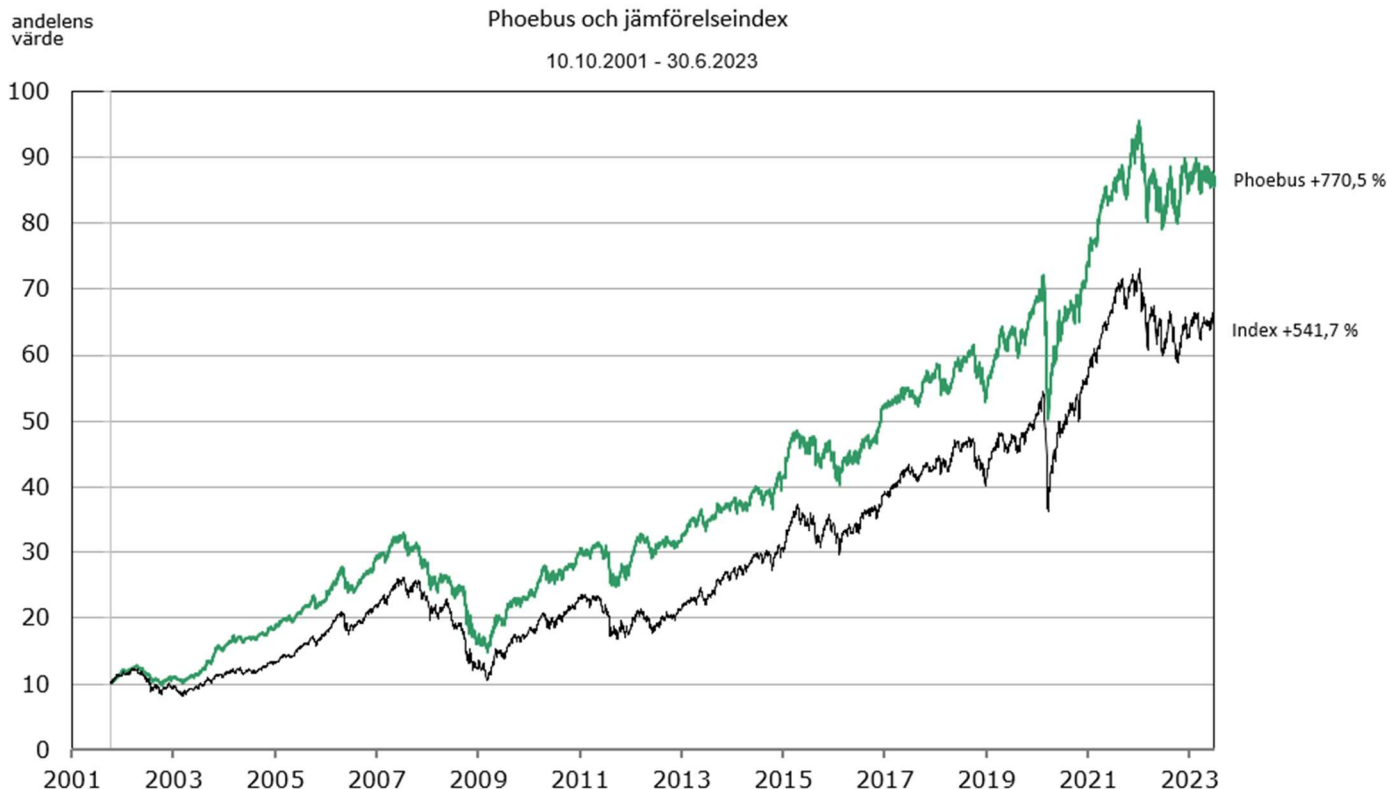


Seligson & Co Phoebus

Kvartalsrapport Q2 / 2023



AVKASTNING OCH RISK

FONDEN

JÄMFÖRELSEINDEX

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

30.6.2023

	Avkastning	Volatilitet	Avkastning	Volatilitet
3 mån.	0,50 %	10,01 %	-0,25 %	8,89 %
Från årets början	2,06 %	10,50 %	2,39 %	9,99 %
1 år	9,50 %	12,28 %	5,90 %	11,63 %
3 år	36,38 %	12,63 %	33,34 %	12,41 %
5 år	50,70 %	14,11 %	40,35 %	13,94 %
10 år	155,92 %	12,70 %	186,00 %	12,77 %
20 år	660,15 %	14,16 %	575,05 %	15,10 %
Från startdatum	770,52 %	13,96 %	541,73 %	15,33 %
Från startdatum per annum	10,47 %		8,93 %	

KOSTNADER, NYCKELTAL

1.7.2022 - 30.6.2023

Årliga avgifter	0,95 %
Avkastningsbunden provision	-
Transaktionskostnader	0,00 %
Totalkostnadsandel (TKA)	0,95 %
Portföljens omsättningshastighet	-4,15 %
Tracking error	7,14 %
Företagens antal	27
Förmedlingsarvodet betalda till företag inom samma koncern	0,00 %
Närkretsens ägarandel (30.6.2023)	6,43 %
Storlek	112 037 392 €

"I'd rather be at Fastenal"

VÄRDEPAPPERSPLACERINGAR 30.6.2023

	Antal aktier	Aktiekurs valuta		euro	Marknads- värde EUR
TietoEVRV	160000	25,42		4 067 200	3,6%
Vaisala	90000	42,40		3 816 000	3,4%
Lassila & Tikanoja	335000	10,00		3 350 000	3,0%
Fortum	250000	12,33		3 082 500	2,8%
Konecranes	75000	36,65		2 748 750	2,5%
Nokian Tyres	265000	8,01		2 123 710	1,9%
Exel Composites	385000	3,57		1 374 450	1,2%
Oriola A & B	1000000	1,31		1 306 680	1,2%
Inhemska aktier				21 869 290	19,5%
Air Liquide	63935	164,88	164,88	10 541 603	9,4%
O'Reilly Automotive	9200	937,42	863,90	7 947 898	7,1%
Fastenal	133000	58,54	53,95	7 175 210	6,4%
Costco	13000	531,69	489,99	6 369 892	5,7%
Handelsbanken A	720000	90,56	7,67	5 524 384	4,9%
Progressive	39000	132,07	121,71	4 746 779	4,2%
John Deere	12500	401,63	370,13	4 626 647	4,1%
Tractor Supply	23000	217,42	200,37	4 608 478	4,1%
Automatic Data Processing	23100	216,46	199,48	4 608 079	4,1%
Sandvik	247000	208,40	17,66	4 361 236	3,9%
Brembo	250000	13,54	13,54	3 385 000	3,0%
TFF Group	82303	40,60	40,60	3 341 502	3,0%
Givaudan	1013	2 957,00	3025,99	3 065 331	2,7%
Orkla	432000	77,14	6,60	2 850 024	2,5%
Novozymes	60800	317,30	42,61	2 590 552	2,3%
Harley-Davidson	60000	34,87	32,14	1 928 117	1,7%
Hennes & Mauritz	100000	185,80	15,74	1 574 203	1,4%
Strategic Education	25000	67,67	62,36	1 559 073	1,4%
HHLA	120000	11,40	11,40	1 368 000	1,2%
Utländska aktier				82 172 008	73,3%
AKTIER totalt				104 041 298	92,9%
Nettokassa				7 996 094	7,1%
FONDENS VÄRDE				112 037 391	100,0%
Antal andelar (A-korrigerat)				1 287 020,53	
Värde per A-andel				87,052	

FONDENS UTVECKLING

Aktiemarknaderna var under det andra kvartalet exceptionellt tudelade. Världsindexet steg med +6,5 % medan Helsingforsbörsen sjönk med -4,8 %. Således sjönk vårt jämförelseindex med -0,3 %. Phoebus steg med +0,5 %.

Från årets början har Phoebus avkastat +2,1 % och indexet +2,4 %. Sedan fondens start har Phoebus avkastat +770,5 % och jämförelseindexet +541,7 %.

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 fler aktier i fyra av våra bolag för 285 t€ (Orkla, Sandvik, Givaudan och Novozymes).

Vi fick 0,8 m€ i dividender och ägarna placerade netto 1,7 m€ nya pengar i fonden, så vår kassa ökade och var i slutet av juni 7,1 % av fondens värde. Det är alltför mycket, så jag fortsätter att köpa aktier.

EN AKTIV FOND?

Jag får ofta frågan om Phoebus är en aktiv eller passiv fond? Det beror på hur man definierar begreppen, men jag tycker att Phoebus klart är en aktiv fond, som dock är exceptionellt passiv i sin förvaltning.

Ursprungligen var det akademikerna som myntade termerna och deras innebörd var klar. Aktiva är alla de fonder vars innehav avviker från jämförelseindexet. Passiva är de som placerar exakt som ett visst index. Termen "aktiv" har inget att göra med aktiehandelns aktivitet utan innebär "aktiv risk" dvs. avvikelserna från jämförelseindexet.

Så här definierat är Phoebus helt klart en aktiv fond. Vårt jämförelseindex är 60 % Finlands och 40 % världens aktiemarknad så indexet har tusentals bolag av vilka vi äger 27. Fondens utveckling kan därmed avvika mycket från indexet, i gott eller ont.

Den senaste tiden har myndigheterna strulat till de här tidigare klara koncepten. Idag får man endast kalla en fond vars jämförelseindex beräknas av en utostående övervakad aktör passiv. Därför är tex. våra korgfonder inom Global Top 25 – familjen, vars "index" eller placeringskorg vi själv beräknar nu officiellt aktiva, trots att de i verkligheten är passiva.

Om vi istället tänker på min aktivitet som portföljförvaltare – alltså det som vi i vanligt språk kallar för aktivitet – så är Phoebus en mycket passiv fond.

Phoebus har funnits i knappt 22 år och har under den tiden ägt 64 olika bolag, varav vi idag äger 27. Jag har alltså sålt 37 bolag. Av dessa 13 för att de har blivit köpta från börsen (7 st) eller för att vi som utdelningar eller spinoffs har fått små andelar i något annat bolag (6 st). Egentliga försäljningar för

att jag har insett mina misstag har alltså varit 24, eller en per år.

Min aktivitet – och förhoppningsvis mina misstag – har gradvis minskat över tiden. Under 2001-2008 sålde jag 24 bolag, varav 16 för att jag hade gjort misstag. Under 2009-2016 sålde jag 9 bolag, varav 7 för mina misstag. Under 2017-2023 har jag sålt bara 4 bolag, varav ett var misstag, ett köptes bort, ett fick vi som utdelning och ett som spinoff.

OMSÄTTNINGSHASTIGHETEN ÄR VIKTIGAST

Akademikerna har redan i över 50 år vetat att passiva fonder i medeltal avkastar bättre än aktiva, eftersom deras förvaltningsarvoden är lägre och deras handelsaktivitet och därmed förmedlingsprovisionerna och spreadkostnaderna är lägre. Men är det alltid så?

Under de senaste tio åren (2013-2022) har Phoebus portföljs omsättningshastighet såsom den definieras i Finland i medeltal varit -3,3 %. Då subtraheras från mina affärer summan av andelsägarnas teckningar och inlösningar. En negativ omsättningshastighet innebär att jag har gjort färre affärer än ägarna (eftersom jag sköter en del med fondens kassa).

I de övriga enligt officiella kriterier aktiva fonderna var omsättningen i GT25 Pharma under perioden 9,4 % och i GT25 Brands 11,6 %. Dessa kan jämföras med våra enligt myndigheterna passiva fonder: Asien-indexfonden 12,5 %, Finland-indexfonden 12,6 %, Nordamerika.indexfonden 12,8 %, Europa-indexfonden 17,1 % och den börsnoterade OMX Helsinki 25 indexandelsfonden 27,0 %.

Vad förklarar skillnaderna? Förutom den börsnoterade fonden är våra jämförelseindex sk. hållbara index och det är möjligt att indexberäknaren för en del av sin kunder känner sig tvungen att bevisa att man faktiskt väljer mellan bolagen, därför får de ju betalt. För OMX Helsinki 25 beror den höga omsättningen på indexets regler - bolagen och vikterna justeras hela fyra gånger per år - men där gör indexberäknaren inga kvalitativa beslut.

Hur som helst kan alltså en fond som enligt myndigheternas kriterier är passiv vara mycket mer aktiv än vi, som i den officiella nomenklaturen kallas aktiva. Solklart, eller hur?

Det relevanta är alltså inte om en fond kallas aktiv eller passiv, utan att dess totala kostnader är låga. En lägre omsättningshastighet innebär att handelskostnaderna (provisioner och framförallt skillnaden mellan köp- och säljkurser) är lägre.

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



Jag presenterade senast vår amerikanska producent av jord- och skogsbruksmaskiner Deere i rapporten 4/2019. Jag berättade då att aktien verkade lite dyr med beaktande av att jordbrukscykeln 2019 var ganska normal, till skillnad från 2016 då jag köpte våra första aktier i Deere. Trots att p/e-talet 2019 var lite lägre. Men ett P/E-tal på 20x i lågkonjunkturen 2016 såg jag som klart billigare än ett P/E-tal på 17x i den normala konjunkturen 2019.

Åtminstone på denna korta tid var min oro obefogad. Deere har avkastat +147 % i euro inklusive dividender samtidigt som Phoebus har avkastat +28 % och indexet +26 %.

Den fina utvecklingen förklaras främst av att vinsten per aktie på tre år har ökat med +129 % och att bolaget har betalat bra dividender. Värderingen är idag samma P/E 17x beräknat på fjolårets resultat som den var 2019. Men jag tycker att aktien är ännu dyrare än den var då.

Det beror på att jordbrukscykeln var exceptionellt förmånlig i fjol. Deere säger förstås inte att kriget i Ukraina gynnade bolaget utan att det kostade 200 m\$ i nedskrivningar. Men som jag ser det var den indirekta nyttan mångdubbelt större. Kriget höjde priserna på spannmål då produktionen i Ukraina minskade, vilket fick odlarna annanstans att öka sin produktion, som i sin tur innebar investeringar i nya traktorer och skördetröskor.

Det syntes i Deeres omsättning, som i fjol växte +63 % i Sydamerika och +28 % i Nordamerika (i resten av världen sjönk den -5 %). Bolaget säger själv att jordbrukscykeln var exceptionellt förmånlig, hela 25 % över en normal konjunkturnivå. Deeres rörelsemarginal var i fjol 17,4 % då den de senaste 30 åren i medeltal har varit 10,0 %.

Då Deere 2019 i en ganska normal konjunktur tjänade 10 dollar per aktie skulle jag uppskatta att siffran idag är 12-14 dollar. Bolaget har förbättrats, men inte så mycket som fjolårets vinst på 23,28 dollar per aktie utvisar. Det bör vi beakta i värderingen. Ett konjunkturkorrigerat P/E-tal är kring 30x enligt min åsikt. För en traktortillverkare är det högt.

Deere är visserligen ett bra traktorbolag, men inte fantastiskt och inte ett av våra allra bästa bolag. Varumärket har utvecklats i 186 år och Deeres försäljnings- och servicenätverk är bättre än konkurrenternas, så bolaget kan säkert länge förbli marknadsledare. Speciellt som det har investerat mer än sina konkurrenter i precisionsodlingsteknologi.

Men jag tänker inte åtminstone öka vårt ägande. Deere väger efter sin goda kursutveckling nu 4,1 % i portföljen, som är passligt för ett bra bolag. För ett dyrt bra bolag är det kanske lite för mycket, men jag har inte hittat bättre alternativ heller.



Vår amerikanska försäljare av festsättningar Fastenal (skruvar, bultar etc.) och övriga industritillbehör är ett bra exempel på att ett bra bolag inte behöver vara i en spännande bransch. Det räcker att bolaget år in och år ut är bättre än sina konkurrenter.

Jag presenterade senast Fastenal i rapporten 1/2020. Jag berättade då att bolaget verkade ha hittat sin tillväxt igen, efter en tid av temporärt sämre ledning, som korrigerades snabbt. Jag tyckte att aktien verkade ganska billig.

Efter det har aktien varit en bra placering. I euro med dividender har den avkastat +99 % samtidigt som Phoebus har avkastat +59 % och indexet +57 %. Fastenals omsättning har ökat med +34 % och resultatet +41 % och bolaget har delat ut nästan allt som dividender. Resten av avkastningen har kommit från en lite högre värdering.

Varför tycker jag att Fastenal är så bra? Omsättningen är 7 miljarder dollar, som motsvarar bara 5 % av marknaden för industritillbehör. Konkurrenterna är tretton på dussinet.

Svaret ligger i företagskulturen. Fastenal har sedan 1967 försökt växa genom att betjäna sina kunder bättre än konkurrenterna och samtidigt hålla sina kostnader möjligast låga. Därför har rörelsemarginalen de senaste 30 åren i medeltal varit 18,6 % och sjunkit under 15 % i bara tre år (2001-2003). De senaste 10 åren har den varit 20,5 %, i fjol var den 20,8 %.

En förklaring är Fastenals grundare Bob Kierlin, som ännu som 84-åring går till bolaget varje vecka. Bob är känd bla. för att han inte köpte nya kontorsmöbler, för begagnade var billigare. Möblerna betjänar ju inga kunder. Ett bra men lite morbida exempel på bolagets starka känsla av gemenskap berättade vd Dan Florness i senaste årsredovisning. Kierlin hade skämtat att på hans gravsten i sinom tid kunde gravas: *"I'd rather be at Fastenal"*.

Kulturen baseras mycket på djup analys. Ännu 2013 hade Fastenal 2.687 butiker, men kunderna handlade allt mer på distans. Om kunderna inte kommer till oss så får vi väl gå till kunderna var bolagets svar. Idag finns det bara 1.683 butiker, men Fastenal har 1.623 försäljningsställen hos sina kunder och över 100.000 automater hos sina mindre kunder. Över hälften av försäljningen sker idag hos kunden.

Då P/E-talet senast var 23,1x tyckte jag att det var billigt. Idag är det 27,8x beräknat på de senaste 12 månadernas resultat, vilket jag inte tycker att är dyrt för ett bra bolag. För de senaste 30 åren har Fastenals P/E-tal i medeltal varit 33,5x och för 10 år 28,5x.

Bolaget är dock redan vår tredje största placering och väger 6,4 % i portföljen. Det räcker nog, trots att Fastenal enligt min åsikt är ett av våra allra bästa bolag.