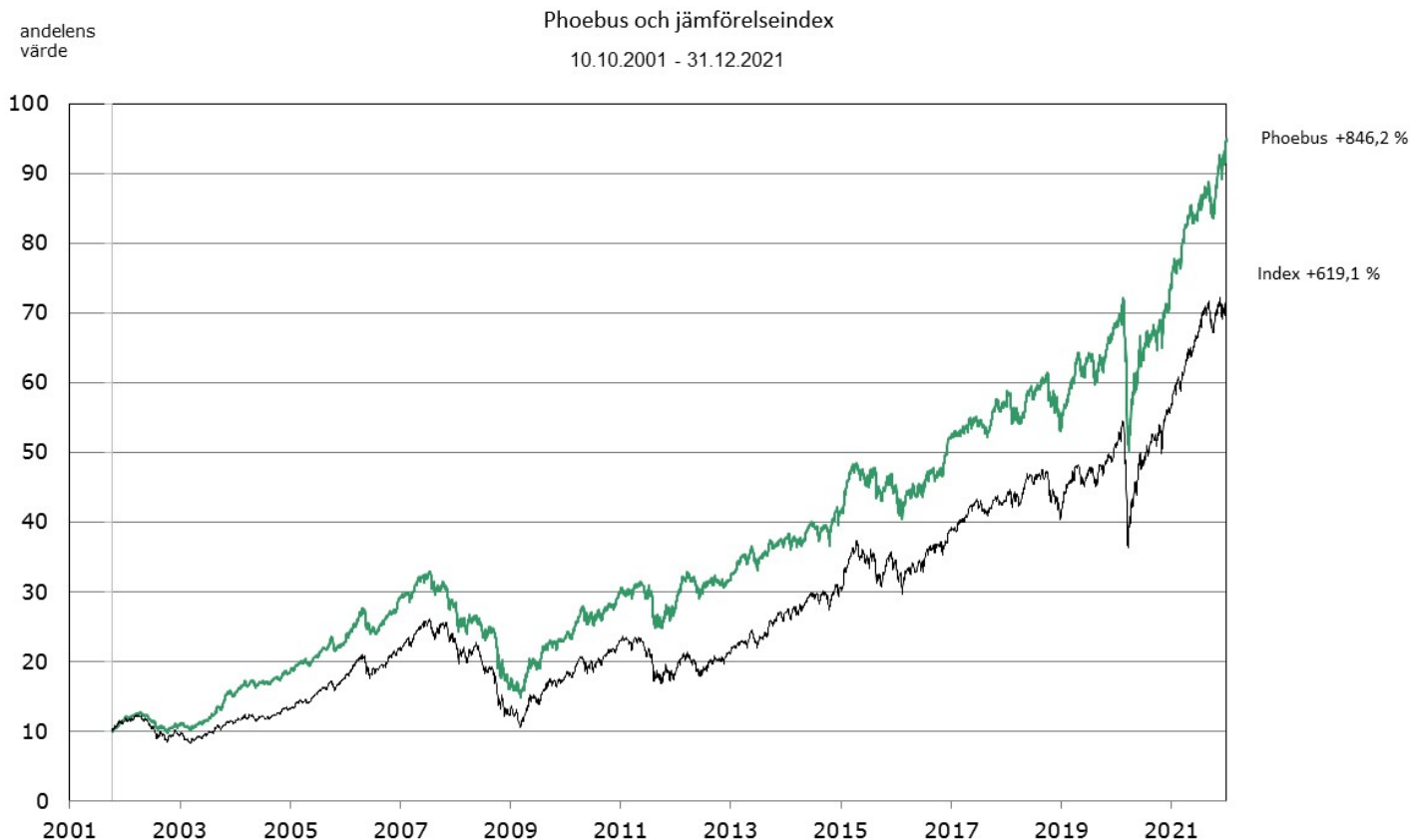


# Seligson & Co Phoebus

## Kvartalsrapport Q4 / 2021



### AVKASTNING OCH RISK

### FONDEN

### JÄMFÖRELSEINDEX

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

31.12.2021

	Avkastning	Volatilitet	Avkastning	Volatilitet
3 mån.	11,94 %	10,48 %	6,71 %	10,16 %
1 år	28,20 %	9,53 %	26,78 %	9,67 %
3 år	77,00 %	14,35 %	75,98 %	14,21 %
5 år	81,99 %	12,64 %	85,17 %	12,44 %
10 år	240,19 %	12,11 %	291,68 %	12,92 %
Från startdatum	846,17 %	13,92 %	619,06 %	15,41 %
Från startdatum per annum	11,74 %		10,24 %	

### KOSTNADER, NYCKELTAL

1.1.2021 - 31.12.2021

Årliga avgifter	0,76 %
Avkastningsbunden provision	0,02 %
Transaktionskostnader	0,01 %
Totalkostnadsandel (TKA)	0,79 %
Portföljens omsättningshastighet	12,28 %
Tracking error	4,54 %
Förmedlingsarvodena betalda till företag inom samma koncern	0,00 %
Närkretsens ägarandel (31.12.2021)	6,80 %
Storlek	115 281 205 €

*"Avgiftsstrukturen förändrades vid årsskiftet."*

**VÄRDEPAPPERSPLACERINGAR 31.12.2021**

	<b>Antal aktier</b>	<b>Aktiekurs valuta</b>	<b>euro</b>	<b>Marknads- värde EUR</b>	<b>Andel av fonden</b>
Fortum	226000		26,99	6 099 740	5,3%
Nokian Tyres	160000		33,30	5 328 000	4,6%
Vaisala	90000		53,30	4 797 000	4,2%
TietoEVRY	160000		27,48	4 396 800	3,8%
Lassila & Tikanoja	300000		13,44	4 032 000	3,5%
Exel Composites	350000		8,10	2 835 000	2,5%
Konecranes	70000		35,16	2 461 200	2,1%
Oriola A & B	800000		2,00	1 601 850	1,4%
<b>Inhemska aktier</b>				<b>31 551 590</b>	<b>27,4%</b>
Air Liquide	58000	153,00	153,00	8 874 000	7,7%
Costco	14000	563,91	497,80	6 969 227	6,0%
Fastenal	121000	63,81	56,33	6 815 863	5,9%
Handelsbanken A	625000	97,86	9,54	5 964 920	5,2%
O'Reilly Automotive	9200	701,77	619,50	5 699 403	4,9%
Automatic Data Processing	25700	245,56	216,77	5 571 056	4,8%
Sandvik	226000	252,60	24,64	5 567 512	4,8%
Progressive	53000	103,05	90,97	4 821 372	4,2%
Tractor Supply	23000	236,72	208,97	4 806 285	4,2%
John Deere	15000	342,03	301,93	4 528 999	3,9%
Novozymes	58000	537,20	72,24	4 189 764	3,6%
Orkla	400000	88,36	8,84	3 535 178	3,1%
Brembo	250000	12,53	12,53	3 132 500	2,7%
TFF Group	80000	27,90	27,90	2 232 000	1,9%
HHLA	100000	20,56	20,56	2 056 000	1,8%
Harley-Davidson	60000	37,65	33,24	1 994 174	1,7%
Hennes & Mauritz	93500	178,08	17,37	1 623 851	1,4%
Strategic Education	25000	58,32	51,48	1 287 076	1,1%
<b>Utländska aktier</b>				<b>79 669 180</b>	<b>69,1%</b>
<b>SUMMA aktier</b>				<b>111 220 770</b>	<b>96,5%</b>
<b>Nettokassa</b>				<b>4 060 435</b>	<b>3,5%</b>
<b>FONDENS VÄRDE</b>				<b>115 281 205</b>	<b>100,0%</b>
Antal andelar (A-korrigerat)				1 218 393,61	
Värde per A-andel				<b>94,6174</b>	

## FONDENS UTVECKLING

Det andra coronaårets sista kvartal var ett riktigt kursrally på aktiemarknaderna. Vårt jämförelseindex steg med +6,7 % och Phoebus steg med hela +11,9 %. Under helåret 2021 avkastade Phoebus +28,2 % och jämförelseindexet +26,8 %. Sedan starten har Phoebus avkastat +846,2 % och jämförelseindexet +619,1 %.

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 sålde under sista kvartalet alla aktier i Industrivärden, som vi fick i utdelning från Handelsbanken. Dessutom var jag tvungen att lite minska våra innehav i O'Reilly och ADP för att fonden inte skulle bryta mot diversifieringsreglerna. Totalt var försäljningarna 1,1 m€. Jag köpte mer av våra övriga aktier för 1,9 m€, i köpens storleksordning Oriola, Progressive, L&T, SHB, HHLA och H&M.

Vi fick 0,2 m€ i dividender och ägarna placerade netto 0,5 m€ nya pengar i fonden. Kassan minskade därmed till 3,5 % av fondens värde, vilket är en normal nivå.

## AVGIFTSSTRUKTUREN FÖRÄNDRADES

Vi meddelade 30.11. att Phoebus avkastningsbaserade arvode upphör vid årsskiftet, och det fasta arvodet samtidigt stiger till 0,94 % per år från tidigare 0,74 %. Förändringen beror på Europas värdepappersmyndighet ESMA:s nya reglering, som det tidigare avkastningsbaserade arvodet inte helt uppfyllde.

Under Phoebus historia har det avkastningsbaserade arvodet i medeltal varit 0,23 % av fondens värde per år, så förändringen torde inte ha någon större inverkan på fondens totala kostnader. Jag hade ändå hellre behållit den tidigare avgiftsstrukturen.

Om någon undrar om detta minskar min motivation att klara mig bättre än index, så är svaret ett solklart "nej". Jag är själv en av fondens största placerare (med 6,6 % av fonden) och jag vill givetvis även framöver att min placering avkastar möjligast bra.

## PHOEBUS OCH INFLATIONEN

Jag lyfter igen på hatten för min kollega Peter. Han varnade redan i rapporten 4/2020 för ett år sedan att den ökande inflationen kan bli en av den närmaste tidens största förändringar på marknaden. Så blev det också – i november var årsinflationen i USA 6,8 % och i euro-området 4,9 %. Den så kallade basinflationen utan energi- och matpriser var 4,9 % i USA och 2,6 % i euro-området. Siffrorna är de högsta vi har sett i decennier.

Många av Phoebus ägare har under hösten frågat mig vilken betydelse inflationen har för Phoebus och för mitt sätt att sköta vår portfölj?

Jag har ofta berättat att jag inte är någon expert på makroekonomi och att jag därför inte just beaktar den i portföljförvaltningen. Jag försöker hitta konkurrenskraftiga bolag åt oss och ifall jag lyckas vill jag bara sedan fortsätta att äga dem. Det leder ofta till bra resultat.

Då inflationen ökar tycker jag att vår situation är bra. De bästa bolagen är ofta de första som höjer sina priser, medan svagare konkurrenter ännu funderar. Förr eller senare måste givetvis alla bolag reagera på inflationen, men tidpunkten varierar. Exempelvis berättade John Deere för en månad sedan att medelpriserna på stora traktorer och skördetröskor i år förväntas stiga med 9 %, då de i fjol redan steg med 8 %. Bra bolag är inte skygga att höja priserna.

## INFLATIONEN, RÄNTORNA OCH MARKNADEN

En större fråga är kanske vad den accelererande inflationen kan betyda för räntenivån och för olika bolag och olika former av placeringstillgångar?

Även ur denna synvinkel tror jag att Phoebus ägare kan sova gott. Om räntorna skulle stiga betydligt så skulle ju de mest skuldsatta bolagen få de största problemen, men våra bolag är för det mesta mycket solida.

Lite orolig är jag dock för att det har hunnit växa upp en helt ny generation, som aldrig har sett ordentliga räntor. För dem kan det kanske bli en överraskning att skuldtväxling inte längre fungerar då räntorna stiger? Alla "alternativa placeringar" har samma risk, så en skenbar diversifiering mellan olika sådana ger ingen nytta då räntorna stiger. Hur det skulle påverka hela marknaden återstår att se – alltså ifall räntorna skulle stiga betydligt?

Men min oro kan vara obefogad. Räntemarknaden i USA förväntar sig en inflation som på 5 år kommer att vara 2,75 % per år och på 10 år 2,5 % per år. Om det skulle bli så, och även om realräntorna igen skulle bli positiva då de monetära stöden tar slut, så kan vi kanske förvänta oss ungefär en fördubbling av de långa räntorna från dagens 1,5 %. Knappast så dramatiskt.

Visst kommer säkert en del ekonomiska media i så fall att spå att världen tar slut, men så blir det nog inte. För vissa skuldtväxlade placeringsinstrument kan det nog innebära slutet, men det kanske bara vore hälsosamt.

Hur som helst så tror jag att Phoebus bolag är bland de minst känsliga för stigande inflation eller stigande räntor. Då kapitalets avkastning är god och bättre än konkurrenternas och då balansräkningen är stark är framtiden i bolagets egna händer. Då är det lätt att till exempel höja priserna, ifall omständigheterna skulle kräva det.

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



Jag presenterade senast vårt elbolag Fortum för drygt tre år sedan i rapporten 3/2018 och sade då att det var svårt att utvärdera bolaget, för att dess strategiska förändring ännu var på hälft efter att Fortum nyss hade köpt en dominerande minoritetspost i tyska Uniper.

Förändringen är ännu på hälft, men det börjar verka lite klarare vad Fortum eftersträvar. Under de senaste tre åren har bolaget ökat sitt ägande i Uniper till nästan tre fjärdedelar och bytt dess ledning. Vid årsskiftet upphörde Fortums löfte att inte köpa resten av Uniper, så jag skulle inte bli förvånad om vi hörde nyheter på den fronten ganska snart.

Ätminstone skulle Fortum ha råd med det. Markus Rauramo, Fortums tidigare ekonomichef, som blev VD för ett och ett halvt år sedan har redan sålt en massa fjärrvärmeverksamheter. Totalt har Fortum fått 4,5 miljarder euro för verksamheterna i Stockholm, Baltikum, Joensuu och Järvenpää. Summan motsvarar ungefär vad det skulle kosta att köpa resten av Uniper. Dessutom har Fortum sålt eller säljer övriga verksamheter för ett par miljarder. Konsumentdivisionen, som lades till salu för ett år sedan, har dock inte ännu gått åt.

Jag tycker att Rauramo har gjort ett bra jobb hittills, men han är nog mera en "dealmaker" än en industrialist, vilket väl är naturligt gentemot hans bakgrund. Därför kanske Fortum även framöver strategiskt sett kommer att vara lite av ett halvfärdigt projekt – bolaget ser idag för mig ut mera som en riskkapitalfond än ett industribolag. Men det kanske inte är illa.

Jag trodde ursprungligen att Fortum i Uniper närmast ville ha vatten- och kärnkraften i Sverige. I så fall hade det varit lätt att sälja Unipers stora verksamhet inom logistik för naturgas. Men då jag lyssnar på Rauramo tror jag nu annorlunda. Han verkar ivrig på "grönt väte", som skulle basera sig just på naturgaslogistiken. Om jag hör rätt så kommer detta att ändra Fortum ganska mycket. Men det är kanske inte heller illa.

Sedan jag senast presenterade Fortum har aktien inklusive dividender avkastat +39 % samtidigt som Phoebus har avkastat +54 % och jämförelseindexet +52 %. Delvis på grund av den svaga relativa avkastningen har Fortums vikt sjunkit till 5,3 % (senast 6,9 %).

Jag köpte ursprungligen Fortum åt oss därför att jag tyckte att bolaget hade goda förutsättningar att betala en stigande dividend och för att dess vattenkraft var klart undervärderad gentemot de affärer som görs (då hela vattenkraftverk sällan säljs).

Min förväntning gällande dividenderna har uppfyllts, och en stabilt stigande dividend verkar vara ett av Fortums viktigare strategiska mål även framöver. Värderingen är inte längre löjligt billig, men beräknat på de senaste 12 månadernas justerade resultat är P/E-talet 14,2x, vilket inte för ett så här stabilt bolag åtminstone är för mycket. Jag kommer antagligen ändå i något skede att minska Fortums vikt till under 5 % av fondens värde, för vi äger ganska många bolag som är ännu bättre.



Jag presenterade också vårt svenska industribolag Sandvik i rapporten 3/2018 och berömde då dess VD Björn Rosengren. På hösten 2019 utnämndes Rosengren till VD för ABB och i februari 2020 kom nu 44-åriga Stefan Widing från Assa Abloy till Sandvik som ny VD. Knappast någon slump, då även Sandviks ordförande Johan Molin kom från Assa Abloy.

Rosengren fokuserade Sandvik på sina styrkor genom att sälja verksamheter, medan Widing redan har gjort många företagsköp. Det är ej heller en slump, för Assa Abloy har redan länge strävat efter att växa genom köp. Jag är inte så ivrig på företagsköp, för att säljaren alltid känner bolaget bättre än köparen, så det finns inga "billiga företagsköp". Och det är inte säkert att det köpta bolagets kultur fungerar ihop med det köpande bolagets kultur.

Men jag tycker ändå att Widings affärer är vettiga. På två år har Sandvik köpt 12 bolag, varav tre betydande. Totalt har dessa kostat 24 miljarder kronor, alltså 7-8 % av Sandviks marknadsvärde. Priset har varit högt (cirka 3x omsättningen och 20x rörelseresultatet) men det berättar att de köpta bolagen har varit lönsamma. Bra så – skräp vill man inte köpa.

Bra är också att de köpta bolagen stöder Sandviks kärnverksamheter. De största, tyska DSI Underground och australieniska Deswik, jobbar båda med stödkonstruktioner för gruvor, vilket förstärker Sandviks ledande position inom gruvmaskiner. De övriga företagsköpen har gett mera servicekunnskap till Sandviks bästa verksamhet, vändskären. Några utopier ser jag inte i företagsköpen.

Sedan min senaste presentation har Sandvik i euro inklusive dividender avkastat +66 %, då Phoebus samtidigt har avkastat +54 % och jämförelseindexet +52 %. Sandviks resultat har ökat med +18 %, dividenderna har gett +7 % och svenska kronan har förstärkts med +5 %. Resterande +35 % beror på att aktiens värdering har stigit. Men jag tycker inte att Sandviks nuvarande värdering (P/E 22,8x) är oskälig för ett så här bra bolag.

Speciellt inte därför att Sandviks intention att separera sin verksamhet inom rör av rostfritt stål (Sandvik Materials Technology), som bolaget aviserade redan för tre år sedan, antagligen kommer att förverkligas i år. Bolaget är ett av världens bästa inom sin bransch men samtidigt Sandviks klart svagaste enhet. Jag kommer ganska säkert att sälja de aktier som vi får och placera pengarna tillbaka i Sandvik, vilket klart skulle förbättra kvaliteten i vår portfölj.

Sandvik väger nu 4,8 % i Phoebus portfölj. Jag tycker det är lämpligt för ett av våra allra bästa bolag, som i världsklass är klart ledande inom sin bransch. Vi konkurrerar ytterst sällan med Warren Buffetts Berkshire Hathaway (oftast ingen bra idé), men jag känner mig ganska säker på att Sandvik är ännu lite bättre Iscar, som han äger.