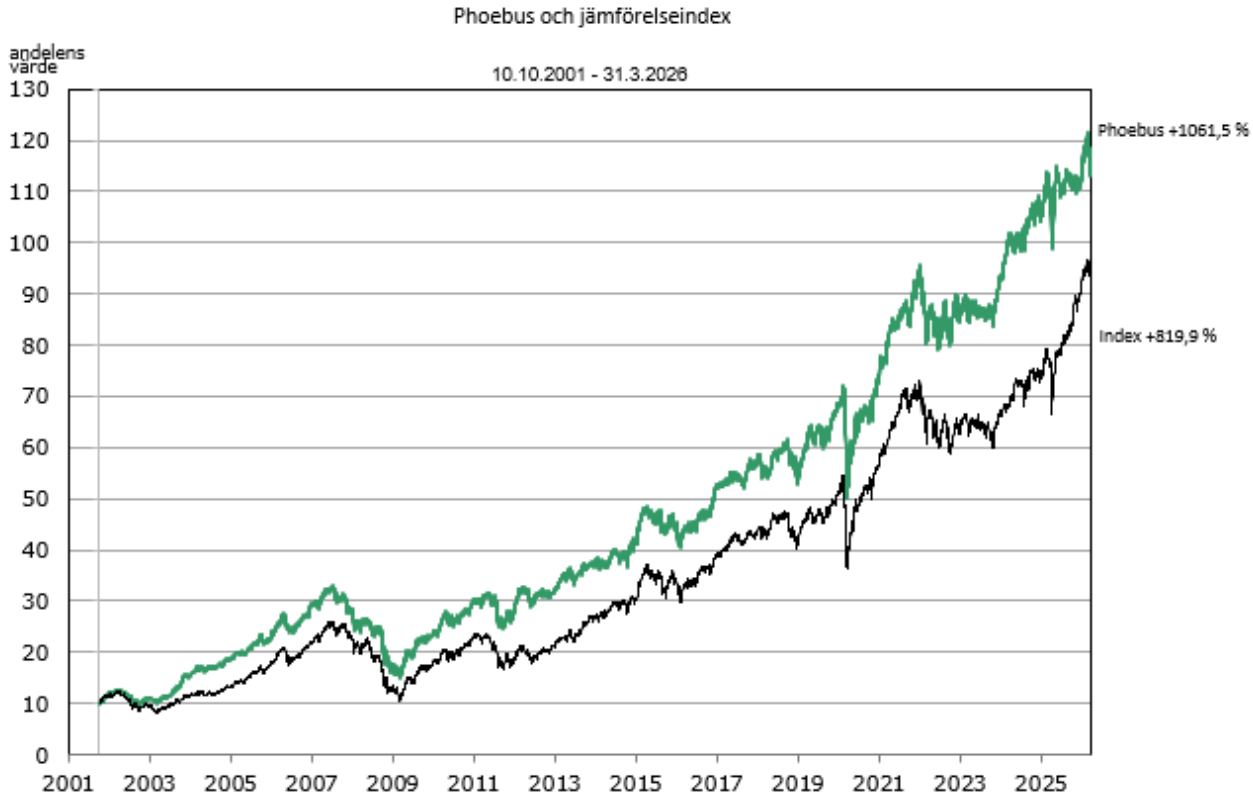
Seligson & Co Phoebus

Kvartalsrapport Q1 / 2026



AVKASTNING OCH RISK 31.3.2026	FONDEN		JÄMFÖRELSEINDEX 60% OMX Helsinki Cap GI, 40% MSCI AC World NDR	
	Avkastning	Volatilitet	Avkastning	Volatitlitet
Från årets början	3,34 %	12,37 %	0,38 %	11,23 %
1 år	7,30 %	12,89 %	23,19 %	12,11 %
3 år	34,10 %	10,53 %	42,99 %	10,15 %
5 år	41,52 %	11,71 %	48,39 %	11,44 %
10 år	161,11 %	12,31 %	176,74 %	12,08 %
20 år	344,15 %	14,27 %	349,52 %	15,16 %
Från startdatum	1061,54 %	13,62 %	819,95 %	14,84 %
Från startdatum per annum	10,53 %		9,49 %	

KOSTNADER, NYCKELTAL	1.4.2025 - 31.3.2026
Årliga avgifter	0,95 %
Avkastningsbunden provision	-
Transaktionskostnader	0,01 %
Totalkostnadsandel (TKA)	0,96 %
Portföljens omsättningshastighet	-2,11 %
Tracking error	6,63 %
Företagens antal	29
Förmedlingsarvoden betalda till företag inom samma koncern	0,00 %
Närkretsens ägarandel (30.6.2025)	5,14 %
Storlek	161 533 881 €

"Vi bör begripa våra placeringar"

VÄRDEPAPPERSPLACERINGAR 31.3.2026

	Antal aktier	Aktiekurs valuta	euro	Marknads-värde EUR	Vikt i fonden
Fortum	330000		21,97	7 250 100	4,5%
Konecranes	231000		28,10	6 491 100	4,0%
Vaisala	138000		44,35	6 120 300	3,8%
Tieto	230000		18,82	4 328 600	2,7%
Nokian Tyres	410000		9,22	3 780 200	2,3%
Lassila & Tikanoja	430000		7,42	3 189 740	2,0%
Exel Composites	252000		7,50	1 890 252	1,2%
Oriola	1615571		0,95	1 529 946	0,9%
Luotea	405000		2,46	997 110	0,6%
Inhemska aktier				**35 577 348**	**22,0%**
Air Liquide	71000	178,50	178,50	12 673 500	7,8%
Fastenal	285000	45,12	39,32	11 207 251	6,9%
O'Reilly Automotive	127500	92,11	80,28	10 235 336	6,3%
Costco	11500	996,58	868,55	9 988 382	6,2%
Handelsbanken A	880000	124,20	11,34	9 980 458	6,2%
Sandvik	280000	353,30	32,26	9 033 330	5,6%
John Deere	13000	555,50	484,14	6 293 795	3,9%
Atlas Copco B	425000	143,80	13,13	5 580 769	3,5%
Orkla	505000	122,50	10,93	5 519 446	3,4%
Progressive	30000	201,39	175,52	5 265 557	3,3%
Automatic Data Processing	27000	205,47	179,07	4 835 010	3,0%
Tractor Supply	115000	45,41	39,58	4 551 290	2,8%
Eurofins	70000	62,80	62,80	4 396 000	2,7%
Novonesis	82000	386,80	51,76	4 244 406	2,6%
Givaudan	1300	2 699,00	2939,73	3 821 655	2,4%
Brembo	410000	8,14	8,14	3 337 400	2,1%
Strategic Education	26500	82,47	71,88	1 904 702	1,2%
TFF Group	115000	15,95	15,95	1 834 250	1,1%
Hennes & Mauritz	103900	175,55	16,03	1 665 569	1,0%
Harley-Davidson	65000	19,44	16,94	1 101 272	0,7%
Utländska aktier				**117 469 379**	**72,7%**
AKTIER totalt				**153 046 727**	**94,7%**
Nettokassa				**8 487 154**	**5,3%**
FONDENS VÄRDE				**161 533 881**	**100,0%**
Antal andelar (A-korrigerat)				1 390 684,88	
Värde per A-andel				**116,154**	

FONDENS UTVECKLING

Årets första kvartal var ganska speciellt. Aktiemarknaden steg i januari-februari tills kriget i Iran och skuggbankernas stundande kris eliminerade uppgången i mars. Vårt jämförelseindex steg med +0,4 % (Finland +2,7 % och världen -3,1 %) och Phoebus steg med +3,3 %. Sedan starten har Phoebus avkastat +1061,5 % och jämförelseindexet +819,9 %.

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 var tvungen att sälja mer aktier än vanligt för 2,3 m€ så att fonden inte skulle bryta mot sina diversifieringsregler, då marknaden svängde mer än vanligt (Costco, Sandvik, Fortum, Konecranes). Jag köpte mer aktier i elva bolag för 3,7 m€ (i köpens storleksordning Vaisala, Atlas Copco, ADP, Progressive, Air Liquide, L&T, Givaudan, Novonesis, Nokian Tyres, Brembo och Tieto).

Vi fick 2,5 m€ i dividender och ägarna placerade netto 0,2 m€ nya pengar i fonden. Vår kassa ökade och var i slutet av mars 5,3 % av fonden, närmast för att många av dividenderna avskildes först under månadens sista dagar.

VI BÖR BEGRIPA VÅRA PLACERINGAR

Ekonomirådgivarna säger ofta att det är viktigast att fatta vad man placerar i för att undvika fällor, men de ger sällan några exempel. Så jag tänkte ge ett.

Jag fick nyss ett erbjudande från en stor global bank att placera i deras “Euro AAA CLO UCITS ETF” som de tyckte var en lågriskplacering, liksom en penningmarknadsfond, som ändå avkastar 4 %. Det lät lite för bra för att vara sant, så jag kollade vad det var frågan om.

Inte åtminstone någon ränteplacering och inte heller med låg risk. Det var en skuggbanks derivat som nog har låg ränterisk då räntan är rörlig, men kreditrisken är både lång och stor och komplicerad. Produkten har stor skuldfinansiering och AAA är bara önsketänkande.

Riskkapitalbolagen finansierar sina olistade placeringar (Privat Equity) med dessa direkta lån (Private Credit). Bolaget tar först så mycket banklån det får och Private Credit är resten av skulden, som i Private Equity ofta är större än i börsbolagen.

Private Credit finansieras delvis av bankerna och resten kan man med en CLO (Collateralized Loan Obligation) dela upp i skivor som alla har olika rättigheter vid en konkurs. De är alltså derivatinstrument – inte längre ränteplaceringar. Precis som CDO (Collateralized Debt Obligation) var i förra finanskrisen. Då var den underliggande tillgången fattiga människors bostadslån och nu är den de fattiga Private Equity -bolagens lån.

En ”AAA”-CLO investerare äger alltså den nästbästa biten (banken har den bästa) av en uppdelad portfölj av dåliga företagslån (för banken har den bästa biten av de underliggande bolagens lån också). Han är dock bättre ställd än de andra CLO-placerarna eller Privat Credit -fondens placerare, som står allra sist i kön.

Det var lätt för mig att se att det här inte passar mig. Ränteplaceringarna i min portfölj är ämnade för ge trygghet och likviditet, inte maximal avkastning. På samma vis tycker jag att vi borde analysera alla våra placeringar – givetvis även Phoebus. Passar de i just vår egen portfölj, och i så fall varför?

ÄR SKUGGBANKERNA EN SYSTEMRISK?

Skuggbankerna har vuxit mycket snabbt samtidigt som bankerna har reglerats allt mer efter finanskrisen. Det är väl ganska självklart, för de riskerna som bankerna inte längre får ta måste ju ändå finnas någonstans. På 20 år har skuggbankernas kapital ökat tiofaldigt och är nu tvåtusen miljarder dollar. Har bankregleringen minskat systemriskerna, eller har den bara flyttat dem till ett annat ställe?

Av aktiemarknadens svängningar är över 99% bara slumpmässiga, men ibland kan stora svängningar berätta något. I år har riskkapitalbolagen kraschat. Till medlet av mars hade Blackstone sjunkit med -36 %, KKR -35 % och Apollo -32 %. USA:s marknad sjönk bara med -3 %. I mars berättade JP Morgan att banken minskar sin utlåning till private credit -fonderna och ECB började undersöka bankernas utlåning till dessa skuggbanker.

Vore det katastrof om skuldsatta räntefonder gick omkull, då placerarna främst är pensions- och livförsäkrare som borde fatta risken? Derivaten har tyvärr de senaste åren sålts även åt oss vanliga placerare som ganska riskfria, precis som 2006-2008. Riskkapitalbolagen har köpt livförsäkringsbolag för att få “bestående kapital” och fyllt dem med sina derivat.

Liksom i finanskrisen är det största problemet nu att ingen riktigt vet vem som bär de värsta riskerna, så riskpremierna kjedas. Bankerna har dem knappast längre och en mycket viktig skillnad är att skuggbankerna inte har deponenter som staten borde skydda, utan kunderna får ta sitt eget ansvar. Därför ser jag inte någon större risk för en systemkris. Riskkapitalisterna kanske redan kan vara i kris och det är kanske vad marknaden vill berätta för oss. Knappast skulle någon väl erbjuda just mig sina derivat ifall någon smartare ännu ville köpa dem?

Phoebus placerar inte med skuldsättning eller i derivat. Jag lever enligt vårt motto: “Enkelt är effektivt”. Vi äger helt enkelt en portfölj av bra bolags aktier. Så vi kan nog ganska lugnt följa med hur skuggbankernas kris utvecklas, endast från läktaren.

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

KONECRANES

Jag presenterade senast vår krantillverkare Konecranes för tre och ett halvt år sedan i rapporten 3/2022 och berättade då att bolaget hade avkastat uselt och till skillnad från vanligt varit ganska stökigt efter ett misslyckat ledarval och ett fusionsförsök som gick i stöpet. Men jag berättade också att bolaget verkade exceptionellt billigt och att det fortfarande enligt min åsikt var ett kvalitetsbolag.

Sedan dess har aktien med dividender avkastat +347 % medan Phoebus har avkastat +45 % och jämförelseindexet +56 %. Jag kunde nog ha litat ännu lite mera på min egen analys.

Verksamheten har också förbättrats mycket. På fyra år har omsättningen vuxit med +31 % och det justerade rörelseresultatet med +88 %. Då fusionen med Cargotec misslyckades och dess kostander försvann har det rapporterade rörelseresultat ökat med hela +147 %. Rörelsemarginalen före engångsposter var i fjol 14,0 %, år 2021 var den 9,8 %. I medeltal har den sedan 1999 varit 7,6 %. De tidigare toppåren, som i Kinas enorma investeringsboom 2007-2008, var den 10-12 %.

Är den nuvarande resultatnivån bestående eller övergående? Både och tror jag. Servicen som är den mest lönsamma delen har på 26 år trefaldigat sin marginal och kontinuerligt ökat sin andel av resultatet. Åren 1999-2011 var dess resultatandel i medeltal 39 %. Åren 2012-2025 har den i medeltal varit 65 %. Produktverksamhetens resultat svänger med cyklerna och har varit bättre än normalt 2024-2025, vilket kanske inte fortsätter.

Så hur borde vi tänka på bolagets värdering? Senast var den bara 7,4x det justerade resultatet och nu är den 15,4x. Den fördubblade värderingen förklarar alltså hälften av vår avkastning. Av våra andra verkstadsbolag värderas Sandvik nu till 29,0x och Atlas Copco till 26,5x, men de har mycket längre bevisat sig vara kvalitetsbolag. Jag tycker inte att Konecranes värdering verkar speciellt utmanande, även om kvaliteten inte riktigt är den samma.

Jag tycker inte heller att bolaget är så rörigt längre. Rob Smith från AGCO var nog en dålig VD- rekrytering, medan Anders Svensson från Sandvik tyckte jag var mycket bra, trots att båda bara stannade i tre år. Nya VD:n Marko Tulokas kommer som omväxling inifrån, liksom det i alla bra bolag brukar funka, och han har jobbat för bolaget sedan 2004.

Jag har i år sålt en tjugosjundedel av vår placering men endast för att bolagets vikt i vår portfölj inte skulle överstiga våra diversifieringsregler. Efter det har kursen sjunkit lite och Konecranes vikt i portföljen är nu 4,0 %. Jag tycker den är ganska lämplig.

Kanske kursenn inte helt genast igen fyrfaldigas eller ens dubblas, men det får mig att tänka på T-skjortan jag fick då jag lämnade Alfred Berg. På bröstsidan var ungefär enligt den amerikanska humoristen Will Rogers texten: "*When a stock doubles, sell it*!" På ryggsidan fanns fortsättningen: "*What if it doesn't double? Don't buy it*!"

Som tur följde jag inte Wll Rogers råd med Konecranes.

H&M

Jag presenterade också vår klädhandlare H&M senast i rapporten 3/2002 och berättade att aktien med bara 0,9 % av vår portfölj hade varit usel men att jag tyckte att den nya ledningen var lovande och att jag måste fundera om jag vill köpa mer eller om vi borde sälja bolaget?

Som tur sålde jag det inte, men tyvärr köpte jag inte mer heller. Sedan senast har H&M i euro med dividender avkastat +99 % samtidigt som Phoebus har avkastat +45 % och jämförelseindexet +56 %.

Var har avkastningen kommit ifrån, då omsättningen på fyra år har ökat bara +15 % och resultatet per aktie +14 %? Kanske mest från bättre ledarskap, som har fått marknaden att igen tro lite mera på bolaget. Värderingens ökning förklarar hälften av vår avkastning, den kontinuerligt goda dividenden och resultatökningen förklarar resten.

Ägarfamiljens son Karl-Johan Persson som var VD 2009-2020 tyckte jag att i onödan slog huvudet i väggem med att öppna nya butiker i ett läge där kunderna redan migrerade online. Hans många nya butikskoncept tog kanske lite fokusen bort från utvecklingen av H&M-märket också. Detta berättade jag redan om i rapporterna 2/2019 och 1/2016.

Jag berömde senast nya VD:n Helena Helmersson som kom efter honom (inifrån bolaget), men tyvärr orkade hon bara i fyra år. Efter henne kom 2024 Daniel Ervér, som började på H&M redan för 20 år sedan.

Jag tycker att både Helmersson och Ervér har gjort helt rätta beslut för att eliminera Perssons misstag. Butiker hade H&M ännu år 2019 hela 5100 men idag 4100. Bolaget har fokuserat på H&M och COS, som representerar över 95 % av alla butikerna. Monki har flyttat helt till nätet och Afound har lagts ned.

Karl-Johan Persson flyttade till styrelseordförande och har lyckats bra i den rollen tycker jag, då han har rekryterat bra efterträdare inom bolaget och har låtit dem avsluta hans sämsta varumärkesfoster och butiker. Kanske perioden som VD var pappan Stefan Perssons sätt att skola in nästa generation genom att de får göra sina egna misstag?

Trots att H&M inte ännu är ens nära sina glanstiders resultatmarginaler är bolaget i ganska bra skick. Det är skuldfritt (utan IFRS16 hyresansvar) och avkastningen på det investerade kapitalet är över 40 %, vilket den senast var för tio år sedan.Familjen Persson fattade nog vändningen före mig och H&M har på fyra år delat ut 50 miljarder kronor åt sina ägare som dividender och exceptionellt också som återköp av egna aktier.

Varför är då H&M bara Phoebus fjärde minsta placering, vars vikt i portföljen är bara 1,0 %, om jag tycker att bolaget går åt rätt håll? Eftersom jag inte är helt övertygad om att någon kan uppnå samma konkurrensfördelar idag på nätet som man tidigare kunde med ett bra nät av fysiska butiker. Omöjligt är det säkert inte, men det kräver mycket bättre kundservice och logistik än konkurrenterna. Därför räcker vår relativt lilla placering bra för mig, men jag har inte heller planerat att sälja bolaget.