

Seligson & Co Phoebus

Kvartalsrapport Q1 / 2025



AVKASTNING OCH RISK

FONDEN

JÄMFÖRELSEINDEX

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

31.3.2025

	Avkastning	Volatilitet	Avkastning	Volatilitet
Från årets början	3,84 %	9,47 %	1,44 %	10,07 %
1 år	6,44 %	9,91 %	7,10 %	9,33 %
3 år	24,86 %	11,31 %	12,13 %	10,72 %
5 år	97,55 %	12,21 %	83,12 %	11,95 %
10 år	126,73 %	12,62 %	109,12 %	12,48 %
20 år	444,24 %	14,14 %	424,42 %	15,04 %
Från startdatum	982,50 %	13,66 %	646,75 %	14,95 %
Från startdatum per annum	10,67 %		8,94 %	

KOSTNADER, NYCKELTAL

1.4.2024 - 31.3.2025

Årliga avgifter	0,95 %
Avkastningsbunden provision	-
Transaktionskostnader	0,00 %
Totalkostnadsandel (TKA)	0,96 %
Portföljens omsättningshastighet	-8,00 %
Tracking error	7,39 %
Företagens antal	27
Förmedlingsarvoden betalda till företag inom samma koncern	0,00 %
Närkretsens ägarandel (30.9.2024)	5,86 %
Storlek	144 777 397 €

"Har Phoebus marknadsrisk ökat?"

VÄRDEPAPPERSPLACERINGAR 31.3.2025

	Antal aktier	Ak- tiekurs valuta	euro	Marknads- värde EUR	Vikt i fonden
Konecranes	80000		59,25	4 740 000	3,3%
Fortum	300000		15,05	4 515 000	3,1%
Vaisala	98000		44,45	4 356 100	3,0%
TietoEVRY	215000		15,84	3 405 600	2,4%
Lassila & Tikanoja	405000		8,39	3 397 950	2,3%
Nokian Tyres	400000		6,42	2 569 600	1,8%
Oriola A & B	1599857		1,12	1 796 761	1,2%
Exel Composites	3780000		0,39	1 474 200	1,0%
Inhemska aktier				26 255 211	18,1%
Air Liquide	68000	174,46	174,46	11 863 280	8,2%
O'Reilly Automotive	8500	1408,55	1301,92	11 066 342	7,6%
Costco	12500	929,66	859,28	10 741 057	7,4%
Fastenal	140000	76,17	70,40	9 856 549	6,8%
Handelsbanken A	800000	112,75	10,39	8 315 740	5,7%
Progressive	27000	278,86	257,75	6 959 257	4,8%
Automatic Data Processing	23000	300,83	278,06	6 395 314	4,4%
Tractor Supply	115000	53,47	49,42	5 683 566	3,9%
John Deere	13000	465,31	430,09	5 591 117	3,9%
Sandvik	284000	211,00	19,45	5 524 528	3,8%
Orkla	460000	114,50	10,03	4 615 034	3,2%
Givaudan	1025	3798,00	3985,39	4 085 028	2,8%
Novonesis	70000	398,50	53,41	3 738 725	2,6%
Eurofins	70000	49,19	49,19	3 443 300	2,4%
Brembo	350000	7,90	7,90	2 766 400	1,9%
TFF Group	92983	24,00	24,00	2 231 592	1,5%
Strategic Education	25000	85,66	79,18	1 979 388	1,4%
Harley-Davidson	65000	25,14	23,24	1 510 398	1,0%
Hennes & Mauritz	102000	131,15	12,09	1 233 283	0,9%
Utländska aktier				107 599 898	74,3%
AKTIER totalt				133 855 109	92,5%
Nettokassa				10 922 288	7,5%
FONDENS VÄRDE				144 777 397	100,0%
Antal andelar (A-korrigerat)				1 337 429,93	
Värde per A-andel				108,250	

FONDENS UTVECKLING

Årets första kvartal var positivt, trots att oron för USA:s tullar sänkte aktiemarknaderna i mars. Phoebus värde ökade med +3,8 % och jämförelseindexets med +1,4 % (den finska aktiemarknaden +6,0 % och världsmarknaden -5,3 % i euro).

Sedan starten har Phoebus avkastat +982,5 % och jämförelseindexet +646,7 %.

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 sju av våra bolag för 1,5 m€. I köpens storleksordning Konecranes, Vaisala, Tietoevry, Nokian Tyres, L&T, Fortum och TFF Group. Vi fick 1,9 m€ i dividender och ägarna placerade netto 2,5 m€ nya pengar i fonden.

Vår kassa ökade och var i slutet av mars 7,5 % av fondens värde. Det beror mest på Handelsbankens stora utdelning i slutet av mars, som jag återinvesterar i Sverige först då kronorna är på vårt valutakonto, för att undvika onödiga valutabyteskostnader.

HAR PHOEBUS MARKNADSRISK ÖKAT?

Jag försöker placera i bolag som är stabilt lönsammare än sina konkurrenterna och solida. Både deras affärsrisker och deras finansieringsrisker borde därför vara lägre än genomsnittet. Mot den här bakgrunden kanske många undrar – liksom jag själv – varför Phoebus volatilitet (alltså standardavvikelsen på våra avkastningar) de senaste fem åren har varit högre än marknadens?

Volatiliteten mäter ju inte marknadsrisken, utan för det lämpar sig akademikernas Beta-tal bättre (kovariansen mellan fondens och marknadens avkastningar delat med marknadens varians). Det har också stigit. Beräknat från starten har Phoebus beta varit 0,82 men för de senaste fem åren redan 0,93. Det är ändå fortfarande under ett, som betyder att Phoebus marknadsrisk är lägre än genomsnittet.

Själv mäter jag inte vår risk med grekiska bokstäver eller matematik, utan jag försöker se hur vi har klarat oss i olika marknadsförhållanden. Phoebus har nu verkat i 262 månader, varav vi har gått bättre än index 52 %. De månaderna som marknaden har sjunkit har Phoebus avkastat bättre 72 % av tiden, men under positiva marknadsförhållanden bara 41 % av tiden. Vår risk har alltså varit klart lägre än marknadens.

De senaste fem åren har förhållandet inte just förändrats. Phoebus har slagit index 52 % av tiden. Då marknaden har

sjunkit har vi slagit index 64 % av tiden och då marknaden har stigit bara 45 %. Så även detta bekräftar (liksom beta-talet) att vår risk fortfarande är lägre än marknadens. Varför har vår volatilitet då stigit?

Vår kassa var de första åren ganska stor, som minskade volatiliteten. Vi hade en hel del illikvida placeringar – extremfallen var väl Puuharyhmä och Ekokem – vars pris inte förändrades dagligen. Sådana har vi inte längre. Fonden placerade i början ganska mycket i små bolag, som inte alltid korrelerar med resten av marknaden.

Fast en illikvid placering inte svänger dagligen så har den givetvis helt samma risk. Så Phoebus nuvarande nyckeltal kan nog återspegla också vår historiska risk lite bättre? Värt att notera är att fondens volatilitet inte mäter bara marknadsrisken, utan också de företagsspecifika riskerna. Förklaringen till vår högre volatilitet är nog att det finns 5 000 olika bolag i indexet, men vi äger bara 27 av dem.

VAD BERÄTTAR DET OM AVKASTNINGEN?

Vi fortsätter med en risk som är lägre än marknadens, för jag sover själv bättre så. Enligt finasteorin borde vi då också ha en lägre avkastning än marknadens. Hittills har det inte varit så, utan sedan Phoebus start har vår överavkastning mot indexet varit 1,7 % per år och precis densamma för de senaste fem åren, trots att den varierar mycket.

En lågriskfond borde dock normalt (åtminstone i teorin) avkasta sämre än marknaden, och jag ser inget fel i teorin. Phoebus kostnader är ungefär 1 % per år så åtminstone så mycket borde vi släpa efter marknaden. Och enligt akademikerna lite mer, eftersom vår beta är bara 0,93.

Fonden har sedan starten 11-faldigats, men den borde egentligen ha sexfaldigats. Bättre såhär. Men om vi har haft skicklighet eller bara tur kan jag inte säga. Det kan akademikerna med sina grekiska bokstäver inte heller. Att tillförlitligt särskilja tur från skicklighet skulle i vårt fall kräva en 80 års historia, som vi inte har.

Så vi skall kanske inte förvänta oss en riktigt lika bra avkastning i framtiden. Jag tycker ändå att fondens ägare kan sova lugnt, eftersom vår risk är mindre än marknadens. Åtminstone sover jag själv lugnt, då jag vet vad vi äger.

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



Jag presenterade senast vår läkemedelsdistributör Oriola i rapporten 3/2021 och sade då att bolaget hade varit en usel placering. Men jag tyckte värderingen var låg och nya VD:n Elisa Markula bra. Oriola var vår minsta placering, så jag borde antingen sälja den eller öka den.

Jag valde att öka den och trefaldigade vårt lilla innehav. Det var ett misstag. Även sedan dess har aktien varit en dålig placering. Inklusive dividender har den på tre och ett halvt år avkastat -27 % samtidigt som Phoebus har avkastat +28 % och jämförelseindexet +11 %. Den dåliga avkastningen är ingen överraskning, då bolaget inte just har fått något vettigt gjort.

I början av 2022 beslöt Oriola att förena sina svenska apotek med de apotek som ett litauiskt bolag ägde i Sverige. Som en följd av detta lämnade Markula sin VD-post efter mindre än ett år. Hennes efterträdare Katarina Gabrielson förändrade genast igen en gång Oriolas organisation – redan den tredje gången på några år.

Apoteksfusionen gav inga synergier. Det operativa resultatet, som ännu 2021 var 24 m€ förbyttes i föl till en operativ förlust på -6 m€ och dessutom gjordes diverse avskrivningar. Och i sin dosförsäljning i Sverige tappade Oriola 2022-23 cirka 90 % av sina kunder, då bolaget förlorade ett antal större upphandlingar.

Organisationsförändringarna och den dåliga resultatutvecklingen har lett till stora förändringar i ledningen. Av ledningsgruppen på 10 personer för tre år sedan är bara två kvar idag och dessutom har en ekonomichef kommit och gått. Då ledningens omsättning är 90 % på tre år är det inte så konstigt att bolaget verkar vara rörligt.

Men ofta har molnen en silverkant. Balansräkningen är stark, nettokassan är 37 m€ och även om man räknar de sålda fordringarna som skuld är nettoskuden bara 57 m€. Den nästan döda dosverksamheten i Sverige såldes i skrivande stund för 9,5 m€. Strategiskt är positionen stark, Oriolas andel av läkemedelsdistributionen är i Sverige 43 % och i Finland 45 %. Resultatet i basverksamheten var 2022 bara 11,9 m€ och i föl redan 21,6 m€. Men det är ännu långt kvar till de historiska normerna på runt 30 m€.

Aktien verkar ganska billig. Basverksamheten tjänar 9,5 cent per aktie, så dess p/e-tal är 11,8x. Dessutom är nog ägarandelen i apoteken värd någonting. Jag trodde tidigare att summan skulle vara cirka 3 euro per aktie, men 2 euro är nog närmare sanningen. Medan vi väntar på att värdet eventuellt realiseras är direktavkastningen goda 6,2 %.

Vår risk är mycket liten, men Oriola har igen glidit ned till en av våra minsta placeringar, vars vikt i portföljen bara är 1,2 %. Jag måste igen fundera vad jag borde göra. Den här gången ökar jag knappast vårt ägande, utan snarare säljer vi i något skede bolaget, som jag tycker att är vårt kanske allra sämsta till sin kvalitet.

Men det kanske inte lönar sig riktigt till det här priset, och det är inget brådskande.

Handelsbanken

Jag presenterade också Svenska Handelsbanken, som är en av våra största placeringar i rapporten 3/2021. Jag tyckte då att placeringen var mycket attraktiv för att bankens kvalitet är utomordentlig och dess värdering tyckte jag var låg.

Sedan dess har SHB i euro inklusive dividender avkastat +47 % samtidigt som Phoebus har avkastat +28 % och jämförelseindexet +11 %. Bankerna har generellt avkastat bra efter att nollränteperioden slutade 2022, då räntorna på utlåningen har stigit snabbare än på inlåningen, såsom det brukar gå då räntorna stiger. Jag visste givetvis inte att perioden med nollräntor snart skulle ta slut, utan bara att den inte kunde fortsätta särskilt länge.

Liksom Oriola hade SHB senast en ny VD Carina Åkerström, som snabbt beslöt sig för att lämna jobbet. I hennes ställe kom Michael Green, som har jobbat i 30 år för banken. Där tar nog likheterna slut. SHB är kvalitativt från en annan planet än Oriola.

Till mångas förvåning beslöt Åkerström att sälja verksamheterna i Danmark och Finland. Jag var också förvånad, för jag skulle ha sålt England istället för Danmark. Verksamheten i Finland var däremot länge bankens sämsta, så det var naturligt att den såldes.

Strategiskt kunde man kanske tänka sig att det finns fördelar med att vara en "nordisk bank", som tex. Nordea verkar tänka? Problemet är att alla nordiska länder har olika valutor och olika reglerande myndigheter. De mångfaldiga kostnaderna blir större än de möjliga synergier. Därför tycker jag inte att SHB gjorde fel val strategiskt. Jag hade bara själv kanske gjort det lite annorlunda.

Aktiens goda avkastning beror inte på att värderingen skulle ha stigit, utan kommer från resultatet. På fyra år har vinsten för kvarvarande verksamheter ökat med +44 % och resultatet per aktie med +45 %. Värderingen var senast p/e 10,7 och är nu bara 8,2x (utdelningen har visserligen just lossnat). Jag tycker banken är billig, speciellt relativt sin kvalitet.

Vi bör dock följa med kvaliteten. SHB:s mål har i 50 år varit att nå en bättre avkastning än konkurrenterna på det egna kapitalet och att ha de nöjdaste kunderna. Det har banken hittills lyckats med i ett halvt sekel, men skillnaden till konkurrenterna har minskat.

En av mina vänner berättade att hans barn som bor i Sverige hade bett om bostadslån av SHB och tjänstemannen sade att det *kanske* går, ifall man sparar i bankens fonder. Antingen borde den personen inte jobba på SHB eller också borde vi kanske inte äga så många aktier i banken. Även sådana här små bitar av information tvingar en portföljförvaltare fundera på.

SHB är den stabilaste av alla privatägda banker i världen och dess storägare Fredrik Lundberg tyckte i sitt bolags årsredovisning för 2024 att Michael Green har vuxit bra in i jobbet. Jag håller med. Han verkar rensa ut onödiga kostnader, som kanske lite skenade iväg under Åkerströms tid.

Handelsbanken väger nu 5,7 % i vår portfölj då jag inte ännu har återinvesterat utdelningen. Om jag placerade allt i banken skulle dess vikt vara 6,5 %. Trots att den till sin kvalitet är ett av våra allra bästa bolag behöver dess vikt nog inte vara högre än så.