stora bolagen kan nog också förbli effektiva, och just sådana försöker jag välja åt oss. Vi kommer inte heller i framtiden att placera endast i mindre bolag.

Men i varje fall vet jag nu att det kunde vara bättre att framöver kanske ha lite mera tålmod, innan jag säljer bort aktier som vi får i mindre bolag genom spin-offs.

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



Vårt nyaste bolag är det franska industrilaboratoriebolaget Eurofins. På många sätt är det ett typiskt Phoebus-bolag, men samtidigt lite mer riskfyllt än vanligt. Namnet betyder inte att euron skulle vara slut (fin), utan det kommer från Europa och rmn-fins, baklänges snif-nmr, som var ett av bolagets första egenutvecklade tester för att identifiera viners ursprung.

Eurofins grundades 1987 i Nantes i Frankrike av tre personer. Idag har det 900 laboratorier och 60.000 anställda i över 60 länder. Inom sin basverksamhet, testning av livsmedel, djurfoder, miljö och bioläkemedel är dess världsmarknadsandel 20-25%. Sjukhustestning är en tjugo gånger större marknad där Eurofins är litet.

Jag noterade bolaget då det 2012 köpte Suomen Viljavuuspalvelu i St Michel, där jag hade testat stugans brunnsvatten och mina tallars näringsbehov. Jag visste att verksamheten är stabil och lönsam. Eurofins har gjort företagsköp för hela 5,4 miljarder euro 2012-2022 (bolagets bruttovärde är idag 13 mrd€).

Nästa gång märkte jag bolaget 2021 då jag läste amerikanska Sequoia Funds rapport. En femtedel av Eurofins omsättning kom då från covidtester och driftsbidraget var tre gånger högre än före pandemin, Aktiekursen hade stigit +150 % under pandemin. Jag bad kollegan Aleksii berätta då aktiekursen har sjunkit med en tredjedel och det hände ganska snart.

Då placerade jag inte i bolaget, men då vi nu fick pengar från HHLA och Eurofins var -58 % billigare än under pandemin beslöt jag att köpa en liten position åt oss.

Förutom den starka marknadspositionen gillar jag två saker: organisationen är decentraliserad och kundservicen är central, liksom alltid i världens bästa bolag. Och bolagets grundare Gilles Martin äger ännu en tredjedel av bolaget, vilket är bra.

Hans råd till Eurofins ledare finns på bolagets nätsidor och är värda att läsa. De är 1) gruppera verksamheten så att en person kan leda den; 2) säkerställ att hen alltid håller kunden central och anställer de bästa människorna; 3) lämna hen ifred; och 4) stöd hen vid behov. Knappast kunde någon konsult ge bättre råd?

Skulder har Eurofins lite mer än jag gillar (cirka 30 % av bruttovärdet med hybridlån, eller 2,6x driftsbidraget) och jag gillar inte företagsköp. Men bolaget är bra, kanske riktigt fint.

Värderingen behöver lite tänkande. Pandemin gav 2,8 mrd€ i extra försäljning 2020-2022 så resultatet var bättre än normalt. Jag jämför därför 2023 med 2018. Omsättningen har ökat med +72 %, rörelseresultatet med +60 % och resultatet per aktie med +57 %. Aktien har stigit med +86 %. Värderingen var då P/E 19x och är nu P/E 22x. Jag tycker inte att det är för mycket för en klar världsmarknadsledare.

Bolaget återgick efter pandemin 2023 till sin normala lönsamhet. Rörelsemarginalen har tidigare varit 13 % och är nu samma. Under pandemin var den 21 %.

Eurofins vikt i vår portfölj är ännu bara 1,0 %. Jag börjar alltid med små vikter, men nu ännu mindre än vanligt, eftersom det finns mera risk då strategin baserar sig på företagsköp. Så jag fortsätter att testa Eurofins i vårt placeringslaboratorium, så att säga.



Borde vi köpa ett av världens mest legendariska varumärken, om det handlas till ett skuldfritt pris som motsvarar bara ett års resultat? Det frågade jag då jag senast presenterade vårt motorcykelbolag Harley-Davidson i rapporten 2/2020 för 3,5 år sedan.

Mitt svar var då ”ja” och de följande månaderna ökade jag vårt ägande med 75 %. Och det var ett bra beslut. Sedan dess har H-D avkastat +66 % i euro med dividender, medan Phoebus har avkastat +46 % och jämförelseindexet +39 %.

Nya VD:n Jochen Zeitz som jag redan senast berömde har ökat H-D:s resultat mycket. Rörelseresultatet är 60 % högre än 2018, trots att antalet sålda cyklar är en femtedel mindre. Resultatet per cykel har fördubblats. Nettoskulden på 200 m\$ är nu en nettokassa på 300 m\$, trots att bolaget har delat ut en miljard i utdelningar och återköp.

Hur gör man det? För att strategin nu är den rätta. Zeitz har till skillnad från sina företrädare minskat urvalet och koncentrerat mer på fabriksutstyrda CVO-modeller, som är hälften dyrare än vanliga cyklar. Istället för att H-D skulle vara ”allt för alla” är bolaget idag ”H-D för sina kärnkunder”. Det syns tydligt i resultatet.

Zeitz börsnoterade 2022 dotterbolaget LiveWire, som utvecklar elcyklar. H-D äger 89 %, men LiveWire är nu självständigt och får själv söka pengar om det behöver mer. Hittills har det på fyra år förlorat 340 m\$ och i kassan finns ännu 200 m\$. LiveWires börsvärde är 2,4 mrd\$ varav H-D:s andel är 2,2 mrd\$.

Hela H-D:s bruttovärde är nu 5,1 mrd\$, varav finansbolaget HDFS står för cirka 45 %. Dess resultat före skatt har 2018-23 varit ungefär 290 m\$ per år. LiveWire skulle stå för 40 % till, om vi litar på dess börsvärde. H-D:s kärnverksamhet skulle då värderas bara till 700 m\$, alltså ungefär samma som rörelseresultatet för de senaste 12 månaderna (673 m\$).

Men har H-D någon framtid? På ett kundtillfälle frågade någon hur jag tänker på ESG och hur H-D passar in, om läderklädda kilar bränner massor av bensin i sina stora V2-motorer? Frågan är bra. Men då jag kör bil bränner jag ungefär dubbelt och då jag kör båt bränner jag 20x mer per kilometer än på motorcykeln. Jag har sålt min cykel, men inte våra aktier, och jag tror inte att H-D:s körljus kommer att slockna på grund av miljön, åtminstone inte snart.

Borde jag alltså igen öka vårt ägande, om värderingen är lika bilig som senast? Kanske inte, för att jag inte litar på LiveWires börsvärde. Som många ”gröna bolag” känns det ganska högt. H-D är nog billigt även så, men inte helt gratis. Så för tillfället räcker H-D:s 1,8 % vikt i portföljen för mig.