Seligson & Co Phoebus

Kvartalsrapport Q2 / 2025

AVKASTNING OCH RISK 30.6.2025	FONDEN		JÄMFÖRELSEINDEX 60% OMX Helsinki Cap GI, 40% MSCI AC World NDR	
	Avkastning	Volatilitet	Avkastning	Volatitlitet
Från årets början	5,15 %	15,48 %	7,38 %	14,77 %
1 år	10,04 %	13,24 %	9,34 %	12,49 %
3 år	37,88 %	11,37 %	30,43 %	10,95 %
5 år	71,73 %	11,97 %	64,23 %	11,72 %
10 år	142,05 %	12,85 %	132,10 %	12,64 %
20 år	427,51 %	14,28 %	409,84 %	15,14 %
Från startdatum	996,16 %	13,73 %	690,42 %	14,99 %
Från startdatum per annum	10,61 %		9,10 %	

KOSTNADER, NYCKELTAL	1.7.2024 - 30.6.2025
Årliga avgifter	0,95 %
Avkastningsbunden provision	-
Transaktionskostnader	0,01 %
Totalkostnadsandel (TKA)	0,96 %
Portföljens omsättningshastighet	-6,06 %
Tracking error	8,04 %
Företagens antal	28
Förmedlingsarvoden betalda till företag inom samma koncern	0,00 %
Närkretsens ägarandel (30.6.2025)	5,25 %
Storlek	148 885 130 €

" Vi bör se skogen för träden."

VÄRDEPAPPERSPLACERINGAR 30.6.2025

	Antal aktier	Aktiekurs valuta	euro	Marknadsvärde EUR	Vikt i fonden
Konecranes	85000		67,65	5 750 250	3,9%
Fortum	350000		15,90	5 565 000	3,7%
Vaisala	98000		50,00	4 900 000	3,3%
Lassila & Tikanoja	405000		9,53	3 859 650	2,6%
TietoEVRY	215000		16,20	3 483 000	2,3%
Nokian Tyres	400000		6,19	2 476 000	1,7%
Oriola	1615571		1,05	1 702 812	1,1%
Exel Composites	3780000		0,37	1 387 260	0,9%
Inhemska aktier				**29 123 972**	**19,6%**
Air Liquide	69000	176,54	176,54	12 181 260	8,2%
Costco	12500	985,14	839,92	10 498 977	7,1%
Fastenal	280000	41,96	35,77	10 016 881	6,7%
Handelsbanken A	880000	125,75	11,29	9 937 855	6,7%
O'Reilly Automotive	127500	89,16	76,02	9 692 131	6,5%
Progressive	27000	263,99	225,07	6 077 014	4,1%
Automatic Data Processing	23000	303,45	258,72	5 950 507	4,0%
Sandvik	300000	216,30	19,42	5 827 466	3,9%
John Deere	13000	513,34	437,67	5 689 675	3,8%
Tractor Supply	115000	51,71	44,09	5 070 040	3,4%
Orkla	504000	109,60	9,26	4 668 244	3,1%
Novonesis	71000	458,303	61,43	4 361 310	2,9%
Givaudan	1037	916,00	4190,30	4 345 338	2,9%
Eurofins	70000	60,80	60,80	4 256 000	2,9%
Brembo	380000	8,08	8,08	3 070 400	2,1%
Atlas Copco B	250000	134,25	12,06	3 014 090	2,0%
TFF Group	100000	22,40	22,40	2 240 000	1,5%
Strategic Education	25000	85,89	73,23	1 830 719	1,2%
Harley-Davidson	65000	23,62	20,14	1 308 978	0,9%
Hennes & Mauritz	102000	132,45	11,89	1 213 261	0,8%
Utländska aktier				**111 250 146**	**74,7%**
AKTIER totalt				**140 374 118**	**94,3%**
Nettokassa				**8 511 012**	**5,7%**
FONDENS VÄRDE				**148 885 130**	**100,0%**
Antal andelar (A-korrigerat)				1 358 248,16	
Värde per A-andel				**109,616**	

FONDENS UTVECKLING

Det andra kvartalet var utmärkt på aktiemarknaden. Vårt jämförelseindex steg med +5,9 % (Finland +8,0 % och världen +2,3 %). Phoebus värde ökade bara med +1,3 %. En stor bidragande orsak var att den amerikanska dollarn försvagades med -8 %.

Från årets början har Phoebus avkastat +5,2 % och jämförelseindexet +7,4 %. Sedan starten har Phoebus avkastat +996,2 % och jämförelseindexet +690,4 %.

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 ett nytt bolag åt oss, Atlas Copco för 3,1 m€. Dessutom ökade jag ägandet i tio av våra bolag för totalt 3,0 m€, närmast för att återinvestera dividenderna. I köpens storleksordning Handelsbanken, Fortum,, Orkla, Sandvik, Konecranes, Brembo, Air Liquide, TFF, Novonesis och Givaudan.

Vi fick 1,8 m€ i dividender och ägarna placerade netto 2,3 m€ nya pengar i fonden. Vår kassa sjönk och är nu 5,7 % av fondens värde. Jag strävar efter att den skulle vara lite mindre än så.

FRAMGÅNGAR OCH MISSTAG

En journalist ville nyligen fråga om mina största lyckanden och misslyckanden under Phoebus historia. Jag hann inte svara men började fundera hur man borde mäta dem?

Är en liten placering som ger en stor procentuell avkastning bättre än en större placering som avkastar mera i euro, trots att procenten är mindre? Eller är en snabb vinst, vars årsavkastning kan vara enorm, bättre än ett långt innehav, vars totalavkastning är mångfaldig?

Under Phoebus historia har jag sålt aktier för 53 m€, som har gett en vinst på 21 m€. Vår portföljs anskaffningsvärde är nu 89 m€ och marknadsvärdet 140 m€, så vi har 51 m€ i orealiserade vinster. Förutom de totala vinsterna på 72 m€ har vi fått 30 m€ i dividender, alltså totalt 102 m€ i avkastning.

Helt och hållet har jag sålt 39 av våra bolag, varav 18 på förlust. De största procentuella förlusterna gav Niscayah (-73 %), Merck (-60 %) och Tellabs (-45 %). De euromässigt största förlusterna kom från Niscayah (-0,4 m€), Tamfelt (-0,3 m€) och HHLA (-0,2 m€).

Största procentuella vinsterna gav Vacon (+374 %), Ekokem (+205 %) och Wal-Mart de México (+146 %). I euro var de största vinsterna Tikkurila (4,0 m€), Vacon (2,4 m€) och Puuharyhmä (0,8 m€).

Mätt i årsavkastningar var Apotea bäst, som på tre dagar avkastade hela +63 %. Bryggeriet Baltika gav på ett halvt år +117 % och Instrumentarium på ett knappt år +69 %.

Av de aktier som nu är i vår portfölj – beräknat med både realiserade och orealiserade vinster - har den bästa avkastningen hittills kommit från Costco (+11,0 m€), O'Reilly (+8,5 m€) och Progressive (+8,4 m€). Sämst har hittills Nokian Tyres (-3,2 m€), TietoEvry (-1,2 m€) och Exel Composites (-1,1 m€) avkastat.

Av mina aktieval glädjer jag mig mest åt Puuharyhmä och Ekokem. Båda var bolag som ingen annan kände, utan krävde min egen analys, och båda var svåra att köpa i större mängd. I den stora helheten är säkert det lyckligaste att jag har vågat placera mer än jag hade tänkt utomlands, som både har gett våra bästa avkastningar och förbättrat vår diversifiering.

Misstag har jag gjort många, men de hör till saken. De har varit nyttiga såvida, att jag redan för över tio år sedan fattade att jag kanske inte är riktigt så smart som jag trodde!

VI BÖR SE SKOGEN FÖR TRÄDEN

Egentligen borde man inte fundera på sina enskilda placeringar mera än man funderar på enskilda träd i sin skog, tycker jag. Helheten avgör. I portföljförvaltning är det minst lika viktigt att kontrollera riskerna och kostnaderna, som att välja aktier. Faktiskt tycker jag att diversifieringen och kostnadskontrollen är allra viktigast.

Många placerare gör nog det felet att de stirrar bara på sina enskilda aktier och glömmer att planera helheten i portföljen. Det är ju tråkigare, men det leder över tiden helt säkert till en bättre avkastning, än om man bara försöker slå enskilda home-runs.

Från starten har Phoebus avkastat mer än vårt jämförelseindex, som gör mig nöjd. Vår överavkastning svänger ändå så mycket, att jag inte ännu heller kan säga om det bara har varit god tur, eller också lite skicklighet? Hur som helst har våra kunder dragit nytta av det.

Mina största framgångar är nog all den positiva feedback som jag har fått av våra kunder under årens lopp. Och samtidigt säkert mina största misstag, om någon har placerat i Phoebus med fel förväntningar, blivit rädd för att marknaden sjunker och sålt sitt ägande på förlust. Det försöker jag undvika genom att kommunicera öppet också om riskerna.

Eller nåja – mitt mest lyckade beslut var nog att jag alls startade fonden för snart 24 år sedan. Och redan före det, att jag råkade hamna just på Seligon, bland många alternativ.

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

Jag presenterade senast vår elproducent Fortum i rapporten 4/2021 och sade då att bolagets strategiska förvandling ännu var på hälft, då det inte hade fått sitt dotterbolag Uniper under full kontroll, så att det kunde förändra dess verksamheter.

Då Ryssland anföll Ukraina blev det omöjligt. Fortum förlorade Uniper, som skulle ha gått omkull utan Tysklands statsstöd, då gaspriserna sköt i höjden och leveranserna från Ryssland tog slut. Också Fortums egen finansiering blev osäker, då elpriserna sköt i höjden. Bolaget hade sålt produktionen i förväg, och elbörsen krävde allt högre säkerheter för futurerna.

Finska staten skötte tyckte jag problemet på ett mycket fult och oetiskt sätt. Staten gav ett "nödlån" – som Fortum sade att de inte ens behövde – mot att staten gratis fick en procent till av bolaget. Affärskumpaner som skor sig själva på vår bekostnad vill jag inte ha i Phoebus.

Många andra ägare har tydligen dragit samma slutsats, eftersom aktien inklusive dividender har avkastat -24 % på tre och ett halvt år, samtidigt som Phoebus har avkastat +16 % och vårt jämförelseindex +10 %. Så varför äger vi ännu Fortum?

Orsaken är värderingen. Ofta då jag har fel om något bolags kvalitet så blir aktien sedan så billig, att jag inte bara vill skänka bort den. Som jag själv brukar analysera bolag tycker jag Fortum just nu är billigt.

Fortums marknadsvärde är 14,3 miljarder euro och nettoskulden 1,3 miljarder, så bruttovärdet är 15,6 miljarder. Bolaget producerar ett normalår 21 TWh vattenkraft i Finland och Sverige, som är ganska lätt att värdera då hela vattenkraftverk de senaste åren har sålts för 700-800 euro per producerad MWh. Bara vattenkraftens värde är då 15-17 miljarder euro.

Dessutom producerar Fortum cirka 24 TWh kärnkraft och 1 TWh vindkraft per år, men de är svårare att värdera. Kärnkraftverken är gamla och kräver bränsle, vindkraftverken håller inte så länge. Fortum har också ett elförsäljningsbolag och fjärrvärme i Polen. Jag skulle gissa att alla dessa tillsammans är värda 7-8 miljarder euro, men det kan vara fösiktigt.

Men även med en konservativ värdering borde då Fortums aktie vara värd 23-25 euro, alltså hälften mer än den nuvarande aktiekursen.

Efter den dåliga kursutvecklingen väger Fortum nu bara 3,5 % i vår portfölj. En noggrann läsare märkte kanske att jag under kvartalet köpte fler aktier, trots att jag inte litar på staten som ägare. Men det var bara en återinvesteing av dividenderna. Jag kommer nog sannolikt att sälja våra aktier, då priset och värdet någon gång igen är lite närmare varandra.

Jag köpte i maj ett nytt bolag åt oss, Atlas Copco i Sverige. Jag har följt bolaget länge, men av olika orsaker har jag aldrig tidigare placerat i det.

Bolaget har länge varit världsledande på industriella kompressorer och pneumatiska verktyg. Dessutom konkurrerade det tidigare med vårt portföljbolag Sandvik inom utrustning för gruvindustrin, och var därför inget alternativ. Sin gruvrörelse separerade dock Atlas Copco redan 2018 i ett särnoterat börsbolag (Epiroc).

Den andra orsaken var tidigare att jag inte gillade bolagets strategi. Atlas Copco köpte 1997-99 två maskinuthyrnigsbolag i USA, som inte är industri- utan finansverksamhet. De fattade snabbt sitt misstag och sålde dem 2006. Sedan köpte de 2013 Edwards, som är en av världens ledande producenter av vacuumpumpar för elektronikindustrin, som för Atlas Copco var ett helt nytt kundsegment. Men bolaget har lyckats sköta även det väl, fast efterfrågan är mycket mera cyklisk än hos dess traditionella kunder.

Jag tycker Atlas Copcos kvalitet är exceptionellt bra. Av dess omsättning kommer hela 37 % från service och reservdelar, och därför har rörelsemarginalen de senaste fem åren stabilt legat mellan 21-23 %. Omsättningen har vuxit med 77 % på fem år och rörelseresultatet 86 %. Avkastningen på det investerade kapitalet är cirka 30 %. Den största verksamhetens (kompressorena) rörelsemarginal är över 25 % och kapitalets avkastning hela 85 %. Den står för 44 % av omsättningen och 50 % av resultatet.

Vad gäller ledningen är Atlas Copco också världsklass. Verksamheterna är decentraliserade, så besluten fattas nära kunderna och är snabbare och mer korrekta än om någon centralförvaltning skulle göra dem. Detta kräver att ledningen litar mycket på sina anställda, men är samtidigt en av de gemensamma egenskaperna i världens bästa bolag.

Sen är det ju lättare att lita på sina anställda då man känner dem från tidigare, Därför är ledningens bestående och rekrytering inifrån också de kännetecken, som nästan alla världens bästa bolag har gemensamt. Atlas Copco har under hela sin historia i 152 år haft bara 13 VD:ar, av vilka bara två kom utifrån bolaget.

Så Atlas Copco är definitivt ett bolag som kvalitativt passar oss. För det betalade vi nu cirka 22x fjolårets resultat, då jag köpte den lite billigare B-aktien. För ett så här bra bolag känns det inte alls dyrt för mig.

Bolagets vikt i portföljen är ännu bara 2,0 %, för jag startar alltid med lite mindre placeringar. Men min tanke är att öka vikten i framtiden. Så här bra bolag är det inte lätt att hitta till vettiga värderingar – inte någonstans i världen.