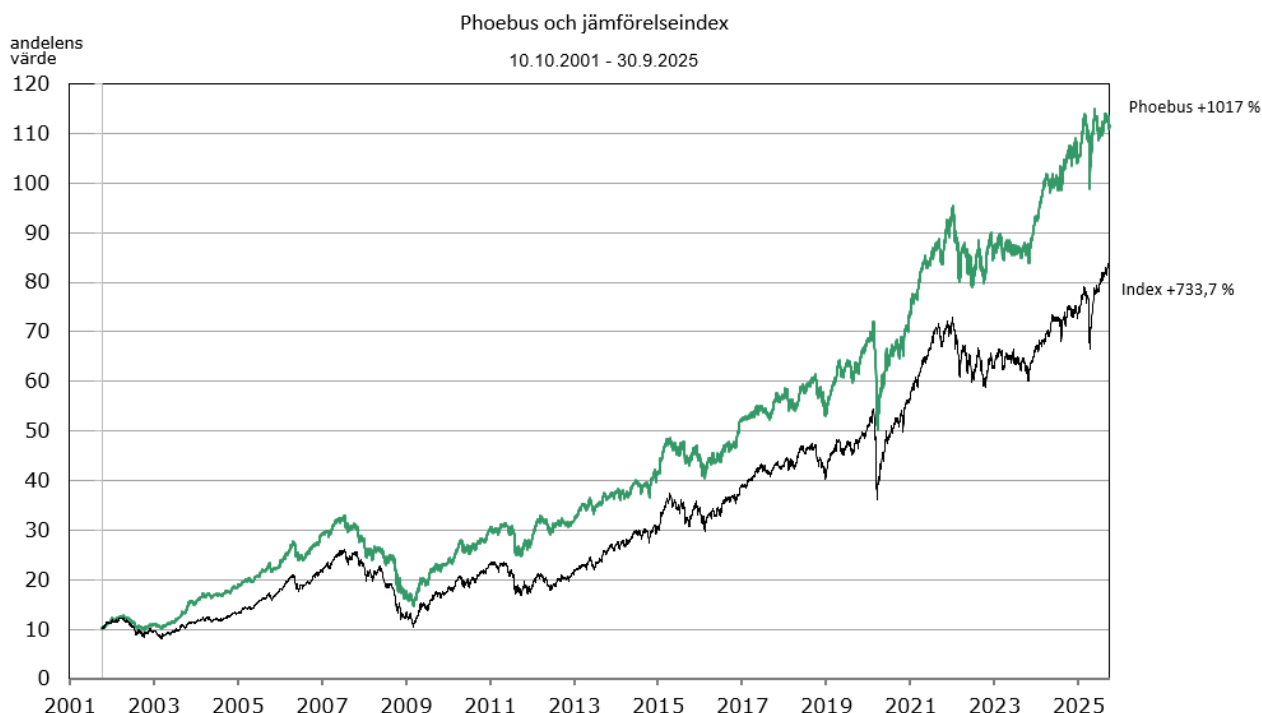


Seligson & Co Phoebus

Kvartalsrapport Q3 / 2025



AVKASTNING OCH RISK

FONDEN

JÄMFÖRELSEINDEX

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

30.9.2025

	Avkastning	Volatilitet	Avkastning	Volatilitet
Från årets början	7,15 %	13,35 %	13,26 %	12,52 %
1 år	5,49 %	12,71 %	11,13 %	11,64 %
3 år	39,12 %	10,87 %	41,11 %	10,38 %
5 år	68,32 %	11,83 %	61,05 %	11,55 %
10 år	157,89 %	12,65 %	170,38 %	12,34 %
20 år	380,68 %	14,28 %	383,99 %	15,14 %
Från startdatum	1017,00 %	13,68 %	733,74 %	14,92 %
Från startdatum per annum	10,58 %		9,24 %	

KOSTNADER, NYCKELTAL

1.10.2024 - 30.9.2025

Årliga avgifter	0,95 %
Avkastningsbunden provision	-
Transaktionskostnader	0,01 %
Totalkostnadsandel (TKA)	0,96 %
Portföljens omsättningshastighet	-4,73 %
Tracking error	7,03 %
Företagens antal	28
Förmedlingsarvoden betalda till företag inom samma koncern	0,00 %
Närkretsens ägarandel (30.6.2025)	5,17 %
Storlek	154 265 594 €

"Är Phoebus en fågel eller en fisk?"

VÄRDEPAPPERSPLACERINGAR 30.9.2025

	Antal aktier	Ak- tiekurs valuta	euro	Marknads- värde EUR	Vikt i fonden
Konecranes	85000		70,05	5 954 250	3,9%
Fortum	350000		15,91	5 566 750	3,6%
Vaisala	98000		44,85	4 395 300	2,8%
Lassila & Tikanoja	405000		10,36	4 195 800	2,7%
TietoEVRY	225000		15,29	3 440 250	2,2%
Nokian Tyres	400000		7,70	3 080 000	2,0%
Oriola	1615571		1,14	1 838 520	1,2%
Exel Composites	3780000		0,38	1 436 400	0,9%
Inhemska aktier				29 907 270	19,4%
Air Liquide (35110 rek)	69000	175,10	175,10	12 081 900	7,8%
O'Reilly Automotive	127500	107,55	91,62	11 681 255	7,6%
Fastenal	280000	48,87	41,63	11 656 530	7,6%
Handelsbanken A	880000	123,85	11,20	9 856 834	6,4%
Costco	12500	916,87	781,05	9 763 076	6,3%
Sandvik	300000	260,70	23,58	7 073 283	4,6%
Automatic Data Processing	23500	292,66	249,31	5 858 685	3,8%
Progressive	28000	244,40	208,19	5 829 457	3,8%
Tractor Supply	115000	56,69	48,29	5 553 582	3,6%
John Deere	13000	465,49	396,53	5 154 928	3,3%
Orkla	505000	104,00	8,87	4 480 273	2,9%
Atlas Copco B	350000	140,00	12,66	4 431 542	2,9%
Eurofins	70000	60,42	60,42	4 229 400	2,7%
Novonesis	79000	381,80	51,15	4 040 591	2,6%
Givaudan	1150	3192,00	3407,49	3 918 613	2,5%
Brembo	380000	9,05	9,05	3 439 000	2,2%
TFF Group	115000	17,60	17,60	2 024 000	1,3%
Strategic Education	26500	85,70	73,00	1 934 620	1,3%
Harley-Davidson	65000	28,70	24,45	1 589 147	1,0%
Hennes & Mauritz	102000	172,05	15,56	1 587 134	1,0%
Utländska aktier				116 183 849	75,3%
AKTIER totalt				146 091 119	94,7%
Nettokassa				8 174 474	5,3%
FONDENS VÄRDE				154 265 593	100,0%
Antal andelar (A-korrigerat)				1 381 072,14	
Värde per A-andel				111,700	

FONDENS UTVECKLING

Det tredje kvartalet var fortfarande utmärkt på aktiemarknaden men sämre för Phoebus. Vårt jämförelseindex avkastade +5,5 % (Finland +4,4 % och världen +7,4 %). Phoebus avkastade bara 1,9 % då den svagare US-dollarrens effekter började synas negativt i våra annars stabila europeiska bolags tillväxt.

Från årets början har Phoebus avkastat +7,2 % och jämförelseindexet +13,3 %. Sedan starten har Phoebus avkastat +1017,0 % och vårt jämförelseindex +733,7 %.

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 tredje kvartalet fler aktier i nio av våra bolag för totalt 2,9 m€. I köpens storleksordning Atlas Copco, Novonesis, Givaudan, TFF, Progressive, Tietoevry, ADP, Strategic Education och Orkla.

Vi fick 0,3 m€ i dividender och ägarna placerade netto 2,5 m€ nya pengar i Phoebus, så vår kassa minskade och är nu 5,3 % av fonden. Jag försöker hålla den lite mindre än så.

FÅGEL ELLER FISK?

Phoebus är en mycket speciell fond, då den inte har andra begränsningar än att den alltid är en aktiefond. Aktierna kan vara var som helst i världen, i vilken bransch som helst, i stora eller små bolag, i värde- eller tillväxtbolag osv. Inte ens fondutvärderarna har riktigt lyckats besluta om Phoebus är en fågel eller en fisk. Varför är det så här?

Det var ett medvetet beslut redan då jag startade fonden för 24 år sedan, och det reflekterar min egen placeringsfilosofi. Filosofin kom inte från läroböcker, utan egen erfarenhet. Redan på 1980-talet placerade jag mina egna pengar, men utan någon klar tanke. Då jag 1989 började jobba som aktieanalytiker i Stockholm märkte jag att min egen portfölj började utvecklas mot stabilt lönsamma företag av världsklass.

Jag kunde inte säga varför, tills jag läste försäkringsbolaget Berkshire Hathaways årsberättelse, där Warren Buffett sade att det egentligen inte är någon skillnad om man köper en aktie i ett börsbolag eller om man köper hela bolaget. Man bör tänka lika i båda fallen. Logiken är självklar – en aktie är ju bara en lite mindre andel av bolaget. Just så hade jag redan gjort, men jag hade inte begripit det.

Vad söker vi om vi köper ett helt bolag? Inte åtminstone snabba klipp, utan vi vill att bolaget i decennier kan växa lönsamt och betala oss växande dividender. För att detta

skulle lyckas måste bolaget vara bättre än sina konkurrenter och konkurrensfördelarna måste vara bestående. Dessutom, ifall vi inte köper hela bolaget, måste dess huvudägare vara sådana som vi litar på som affärspartners.

Den största skillnaden är att om vi köper ett helt bolag, så har det inte längre något marknadspris. Vi äger ju alla aktierna. Då har vi inte längre någon aktiekurs att följa, utan vi måste koncentrera oss på hur affärsverksamheten utvecklas. Lika tycker jag att en vanlig aktieplacering borde göra. Affärsverksamheten berättar mycket mer än aktiekursen, även om de på lång sikt nog utvecklas ungefär lika.

TIDEN GÖR SITT JOBB

Och vad gör vi sedan? Enligt Buffett behöver vi bara se till att konkurrensfördelarna inte ändras. Hans affärskumpan Charlie Munger sade detsamma med andra ord: "Vi sitter bara på våra rumpor". Bäst tycker jag att nobelpristagaren i ekonomi Paul Samuelson har formulerat saken. Han sade: "Investering bör vara tråkigt och inte spännande. Lite som att se målfärg torka eller gräset växa. Vill du ha spänning, åk till Las Vegas".

Vi behöver låta tiden göra sitt jobb. Någon kanske kan bli rik snabbt genom att spekulera (fler blir nog fattiga), men säkrast blir vi lite mer förmögna då vi hittar en placering, som med stor sannolikhet år efter år ger en bra avkastning och som vi förmår att äga tillräckligt länge. Phoebus avkastning beror inte på mina fantastiska aktieval, utan på att fonden redan har en 24 års historia (och på att vi minimerar alla onödiga kostnader).

Därför fäster jag mycket mer vikt vid våra bolags kvalitet än deras värdering, till skillnad från många andra portföljförvaltare. De bästa bolagen brukar med tiden växa in i sin värdering. Och därför vill jag hålla alla dörrarna öppna för oss, för det finns inte så många fantastiska bolag i hela världen.

I ett nötskal kan vi kanske destillera Phoebus placeringsfilosofi till att jag försöker hitta oss sådana kvalitetsbolag, som med en stor sannolikhet kommer att vara det i fortsättningen också. Sedan bara äger vi dem, och ser hur de växer. Med tiden blir det nog bra.

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



Jag presenterade senast vår IT-konsult Tietoevry i rapporten 1/2022 och sade då att jag tycker bolaget känns ganska stabilt, men att det knappast hör till våra bättre bolag. På sätt och vis hade jag rätt, för dividenden har sedan dess kontinuerligt stigit. Men jag hade också fel, för bolaget varkar vara lite rörigt och det har inte varit någon bra placering.

Sedan dess har det med dividender avkastat -16 %, medan Phoebus har avkastat +29 % och vårt jämförelseindex +25 %. Inte så konstigt, då omsättningen har sjunkit med -1 % och det justerade rörelseresultatet med -6 %. Den justerade rörelsemarginalen var senast 13,0 % och är nu 12,3 %.

I år beslöt Tietoevry äntligen att sälja sin gradvis utdöende verksamhet Tech Services, som de började utvärdera strategiskt redan 2022. Maskinsalarna rymmer till molnet, där kunderna betjänas av Microsoft Azure eller Amazon Web Services. Strategiskt förstår jag beslutet bra.

En riskplaceringsfond betalade 300 m€ för verksamheten, varav 70 m€ resultatbaserat, och tog över 98 m€ i hyresansvar. Många tyckte nog att det var billigt i förhållande till Tech Services omsättning på över en miljard euro per år eller till att verksamhetens "justerade rörelseresultat" var totalt 374 m€ de senaste 4 åren.

Kanske det berättar mest om bokföringen? De där "justeringarna" betalas ju inte av julgubben, utan många är helt riktiga kostnader. Tietoevry har på fyra år gjort 420 m€ i operativa justeringar (plus 200 m€ i nedskrivning av Tech Services goodwill, som är bara bokföring). Av dessa svarade Tech Services för hälften. Så kanske det egentliga resultatet och kassaflödet inte var riktigt de samma som de rapporterade?

Efter försäljningen är bolaget ganska annorlunda. Nettoskulden minskade med -42 %. Av verksamheten är nu 56 % software (för kunder inom hälsovård, bank och industri) och resterande 44 % är konsultering. De kvarvarande verksamheterna har vuxit +9 % på tre år och binder mycket lite kapital, till skillnad från Tech Services.

Men bara en månad efter försäljningen avgick den långvarige VD:n Kimmo Alkio. Så något är kanske inte helt som det borde vara i bolaget?

På något sätt tyckte jag att bolaget alltid har varit dåligt. Men då jag kollade mina tidigare kommentarer så har det inte varit så. I rapporten 4/2018 hade det avkastat lite mer än Phoebus och i rapporten 3/2015 mångdubbelt mer, under de senaste åren.

Tietoevry väger nu bara 2,2 % i vår portfölj. Jag placerade nu våra dividender tillbaka i bolaget, men jag har inte ökat dess vikt på länge, och jag tänker inte göra det. Men det blir spännande att se hur det "nya" bolaget, som binder mindre kapital och växer snabbare än tidigare kommer att klara sig framöver.



Också vårt svenska verkstadsbolag Sandvik, som jag senast presenterade i rapporten 4/2021 har förändrats mycket sedan dess – och även det helt strategiskt rätt, tycker jag. Sandvik beslöt 2022 att separera sin specialstål-enhet Alleima, som jag tyckte var Sandviks sämsta verksamhet, och dela ut den till ägarna. Jag berättade då att jag nog kommer att sälja aktierna, och det gjorde jag. Sedan köpte jag lite mer av Sandvik istället.

Jag tyckte affären var bra, då vi blev av med den sämsta verksamheten och istället äger mer av ett bättre bolag, vars vändskär och gruvmaskiner är världsledande.

Sedan jag senast presenterade Sandvik har aktien med dividender i euro avkastat +10 %, samtidigt som Phoebus har avkastat +18 % och jämförelseindexet +16 %. I kronor har Sandvik avkastat +28 %, men kronan har försvagats med -14 % mot euron.

Verksamheten har inte utvecklats speciellt bra, men inte dåligt heller. På tre år har omsättningen i svenska kronor vuxit med +43 %, varav en tredjedel beror på valutakurser, en tredjedel på förvärv och en tredjedel var organisk tillväxt.

Det justerade rörelseresultatet har ökat med 36 % i kronor, så marginalen har minskat lite (19,2 % år 2024 och 20,3 % år 2021 utan Alleima). Något dåligt bolag är Sandvik alltså inte, utan ett av de bästa i Norden.

Värderingen har just inte ändrats, fast jag tycker att bolagets kvalitet har förbättrats betydligt utan Alleima och Ryssland. Senast jag presenterade Sandvik var p/e-talet 21,9x beräknat på resultatet för 2021, och nu är det 21,5x beräknat på de senaste 12 månaderna. Jag tycker att det är en skälig värdering för ett så här bra bolag.

Många kanske har förundrat sig över att "justeringarna" till resultatet har ökat. Sandvik har de senaste åren köpt många mjukvarubolag som stöder vändskärsverksamheten. De har sällan mycket kapital, så goodwillen blir stor och avskrivningarna på goodwill syns som en justering till resultatet. Det är dock endast en bokföringspost (till skillnad från Tietoevrys justeringar till den del som de har berott på uppsägningar).

Då jag i tiderna började som aktieanalytiker var Sandvik det andra bolaget som jag besökte (det första var industrigasbolaget AGA, som senare inspirerade mig att köpa Air Liquide). Då man börjar från toppen är det ganska lätt att se att alla bolag inte är lika bra. Sandvik har sedan min första träff behållit sin kvalitet, och jag ser ingen orsak varför bolaget inte kunde göra det framöver också.

Sandvik väger nu 4,6 % i vår portfölj och är vår sjätte största placering. Jag tycker det är ganska lämpligt. Sandvik är absolut ett av våra tio bästa bolag.