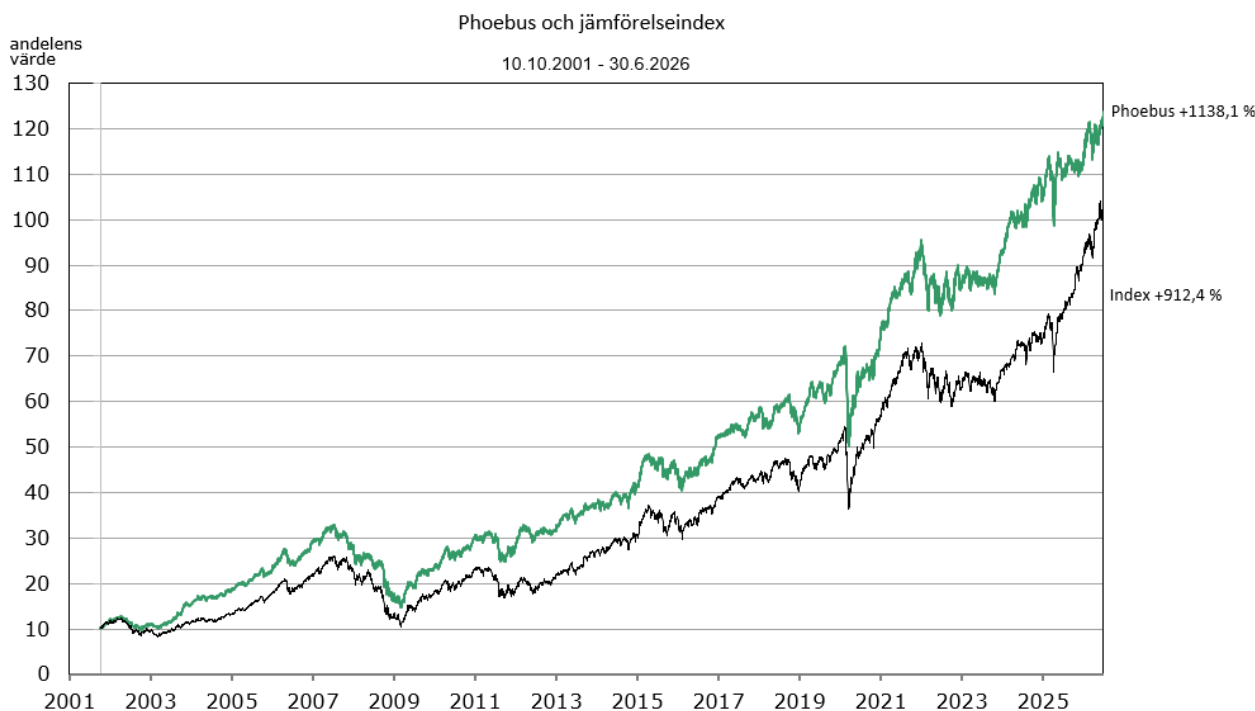


Seligson & Co Phoebus

Kvartalsrapport Q2 / 2026



AVKASTNING OCH RISK

FONDEN

JÄMFÖRELSEINDEX

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

30.6.2026

	Avkastning	Volatilitet	Avkastning	Volatilitet
Från årets början	10,15 %	11,19 %	10,48 %	11,14 %
1 år	12,95 %	9,78 %	28,09 %	9,73 %
3 år	42,22 %	10,53 %	57,77 %	10,32 %
5 år	45,86 %	11,79 %	50,89 %	11,55 %
10 år	177,20 %	12,25 %	198,14 %	11,99 %
20 år	398,39 %	14,18 %	436,21 %	15,05 %
Från startdatum	1138,09 %	13,59 %	912,43 %	14,81 %
Från startdatum per annum	10,71 %		9,81 %	

KOSTNADER, NYCKELTAL

1.7.2025 - 30.6.2026

Årliga avgifter	0,95 %
Avkastningsbunden provision	-
Transaktionskostnader	0,01 %
Totalkostnadsandel (TKA)	0,96 %
Portföljens omsättningshastighet	-3,12 %
Tracking error	7,14 %
Företagens antal	28
Förmedlingsarvoden betalda till företag inom samma koncern	0,00 %
Närkretsens ägarandel (30.6.2025)	4,42 %
Storlek	171 702 231 €

"Pizzan blir inte större då man delar den"

VÄRDEPAPPERSPLACERINGAR 30.6.2026

	Antal aktier	Aktiekurs valuta	euro	Marknads- värde EUR	Vikt i fonden
Vaisala	138000		57,10	7 879 800	4,6%
Fortum	330000		20,18	6 659 400	3,9%
Konecranes	231000		26,98	6 232 380	3,6%
Nokian Tyres	410000		12,05	4 940 500	2,9%
Tieto	230000		18,65	4 289 500	2,5%
Lassila & Tikanoja	550000		6,82	3 751 000	2,2%
Exel Composites	252000		11,85	2 986 200	1,7%
Oriola	1615571		0,92	1 486 325	0,9%
Inhemska aktier				38 225 105	22,3%
Air Liquide	78451	173,22	173,22	13 589 282	7,9%
Fastenal	285000	47,40	41,59	11 853 119	6,9%
Handelsbanken A	880000	142,35	12,84	11 299 555	6,6%
O'Reilly Automotive	127500	90,16	79,11	10 086 339	5,9%
Sandvik	280000	398,90	35,98	10 074 959	5,9%
Costco	11500	946,68	830,64	9 552 356	5,6%
Atlas Copco B	470000	172,10	15,52	7 296 254	4,2%
John Deere	13000	626,63	549,82	7 147 662	4,2%
Progressive	30000	219,86	192,91	5 787 312	3,4%
Automatic Data Processing	27000	224,97	197,39	5 329 639	3,1%
Eurofins	73000	68,30	68,30	4 985 900	2,9%
Orkla	535000	104,90	9,28	4 964 879	2,9%
Givaudan	1320	3 414,00	3701,78	4 886 344	2,8%
Novonesis	82650	412,50	55,19	4 561 319	2,7%
Brembo	420000	10,24	10,24	4 300 800	2,5%
Tractor Supply	120000	31,20	27,38	3 285 075	1,9%
TFF Group	115000	16,38	16,38	1 883 700	1,1%
Strategic Education	26500	77,10	67,65	1 792 709	1,0%
Hennes & Mauritz	110000	168,25	15,18	1 669 433	1,0%
Harley-Davidson	65000	24,23	21,26	1 381 899	0,8%
Utländska aktier				125 728 535	73,2%
AKTIER totalt				163 953 640	95,5%
Nettokassa				7 748 591	4,5%
FONDENS VÄRDE				171 702 231	100,0%
Antal andelar (A-korrigerat)				1 386 835,47	
Värde per A-andel				123,809	

FONDENS UTVECKLING

Årets andra kvartal var mycket starkt på marknaden och vårt jämförelseindex steg med hela +10,1 % (Finland +5,9 % och världen +16,6 %). Phoebus blev efter, liksom oftast då marknaden stiger snabbt, men fondens värde steg ändå med hela +6,6 %.

Vi bör inse att sådana här avkastningar inte är normala. Jag har lite samma känsla nu som 1998-99 att marknaden är alltför spekulativ (som även Warren Buffett berättade i maj). Men jag hoppas att jag har fel. Hur som helst har det ingen betydelse för Phoebus. Vi bara äger bra bolag och håller dem – helt oberoende av marknadsläget,

Från årets början har Phoebus avkastat +10,2 % och jämförelseindexet +10,5 %. Sedan starten har Phoebus avkastat 1138,1 % och indexet 912,4 %.

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 sålde under kvartalet alla våra aktier i Luotea för en knapp miljon. Jag köpte fler aktier i åtta av våra bolag, i köpens storleksordning L&T, Atlas Copco, Orkla, Eurofins, H&M, Brembo, Givaudan och Novonosis.

De sex sistnämnda var bara återinvesteringar av utdelningen. Vi fick 1,4 m€ i dividender och ägarna löste in 0,5 m€ av fonden netto. Vår kassa sjönk och är nu 4,5 % av fondens värde, som jag tycker att är ganska normalt.

VARFÖR SPLITTAR BOLAGEN SINA AKTIER?

Det senaste dryga året har fyra av våra bolag (Fastenal, O'Reilly, Konecranes och Air Liquide) splittat sina aktier och ett (Exel Composites) har gjort en omvänd split. Min kollega Jani Holmberg frågade: "varför, då de enda som tjänar på det är konsulterna och juristerna?"

Han har rätt – pizzen blir inte större då man delar den. Enligt finasteorin borde splittar inte ens existera, då en uppdelning av aktierna inte alls påverkar bolagets värde, men splitten ändå kostar något. Jag började fundera om det kan finnas några rationella orsaker?

Akademikerna har studerat det här sedan 1960-talet. Fama med kolleger¹ undersökte 940 bolags splittar 1927-1959 och märkte att de splittande bolagen avkastade bättre, men redan långt före splitten. De ökade också sin utdelning mer än andra bolag. De antog att bolagens ledning kanske ville signalera goda utsikter genom att splitta. Men de bolagen som splittade avkastade inte bättre än andra bolag efter splitten.

Förmedlingsprovisionerna förklarar inte fenomenet. I USA är de oftast cent per aktie istället för promille av summan, så ett

¹ Fama, Fisher, Jensen, Roll: "The Adjustment of Stock Prices to New Information", International Economic Review, Vol. 10, No. 1, Feb 1969

högre enhetspris är alltid mer förmånligt för större ägare. För små ägare kan det vara förmånligare att köpa en hel aktie eller en hel handelsmängd än bråkdelar. Så optimum beror på ägarstrukturen och på vem bolaget vill betjäna.

Exel Composites berättade att de gjorde sin omvända split för att många placerare inte får äga centaktier, som jag tycker är en relevant och bra orsak. Även köp/sälj-spreaden kan vara onödigt hög om enhetspriset är mycket lågt.

Air Liquide brukar ungefär vart tredje år dela ut 10% fler aktier åt sina ägare, och 1 % till i bonus åt de långsiktiga ägarna som har registrerade aktier. Bonusen är bolagets sätt att belöna långsiktighet. Man kan registrera sig först efter att ha ägt aktien i tre kalenderår. Av Phoebus aktier är 49,7 % registrerade, eftersom de oregistrerade inte helt genast kan handlas.

Konecranes motiverade sin split med att likviditeten förbättras, vilket jag tvivlar på. Åtminstone har akademikerna inte märkt det, förutom just vid splittens tidpunkt. Och varför skulle den förbättras, om en aktie kostar 30€ istället för 90€?

Våra amerikanska bolag motiverade sina splittar med personalsaker. O'Reilly tyckte att det vore bra om alla i "Team O'Reilly" kunde köpa en hel aktie eller handelspost istället för bara bråkdelar. Fastenal – som jag tycker är vårt mest kostnadsmedvetna bolag tillsammans med Costco – berättade att splitten för dem är en intern milstolpe, som ger bolaget en orsak att celebrera med personalen att aktiemarknaden har noterat deras fina jobb.

Det dyraste enhetspriset har säkert Berkshire Hathaway, vars A-aktie kostar 744.000 dollar. Warren Buffett har vägrat splitta den (jag tror att den är en måttstock för honom), men han lanserade 1996 en B-aktie, som nu kostar bara 1/1500 av A-aktien, så att de som säljer bråkdelar inte skulle kunna skona sig på Berkshires ägares bekostnad.

Så vad lär vi oss av detta? Det finns nog semi-rationella orsaker att splitta, men de beror på varje bolags egna behov. Det här är just en sådan liten fråga, som jag tycker att bäst utvisar om ledningen tänker själv, eller bara gör som alla andra för att splittkonsulten sade så?

Jani hade alltså helt rätt. Fast de bästa bolagen kan ha orsaker som är relevanta för just dem själva, så ökar splittarna inte ägarnas förmögenhet. Så vi bör inte förivra oss över dem.

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

LASSILA & TIKANOJA

Jag presenterade senast vårt avfallshanteringsbolag Lassila & Tikanoja i rapporten 4/2022 och sade då att jag tycker att de borde avskilja sina sämsta verksamheter (städning och fastighetsskötsel) från de bättre, som har klara konkurrensfördelar.

Så blev det äntligen i januari i år, då tidigare L&T delades upp i nya L&T, som sköter avfallen och industriservicen, samt Luotea, som sköter städningen och fastighetsskötseln. Båda har verksamhet såväl i Finland som i Sverige.

Jag gjorde som jag sade och har sålt alla våra aktier i Luotea. Kanske lite för tidigt igen, som jag berättade i rapporten 4/2023 att jag tidigare har gjort. Men då jag inte tror på Luotea och då det var en marginell placering var beslutet för mig självklart. Den här gången väntade jag ändå ett halvår för att se om någon annan skulle bli intresserad – men nej.

Sedan jag senast presenterade bolaget har L&T – igen – varit en dålig placering. Det har avkastat bara +4 % med dividender och korriberat för Luotea, samtidigt som Phoebus har avkastat +45 % och vårt jämförelseindex +62 %. Så varför äger vi det ännu?

För att jag tycker att det finns mycket potential och värderingen är ganska låg. Bolaget har de senaste fyra åren i medeltal gjort 42 m€ i rörelseresultat, eller 9,8 % av omsättningen. Dess marknadsvärde är 255 m€ och nettoskulden (utan IFRS 16 hyresansvar) är 95 m€ så bruttovärdet är 350 m€. Alltså bara 8x EBIT och 10x "skuldfritt p/e-tal" efter skatt.

Men potentialen har inte realiserats till tillväxt, som skillnad från konkurrenterna. Jag läste i skrivande stund *Helsingin Sanomats* bra artikel om KWH:s sandpappersbolag Mirka. Vi ägde tidigare Ekokem, som hittade på ett sätt att återvinna sanden, då de bränner Mirkas överskott. Och det är inte vilken strandsand som helst, utan värdefull precisionssand.

Samma innovativitet skulle jag vilja se hos L&T. Det finns hur mycket som helst som man kan göra smartare inom återvinningen. Kanske de udda verksamheterna har tagit för mycket av ledningens tid? Eller kanske den misslyckade satsningen på ett raffinaderi för återvinning av avfallsolja i Fredrikshamn ännu spökar i styrelsen bakhuvud? Jag tycker att det är bra att ta risker som kan misslyckas. Man skall bara se till att döda de dåliga projekten snabbt.

VD Eero Hautaniemi, som jag respekterar mycket, har berättat att han vill pensionera sig nästa år, men någon efterträdare har L&T inte ännu utsett. Jag skulle hoppas att hen vore innovativ, för återvinning är nu "på modet" och det borde finnas massor av möjligheter att växa lönsamt.

Med pengarna som vi fick från Luotea har jag köpt mer aktier i L&T och dessutom har jag återinvesterat våra dividender. Efter den svaga kursutvecklingen väger bolaget trots det bara 2,2 % i vår portfölj. Det kunde nog vara mera, men innan jag ser den nya ledningen och den nya strategin räcker detta för oss.

BREMBO

Jag presenterade också Brembo - vår italienska tillverkare av bromsar för bilar och motorcyklar – senast i rapporten 4/2022. Jag berättade då att bolaget hade klarat sig bra i en svår marknad, och att jag tyckte att det är ett välskött familjebolag, som är den klara teknologiledaren i sin bransch. Men jag tänkte inte öka dess vikt i portföljen.

Det var rätt beslut. Sedan dess har Brembo med dividender bara avkastat +9 % samtidigt som Phoebus har avkastat +45 % och jämförelseindexet +62 %. Har bolaget alltså försämrats?

Det tycker jag inte, utan den dåliga kursutvecklingen beror på att marknaden ännu är svår. Under 2022-24 ökade omsättningen med +6 %, men i fjol sjönk den jämförbart med -5 % (Tyskland -3 %, USA -9 %, Kina -10%). Hela branschen hade fortsatt utmaningar.

Trots det gjorde Brembo sitt största företagsköp någonsin, då de i fjol köpte svenska Öhlins Racing, som tillverkar fjädringar för racermotorcyklar och -bilar för hela 366 m€. Köpet nästan dubblade Brembos tävlingsverksamhet, som nu står för 7,4 % av omsättningen.

Normalt gillar jag inte företagsköp, men det här tycker jag var logiskt. Öhlins är lika starkt på fjädringar som Brembo är på bromsar – båda är legender på racingbanan. Liksom Brembo är Öhlins mest lönsamt i sin bransch. Priset lät kanske dyrt (2,7x omsättningen och 13,5x driftsbidraget), men för kvalitet brukar det löna sig att betala tycker jag.

Öhlins kommer nog att betala sig tillbaka helt själv småningom, men ytterligare potential kan komma från korsförsäljning mella broms- och fjädringskunderna. Delarna brukar dock oftast bytas först i nästa produktgeneration, så det kan ta en stund innan vi ser Öhlins fjädringar i Ferraris eller Porsches bilar. På lång sikt kanske hela "bromsningspaketet" kan hjälpa Brembo att utveckla nya teknologiska lösningar som integrerar bromsarna och fjädringen?

Ett exempel på att produktutvecklingen tar länge är Brembos elektroniska bromssystem Sensify, som jag berättade om redan senast. Då var tanken att lansera det 2024, men först i våras berättade Brembo att det nu kommer att gå i produktion i "hundratusentals" bilar, utan att avslöja sina kunder. Vi vet dock från reklamvideorna att Brembo har testat det med Tesla.

Köpet av Öhlins gjorde att Brembos nettoskuld ökade, men den är fortfarande bara lite under ett års driftsbidag (utan IFRS 16 hyresansvar). Så bolaget är förutom konkurrensmässigt och lönsamt också tillräckligt finansiellt stabilt för oss, och bra skött tycker jag.

Brembos vikt i portföljen är efter dess dåliga kursutveckling nu 2,5 % (senast var den 2,6 %), trots att jag har köpt 68 % fler aktier då fonden har vuxit och återinvesterat dividenderna. Jag tycker att vikten är passlig, även om värderingen verkar ganska billig för ett bolag av denna kvalitet (p/e-talet är 14,8x). Men jag tänker varken sälja eller köpa mer just nu.