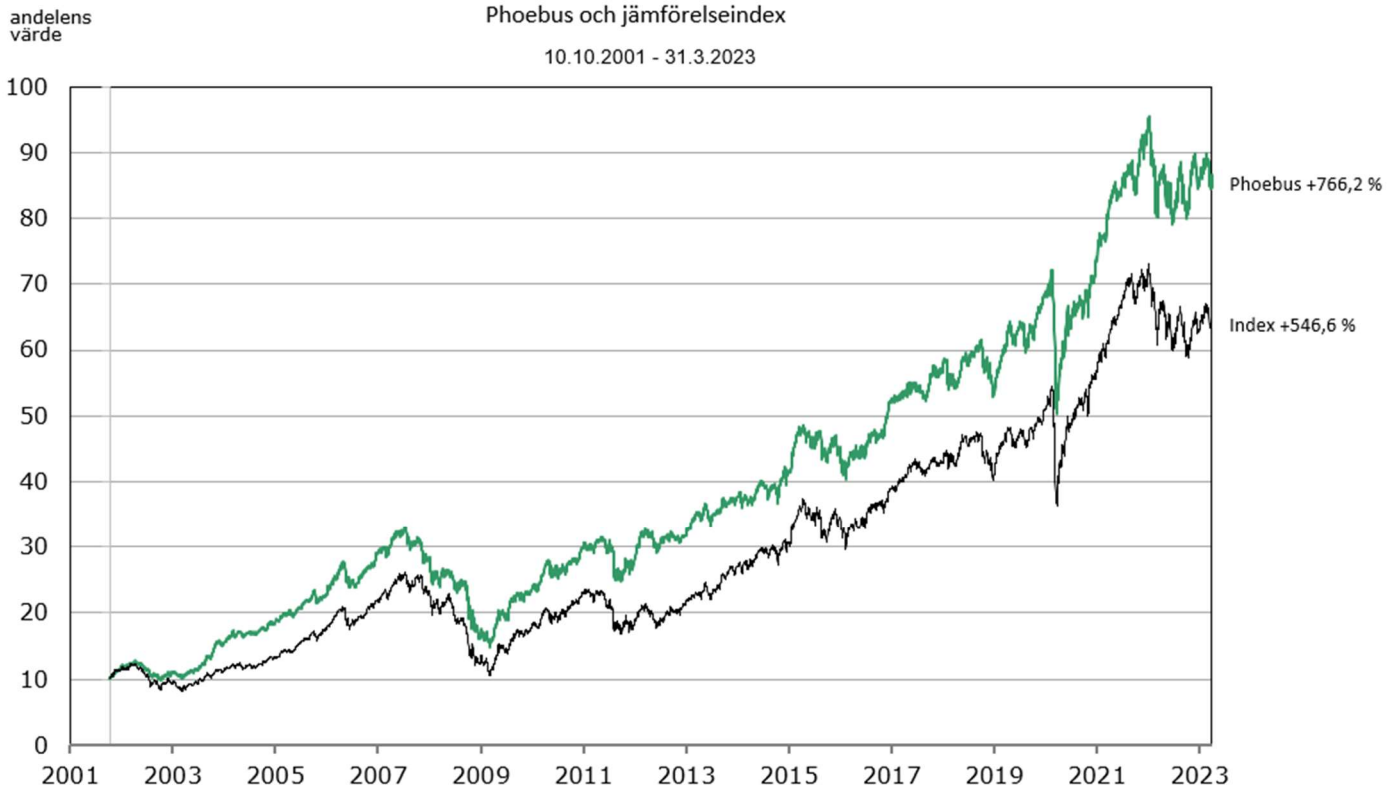


Seligson & Co Phoebus

Kvartalsrapport Q1 / 2023



AVKASTNING OCH RISK

FONDEN

JÄMFÖRELSEINDEX

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

31.3.2023

	Avkastning	Volatilitet	Avkastning	Volatilitet
Från årets början	1,55 %	11,01 %	3,16 %	10,45 %
1 år	-0,09 %	14,70 %	-2,91 %	13,38 %
3 år	58,07 %	13,87 %	58,56 %	13,50 %
5 år	58,29 %	14,06 %	50,93 %	13,89 %
10 år	146,69 %	12,74 %	183,61 %	12,89 %
Från startdatum	766,17 %	14,00 %	546,60 %	15,38 %
Från startdatum per annum	10,57 %		9,08 %	

KOSTNADER, NYCKELTAL

1.4.2022 - 31.3.2023

Årliga avgifter	0,95 %
Avkastningsbunden provision	-
Transaktionskostnader	0,00 %
Totalkostnadsandel (TKA)	0,96 %
Portföljens omsättningshastighet	-1,43 %
Tracking error	6,02 %
Företagens antal	27
Förmedlingsarvodet betalda till företag inom samma koncern	0,00 %
Närkretsens ägarandel (31.3.2023)	6,53 %
Storlek	109 737 367 €

"Linor, knutar och bindningar"

VÄRDEPAPPERSPLACERINGAR 31.3.2023

	Antal aktier	Aktiekurs valuta		euro	Marknads- värde EUR
TietoEVRY	160000		28,74	4 598 400	4,2%
Vaisala	90000		39,70	3 573 000	3,3%
Fortum	250000		13,95	3 487 500	3,2%
Lassila & Tikanoja	335000		10,14	3 396 900	3,1%
Nokian Tyres	265000		8,84	2 341 540	2,1%
Konecranes	75000		30,77	2 307 750	2,1%
Exel Composites	385000		4,66	1 794 100	1,6%
Oriola A & B	1000000		1,44	1 437 600	1,3%
Inhemska aktier				22 936 790	20,9%
Air Liquide	63935	154,00	154,00	9 845 990	9,0%
O'Reilly Automotive	9200	841,50	773,58	7 116 933	6,5%
Fastenal	133000	52,82	48,56	6 458 044	5,9%
Costco	13000	491,48	451,81	5 873 543	5,4%
Handelsbanken A	720000	90,20	8,00	5 760 715	5,2%
Progressive	39000	143,79	132,18	5 155 185	4,7%
Tractor Supply	23000	230,39	211,79	4 871 272	4,4%
Automatic Data Processing	23100	219,49	201,77	4 660 985	4,2%
Sandvik	241500	217,50	19,29	4 659 226	4,2%
John Deere	12500	403,70	371,12	4 638 950	4,2%
Brembo	250000	13,47	13,47	3 367 500	3,1%
TFF Group	82303	40,30	40,30	3 316 811	3,0%
Givaudan	1000	2 953,00	2959,96	2 959 956	2,7%
Novozymes	60000	349,10	46,87	2 811 959	2,6%
Orkla	416000	74,22	6,52	2 713 735	2,5%
Harley-Davidson	60000	37,15	34,15	2 049 090	1,9%
Strategic Education	25000	88,24	81,12	2 027 946	1,8%
HHLA	120000	11,46	11,46	1 375 200	1,3%
Hennes & Mauritz	100000	147,08	13,05	1 304 641	1,2%
Utländska aktier				80 967 681	73,8%
AKTIER totalt				103 904 471	94,7%
Nettokassa				5 832 897	5,3%
FONDENS VÄRDE				109 737 368	100,0%
Antal andelar (A-korrigerat)				1 266 926,25	
Värde per A-andel				86,617	

FONDENS UTVECKLING

Årets början var en berg- och dalbana på aktiemarknaden. Först steg kurserna kraftigt och sedan sjönk de i mars, då oron över en del banker tilltog. Vårt jämförelseindex steg under kvartalet med +3,2 % och Phoebus steg med +1,5 %.

Från starten har Phoebus avkastat +766,2 % och indexet +546,6 %. 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 ligger som vanligt lite efter i att omplacera våra utdelningar. Under kvartalet köpte jag aktier för 680 t€ (Handelsbanken, L&T och Exel). Handelsbanken var 458 t€. Men jag köpte inte den pga bankpaniken utan jag bara återplacerade våra dividender.

Jag är faktiskt ganska lugn beträffande depositionsbankerna. De högre räntorna förbättrar räntenettot och jag ser ingen större orsak varför kreditförlusterna inte skulle vara under kontroll. Men då SHB redan väger 5,2 % i vår portfölj kan jag inte just öka dess vikt.

Vi fick en dryg miljon i dividender och ägarna placerade netto 1,5 m€ nya pengar i fonden, så vår kassa var i slutet av mars 5,3 % av fondens värde. Det är lite för mycket, så jag kommer att fortsätta att köpa mer av våra aktier.

SKIDBOTTEN, LÖJSKALLAR OCH MARKNADSPROGNOSE

Vi funderade med min kollega Jani Holmberg på hur placerarna ställer sig till att vi inte gör några marknadsprognoiser på Seligson? Jani berättade att han har märkt många likheter med aktiemarknaden då han vallar skidor:

“Många tror att de mer erfarna gör magiska trick i vallningen och i sin kristallkula kan spå det kommande året. Man kollar proffsen, om man skulle se hur skidbottnet har svarvats. Men fakta är att proffsen bara är flitiga och testar noggrant. Resurserna är också överlägsna. Finska landslaget hade 800 par skidor med i VM i Planica.”

Jag har märkt detsamma i laxtrolling. Visst vann vi med Jani Europamästerskapet 2013 i min båt, men jag är inte sportgrenens bästa. Jag har ett halvtusen löjskallar i båten, men de bästa fiskarna spenderar mycket mer tid på sjön än jag och söker betesstim, strömmar, värmegränser och testar beten. Då någon frågar “vilken färg funkar” hjälper svaret inte mycket.

Så vad har det att göra med aktieplacering?

Även på aktiemarknaden är det många som gör mer basarbete än andra i att analysera ekonomin eller enskilda bolag,

och det kan säkert hjälpa att undvika de värsta fällorna. Men för att prognosticera marknaden gör det ingen nytta, eftersom alla världens placerare varje stund röstar med sina pengar.

Optimisterna köper, pessimisterna säljer. Aktiekursen kommer alltid att ligga just där osäkerheten om framtiden är som störst, eftersom det endast i den skärningspunkten finns lika många köpare som säljare. Därför är det ju en “marknad”.

Många ber mig berätta vilken färg laxen äter idag, eller ber Jani berätta hur snön verkar, alltså att vi skulle prognosticera marknaden. Det kan vi inte. Jag har några trix för val av löjskallar i dimma och Jani har några för vallning i regnföre. Men för att prognosticera aktiemarknaden har ingendera av oss några trix. Så vad gör en portföljförvaltare egentligen?

LINOR, KNUTAR OCH BINDNINGAR

Det finns en hel del man kan göra ändå. I skidning och laxfiske är det absolut viktigaste att grejerna inte går sönder. För laxfiske betyder det att linorna är färskas och knutarna rätt gjorda. För skidning att bindningen inte lossnar från skidan i någon isig kurva.

Genom att förbereda sig ordentligt kan de bästa förbereda sig för att ha tur. Annars kan turen lätt försvinna med vinnarlaxen, bara för att en knut löser sig eller en lina går av.

Detsamma gäller på aktiemarknaden. Placeraren bör fokusera på vad han själv kan påverka. Alltså sitt eget sätt att placera och sin egen riskvillighet. Och sedan bara hålla sig till dem, vad som än händer på marknaden. Att ge turen en chans, men inte vara beroende av turen.

Phoebus sätt att placera har varit detsamma i 21 år. Jag försöker bland en stor mängd bolag hitta dem som uthålligt är lite mer lönsamma än sina konkurrenter, och sedan köpa bara dem då priset är acceptabelt. Och sedan bara hålla dem, vad som än händer på marknaden.

Det kräver inte att jag skulle prognosticera marknaden och kräver inga andra magiska trick heller. Och det beror inte på vad andra placerare gör. Om jag lyckas betyder det att vi antagligen kommer att få en skälig avkastning på lång sikt. Åtminstone innebär det att våra linor inte brister och våra knutar inte lossnar ens i ekonomiska kriser.

Placeraren kan inte påverka marknaden. Men vi kan påverka balansen i vår portfölj och totalkostnaden för våra investeringar.

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

PROGRESSIVE

Jag presenterade senast vårt amerikanska bilförsäkringsbolag Progressive i rapporten 3/2019. Efter det har det skett en hel del. Pandemin minskade körandet, inflationen höjde skadesättningarna och aktie- samt räntemarknaden sjönk kraftigt 2022. Dessutom fick USA i fjol brottas med den dyraste orkanen hittills.

Så placeringen har väl varit dålig? Speciellt som jag senast sade att aktien var dyr för att försäkringscykeln verkade vara i ett exceptionellt förmånligt läge för bolaget?

Verkligen inte. Sedan senast har Progressive i euro inklusive dividender avkastat 99 % samtidigt som Phoebus har avkastat 37 % och jämförelseindexet 34 %.

Det förklaras delvis av att Progressives stock av försäkrade bilar på tre år har ökat med 21 % och marknadsandelen ökat från 12,2 % till 14,6 %. Och delvis med pandemin. År 2020 skulle Progressives försäkringstekniska resultat, som de senaste 15 åren har varit 4 % av premierna (vilket är bolagets mål) ha varit hela 15,1 % pga den minskade trafiken. Bolaget delade dock en dryg miljard av detta vidare åt sina kunder (till skillnad från försäkringsbolagen i Finland), men resultatet var trots det hela 12,3 %.

I fjol lyckades Progressive trots inflationen och orkanen göra 4,2 % resultat, vilket VD Tricia Griffith i sitt brev till aktieägarna helt riktigt var stolt över. Så allt är väl bra?

Jag hoppas det, men i ett försäkringsbolag kan vi aldrig veta. Resultatet är helt beroende av hur ledningen estimerar de framtida ersättningar och ingen utomstående kan veta hur realistiskt de gör det (liksom inte i banker beträffande kommande kreditförluster).

Progressives historia i sin bokföring är mycket bra. Ändå är jag lite orolig för att Geico, som ägs av Berkshire Hathaway i fjol gjorde sitt sämsta resultat på 33 år, hela -4,8 %. Oftast har bolagen varit ungefär likvärdiga. Har Warren Buffett alltså klåpat, eller ser han något som Tricia Griffith inte ser i de kommande ersättningarna? Det får vi veta om några år.

Min andra oro gäller Progressives hemförsäkringar, som bolaget förvärvade 2015. Sedan dess har verksamheten hela tiden varit förlustbringande. Kan bolaget fixa verksamheten eller om det inte kan, har det självförtroendet att bli av med den? Tiden får visa.

Jag berättade senast att jag sannolikt kommer att minska vår placering. Efter det har jag sålt en sjättedel av våra aktier men trots det, och trots att fonden har vuxit är Progressives andel tack vare kursuppgången fortfarande hela 4,7 %. Det är kanske lite för mycket, så jag kommer kanske att försätta sälja, trots att bolaget kan vara ett av våra bästa.



Ganska få bolag ökar sitt resultat varje år i 13 år. Vår amerikanska dagligvarukedja Costco har lyckats. År 2009 var dess omsättning 71,4 miljarder dollar, i fjol 227,0 miljarder. Tillväxten alltså 218 % och årligen 9,3 %. Rörelseresultatet steg på samma tid med 339 % alltså med 12,0 % per år.

Costcos affärsmodell är att kunderna årligen betalar en medlemsavgift för att få shoppa där, och efter det säljer bolaget varorna nästan till självkostnadspris. I Finland kallades dessa för "medlemsgrossister", men de klarade sig inte här.

I USA finns det många, såsom Sam's Club (Wal-Mart) och BJ Wholesale, men Costco har klarat sig bäst. Sedan bolaget grundades 1976 har det vuxit till världens tredje största detaljhandelskedja, av dess 848 butiker är ännu bara 117 utanför Nordamerika (den närmaste hos oss är i Sverige), så det torde finnas utrymme att växa länge ännu.

Många av våra bästa bolag är mycket sparsamma och Costco är ett bra exempel. Bolaget gör tex ingen reklam (liksom inte vi på Seligson heller), för att rekommendationer från gamla kunder är ett mycket bättre och billigare sätt att utöka verksamheten.

Sparsamheten hjälper till att förbättra resultatet, men dess yttersta mening är egentligen att ge personalen skäl till stolthet, för att Costcos *raison d'être* är att erbjuda sina kunder de bästa tänkbara priserna för de bästa varorna. Så man är inte bara på jobb där, utan man gör faktiskt en stor tjänst åt sina kunder varje dag. Lite som "Mr Tokmanni" i finska TV, men i betydligt större skala och utan reklam.

Men de bästa av våra bolag sparar inte på personalens fördelar. Costco betalar ungefär dubbelt per timme jämfört med sina konkurrenter. Därför är personalens omsättningshastighet en tredjedel av branschens, vilket ger kostnadsfördelar. Man skall inte vara snål på fel ställe.

Jag presenterade senast Costco i vår rapport 4/2019 och efter det har aktien i euro inklusive dividender avkastat 79 % samtidigt som Phoebus har avkastat 27 % och vårt jämförelseindex 27 %.

Såhär bra bolag är sällan billiga, och det är Costco inte heller. Räknet på de senaste 12 månadernas resultat är P/E-talet 33,2x. Det kan jämföras med senast jag presenterade bolaget (35x) eller med medeltalet för de senaste 20 åren (27,1x). Exceptionellt hög är värderingen alltså inte idag, men inte billig heller.

Ett fantastiskt bolag är roligt att äga, men om dess värdering också är fantastisk så kan ekvationen vara lite farlig. Om marknadens tilltro till bolaget skulle minska så kan ju minskningen i värderingskoefficienten skapa stora kursnedgångar. Därför kommer jag nog inte att öka Costcos vikt i vår portfölj, som nu är 5,4 %. Men det finns inte många bolag i världen som är såhär bra, så jag tänker inte sälja det heller.