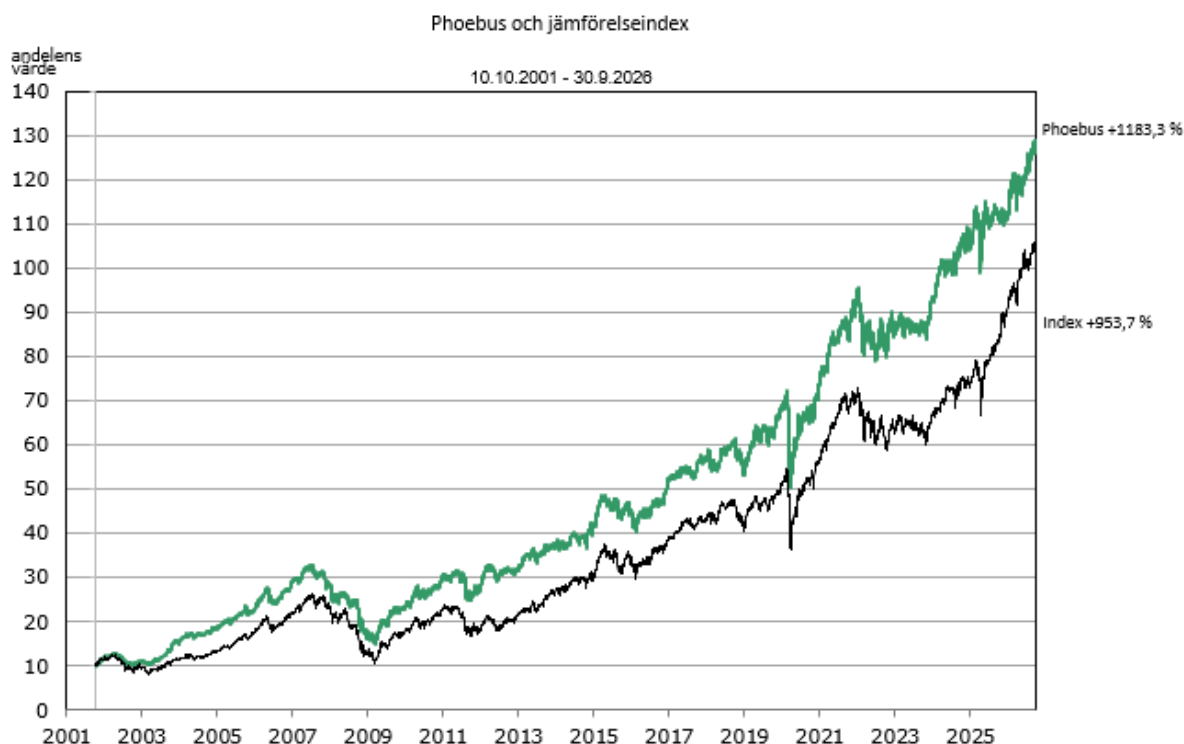


Seligson & Co Phoebus

Kvartalsrapport Q3 / 2026



AVKASTNING OCH RISK

FONDEN

JÄMFÖRELSEINDEX

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

30.9.2026

	Avkastning	Volatilitet	Avkastning	Volatilitet
Från årets början	14,17 %	10,45 %	14,98 %	10,09 %
1 år	14,88 %	9,96 %	26,39 %	9,96 %
3 år	47,92 %	10,62 %	67,54 %	10,26 %
5 år	51,82 %	11,79 %	56,37 %	11,50 %
10 år	175,21 %	12,21 %	187,27 %	11,94 %
20 år	383,96 %	14,17 %	432,45 %	15,03 %
Från startdatum	1183,26 %	13,55 %	953,73 %	14,76 %
Från startdatum per annum	10,75 %		9,88 %	

KOSTNADER, NYCKELTAL

1.10.2025 - 30.9.2026

Årliga avgifter	0,95 %
Avkastningsbunden provision	-
Transaktionskostnader	0,01 %
Totalkostnadsandel (TKA)	0,96 %
Portföljens omsättningshastighet	-3,18 %
Tracking error	7,85 %
Företagens antal	28
Förmedlingsarvoden betalda till företag inom samma koncern	0,00 %
Närkretsens ägarandel (30.6.2025)	4,40 %
Storlek	179 182 353 €

"Vad har jag lärt mig på 25 år?"

VÄRDEPAPPERSPLACERINGAR 30.9.2026

	Antal aktier	Aktiekurs valuta	euro	Marknads- värde EUR	Vikt i fonden
Vaisala	138000		59,60	8 224 800	4,6%
Fortum	315000		23,73	7 474 950	4,2%
Konecranes	235000		31,18	7 327 300	4,1%
Nokian Tyres	410000		15,82	6 486 200	3,6%
Exel Composites	252000		17,10	4 309 200	2,4%
Tieto	235000		17,84	4 192 400	2,3%
Lassila & Tikanoja	580000		6,72	3 897 600	2,2%
Oriola	1615571		0,90	1 454 014	0,8%
Inhemska aktier				43 366 464	24,2%
Air Liquide	78451	169,94	169,94	13 331 963	7,4%
Fastenal	285000	49,96	43,99	12 536 186	7,0%
Handelsbanken A	880000	156,35	13,80	12 141 868	6,8%
Sandvik	290000	380,90	33,61	9 747 964	5,4%
O'Reilly Automotive	127500	86,07	75,78	9 661 846	5,4%
Costco	11500	924,59	814,04	9 361 494	5,2%
Atlas Copco B	495000	179,60	15,85	7 845 425	4,4%
John Deere	13000	680,50	599,14	7 788 783	4,3%
Automatic Data Processing	27000	261,80	230,50	6 223 455	3,5%
Progressive	30000	210,52	185,35	5 560 486	3,1%
Eurofins	73000	75,60	75,60	5 518 800	3,1%
Givaudan	1320	3 445,00	3636,23	4 799 823	2,7%
Novonesis	82650	417,80	55,89	4 619 246	2,6%
Orkla	535000	92,60	8,50	4 548 175	2,5%
Brembo	420000	10,27	10,27	4 313 400	2,4%
Tractor Supply	120000	31,51	27,74	3 329 107	1,9%
Strategic Education	26500	75,78	66,72	1 768 067	1,0%
TFF Group	120000	13,16	13,16	1 579 200	0,9%
Hennes & Mauritz	110000	159,35	14,06	1 546 855	0,9%
Harley-Davidson	65000	24,82	21,85	1 420 409	0,8%
Utländska aktier				127 642 550	71,2%
AKTIER totalt				171 009 014	95,4%
Nettokassa				8 173 339	4,6%
FONDENS VÄRDE				179 182 353	100,0%
Antal andelar (A-korrigerat)				1 396 305,23	
Värde per A-andel				128,326	

FONDENS UTVECKLING

Årets tredje kvartal var förvånansvärt starkt på aktiemarknaden, trots att statens 10 års ränta steg med 71 räntepunkter i Finland och 84 i USA. Vårt jämförelseindex steg med +4,1 % (Finland +4,7 % och världen +3,2 %). Phoebus värde steg med 3,6 %.

Från årets början har Phoebus avkastat +14,2 % och jämförelseindexet +15,0 %. Sedan starten har Phoebus avkastat +1183,3 % och jämförelseindexet +953,7 %.

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 oddsden emot oss, närmast beroende på fondens förvaltningsavgift.

KÖP OCH FÖRSÄLJNINGAR

Jag sålde under kvartalet aktier i Fortum för 0,4 m€, då aktien började närma sig gränsen för våra diversifieringsregler efter Googles stora investeringsplan. Jag köpte fler aktier i sex av våra bolag för 1,1 m€ (i köpens storleksordning Atlas Copco, Sandvik, L&T, Konecranes, Tieto och TFF Group).

Vi fick 0,4 m€ i dividender och ägarna placerade netto 1,2 m€ nya pengar i fonden. Därför steg kassan lite och är nu 4,6 % av fondens värde.

KRISTALLKULAN KAN VARA ONÖDIG

Jag grundade Phoebus för 25 år sedan den 10 oktober 2001. Teknologibörsen Nasdaq hade då redan sjunkit -68 % från sin peak och aktiemarknaden i USA hade varit stängd en vecka efter terrordåden 9/11. Kriserna var i färskt minne. Jag berättade att jag inte hade någon kristallkula men hade jag haft en sådan, så skulle dess prognoser nog ha varit ganska dystra:

Vi skulle komma att se en global finanskris, där många ledande globala banker går under. Euron skulle se en kris på grund av Greklands skuldsättning och Storbritannien skulle lämna EU. En ny sjukdom skulle döda miljoner människor och Nylands gränser skulle stängas. I slutet av perioden skulle Europa uppleva ett långt krig mot Ryssland.

Kulan hade också berättat att Finlands ekonomi skulle växa med bara en procent per år och statsskulden skulle trefaldigas. Finlands 10 års ränta som var 4,8 % skulle sjunka till -0,4 % emellan, men återvända till 3,9 % i slutet av perioden och stoppa fastighetsmarknaden.

Hade vi då överhuvudtaget vågat placera i aktier? Förhoppningsvis hade vi ändå vågat, för aktiemarknaden har trots allt detta avkastat +10,3 % per år i Finland och +7,8 % i världen. Det smartaste hade nog varit att slänga kristallkulan i sopkorgen.

Av detta lär vi oss att det alltid finns risker med placeringar. Vissa realiserar, men vi skall inte vara för rädda för dem – de går nog över. Däremot både kan och bör vi hantera riskerna.

VAD HAR JAG LÄRT MIG PÅ 25 ÅR?

Som en självsäker 36-årig portföljförvaltare berättade jag 2001 att aktiemarknaden kanske kommer att avkasta cirka +10 % per år och att Phoebus mål skulle vara +12 %. Det tänkte jag uppnå på tre sätt: 1) genom att vara långsiktig och undvika onödiga handelskostnader; 2) genom att inte göra dumma misstag; och 3) genom att placera mycket i Finland, där jag litade på de duktiga företagsledare som jag kände sedan tidigare.

Aktiemarknaden gjorde vad den skulle, men inte jag. Jämförelseindexet har avkastat +9,9 % per år. Phoebus har avkastat 10,8 % per år, alltså nästan vad jag tänkte före fondens kostnader, men inte efter. Resan har varit guppig. I finanskrisen sjönk Phoebus med -55 % och i Covid-krisen med -30 % och ett par andra gånger med -24 %. Hur klarade jag dessa?

Phoebus är alltid en aktiefond, så portföljen behövde jag inte ändra. Självt litar jag på att aktiemarknaden på lång sikt avkastar bra och jag har en tillräcklig säkerhetskassa, så jag var inte orolig. Faktiskt stiger ju den förväntade avkastningen då kurserna sjunker. De flesta av Phoebus ägare tänkte lyckligtvis lika och några större inlösningar har inte skett ens i marknadens mörkaste dalar, med några få undantag.

Speciellt guppig har vår resa varit relativt indexet. Det sämsta kvartalet avkastade Phoebus hela -9,3 % sämre än index, det bästa kvartalet +6,8 % bättre. Det var ingen överraskning för mig, utan det hör till vardagen i en genuint aktiv fond. Vågar man inte avvika från indexet så kan man aldrig heller slå det. Därför har jag sedan starten berättat att Phoebus endast bör vara en mindre ingrediens i placerarens annars bättre diversifierade aktie(fond)portfölj.

Långsiktigheten fungerade som jag tänkte. Under ett kvarts sekel har vi haft endast 67 olika bolag i portföljen, av vilka vi nu äger 28. Några riktigt dumma misstag tycker jag inte att jag har gjort, även om jag alltid gör misstag. Men min förhoppning att jag skulle känna våra finska bolag bäst har förgrusats, då både ledningens ombytlighet och externa rekryteringar har ökat kraftigt. Nuförtiden hittar jag de flesta riktigt bra bolagen i andra länder.

Jag har också lärt mig hur ofta jag har fel. I början trodde jag till exempel att Stockmann eller Tulikivi skulle vara kontinuerligt bra bolag, men så blev det inte. Så jag inser nu bättre än tidigare att diversifiering kan vara nyttig. Man lär sig av sina fel.

Men min allra viktigaste lärdom har inget att göra med marknaden, utan den är nog att en möjligast öppen kommunikation – exempelvis genom de här rapporterna och Phoebus blogg – har gett fonden just sådana kunder, som liksom jag vågar lita på aktiemarknaden på lång sikt, fast vi inte ha någon kristallkula. Det är jag mycket glad för.

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

PROGRESSIVE

Jag presenterade senast vår amerikanska bilförsäkrare Progressive i rapporten 1/2023 för tre och ett halvt år sedan. Jag sade då att bolaget är bra, men att jag var lite orolig för att dess största konkurrent hade estimerat högre ersättningar och för att Progressives verksamhet inom hemförsäkringar, som de köpte 2015 inte ännu hade varit lönsam. Därför tänkte jag kanske minska vårt ägande lite och sålde sedan en knapp fjärdedel av våra aktier.

Det borde jag inte ha gjort. Försäkringsresultatet har förbättrats överlag och speciellt inom hemförsäkringen, där det på tre år har stigit med över en miljard till klart positivt. Aktien har i euro inklusive dividender avkastat +54 % samtidigt som Phoebus har avkastat +48 % och vårt jämförelseindex +64 %.

På fyra år har antalet försäkrade fordon ökat med 44 % och marknadsandelen är nu 17 %, då den ännu för 10 år sedan var under 10 % och innan dess knappast ökade. Den stora förändringen var nog att bolaget fattade vad en "försäkring" innebär för kunderna, så för ett tiotal år sedan beslöt Progressive förbättra sin ersättningsservice betydligt, så att det blev ett genuint kundservicebolag istället för bara en pappershanterare.

Att det är mycket positivt för verksamheten är lätt att förstå. Då en kund kontaktar sitt försäkringsbolag har kunden per definition alltid någon nöd. Om bolaget i dessa stunder lever upp till sitt löfte och ersättningen är enkel, snabb och exakt, kommer kunden att vara mycket nöjd, och förbli en kund länge. Det minskar behovet av nyförsäljning och därmed försäljningskostnaderna. Samtidigt är en nöjd kund ju bolagets bästa säljare.

Det lönar sig att läsa VD Tricia Griffiths brev till aktieägarna i Progressives rapport 2/2026, där hon visar några exempel på bolagets feedback från sina kunder.

Bolaget är utmärkt, men hur är det möjligt att ett såhär bra bolag värderas bara till p/e 10,6x beräknat på de senaste 12 månadernas resultat? Svaret ligger i branschens cykler, som vi ser både på försäkrings- och placeringssidan.

Progressives mål är ett försäkringsresultat på 4 % av premierna, men de senaste två åren har det varit hela 12 %. Det beror på lägre skador, som i sin tur beror på att man kör mindre då bränslekostnaderna är höga. Medeltalet för de senaste 30 åren är 7,6 %, så målet är kanske lite lågt. Placeringsintäkterna fluktuerar också, och har de senaste åren varit sämre än normalt för att räntorna har stigit. Av bolagets placeringar är 95 % i ganska korta räntor och 5 % i aktier (indexerade), som är vettigt eftersom ersättningssvansen i bilförsäkringar är kort.

Själv försöker jag "normalisera" våra cykliska bolags resultat, även om det inte är helt lätt eller exakt att göra. Som jag ser det är Progressives normala resultat med dagens volymer ungefär en tredjedel lägre än idag, så det normaliserade p/e-talet är ungefär 15-17x. Det är inte speciellt dyrt för ett såhär bra bolag, men kanske inte helt billigt heller.

Progressive väger nu 3,1 % i vår portfölj, och jag tycker att det är lämpligt.

COSTCO WHOLESALE

Jag presenterade också vår amerikanska detaljhandelskedja Costco senast i rapporten 1/2023 och sade att jag tycker bolaget är exceptionellt bra, men också ganska dyrt. Dess p/e-tal var då 33,2x och jag tänkte varken öka eller minska vårt ägande.

Aktien har sedan dess utvecklats väl. Sedan senast har den i euro inklusive dividender avkastat +86 %, samtidigt som Phoebus har avkastat +48 % vårt jämförelseindex +64 %.

Verksamheten har också gått bra. Åren 2023-2026 (räkenskapsperioden slutar i augusti) har antalet butiker ökat med +9 %, försäljningen per butik +15 %, omsättningen +25 %, rörelseresultatet +44 % och resultatet per aktie +47 %.

Det var nog ingen överraskning, för Costco är ett av våra allra stabilast lönsamma bolag. De senaste 30 åren har rörelseresultatet sjunkit bara tre gånger (år 2001 sjönk det med -4 %, 2007 med -10 % och 2009 med -10 %). Totalt har rörelseresultatet 24-faldigats på 30 år. Balansräkningen är mycket stark – i augusti 2026 var nettokassan 15 miljarder dollar.

Kanske det mest överraskande är att bolaget egentligen inte har gjort något nytt på 30 år – förutom kanske att köpa ut minoritetsägandet i Mexico 2012 – utan bara småningom har gradvis duplicerat sitt framgångsrika recept, som bygger mest på kundnöjdhet och interna rekryteringar. Alltså precis som Singapores grundare Lee Kuan Yew brukade säga: "*Red ut vad som fungerar, och gör mer av det*". Det är kanske inte någon slump att Lee var en av Charlie Mungers förebilder och Munger satt i Costcos styrelse i 26 år.

Det finns mycket att duplicera ännu. Av Costcos 939 butiker är bara en sjundedel utanför Nordamerika, men av de nya butikerna som har grundats de senaste fyra åren en femtedel. Det finns ännu utrymme att växa hemma också, och internationaliseringen har knappt börjat.

Sådan här kvalitet är inte billig. Costcos värdering har fortsatt stiga och dess p/e-tal är nu hela 44,5x. Medeltalet för de senaste 10 åren är 40,1x och de riskfria räntorna är nu klart högre än tidigare. Så den största risken med vår placering är nog inte hur verksamheten kommer att utvecklas, utan aktiens värdering.

Därför har jag inte köpt fler aktier sedan senast, utan sålt en tiondel av vårt innehav så att fonden inte skulle bryta mot sina diversifieringsregler. Samtidigt har antalet andelar i Phoebus ökat med en tiondel, så vårt ägande per andel har minskat med -20 %. Den här hälften av minskningen är på sitt sätt en "skuggförsäljning", som besparar oss handelskostnader.

Trots mina direkta och indirekta försäljningar väger Costco fortfarande 5,2 % i vår portfölj (senast väjde bolaget 5,4 %). Det är kanske lite onödigt mycket för ett såhär dyrt bolag. Men samtidigt brukar ju de bästa bolagen småningom växa in sin värdering, om bara placeraren har lite tålamod.