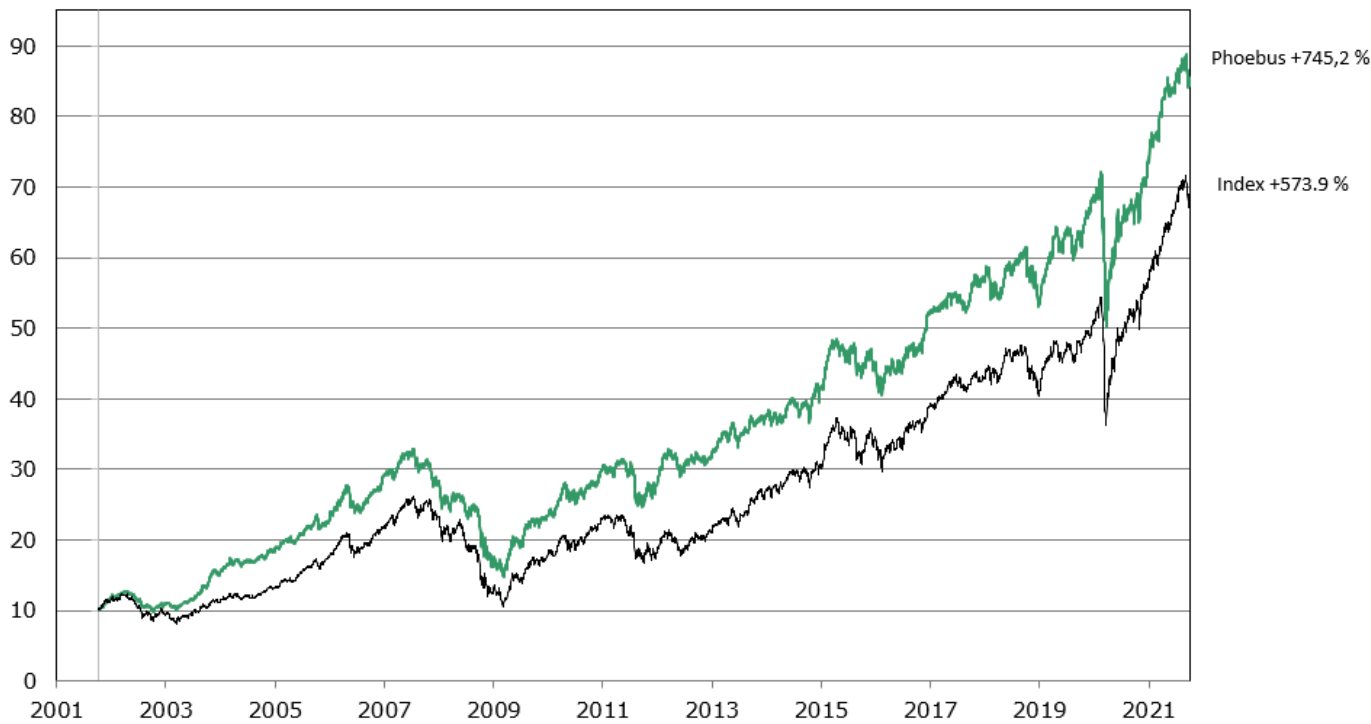


# Seligson & Co Phoebus

## Kvartalsrapport Q3 / 2021

 andelens  
värde

 Phoebus och jämförelseindex  
10.10.2001 - 30.9.2021

**AVKASTNING OCH RISK**
**FONDEN**
**JÄMFÖRELSEINDEX**

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

**30.9.2021**

	Avkastning	Volatilitet	Avkastning	Volatilitet
3 mån.	-0.43 %	8.90 %	0.43 %	9.35 %
Från årets början	14.53 %	9.18 %	18.82 %	9.53 %
1 år	27.37 %	10.16 %	30.17 %	10.30 %
3 år	37.58 %	14.65 %	42.88 %	14.53 %
5 år	81.27 %	12.61 %	83.71 %	12.37 %
10 år	229.14 %	12.34 %	285.11 %	13.43 %
Från startdatum	745.23 %	13.96 %	573.87 %	15.47 %
Från startdatum per annum	11.27 %		10.02 %	

**KOSTNADER, NYCKELTAL**
**1.10.2020 - 30.9.2021**

Årliga avgifter	0.75 %
Avkastningsbunden provision	0.00 %
Transaktionskostnader	0.02 %
Totalkostnadsandel (TKA)	0.78 %
Portföljens omsättningshastighet	8.12 %
Tracking error	5.81 %
Förmedlingsarvoden betalda till företag inom samma koncern	0.00 %
Närkretsens ägarandel (30.9.2021)	6.83 %
Storlek	102 467 905 €

*"Vad har jag lärt mig på 20 år?"*

**VÄRDEPAPPERSPLACERINGAR 30.9.2021**

	<b>Antal aktier</b>	<b>Aktiekurs valuta</b>		<b>euro</b>	<b>Marknads- värde EUR</b>
Fortum	226000	26.63		6 018 380	5.9%
Nokian Tyres	160000	31.07		4 971 200	4.9%
TietoEVRY	160000	25.98		4 156 800	4.1%
Lassila & Tikanoja	265000	13.56		3 593 400	3.5%
Vaisala	90000	37.60		3 384 000	3.3%
Exel Composites	350000	7.70		2 695 000	2.6%
Konecranes	70000	34.14		2 389 800	2.3%
Oriola A & B	520000	1.78		927 294	0.9%
<b>Inhemska aktier</b>				<b>28 135 874</b>	<b>27.5%</b>
Air Liquide	58000	139.16	139.16	8 071 280	7.9%
Handelsbanken A	600000	98.12	9.65	5 788 221	5.6%
Fastenal	121000	52.82	45.63	5 521 095	5.4%
Costco	14000	451.79	390.28	5 463 943	5.3%
O'Reilly Automotive	9500	626.00	540.77	5 137 353	5.0%
Automatic Data Processing	29000	199.58	172.41	4 999 845	4.9%
John Deere	15000	350.87	303.10	4 546 519	4.4%
Sandvik	226000	200.30	19.69	4 450 673	4.3%
Tractor Supply	23000	208.14	179.80	4 135 470	4.0%
Progressive	47000	91.14	78.73	3 700 397	3.6%
Novozymes	58000	445.70	59.94	3 476 365	3.4%
Orkla	400000	80.06	7.86	3 143 368	3.1%
Brembo	250000	10.93	10.93	2 732 500	2.7%
TFF Group	80000	25.60	25.60	2 048 000	2.0%
Harley-Davidson	60000	37.66	32.53	1 951 970	1.9%
HHLA	95000	19.35	19.35	1 838 250	1.8%
Hennes & Mauritz	90000	183.26	18.02	1 621 610	1.6%
Strategic Education	25000	71.68	61.92	1 548 030	1.5%
<b>Utländska aktier</b>				<b>70 174 890</b>	<b>68.5%</b>
<b>AKTIER totalt</b>				<b>98 310 764</b>	<b>95.9%</b>
<b>Nettokassa</b>				<b>4 157 140</b>	<b>4.1%</b>
<b>FONDENS VÄRDE</b>				<b>102 467 904</b>	<b>100.0%</b>
Antal andelar (A-korrigerat)				1 212 307.69	
<b>Värde per A-andel</b>				<b>84.5230</b>	

## FONDENS UTVECKLING

Det tredje kvartalet bröt trenden i det kursrally som har pågått i över ett år. Vårt jämförelseindex steg nu med bara +0,4 % och Phoebus sjönk med -0,4 %. I september då marknaden sjönk rejält klarade sig Phoebus relativt lite bättre, liksom ofta då marknaden sjunker.

Från årets början har Phoebus avkastat +14,5 % och vårt jämförelseindex +18,8 %. Sedan start har Phoebus avkastat +745,2 % och jämförelseindexet +573,9 %.

Jag försöker givetvis uppnå en avkastning som på lång sikt är bättre än marknaden, men det finns ingen garanti för att jag lyckas. Tvärtom är oddsen emot oss, närmast beroende på fondens förvaltningsavgift.

## KÖP OCH FÖRSÄLJNINGAR

Under det tredje kvartalet fick jag vår stora kassa bättre under kontroll. Ågarna placerade netto 0,8 m€ nya pengar i Phoebus och dividender fick vi 0,2 m€. Jag köpte fler aktier i våra bolag för 3,5 m€ så kassan minskade och var i slutet av september 4,1 % av fondens värde, vilket börjar vara ganska normalt. Lite kan jag nog minska den ännu.

## TVÅ DECENNIERS ERFARENHETER

Jag har nu skött Phoebus i 20 år. Oftast ser ju en placerare framåt, men det kanske kan vara skäl att en liten stund fundera på vad jag har lärt mig under de här åren.

Inget nytt om aktiemarknaden. Den svänger men avkastningen är på lång sikt summan av den ekonomiska tillväxten, inflationen och direktavkastningen. Då jag startade Phoebus frågade en ex-kollega vad jag skulle tro att fonden avkastar på 20 år? Jag svarade "ungefär 10 % per år +/- hur den går mot index". Så har det gått, vårt jämförelseindex har avkastat +10,0 % per år och Phoebus har avkastat +11,3 %. Svängningarna har emellanåt varit stora.

Framöver är förväntningen åtminstone beträffande den reella avkastningen kanske lägre, för direktavkastningen är nu lägre och den ekonomiska tillväxten kanske högst samma. Inflationen torde också vara lägre, även om den är svår att bedöma. Men det är gissningar.

Min utgångspunkt har från början varit att jag vill göra långsiktiga placeringar. Så har det också blivit. Vi har under fondens historia ägt lite över 50 bolag och äger idag 26 av dem, så bara 5 % av bolagen har bytts ut varje år. Dels för att jag har gjort misstag och dels för att många bolag har köpts upp.

Trots att marknaden logik inte har ändrats så har branschen påverkats av att EU har börjat mikromanagera även fonder, i tillägg till laddning av mobiltelefoner eller hur krökta gurkanor får vara. Många regler är underliga, men vi får bara leva med dem.

Vad gäller bolagen så har den största överraskningen för mig nog varit hur ofta den verkställande ledningen byts och hur

ofta nya VD:n rekryteras utifrån, speciellt i Finland. Då countrystjärnan Lee Ann Womacks lät that was 20 years and two husbands ago ringer i mina öron så kan jag inte låta bli att tänka att bolagsledningen byts ännu oftare än ladyns äkta män.

Helsingin Sanomats Visio-ekonomibilaga hade i maj en artikel där grundaren av rekryteringsbolaget Chief berättade att medianen för börsbolagens VD:ars anställning nuförtiden är tre år. Andra källor säger att den är lite längre, men inte mycket.

Hur som helst är det en mycket kort tid. Normalt syns ju det som man idag gör i bolaget i resultatet först om 2-3 år. Om man redan då byter till nästa VD så ser styrelsen inte ens hur den förra har presterat. Hur vettigt är det?

Speciellt som det brukar ta ett halvår, ibland ett år att rekrytera en VD. Under den tiden borde styrelsen forma sig en bild av en person som de kanske inte alls känner (om den kommer utifrån). Sannolikheten att göra det bästa valet är nog inte särskilt stor. Men om det nu ändå skulle lyckas så är det väl dumt att låta en bra VD gå redan efter 3-5 år, men så sker ändå ofta.

Frågan är varför? De finska börsbolagens sk. bolagsstyrningskod säger visserligen att styrelsens viktigaste uppgift är att välja VD, men det betyder ju inte att man borde göra det hela tiden. Koden rekommenderar också att styrelsen byts ganska ofta. Kanske det gör det lättare för en ny styrelse att byta den VD som den föregående styrelsen har valt?

Logiskt sett så borde väl en bra styrelse söka de bästa exemplen globalt? Jag vågar med 20 års erfarenhet påstå att de bästa exemplen är de bolag (speciellt i USA) vars VD byts med mer än 10 års mellanrum och efterträdaren kommer inifrån bolaget. I de bästa bolagen är faktiskt skolningen av efterträdare en av de viktigaste uppgifterna som styrelsen ger åt VD. I Finland är det sällan så – eller åtminstone har jag inte hört om det.

Phoebus finska bolag har på 20 år haft i medeltal hela 3,6 VD:ar, våra utländska bolag 3,1. Av våra finska ledare har bara 1/7 kommit inifrån bolaget, av de utländska 2/3. Jag vet inte om Finland har världens lyckligaste befolkning som vissa studier visar, men åtminstone har vi ganska säkert världens nöjdaste rekryteringskonsulter!

För 20 år sedan antog jag att ledningen är ännu viktigare än en bra styrelse eller unika konkurrensfördelar, men där har jag fått byta åsikt. Konkurrensfördelarna är viktigast, för dem kan inte en svag styrelse eller en hastigt vald ledning förstöra (åtminstone länge). Och det är viktigt att huvudägarens röst hör tydligt och klart i styrelsen. Därför uppskattar jag liksom min kollega Peter familjebolag ännu mer än tidigare.

Men 20 år har alltså förflutit i huvudsak ungefär som jag tänkte. Det viktigaste är givetvis att våra kunder har fått en god avkastning och då jag ser på Phoebus låga inlösningsaktivitet så är jag ganska övertygad om att så har varit fallet!

Anders Oldenburg, CFA  
portföljförvaltare  
[anders.oldenburg@seligson.fi](mailto:anders.oldenburg@seligson.fi)



Läkemedelsdistributören Oriola är vår minsta placering som väger bara 0,9 % i fonden. Inte för att jag skulle ha sålt aktier, utan för att bolaget har varit en mycket dålig placering. Jag presenterade Oriola senast i rapporten 2/2018 och sedan dess har aktien inklusive dividender avkastat -34 % samtidigt som Phoebus har avkastat +46 % och jämförelseindexet +47 %. Det är förvånande då bolagets verksamhet är ganska enkel och dess marknadsposition är stark.

Av parthandeln i läkemedel är Oriolas andel i Finland 43 % och i Sverige 46 %. Av apoteksmarknaden i Sverige är den 16 %. Ända till år 2016 gjorde Oriola cirka 60 m€ rörelseresultat, varav ungefär hälften vardera i parti- och detaljhandeln. De senaste åren har resultatet varit en tredjedel av detta, trots att marknadspositionen inte har försvagats.

Så jag antar att ledningen inte riktigt har fungerat som den borde? Senast hade Robert Andersson just blivit utnämnd till VD men han åstadkom inget som syntes i resultatet, så jag var inte förvånad då han fick sparken i början av 2021. Även ekonomichefen som han hade anställt och chefen för apoteken i Sverige lämnade bolaget förra sommaren.

I normalfall skulle jag tolka en såhär stor omsättning i ledningen som en kris, men nu tycker jag den är befogad. Då ledningen klart inte funkar så behövs det nog nya förmågor. Nya VD:n Elisa Markula kommer från Tikkurila, där hon gjorde mycket för att förbättra den interna effektiviteten. Och det är just vad jag tycker att Oriola behöver mest just nu.

Markula gjorde genast i oktober förändringar som jag tycker är mycket vettiga: förenklade verksamheten genom att slå ihop partidistributions-, dosdistributions- och den operativa verksamheten, samt övergång till en landsorganisation. Enkelt är effektivt.

Vi får säkert höra mer om Elisa Markulas tankar på Oriolas Capital Markets Day i slutet av november. Efter det måste jag göra ett val – antingen att öka vårt ägande rejält, eller sälja våra aktier. Vårt nuvarande innehav har ingen meningsfull betydelse för oss.

Jag ser mycket positivt i Oriola, fastän både resultat- och kursutvecklingen har varit usla. Dess strategiska position är mycket stark, så om någon global jätte skulle vilja etablera sig i Norden vore nog Oriola en klar uppköpskandidat. Aktiens värdering är inte utmanande. Med de resultat som Eero Hautaniemi som VD presterade skulle P/E-talet vara bara 7-8x. Just nu är ju resultatet mycket sämre, men jag ser ingen egentlig orsak till att de tidigare hyfsade resultaten inte igen skulle kunna uppnås, med lite bättre ledarskap.

Hur som helst är vår risk just nu mycket begränsad, så jag hinner fundera i lugn och ro.

## Handelsbanken

Jag presenterade också vår svenska bank Handelsbanken i rapporten 2/2018 och den har inte heller varit någon bra placering sedan dess. På drygt tre år har den inklusive dividender i euro avkastat bara +12 % samtidigt som Phoebus har avkastat +46 % och jämförelseindexet +47 %. Men där slutar likheterna med Oriola – Handelsbankens kvalitet är i en helt annan kategori.

Senast berättade jag att jag mest hade funderat på bankens ledning, då efter att Frank Vang-Jensen (nu Nordeas chef) fick sparken 2014 Anders Bouvin anställdes som VD. Bouvin var helt klart en mellanlösning redan på grund av sin ålder. Sedan valdes 2019 Carina Åkerström till ny VD – givetvis inifrån banken, liksom ledarna tidigare.

Mitt första intryck var att hon är en ganska bestämd ledare, och det har inte ändrats. På ett par år har hon stängt ungefär en femtedel av bankens kontor, vilket hos många har rest frågan om inte Handelsbanken längre vill vara en "liten lokalbank på stor skala" liksom tidigare?

Jag tycker oron är obefogad. Åkerströms huvudtanke som jag ser det är att göra lite mindre än tidigare, lite bättre än tidigare och mycket billigare än tidigare. Och jag tror att det är just vad Handelsbanken behöver. Lokalnärvaron kommer nog inte att försvinna med kontoren, utan den bara verkställs lite anorlunda än förut.

Jag hör ganska ofta att de traditionella bankerna är dömda att misslyckas för att nya fintech-bolag stjälar deras kunder eller för att de låga räntorna förstör deras räntenetto. Men då man ser på realiteterna verkar det nog inte riktigt vara så.

Handelsbankens räntenetto var 1999-2005 cirka 1,7 %. Det har sjunkit, men har under 2006-2020 stabilt legat mellan 1,38 % - 1,59 % trots att marknadsräntorna har blivit negativa. I Sverige har samtidigt nya betalningsformer slagit igenom kraftigt (faktiskt till den grad, att det är svårt att beställa en pizza om man inte har Swish). Men det har inte påverkat bankerna.

Handelsbankens strategi är precis lika enkel som förr. Banken strävar efter att ha branschens bästa avkastning på det egna kapitalet genom att ha de nöjdaste kunderna och de lägsta kostnaderna. Det har banken lyckats med i över 40 år. Kreditförlusterna har kontinuerligt varit lägre än hos konkurrenterna och Handelsbanken är faktiskt den bäst kreditvärderade privatägda banken i världen idag.

Så den är säkert jättedyr? Verkligen inte. Räknet på de senaste 12 månadernas resultat är P/E-talet med dagskursen bara 10,7x, vilket är hela 18 % lägre än bankens medeltal för de senaste 10 åren. Trots att aktiemarknadens värdering har stigit betydligt. På tre år har Handelsbankens resultat ökat med +13 %, men aktiekursen har faktiskt sjunkit lite.

Jag har därför ökat bankens vikt i vår portfölj betydligt, och den är nu 5,6 %. Jag tycker Handelsbanken är en av våra mest intressanta placeringar.