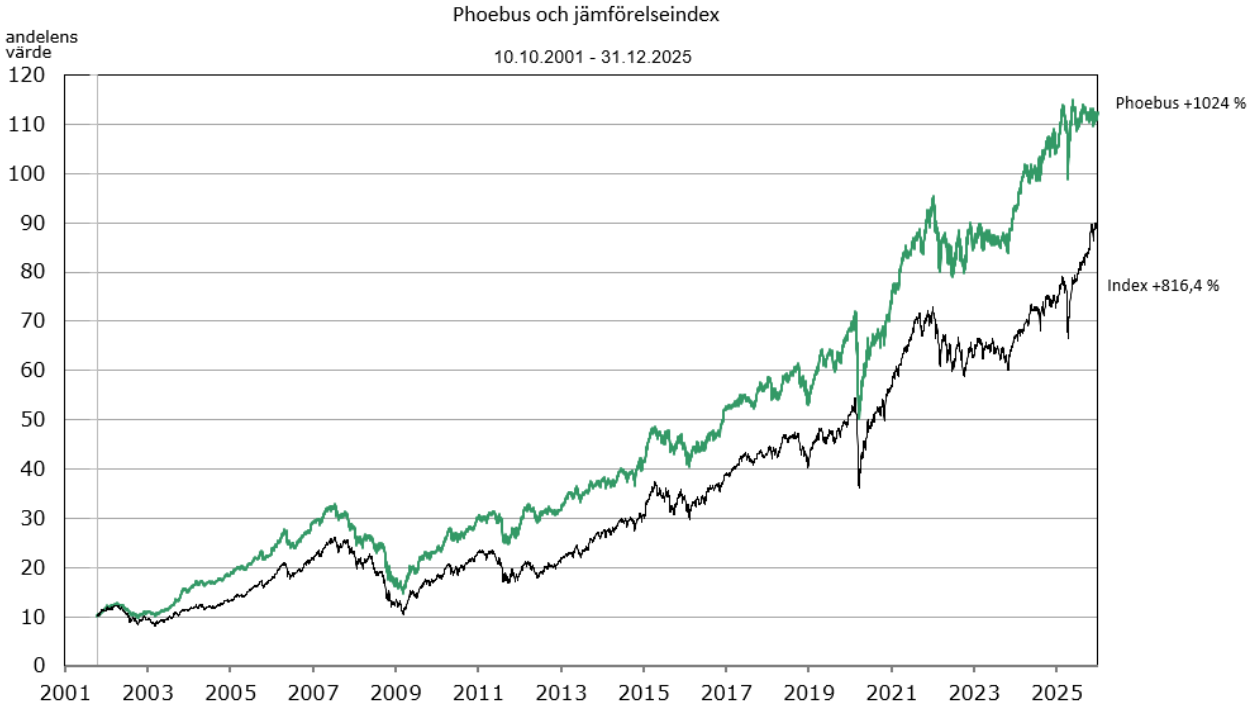
Seligson & Co Phoebus

Kvartalsrapport Q4 / 2025



AVKASTNING OCH RISK 31.12.2025	FONDEN		JÄMFÖRELSEINDEX 60% OMX Helsinki Cap GI, 40% MSCI AC World NDR	
	Avkastning	Volatilitet	Avkastning	Volatitlitet
3 mån.	0,62 %	8,39 %	9,92 %	9,60 %
Från årets början	7,82 %	12,28 %	24,50 %	11,85 %
3 år	31,77 %	10,41 %	46,22 %	10,13 %
5 år	52,29 %	11,63 %	61,59 %	11,43 %
10 år	149,14 %	12,53 %	165,65 %	12,26 %
20 år	393,79 %	14,26 %	420,06 %	15,13 %
Från startdatum	1023,97 %	13,64 %	816,43 %	14,88 %
Från startdatum per annum	10,50 %		9,57 %	

KOSTNADER, NYCKELTAL	1.1.2025 - 31.12.2025
Årliga avgifter	0,95 %
Avkastningsbunden provision	-
Transaktionskostnader	0,01 %
Totalkostnadsandel (TKA)	0,96 %
Portföljens omsättningshastighet	-4,65 %
Tracking error	6,82 %
Företagens antal	28
Förmedlingsarvoden betalda till företag inom samma koncern	0,00 %
Närkretsens ägarandel (30.6.2025)	5,14 %
Storlek	156 150 774 €

" Är jag en portföljförvaltare eller en index-beräknare?"

VÄRDEPAPPERSPLACERINGAR 31.12.2025

	Antal aktier	Aktiekurs valuta	euro	Marknads-värde EUR	Vikt i fonden
Konecranes	80000		93,90	7 512 000	4,8%
Fortum	350000		18,18	6 363 000	4,1%
Vaisala	115000		44,05	5 065 750	3,2%
Lassila & Tikanoja	405000		10,62	4 301 100	2,8%
TietoEVRY	225000		18,30	4 117 500	2,6%
Nokian Tyres	400000		9,47	3 786 000	2,4%
Oriola	1615571		1,15	1 857 907	1,2%
Exel Composites	3780000		0,45	1 704 780	1,1%
Inhemska aktier				**34 708 037**	**22,2%**
Air Liquide	69000	159,62	159,62	11 013 780	7,1%
Handelsbanken A	880000	134,35	12,44	10 944 301	7,0%
O'Reilly Automotive	127500	91,47	77,82	9 922 090	6,4%
Fastenal	285000	40,87	34,77	9 909 775	6,3%
Costco	12500	865,65	736,47	9 205 909	5,9%
Sandvik	300000	300,60	27,83	8 347 913	5,3%
Progressive	28000	229,97	195,65	5 478 271	3,5%
Automatic Data Processing	24100	259,53	220,80	5 321 314	3,4%
John Deere	13000	469,94	399,81	5 197 567	3,3%
Atlas Copco B	375000	149,00	13,79	5 172 318	3,3%
Tractor Supply	115000	50,36	42,84	4 927 174	3,2%
Orkla	505000	112,50	9,51	4 804 074	3,1%
Eurofins	70000	62,28	62,28	4 359 600	2,8%
Novonesis	79000	407,80	54,60	4 313 379	2,8%
Givaudan	1250	3146,00	3379,23	4 224 043	2,7%
Brembo	400000	9,42	9,42	3 766 000	2,4%
TFF Group	115000	19,05	19,05	2 190 750	1,4%
Strategic Education	26500	81,12	69,01	1 828 892	1,2%
Hennes & Mauritz	103900	185,90	17,21	1 787 980	1,1%
Harley-Davidson	65000	20,82	17,71	1 151 353	0,7%
Utländska aktier				**113 866 485**	**72,9%**
AKTIER totalt				**148 574 521**	**95,1%**
Nettokassa				**7 576 253**	**4,9%**
FONDENS VÄRDE				**156 150 774**	**100,0%**
Antal andelar (A-korrigerat)				1 389 282,93	
Värde per A-andel				**112,397**	

FONDENS UTVECKLING

Jag gjorde ett tveksamt rekord sista kvartalet, då Phoebus avkastning mot index var fondens sämsta under 24 år. Vårt jämförelseindex steg med +9,9 % (Finland +13,3 % och världen +4,1 %), men fonden bara +0,6 %. Också hela året var det sämsta i fondens historia, då värdet steg bara +7,8 % men indexet +24,5 % (Finland +35,3 % och världen +8,3 %).

Det berodde inte på några enskilda katastrofer. Börsrallyt i Finland syntes bara mycket mera i jämörelseindexet än i fonden. Sedan starten har Phoebus avkastat +1024,0 % och vårt jämförelseindex +816,4 %.

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 aktier i Konecranes för 0,4 m€ för att fonden inte skulle bryta mot sina diversifieringsregler. Jag köpte mera av sju av våra bolag för 1,9 m€. I köpens storleksordning Vaisala, Givaudan, Atlas Copco, Brembo, Fastenal, ADP och H&M.

Vi fick 0,2 m€ i dividender och ägarna placerade netto 0,9 m€ nya pengar i fonden. Vår kassa sjönk lite och var i slutet av året 4,9 % av fondens värde.

JÄMFÖRELSEINDEXETS ROLL

Kunder frågar mig ofta vad Phoebus jämförelseindex är och varför? De senaste 11 åren har det varit 60 % Fiunland och 40 % världen, innan dess var det 75 % Finland och 25 % världen. Detta för att Phoebus placerar globalt, men med en preferens för Norden.

De som frågar tror ofta att jag placerar enligt indexet, men det gör jag inte. Phoebus är en aktiv fond. Inte för att vi skulle handla aktivt, utan för att vi har en stor aktiv risk. Fonden avviker alltså exceptionellt mycket från sittt index. Det är väl självklart, då indexet har tusentals aktier och vi äger bara 28 av dem.

Som fondförvaltare bryr jag mig inte om indexets bolags-, lands- eller branschvikter. Jag köper de bolag som jag litar på. Indexets roll är att berätta för kunderna hur deras placeringar kunde ha utvecklats med ungefär samma landsfördelning, om de hade placerat annanstans.

Vi kunde lika gärna använda världsindexet som jämförelse, då Phoebus får placera vart som helst i världen. Men jag kommer även framöver att placera mycket i Norden.

Därför är Finlands andel av indexet så stor. Ett nordiskt index kunde vara en bättre delkomponent än Finland. men jag har inte hittat några bra sådana.

Eftersom jag inte ändå kommer att placera enligt index, så ser jag inte heller något större mervärde i att kontuínuerligt försöka göra vårt jämförelseindex mer exakt.

AKTIV ELLER PASSIV?

Då vi ser på hur Phoebus i praktiken fungerar så följer jag precis samma principer som våra indexfonder. Jag försöker undvika de onödiga aktie- och valutaspreadkostnaderna som aktiv handel medför, och jag gör våra få affärer så att vi inte påverkar marknadspriserna mer än absolut nödvändigt. Våra indexfonders förvaltare sköter även Phoebus affärer på mitt uppdrag.

Hur avviker Phoebus då från en passiv fond? Frågan kan låta löjlig om man inte tänker på att nästan alla index utgör någon form av aktiv risktagning och att nästan inga index representerar hela marknaden.

Tex. S&P500-indexet i USA innehåller inte de största 500 bolagen, utan ett urval av dessa som Standard & Poor's indexkommitté har gjort. Dow Jones Industrial Average, som ofta också ses som en mätsticka för USA, innehåller bara 30 bolag valda av Dow Jones indexkommitté. Dessutom är DJIA inte marknadsviktat, utan viktat med aktiekurserna, liksom Nikkei 225 är i Japan.

Aktiviteten är speciellt tydlig i många index för hållbara placeringar, där indexberäknaren väljer en konsult som använder sina ganska subjektiva kriterier för att välja bolag. Dessa index har en omsättningshastighet som ofta är klart högre än för Phoebus. Tex. MSCI World omsattes under åren 2012-2023 bara 2,9 % per år, medan hållbarhetsindexet MSCI SRI World omsattes 13,7 % per år och MSCI World ESG Focus hela 31,9 % per år.[1]

Liksom Ari Kaaro berättade i Seligsons senaste kvartalsrapport (på svenska), så finns det nästan inga indexfonder som avspeglar hela marknaden. Nästan alla indexfonder har en aktiv risk, trots att fonderna själva är passiva, därför att indexberäknarna gör sina egna aktiva val av aktier då de konstruerar sina index.

Detsamma gör jag ju faktiskt då jag väljer aktier till Phoebus portfölj. Är jag då en portföljförvaltare för en aktiv aktiefond, eller kanske en "indexberäknare" för en passiv fond? Det är värt att fundera på, för det berättar varför dimensionen aktiv/passiv kanske inte alltid är den mest relevanta.

Mycket viktigare är det nämligen att hålla fondens totalkostnader så låga som möjligt. En viktig del av det är att minimera omsättningshastigheten.

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

[1] "Understanding MSCI ESG Indexes: Methodologies, Facts and Figures" (MSCI Research Oct 2023)

Givaudan

För tre och ett halvt år sedan köpte jag första gången aktier i vår schweiziska producent av smak- och doftingredienser Givaudan och presenterade bolaget i rapporten 2/2022. Jag berättade att bolaget är en stabilt lönsam global marknadsledare som jag länge hade beundrat, men alltid tyckt att var för dyr. Då aktien hade sjunkit med -31 % efter att den konstiga nollränteperioden tog slut såg jag äntligen vår chans.

Bolaget har fortsatt varit mycket bra. På tre och ett halvt år har omsättningen ökat med +13 % och resultatet per aktie korrigerat för företagsköpens avskrivningar med +24 %. Aktien har ändå bara avkastat +8 % inklusive dividender, samtidigt som Phoebus har avkastat +41 % och vårt jämförelseindex +51 %.

Värderingen har alltså sjunkit. Beräknat på rullande 12 månaders resultat är den nu bara 23,3x, som är det billigaste sedan 2013. Senast var den 32x, Aktiemarknaden uppskattar inte längre stabila resultat som den gjorde under nollräntetiden. Det är bra för oss, för det innebär att våra "ganska säkra" bolag nu har en högre förväntad avkastning. Därför har jag sedan jag senast presenterade Givaudan redan 3,6-faldigat vårt ägande.

Visst har bolaget haft motgångar också. Fabriken för livsmedelsfärger i Louisville Kentucky, som Givaudan köpte 2021, exploderade för ett år sedan och två anställda dog. Samma fabrik exploderade under sitt tidigare ägande 2003. För drygt tre år sedan meddelade EU att de har initierat en kartellundersökning inom doftingrediensbranschen. Dessa är båda sådana ekonomiska risker som inte går att kvantifiera, men de torde ändå inte vara speciellt relevanta i förhållande till bolagets värde.

En större osäkerhet kan ledningens förändring vara. Gilles Andrier, som har varit VD i över 20 år, kommer på våren att bli ordförande och i hans ställe som VD kommer Christian Stammkoetter från franska Danone. Jag var lite förvånad att en ny chef tas utifrån, men samtidigt garanterar väl säkert Andriers post som ordförande kontinuitet i verksamheten.

Och det är väl inte svårt att leda verksamheten, då produkterna skräddarsys för kunderna och ger kundernas deras konkurrensfördelar? Dolce & Gabbana vill knappast ändra doften på sina parfymer eller Nestlé smaken på KitKat, om de inte är tvungna. Givaudan behöver inte konkurrera med priset, utan använder 8 % av omsättningen för produktutveckling.

Många av de allra bästa bolagens kännetecken är just att de erbjuder kunderna ett mervärde som är mångfaldigt mot produkternas pris, och inte behöver priskonkurrera. Så gör Sandvik då de säljer produktivitet (inte bara vändskär) och så gör TFF, då de säljer vinernas smak (inte bara ekfat). Och så gör Novonesis genom att skräddarsy sina lösningar, liksom Givaudan. Kanppast är det någon slump att alla dessas lönsamhet är bra?

Givaudan väger ännu bara 2,7 % i vår portfölj, men så här kvalitativa bolag är det inte lätt att hitta i hela världen. Därför är det mycket sannolikt att jag kommer att fortsätta öka dess vikt i portföljen.

Jag presenterade också vårt amerikanska löneberäknings- och HR.bolag Automatic Data Processing senast för tre och ett halvt år sedan i rapporten 2/2022. Jag berättade då, att bolaget är ett av våra bästa, och att jag tyvärr hade tvingats sälja en del av våra aktier för regleringens skull, då aktien hade stigit så mycket snabbare än våra andra,

Längre har det inte varit något problem. På 3,5 år har ADP i euro inklusive dividender avkastat +16 % samtidigt som Phoebus har avkastat +41 % och jämförelseindexet +51 %, trots att ADP:s verksamhet fortsatt har utvecklats bra.

På tre år 2022-2025 (ADP:s räkenskapsår slutar i juni) har omsättningen i dollar ökat med +25 %, rörelseresultatet med +42 % och vinsten per aktie med +43 %. Aktiekursen har stigit bara +22 %. Värderingen har alltså sjunkit och är nu 26x, eller billigast sedan 2013. Liksom Givaudan alltså. Stabilt lönsamma bolag är inte på modet just nu.

Även ADP:s ledning har förändrats. I januari 2013 flyttade Carlos Rodriguez, som hade varit VD i 11 år, till ordförande och därefter till medlem i styrelsen. I hans ställe kom Maria Black, vars karriär hos ADP började 1996. Hon är den sjunde VD:n i bolagets 76 års historia. Då den nya VD:n har jobbat i 27 år för bolaget så borde kontinuiteten nog oftast vara bra.

Jag har inte märkt några större strategiska förändringar under Blacks tid, förutom kanske att ADP i fjol gjorde sitt största företagsköp någonsin, då det köpte WorkForce Softare för hela 1,2 miljarder dollar, varav nästan allt var goodwill. Lite underligt kändes det att Black nänmde detta bara i en bisats i sitt brev till aktieägarna.

Priset var hela 4,6x omsättningen, men ändå lite billigare än ADP:s egen värdering, som är 5,1x omsättningen, WorkForce borde nog stärka ADP:s ställning bland globala storkunder, så kanske Black helt enkelt tänkte att köpet var en naturlig liten del av att utveckla bolaget? En dryg miljard är ju ändå bara en procent av ADP:s värde.

Jag tror ändå att ADP:s fokus även i framtiden, liksom under hela dess historia, kommer att ligga på att betjäna sina nuvarande kunder. Black var i sitt brev till aktieägarna speciellt stolt över att 92,1 % av kunderna hölls kvar (bolagets rekord är 92,2 %) och att kundnöjdheten var den bästa i bolagets historia. De här är sådana relationstal som jag själv också uppskattar – faktiskt mer än resultatet. Resultatet är ju till slut ändå bara en belöning för att kunderna (och personalen) är nöjda.

Efter den svaga kursutvecklingen väger ADP nu bara 3,4 % i vår portfölj. Jag kunde alltså nu lite billigare köpa tillbaka de aktier som jag på grund av regleringen sålde. Det har jag delvis redan gjort och det kommer jag att fortsätta göra. Jag tycker fortfarande att bolaget är ett av våra allra bästa.