

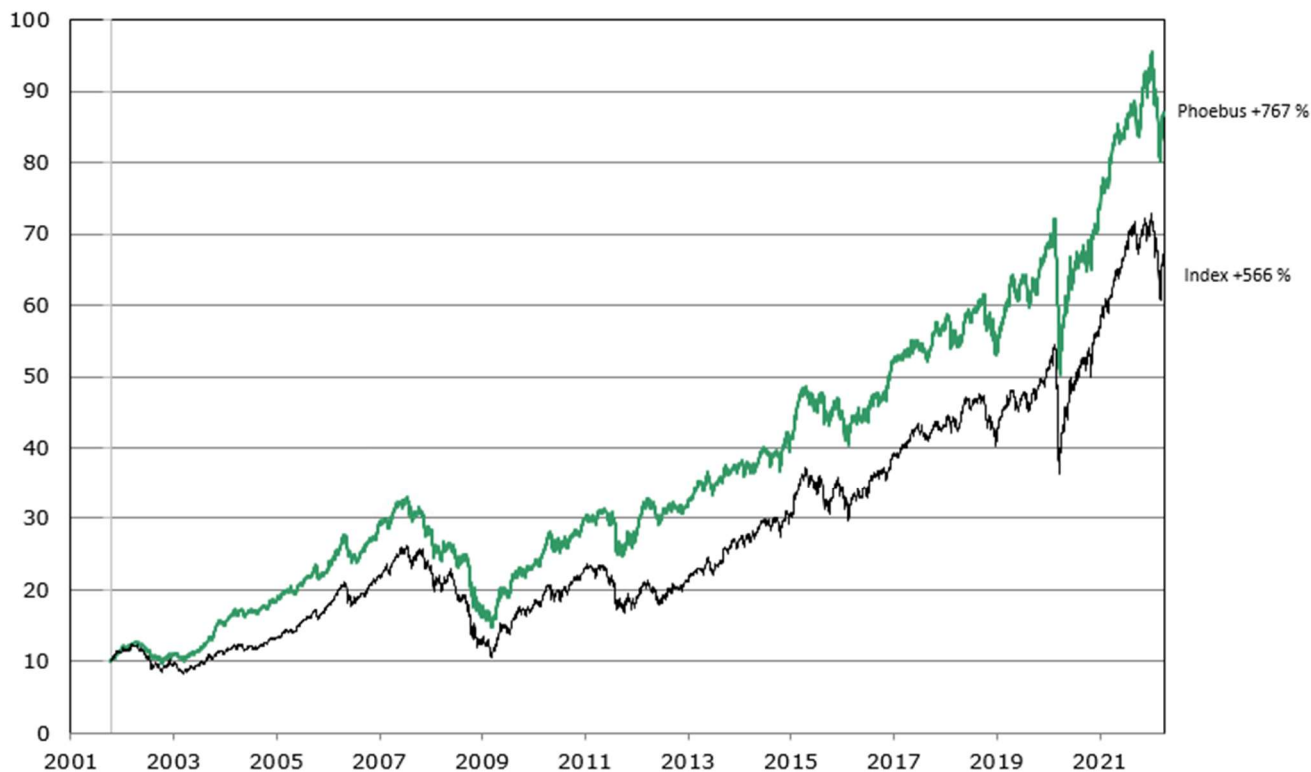
# Seligson & Co Phoebus

## Kvartalsrapport Q1 / 2022

 andelens  
värde

Phoebus och jämförelseindex

10.10.2001 - 31.3.2022


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

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

**31.3.2022**

	Avkastning	Volatilitet	Avkastning	Volatilitet
3 mån.	-8,37 %	17,10 %	-7,38 %	19,82 %
1 år	5,63 %	11,67 %	7,42 %	12,74 %
3 år	42,88 %	14,99 %	44,47 %	15,11 %
5 år	62,42 %	13,12 %	63,99 %	13,13 %
10 år	169,02 %	12,31 %	219,65 %	13,06 %
Från startdatum	766,98 %	13,97 %	565,96 %	15,47 %
Från startdatum per annum	11,12 %		9,70 %	

**KOSTNADER, NYCKELTAL**
**1.4.2021 - 31.3.2022**

Årliga avgifter	0,95 %
Avkastningsbunden provision	-
Transaktionskostnader	0,01 %
Totalkostnadsandel (TKA)	0,96 %
Portföljens omsättningshastighet	2,59 %
Tracking error	6,18 %
Förmedlingsarvodet betalda till företag inom samma koncern	0,00 %
Närkretsens ägarandel (31.12.2021)	6,71 %
Företagens antal	26
Storlek	106 565 433 €

*"Hur påverkar kriget våra placeringar?"*

**VÄRDEPAPPERSPLACERINGAR 31.3.2022**

	<b>Antal aktier</b>	<b>Aktiekurs valuta</b>	<b>euro</b>	<b>Marknads- värde EUR</b>	<b>Andel av fonden</b>
Fortum	250000		16,74	4 185 000,00	3,9%
TietoEVRY	160000		24,24	3 878 400,00	3,6%
Vaisala	90000		42,95	3 865 500,00	3,6%
Lassila & Tikanoja	300000		10,86	3 258 000,00	3,1%
Nokian Tyres	190000		14,98	2 846 200,00	2,7%
Exel Composites	350000		6,31	2 208 500,00	2,1%
Konecranes	70000		28,47	1 992 900,00	1,9%
Oriola A & B	1000000		1,91	1 907 700,00	1,8%
<b>Inhemska aktier</b>				<b>24 142 200,00</b>	<b>22,7%</b>
Air Liquide	58000	158,74	158,74	9 206 920,00	8,6%
Costco	14000	576,47	519,34	7 270 792,79	6,8%
Fastenal	121000	59,71	53,79	6 508 927,93	6,1%
O'Reilly Automotive	9200	696,53	627,50	5 773 041,44	5,4%
John Deere	15000	415,55	374,37	5 615 540,54	5,3%
Handelsbanken A	660000	87,58	8,47	5 589 672,18	5,2%
Tractor Supply	23000	232,85	209,77	4 824 819,82	4,5%
Progressive	45000	117,17	105,56	4 750 135,14	4,5%
Automatic Data Processing	23100	227,76	205,19	4 739 870,27	4,4%
Sandvik	226000	201,90	19,52	4 412 474,62	4,1%
Novozymes	58500	464,00	62,38	3 649 515,31	3,4%
Orkla	400000	78,94	8,15	3 259 188,92	3,1%
TFF Group	82303	31,50	31,50	2 592 544,50	2,4%
Brembo	250000	10,19	10,19	2 547 500,00	2,4%
Harley-Davidson	60000	39,96	36,00	2 160 000,00	2,0%
HHLA	120000	16,13	16,13	1 935 600,00	1,8%
Strategic Education	25000	67,33	60,66	1 516 441,44	1,4%
Hennes & Mauritz	94000	129,50	12,52	1 177 158,88	1,1%
<b>Utländska aktier</b>				<b>77 530 143,77</b>	<b>72,8%</b>
<b>SUMMA aktier</b>				<b>101 672 343,77</b>	<b>95,4%</b>
<b>Nettokassa</b>				<b>4 893 089</b>	<b>4,6%</b>
<b>FONDENS VÄRDE</b>				<b>106 565 433</b>	<b>100,0%</b>
Antal andelar (A-korrigerat)				1 229 153,61	
<b>Värde per A-andel</b>				<b>86,698</b>	

## FONDENS UTVECKLING

Kriget i Ukraina påverkade aktiemarknaden negativt och vårt jämförelseindex sjönk med -7,4 %. Phoebus sjönk med -8,4 %. Det kunde nog ha varit mycket värre. Sedan starten har Phoebus avkastat +767,0 % och jämförelseindexet +566,0 %.

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

På grund av de stora kurssvängningarna var jag motvilligt tvungen att sälja aktier i ADP och Progressive för totalt 1,2 m€, så att fonden inte skulle bryta mot sina diversifieringsregler. Jag köpte mer aktier i nio av våra bolag för totalt 2,5 m€, i köpens storleksordning Nokian Tyres, Oriola, Fortum, HHLA, Handelsbanken, ADP, TFF, Novozymes och H&M.

Dividender fick vi 1,0 m€ och ägarna placerade nettomässigt 0,9 m€ nytt kapital i fonden. Vår kassa ökade därför och var i slutet av mars 4,6 % av fondens värde. Det är lite för mycket, eftersom jag inte ännu har återinvesterat alla våra dividender i de bolag som har betalt dem.

## HUR PÅVERKAR KRIGET VÅRA PLACERINGAR?

Många har frågat hur kriget påverkar våra olika bolag, speciellt Nokian Tyres och Fortum? De är ju de som vid sidan av HHLA påverkas mest direkt av kriget. Men innan vi går till dem så är det tycker jag viktigt att begripa två fakta:

För det första är inget bolag statiskt, utan då verksamhetens förutsättningar förändras så anpassar sig bolagen till de nya förutsättningarna. Anpassningen är lättast för de bolag som har ett starkt konkurrensläge och en stark balansräkning. Liksom oftast i företagsverksamhet så tar det nog något år att anpassa sig, varefter vi kan börja analysera eventuella bestående effekter. Ännu kan vi det inte.

För det andra kan nog inget bolag undgå krigets indirekta effekter, som att inflationen ökar, den ekonomiska tillväxten minskar och räntorna stiger, kanske betydligt. De indirekta effekterna är sannolikt mycket större än de direkta, speciellt för de bolag som är alltför skuldsatta eller som har varit mycket högt värderade.

De tre bolagen som jag nämnde har utvecklats sämst i vår portfölj: Nokian Tyres -55 %, Fortum -34 % och HHLA -22 %. Så varför köpte jag fler aktier just i dem (och Oriola)?

Nokian Tyres är ett bra exempel på behovet att anpassa sig. Av dess däck för personbilar producerades i fjol 82 % i Ryssland (föregående år 87 %). Bolaget har redan tidigare beslutat att öka sin produktion i Finland och USA, så i år hade andelen varit cirka 67 %, alltså även om exporten från Ryssland ännu hade varit möjlig.

Dessutom berättade bolaget i fjol att styrelsen minskar förslaget om utdelning, eftersom bolaget undersöker möjligheter att skaffa tillverkning i västeuropa. Nokian Tyres är skuldfritt sedan tidigare, men jag tycker ändå att det var ett vettigt beslut.

Och bolaget är inte ensamt. Min däckförsäljare berättade att alla Pirellis vinterdäck, 80 % av Michelins vinterdäck och 60 % av Continentals vinterdäck har kommit från Ryssland (jag märkte nyss också att mina "tyska" Continentals sommar däck är tillverkade i Sydafrika – däckvärlden är nog mindre än vi tror!). Även konkurrenterna behöver alltså anpassa sig och jag skulle inte vara förvånad om en brist på vinterdäck nästa säsong höjde priserna betydligt. (Obs! Det är ingen placeringsrekommendation!)

Fortums och Unipers värmekraftverk i Ryssland oroar många. Det är väl ganska klart att de efter detta inte hör till Fortums strategi, men när och hur bolaget kan distansera sig från dem återstår att se. Liksom hos Nokian Tyres lutar jag på att Fortums ledning, som kan utvärdera läget betydligt bättre än vad jag kan, gör vettiga beslut.

Vi kan inte heller veta vad som händer med Hamburger Hafen und Logistiks terminal i Odessa i Ukraina. Det har nästan ingen betydelse för HHLA, eftersom tyska staten har garanterat dess 47m€ investering, till skillnad från vanliga försäkringsbolag, där det vore force majeure. Mer om HHLA på nästa sida.

## VAD BORDE VI GÖRA?

Så vad kan vi ens veta i nuläget? Kriget har höjt många råvarors priser och de torde hållas höga en tid, vilket ökar inflationen. Det i sin tur torde minska den ekonomiska tillväxten samtidigt som centralbankerna kanske bör höja räntorna. Ekvationen är inte så bra för aktiemarknaderna.

Borde vi alltså minska på våra aktieplaceringar? Inte enligt mig, eftersom kollektivet av placeringarna (alltså "marknaden") redan har reagerat genom lägre aktiekurser. Den framtida utvecklingen beror på sådant vi inte ännu vet, liksom hur kriget fortsätter osv.

Som placerare i Phoebus kan vi åtminstone trygga oss med att de flesta av våra bolag har en stark balansräkning, är lönsammare än konkurrenterna och inte så konjunkturberoende. Det betyder att bolagens framtid är i ledningens händer – inte beroende av världsekonomin, kriget i Ukraina eller centralbankernas agerande.

Men för dem, som har mycket skuldtväxling i sina placeringar har jag ett konkret råd: Förbered er för en betydligt högre räntenivå i framtiden. Och börja redan nu!

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



Usch, vilken ful logo! Hoppeligen är bolaget ändå helt ok.

Jag presenterade senast vårt IT-servicebolag Tieto för drygt tre år sedan i rapporten 4/2018 och berättade då, att jag inte tyckte bolaget var speciellt konkurrenskraftigt, men tillräckligt bra för oss. Jag tyckte också att värderingen var ganska låg.

Tieto ändrades mycket, då det 2019 köpte norska EVRY. Det var logiskt. Tieto var innan dess marknadsledare i Finland och starkt i Sverige, där det 1999 köpte Enator. Så varför skulle inte även Norge passa in i helheten?

Köpet ökade Tietos omsättning med tre fjärdedelar och dubblade rörelseresultatet. Mängden aktier ökade med 60 % och nettoskulden ökade betydligt. Effekten för Tietos aktieägare var ändå positiv både sett med resultatet per aktie och speciellt bolagets strategiska värde.

Sedan min senaste presentation har Tietoevry avkastat +20 % inklusive dividender, samtidigt som Phoebus har avkastat +62 % och vårt jämförelseindex +63 %. Bolaget har alltså på den här tiden inte gett oss något mervärde trots företagsköpet.

Men Tietoevry har på fyra år betalat 16 % av sitt dåtida pris i dividender. Avkastningen berodde alltså inte på en högre värdering. Faktiskt har bolaget de senaste 20 åren delat ut hela 19,46 euro, alltså över 80 % av aktiens pris idag.

Många som gillar IT-aktier har frågat mig varför jag placerar just i det allra tråkigaste av dem, alltså Tietoevry? Svaret är att kanske just därför. Spänning är inget mervärde i placeringar, kontinuerlig jämn lönsamhet och en kontinuerligt stigande utdelning är mycket viktigare.

Just nu är Tietoevry helt klart en "värdeaktie". Dess p/e-tal på fjolårets korrigerade resultat är bara 10,3x, och dess direktavkastning är hela 5,6 %. Om lönsamheten och utdelningen hålls någotsånär stabila framöver så kan vi sannolikt förvänta oss en stabil avkastning också. Även om den kanske inte kommer att vara överväldigande.

Sedan finns det mer potential, ifall någon internationell jätte skulle vilja etablera sig i Norden. Det har jag väntat på i ett tjugotal år utan resultat, men vår placering hänger absolut inte på det. Det är bara en gratis option för oss.

Tietoevry väger nu 3,6 % i vår portfölj och av våra 26 bolag är det 13:nde störst. Jag tycker det är lämpligt. Dess avkastning kommer nog sannolikt att vara stabil även framöver, men knappast vår bästa. Men stabilitet har i sig ett stort mervärde i placeringar.



Jag presenterade senast vårt tyska containerstuveri Hamburger Hafen und Logistik AG i rapporten 4/2018 för drygt tre år sedan. Jag sade då att bolaget är ganska beroende av östeuropa och Ryssland, varför det inte hade utvecklats så bra.

Samma trend har fortsatt. De fyra största containerterminalerna i Europa har vuxit med +6 %, men Hamburgs volym har sjunkit med -1 %. Värre har det gått för den minsta av dessa alltså Bremerhaven, vars volym har sjunkit -9 %. Tillväxten har kommit i de två största, Rotterdam (+12 %) och Antwerpen (+14 %). Har Tyskland alltså förlorat mot Holland och Belgien?

Knappast. Hamburgs största svaghet – och samtidigt dess största styrka – är läget vid floden Elbe i inlandet. Det ger en konkurrensfördel då frakten fortsätter med tåg till östeuropa eller med feederbåtar till Baltikum. Men floden är grund och måste muddras ibland, vilket senast tog över 10 år då miljöaktivisterna satte sig på tvären. Men nu är det gjort.

Så det kan kännas underligt att HHLA i fjol gjorde sitt fjärde bästa resultat under de 16 år som bolaget har varit börsnoterat? Det berodde på att många logistikkedjor inte funkade så bra pga coronan, och att containers därför stannade längre i hamnarna. Detta gav större hyresintäkter åt operatörerna, och HHLA:s omsättning per container ökade över +11 %. Fördelen torde vara temporär och HHLA tror att resultatet i år sjunkier med -10-25 %, vilket givetvis är en osäker gissning pga. kriget i Ukraina.

Sedan min senaste presentation har aktien inklusive dividender avkastat +4 % samtidigt som Phoebus har avkastat +62 % och vårt jämförelseindex +63 %. Så varför äger vi ännu ett bolag, som inte har bidragit något, och varför köper jag ännu mer av dess aktier?

För att jag tycker att aktien är mycket billig, speciellt då vi speglar värderingen mot bolagets konkurrenskraft. På fjolårets resultat är p/e-talet bara 11x och direktavkastningen är 4,6 %. Hela bolagets marknadsvärde är 1,2 mrd€, och det har inklusive pensioner men utan IFRS16-hyreskontrakt 600m€ nettoskuld. Bruttovärdet är alltså 1,8 mrd€.

Det kan vi tex. jämföra med att HHLA:s volym är ungefär 14x större än Nordsjö hamns, som kostade 680 m€ att bygga 2008. HHLA äger visserligen inte hamnkonstruktionerna utan hyr dem, men jämförelsen säger ändå mycket, tycker jag. Billigt är inte alltid bra, men HHLA är förutom billigt även minst tillräckligt bra för oss enligt min åsikt.

Ännu mer potential kunde kanske komma från att HHLA i fjol diskuterade med den andra operatören i Hamburg (Eurogate) om en fusion, samt med kinesiska COSCO om ett minoritetsägande i en av HHLA:s tre terminaler i Hamburg (Tollerort). Dessa har dock inte ännu kommit i mål.

Hur som helst så är HHLA:s vikt i vår portfölj idag endast 1,8 % och bolaget är vår fjärde minsta placering. Risken är åtminstone inte särskilt stor.