
PHOEBUS

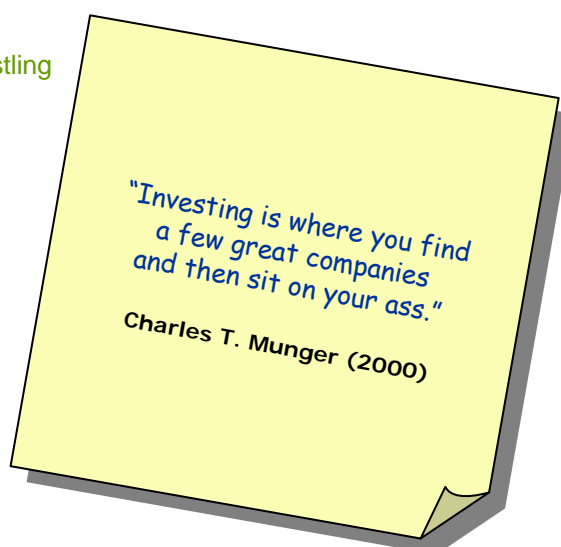
ANDELSÄGARENS ÅRSBOK 2005



Enkelt är effektivt.

INNEHÅLL

FRÅN PORTFÖLJFÖRVALTAREN	3
VÅRA PLACERINGAR	4
PLACERINGSFILOSOFI	5
FONDENS VÄRDEUTVECKLING	7
VÅRA BOLAGS UTVECKLING	9
KÖP OCH FÖRSÄLJNINGAR	11
VÅRA FÖRVALTARE	13
KOSTNADER HAR BETYDELSE	15
HAR MARKNADEN FEBER?	17
LÄSINSTRUKTION FÖR TABELLERNA	19
VÅRA FINSKA BOLAG	21
Exel	23
TietoEnator	25
Tulikivi	27
Lassila & Tikanoja	29
Stockmann	31
Vacon	33
Puuhamaa	35
Nokian Tyres	37
Fiskars	39
Suominen	41
Tamfelt	43
VÅRA UTLÄNDSKA BOLAG	45
Handelsbanken	47
Air Liquide	49
Scania	51
Haastattelussa Scania Leif Östling	52
State Street	57
Automatic Data Processing	59
Securitas	61
Tomra	63
Vestas	65
Wal-Mart de Mexico	67
ANDELSÄGARENS MANUAL	68



FRÅN PORTFÖLJFÖRVALTAREN

Bästa andelsägare (eller prospektiva sådana),

Ni håller i Phoebus andra Årsbok. Många av er skickade mig kommentarer gällande den första i föl. Ett stort tack för dem. Man kan inte skriva de här i ett elfenbenstorn.

KUNDSERVICE ELLER FÖRSÄLJNING?

Många undrade varför vi satsar så mycket resurser på att informera existerande kunder. De flesta fondbolagens försäljningsbroschyrer glänsar ju mycket mer än deras portföljrapporter. Det tål att tänkas igenom ordentligt.

Jag har aldrig fattat bolag som placerar sina nya kunder framom de gamla. En prospektiv ny kund är ju faktiskt inte ens ännu en kund. De gamla är. Vilka skall man försöka betjäna bättre?

Denna logiska kullerbytta är bekant från många branscher. De stora teleoperatörerna har till och med grundat "fighting brands", under vilka de säljer sina tjänster betydligt billigare åt nya kunder än vad de gamla, lojala kunderna betalar. "Ärligt", som en av dessa säger i sin reklam?

Teleoperatörerna har inte heller lyckats hålla sina kunder. Till exempel Saunalahti har en kundomsättning ("churn") på över 50% årligen. Bolaget växer nog snabbt, men skapar det också värde? Självklart inte (förutom ifall det i framtiden bättre lyckas hålla sina kunder).

Phoebus försöker placera i kvalitetsbolag. De tänker lite annorlunda. Jag citerar Svenska Handelsbankens VD Lars Grönstedt (2001):

"Den som är sparsam är också rädd om sina kunder. Det är bättre att behålla en nöjd kund än att bygga sin verksamhet på att ständigt behöva skaffa nya kunder för att man på något vis har slitit ut de gamla."

Om den här Årsboken bidrar till att attrahera nya kunder är jag inte besviken. Dess uppgift är dock inte att göra detta, utan att betjäna er som redan har placerat i Phoebus.

EN LÅNGSIKTIG ÄGARE

I Helsingin Sanomat fanns den 20.3.2005 en artikel om placerar-företagaren Ilkka Brotherus (bäst känd som ägare till den lönsamma städrederiskapsfirman Sini-tuote). Jag läste artikeln med stort intresse, för Brotherus tänker på placerande mycket lika som jag gör:

"En företagares syn på placeringar är sådan att jag varken räknar mina aktier eller följer med deras dagliga kursutveckling. Jag tänker att jag äger ett fiktivt bolag av samma storlek som min ägarandel t.ex. i fastighetsteknik- och byggkoncernen YIT."

Vi äger inte ett enda av de bolag som Brotherus har placerat i men vi delar hans värderingar. Jag kunde knappast ha beskrivit Phoebus placeringsfilosofi mycket bättre själv.

Brotherus berättar också att han inte placerar i fonder därför att han i så fall inte vet vad han äger. Avsikten med denna Årsbok är att ni inte skall ha samma problem.

TILL SLUT

Jag kan inte motstå frestelsen att bygga en liten åsnebro mellan de två rubrikerna ovan genom att citera Handelsbankens ordförande Arne Mårtensson (1999):

"Företagens relationer till sina kunder borde vara det viktigaste kriteriet för den som köper aktier långsiktigt."

Årsboken är lite bredare än förra året (bl.a. fondens kostnader är bättre beskrivna). Jag hoppas den förbättras lite varje år. Er roll är avgörande även i fortsättningen. Berätta vad ni tycker.

Trevlig läsning,



Anders Oldenburg
portföljförvaltare
anders.oldenburg@seligson.fi



VÅRA PLACERINGAR

VÄRDEPAPPERSPLACERINGAR 31.3.2005

	Antal aktier	Aktiekurs valuta	euro	Marknads- värde EUR	Andel av fonden
Exel	160000		12.83	2,052,000	13.0%
Tietoerator	52000		26.36	1,370,720	8.7%
Tulikivi	219400		6.20	1,360,280	8.6%
Lassila & Tikanoja	91200		14.61	1,332,432	8.4%
Stockmann A&B	51000		25.92	1,322,141	8.4%
Vacon	57000		13.56	772,920	4.9%
Puuhamaa	14000		41.23	577,220	3.7%
Nokian Renkaat	40000		12.44	497,720	3.2%
Fiskars A	50400		9.15	461,160	2.9%
Suominen	125000		3.61	451,250	2.9%
Tamfelt pref	50000		8.30	415,000	2.6%
Inhemska aktier				10,612,843	67.2%
Handelsbanken B	48000	167.00	18.25	876,137	5.6%
Air Liquide	3500	143.10	143.10	500,850	3.2%
Scania B	15000	299.50	32.73	491,024	3.1%
State Street	11000	43.51	33.56	369,170	2.3%
Automatic Data Processing	10000	44.99	34.70	347,025	2.2%
Securitas	28000	112.50	12.30	344,291	2.2%
Tomra	85000	28.50	3.47	294,952	1.9%
Vestas	24000	83.00	11.14	267,411	1.7%
Walmart de Mexico	72601	39.08	2.69	195,269	1.2%
Utländska aktier				3,686,128	23.4%
SUMMA aktier				14,298,971	90.6%
Kontanter				1,487,250	9.4%
FONDENS VÄRDE				15,786,221	100.0%
Antal andelar (A-korrigerat)				793,664.31	
Värde per A-andel				19.890	

PLACERINGSKRITERIER

Phoebus gör långsiktiga placeringar i aktier i kvalitetsbolag. Grundtanken är att en aktie är en del av ett företag. Därför bör man givetvis använda samma kriterier vid aktieköp som vid köp av ett helt företag.

De viktigaste kriterierna vid val av företag är:

BESTÅENDE KONKURRENSFÖRDELAR

Ett bolag kan vara en god investering på lång sikt endast om avkastningen på det i verksamheten bundna kapitalet är högre än genomsnitt. Detta förutsätter att bolaget är klart bättre än sina konkurrenter tack vare varumärken, distributionskanaler, produktutveckling eller övriga grundläggande styrkor. De bästa företagen skapar sig så starka konkurrensfördelar att de börjar likna monopol.

TILLVÄXTPOTENTIAL

På lång sikt följer aktiekursen ungefär bolagets resultatutveckling. Ett bolag som inte växer kan vara en god kortsiktig placering, men är det sällan på lång sikt. Tillväxt medför dock risker. Phoebus söker inte bolag som växer med raketfart, utan sådana som med begränsad risk kan expandera sin verksamhet något snabbare än ekonomin växer. Och som kan göra det även i framtiden.

BALANSRÄKNINGENS STRUKTUR

Tillväxt förutsätter alltid investeringar. Om inte balansräkningen klarar av att finansiera tillväxten är inte ens den bästa potentialen till någon nytta. Balansräkningen återspeglar också investeringens risk. Bolag med hög operativ risk (t.ex. teknologibolag) bör ha en mycket stark balansräkning, medan bolag som utvecklas med jämnare takt (t.ex. bryggerier) kan ha lite skuld. Jag uppfattar inte starka balanser som ett problem, eftersom jag jämför aktieplaceringar med företagsköp. Däremot undviker jag skuldsatta bolag.

LEDNINGENS KUNNANDE

Om placeraren inte själv sköter bolaget han äger är företagsledningen på sätt och vis hans kapitalförvaltare. En duktig ledning kan göra en medioker verksamhetsidé lönsam, och en dålig ledning kan försätta till och med ett starkt bolag i kris. Att utvärdera ledningen är det absolut viktigaste - och svåraste - av våra kriterier.

Jag försöker kartlägga ledningens kunskaper t.ex. på basen av följande faktorer:

- nivån och stabiliteten på kapitalets avkastning
- konsekvent utveckling av bolagets grundläggande styrkor
- integritet och öppen kommunikation
- undvikande av modenycker / självständighet
- utvecklingen av nästa generation ledare inom bolaget

I sista hand är det enda sättet att skapa sig en tillförlitlig bild av ledningens kunskaper att träffa dem personligen tillräckligt många gånger. Därför placerar Phoebus främst i Finland. Urvalet av finländska kvalitetsbolag är dock begränsat och Phoebus kan därför också placera utomlands.

VÄRDERING

Att hitta bra bolag räcker inte - en aktie är inte en god placering om den kostar för mycket. Värdering är dock ett sekundärt urvalsmått - Phoebus placerar aldrig i ett dåligt skött bolag, oberoende av dess värdering.

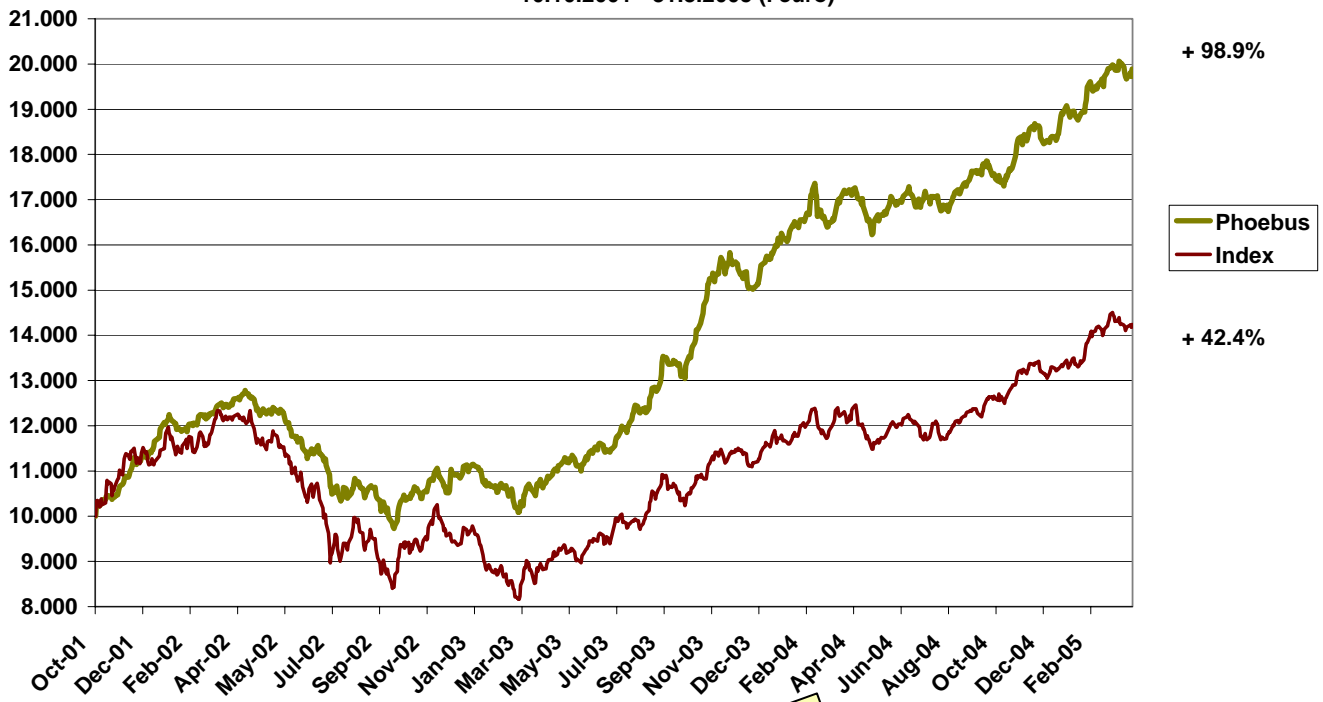
Det finns tillräckligt många bra bolag i världen.

Aktiens värde är nuvärdet av alla framtida dividender. Värdering är precis så här enkelt. I praktiken är värdering dock svårare, så jag är hellre kritisk än alltför optimistisk då jag bedömer ett bolags utsikter. På detta sätt får vi en viss säkerhetsmarginal i placeringarna.

andelens
värde

Phoebus och jämförelseindex

10.10.2001 - 31.3.2005 (i euro)



"In a bull market, one must avoid the error of the preening duck that quacks boastfully after a torrential rainstorm, thinking that its paddling skills have caused it to rise in the world."

Warren E. Buffett (1997)

FONDENS VÄRDEUTVECKLING

Phoebus har nu funnits i tre och ett halvt år. Fondens värdeutveckling har överstigit mina vildaste drömmar.

Från starten till slutet av mars 2005 hade Phoebus stigit 99% och dess jämförelseindex 42%. Under de senaste 11 månaderna (sedan senaste Årsbok) har Phoebus dock klarat sig lite sämre än marknaden (+17% vs +18%).

Jag försöker visserligen på lång sikt överträffa marknadens avkastning men det finns ingen garanti för att jag skulle lyckas. Tvärtom, oddsen är emot oss, närmast på grund av fondens förvaltningsavgift.

JÄMFÖRELSEINDEXET

Phoebus jämförelseindex är en kombination av
75% HEX-portföljavkastningsindex
25% MSCI World net return –index (i euro)

Båda indexen inkluderar (naturligtvis) dividender. Indexen rebalanseras årligen.

Jag har försökt konstruera ett jämförelseindex som möjligast exakt motsvarar fondens placeringar. Allt annat vore att lura mig själv och er. Jämförelseindexets största potentiella problem är att det endast inkluderar stora bolag men Phoebus kan placera också i mindre bolag – och gör det ofta.

ENDAST ÖVERAVKASTNING GER MERVÄRDE

Jag hör ibland placerare tacka mig för Phoebus goda utveckling. Det är trevligt, men i dessa fall har jag tyvärr inte förtjänat tacken. Då marknaden stiger ökar nästan alla fonders värden. Det är inte på minsta vis portföljförvaltarnas förtjänst.

De senaste 11 månaderna är ett gott exempel. Phoebus har visserligen stigit mycket, men jämförelseindexet har stigit ännu mera. Placerarna skulle alltså ha fått en bättre avkastning genom att placera i en indexfond som placerar i Phoebus jämförelseindex (förutsatt att indexfondens kostnader hade varit lägre än vad Phoebus har förlorat mot marknaden).

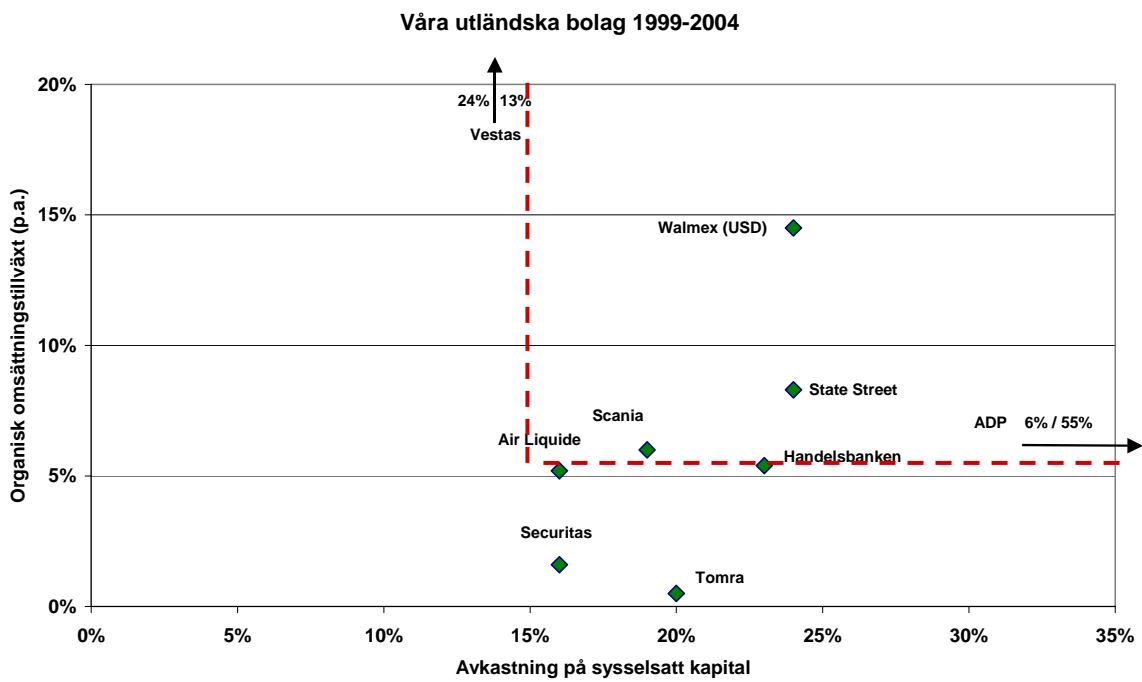
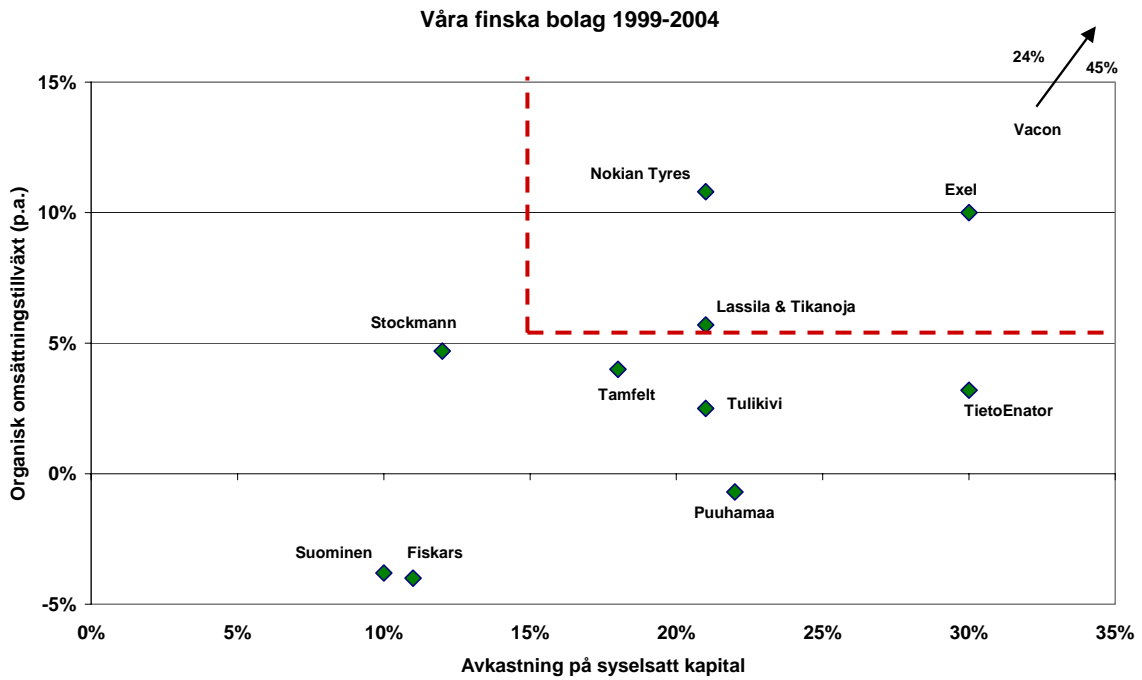
Det finns dock även skäl att minnas att aktiernas kursrörelser inte alltid på kort sikt speciellt väl mäter förändringen i bolagens verkliga värde. På lång sikt följer kurserna och värdena däremot givetvis varandra.

Därför har jag på följande sida försökt presentera våra bolags verkliga utveckling, mätt med deras verksamhet istället för aktiekurserna. Det är verklighet.

Jag är mycket nöjd med våra bolags utveckling, med några få undantag. Aktiekurserna fluktuerar, ibland av goda skäl och oftast slumpmässigt. Men företagsledningarna – våra egentliga kapitalförvaltare – gör ett gott jobb.

VÅRA (NUVARANDE) PLACERINGARS UTVECKLING 30.4.2004 - 31.3.2005 (i euro, inkl. dividender)

Fonden		Finska aktier		Utländska aktier	
Phoebus	17%	Nokian Tyres	82%	Scania	29%
		Exel	82%	Handelsbanken	14%
Jämförelseindex	18%	Stockmann	54%	Walmart de Mexico	12%
HEX portföljavkastning	24%	Fiskars	40%	Air Liquide	9%
MSCI world net euro	4%	Vacon	28%	Tomra	5%
		Lassila & Tikanoja	18%	Securitas	2%
		TietoEnator	11%	Vestas	1%
		Tamfelt	1%	ADP	-4%
		Tulikivi	-16%	State Street	-17%
		Suominen	-31%		



VÅRA BOLAGS UTVECKLING

Vi placerar långsiktigt och jag försöker låta bli att tänka på aktiekursernas dagliga svängningar. Det är inte alltid lätt men det underlättas betydligt av att man använder sin energi till att istället följa med utvecklingen av affärsverksamheten hos de nuvarande och potentiella portföljbolagen.

Avsikten med denna Årsbok är att ni ska få ta del av min bolagsuppföljning.

LÖNSAMHET

Grundtanken i vår placeringsfilosofi är att hitta sådana bolag som på lång sikt kan vara fantastiska placeringar. Och hålla dem.

För att ett bolag skulle på lång sikt kunna utvecklas väl måste dess kapital avkasta mer än konkurrenternas. Därför är det kanske viktigast att granska lönsamhet.

Men i alla bolag (utom de oärliga) fluktuerar resultatet. Det är helt normalt att även ett lysande bolag har mellanår, på grund av konjunkturen, konkurrenternas åtgärder eller egna misstag. Minns ni Nokia år 1995?

Därför följer jag inte kvartalsresultat eller ens årsresultat särskilt noga. Jag försöker hellre skapa en bild av den genomsnittliga lönsamheten genom att följa 5-års medeltal.

Visserligen måste man följa med också kortvariga problem så man fattar vad ledningen gör för att korrigera dem. Om ledningen inte gör något alls skall man bli orolig.

Till vänster har jag illustrerat våra finska och utländska bolags avkastning på sysselsatt kapital 1999-2004. Jag följer alltid avkastningen på det sysselsatta kapitalet - inte det egna kapitalet - för att inte råka ut för de problem som annars uppstår med skuldsatta bolag.

Som siffrorna utvisar har inte ett enda bolags kapital* avkastat under 10% (siffran är före skatt). En god nivå tycker jag är 15-20%, vilket 16/20 bolag har klarat. Stockmann är jag inte ett dugg orolig för. För de övriga tre är jag lite orolig.

* Observera att kapitalets avkastning är beroende av bokföringspraxis i bolag som växer genom företagsköp.

TILLVÄXT

Den andra absoluta förutsättningen för en lyckad långsiktig placering är tillväxt.

Ett bolag som inte växer kan vara en god placering endast så länge dess relativa värdering stiger. Detta kan fortsätta några år, speciellt i bolag som är billiga i ursprungsläget, men det kan inte fortsätta för evigt.

I ett bolag som växer behöver värderingen (i förhållande till verksamhetens volym) däremot inte stiga för att aktien skulle bli en god placering. För en sådan placerare som inte säljer sina innehav är därför tillväxtbolag det enda alternativet.

Bolag som växer för snabbt är dock ofta problematiska. Det är sällan som tyglarna hålls i handen om bolaget växer snabbare än 20% per år - det går helt enkelt inte att anställa duktiga människor i den takten. Och det går inte att utbilda dem i företagets kultur.

Tillväxt kommer i många former. Sämst gillar jag förvärv, för man måste alltid betala något väntevärde för objektets framtida utveckling åt säljaren. Och då förväntningarna ofta är för optimistiska förstör företagsköp ofta mera värde än de skapar.

Jag söker bolag vars organiska tillväxt är lite snabbare än tillväxten i ekonomin. Det betyder att 5-10% räcker mycket väl för mig.

Till vänster har jag illustrerat våra finska och utländska bolags organiska tillväxt 1999-2004 i lokala valutor (förutom Walmex i US-dollar eftersom Mexico ännu har en bananvaluta).

Av våra bolag har Fiskars och Suominen krympt och har också den sämsta lönsamheten. Dessa är det skäl att följa med speciellt noga. Puuhamaa har inte heller vuxit, men är en mer "defensiv" placering (dess mycket låga värdering kompenserar den svaga organiska tillväxten).

Däremot är jag inte speciellt orolig för att fem andra bolag har vuxit bara 0-4% de senaste åren. Perioden har varit jobbig och bolagens fokus har varit på kostnadskontroll.

Jag är inte heller orolig för Vacons och Vestas snabba tillväxt. Båda bolagen har visat att de är mycket duktiga på att hantera hypertillväxt.

VÄRDEPAPERSAFFÄRER 30.4.2004 - 31.3.2005 (i euro)

KÖP		FÖRSÄLJNING	
Puuhamaa	560 560	Chips	685 115
Handelsbanken	338 749	Carrefour	281 046
Carrefour	267 908	Nokian Tyres	204 896
Vacon	246 748	Exel	204 008
Lassila & Tikanoja	244 985	Robert Mondavi	94 995
Tietoenator	205 606	Merck & Co	74 362
Tulikivi	141 844	Vestas	23 472
State Street	138 984		
Automatic Data Processing	83 007		
Stockmann	74 869		
Air Liquide	73 884		
Securitas	71 576		
Tamfelt	42 008		
Tomra	33 314		
Vestas	40 320		
Nokian Tyres	17 038		
Summa	2 581 401	Summa	1 567 894

KÖP OCH FÖRSÄLJNINGAR

Jag försöker handla möjligast lite med våra aktier. Detta av det enkla skälet att onödiga affärer helt säkert kostar, men deras effekt på fondens avkastning är långt ifrån säker.

FÖRSÄLJNINGAR

Jag säljer aktier närmast av följande orsaker:

- Jag märker att jag gjort ett misstag och bolagets kvalitet inte motsvarar mina ursprungliga förväntningar.
- En aktie som vi äger stiger så mycket snabbare än våra övriga aktier att bolagets vikt i portföljen blir oproportionerligt stor.
- Bolagets värdering stiger obegripligt högt.
- Bolaget blir uppköpt.
- Vi behöver pengar för inlösningar.

Sedan senaste Årsbok (30.4.2004) har jag sålt aktier i sju av våra bolag, fyra av dessa helt och hållet (se tabellen till vänster).

Av försäljningarna förklaras tre (Carrefour, Mondavi och Merck) av mina misstag. Jag borde aldrig ha köpt dem.

Mondavi borde jag inte heller ha sålt så snabbt som jag gjorde. Jag förlorade förtroendet för bolaget då det beslöt koncentrera sig på billigare viner. Dess konkurrent Constellation Brands uppfattade tydligen situationen lika som jag (fel strategi men stort värde) och köpte hela Mondavi bara några veckor efter att jag hade sålt våra aktier. Min brådska blev dyr för oss.

Chips blev också uppköpt. Vi ägde bolaget bara i drygt ett år och jag hade gärna ägt det betydligt längre, men då norska Orkla köpte hela Chips var jag förstas tvungen att sälja våra aktier.

Exel har varit en av våra bästa placeringar och dess vikt i portföljen har blivit för stor. Jag sålde därför en liten del av våra aktier. Jag tycker inte att bolaget är obegripligt högt värderat så det var fråga om en riskhanteringsåtgärd.

Också mitt beslut att minska i Nokian Tyres var frågan om riskhantering. Bolagets vikt i portföljen är ganska liten men dess ledning har valt en högriskstrategi, så vikten bör förbli liten.

Vestas syns också på försäljningslistan men det var ingen egentlig försäljning. Bolaget samlade på våren in nya pengar av sina ägare och jag neutraliserade vår tilläggsplacering genom att sälja en del av våra aktier.

KÖP

Normalt flödar det gradvis in nya pengar från placerarna till Phoebus (ibland också från nya placerare). För att alla andelsägares andel av våra portföljbolag skulle bibehållas borde jag då köpa till aktier i alla våra bolag i samma proportion som vi redan äger bolagen. Om jag inte gör det säljer de existerande andelsägarna i princip en del av sina aktier till de nya andelsägarna.

Jag köper dock inte alltid alla aktier. Det här är mitt sätt att bedriva "spekulativ handel". Det är såtillvida ett bra sätt att det inte kostar något i form av handelskommissioner (däremot kan det givetvis bli hur dyrt som helst i form av felaktiga spekulationer).

Inköpen säger alltså mest då man jämför dem med vad som redan finns i portföljen.

Jag har gjort betydande tilläggsköp i Handelsbanken, vilket återspeglar att jag tycker kursen är attraktiv i förhållande till bankens värde. Jag har också ökat vårt innehav i Vacon ganska kraftigt.

På motsvarande sätt märker ni att jag inte har köpt en enda aktie i fyra av våra bolag (Suominen, Fiskars, Scania och Wal-Mart de Mexico). Jag är inte nöjd med lönsamheten i de två förstnämnda och inte med värderingen i de två sista.

Ibland byts förstas bolagen också ut. Vårt enda nya bolag är Tervakosken Puuhamaa, som också är vårt största inköp. Detta är ingen slump, utan de initiala köpen i ett nytt bolag måste vara ganska stora för att bygga upp en position som är relevant för portföljen som helhet. Jag tror alltså inte nödvändigtvis mest på Puuhamaa bara för att jag har köpt mest aktier i just det bolaget.



LEDNINGENS LÖNER, BONUS OCH ÄGANDE SAMT STYRELSENS ARVODEN 2004

Bolag	Lön	Bonus*	Summa	Aktier*	Ordf.	medl.	Styrelse
Exel	na	na	244,617	163400	34,500	48,440	82,940
Tietoenator	416,561	119,709	536,270	55000	48,000	133,464	181,464
Tulikivi	132,750	23,129	155,879	25000	73,320	102,587	175,907
Lassila & Tikanoja**	na	na	369,413	9600	161,982	88,500	250,482
Stockmann	na	na	385,169	439	62,500	203,750	266,250
Vacon	na	na	210,256	0	24,000	82,000	106,000
Puuhamaa	68,000	0	68,000	91908	0	0	0
Nokian Renkaat	263,000	176,000	439,000	0	na	na	170,000
Fiskars	252,100	35,000	287,100	21355	59,350	249,650	309,000
Suominen	na	na	247,436	1717994	30,000	78,750	108,750
Handelsbanken**	732,240	0	732,240	600	1,136,612	463,934	1,600,546
Air Liquide	863,000	1,238,000	2,101,000	5397	229,000	476,000	705,000
Scania	550,303	1,992,652	2,542,955	113025	81,967	327,869	409,836
State Street	707,574	3,901,511	2,542,955	63905	0	811,538	811,538
Automatic Data	672,885	2,152,114	2,824,998	1550796	0	562,308	562,308
Securitas	1,256,831	65,574	1,322,404	503216	87,432	240,437	327,869

* Bonus inkluderar inte optioner. Ägandet inkluderar endast ägda aktier, inte optioner eller övriga löften.

** I Lassila & Tikanoja (2004) och Handelsbanken är ordförande heltidsanställd.

VÅRA FÖRVALTARE

En duktig företagsledning är alltid en absolut förutsättning för en god långsiktig placering. Absolut.

Det är helt omöjligt för mig att veta hur bolagens verksamhetsmiljö ser ut år 2015 eller vilka nya produkter de då har lanserat. Jag är därför tvungen att lita på att våra företagsledare gör vettiga beslut och utvecklar våra bolag på bästa möjliga sätt.

Företagsledarna är alltså våra egentliga förvaltare.

KÄNNETECKEN PÅ EN GOD LEDNING

Att utvärdera företagsledare är subjektivt. Ett generellt tecken på en god ledning är dock att ledningen byts sällan och att den nya ledningen växer upp inom bolaget. På detta sätt garanterar man bäst strategins kontinuitet och att företagskulturen bibehålls.

Vår idealledare är alltså ung – så att han kan utveckla bolaget länge – men erfaren (har verkat i bolaget länge). Detta låter som en sällsynt kombination och det är det. Av våra bolag närmar sig Tullkivi, Exel och Lassila & Tikanoja optimum med den här måttstocken.

LEDNINGSBYTEN 2004

Förvånansvärt många av våra portföljbolags ledare byttes förra året. Endast det att Tamfelts Risto Hautamäki och State Streets David Spina pensionerade sig var någorlunda väntat (även om den snabba beslutstakten överraskade mig), liksom att deras respektive efterträdare Jyrki Nuutila och Ron Logue kom inifrån bolagen. De övriga förändringarna var överraskande.

Jag blev speciellt besviken på att våra unga Nordiska resurser försvann. Både Vestas Svend Sigaard (48) och Tomras Erik Thorsen (49) slutade. I båda fallen kommer den nya ledningen utifrån (Ditlev Engel från Hempel och Amund Skarholt från Bravida, efter en lång karriär på Securitas). Båda sakerna är lite oroväckande så det finns orsak att följa med dessa bolag lite noggrannare än vanligt.

Cesareo Fernandez pensionerade sig och lämnade över Wal-Mart de Mexico till sin tvåa Eduardo Castro-Wright, som nästan genast flyttade till moderbolaget i USA. Detta torde dock vara normal karriärutveckling och Eduardo Solorzano kommer även han inifrån.

LEDNINGENS LÖNER

I tabellen på sidan bredvid finns uppgifter om våra bolagsledares löner och ägande 2004. Tabellen berättar inte riktigt hela sanningen, för optioner fattas från lönerna. Det är ju svårt att fördela långsiktiga kompensationsprogram på enstaka år.

Från ägandet lämnade jag också medvetet bort optioner. Ledningens motiv för att vara aktieägare blir inte klarare för mig av att någon äger optioner. Om en företagsledare däremot utnyttjar sina optioner **och behåller aktierna** berättar det ganska mycket.

Man kan diskutera hur tabellen bör tolkas. De löner ett visst bolag betalar ett enstaka år berättar inte mycket. Jag försöker tänka som följande:

- Girighet är fördömligt. Finlands bäst avlönade företagsledare tjänade i fjol över en miljon euro. En av våra ledare nådde hälften av detta (och Matti Lehti har förtjänat det). Våra finska chefer får inte heller orimliga bonusar.
- Styrelsens arvoden berättar en hel del om bolagens allmänna effektivitet. Förutom Fiskars och Stockmann är våra finska bolags styrelser ganska kostnadseffektiva.
- Är ledningen verkligen bunden till bolaget som en långsiktig placering (aktieäggande) eller tjänar den bara på spekulativa kursuppgångar (optioner)? Åtminstone Erkki Mattila, Heikki Bergholm, Ari Jokelainen, Matti Lehti och Juha Sivonen är verkliga ägare.

Våra utländska bolags chefslöner är otroliga, åtminstone med finska mått mätt. De bästa bolagen är dock även utomlands mest effektiva – till exempel Handelsbanken, som inte betalar någon bonus åt ledningen (en god prestation hör till chefsens arbetsuppgifter).

Jag undrar ibland vad "bonus" betalas för? Wall Street Journal undersökte nyligen* 350 stora bolag i USA (chefens genomsnittslön var 6,5 miljoner dollar inklusive optioner). Av dessa betalade 327 år 2004 bonus åt ledningen (317 betalade dessutom optioner o.dyl.). Det verkar alltså som om 93% av företagsledarna i USA klarade sig bättre än genomsnitt år 2004. Har vi hittat det mytomspunna Lake Wobegon?

Till sist en provokativ tanke – skall man betala mer åt chefen i ett stort bolag? Är det inte så att cheferna bara är fler i ett större bolag, inte flitigare?

SPECIALPLACERINGSFONDEN PHOEBUS - NYCKELTAL 2001-2004

Basdata	beräkning	2001*	2002	2003	2004
1 Fondens värde 1.1.		0	1 812 786	5 032 186	10 436 814
2 Teckningar		1 618 061	3 773 366	2 941 245	2 011 024
3 Inlösen		0	25 960	206 292	632 052
4 Nettoteckningar		1 618 061	3 747 406	2 734 953	1 378 973
5 Betald utdelning		0	21 300	28 300	49 987
6 Värdestegring		194 725	- 506 706	2 697 976	2 254 027
7 Fondens värde 31.12.	1+4-5+6	1 812 786	5 032 186	10 436 814	14 019 827
8 Antal andelar (A-korrigerat)		151 948	462 472	682 422	759 861
9 Värde per A-andel		11.930	10.881	15.294	18.451
10 Antal andelsägare		29	89	149	262
11 Fondvärde i genomsnitt		243 583	4 707 413	7 349 910	12 490 817
12 Inköp		1 289 230	4 121 471	4 004 089	1 986 244
13 Försäljningar		0	626 941	807 136	373 960
14 Summa värdepappershandel		1 289 230	4 748 412	4 811 225	2 360 204
15 Förvaltningsarvode		3 045	58 843	91 874	93 681
16 Avkastningsberoende arvode		0	0	0	149 382
17 Bankkostnader		1 000	2 462	4 965	2 804
18 Handelskostnader		1 698	8 582	7 602	2 865
19 Teckningsarvoden		0	12 348	8 120	9 673
Nyckeltal	beräkning	2001*	2002	2003	2004
20 Fast förvaltningsarvode	15/11	1.25%	1.25%	1.25%	0.75%
21 Avkastningsberoende arvode	16/11	-	-	-	1.20%
22 Bankkostnader	17/11	0.41%	0.05%	0.07%	0.02%
23 Total Expense Ratio TER	20+21+22	1.66%	1.30%	1.32%	1.97%
24 Handelskostnader	18/11	0.70%	0.18%	0.10%	0.02%
25 TKA	23+24	2.36%	1.48%	1.42%	1.99%
26 Kommissioner/handelsvolym	18/14	0.13%	0.18%	0.16%	0.12%
27 Oms.hastighet (FI/Finland)	[14-(2+3)]/11	-1.35	0.20	0.23	-0.02
28 Omsättningshastighet (Sverige) (R min(12,13)/11)		0.00	0.13	0.11	0.03
29 Handelsvolym /medelstorlek	14/11	5.29	1.01	0.65	0.19
30 Fondens avkastning	9/9(t-1)	19.30%	-8.79%	40.55%	20.64%
31 Jämf.indexets avkastning**		14.58%	-18.04%	19.96%	17.65%
32 Fondens överavkastning	30-31	4.72%	9.25%	20.59%	2.99%

* 10.10. - 31.12. 2001

** Jämförelseindex är 75% HEX portföljvinstindex, 25% MSCI AC World Net Return (båda inklusive dividender)

KOSTNADER HAR BETYDELSE

Till vänster finns en tabell med Phoebus viktigaste nyckeltal. Vid första anblick kan tabellen verka svår men jag ville ta med den så ni förstår hur de siffror som finns i våra kvartalsrapporter är uträknade.

Och framförallt vad de betyder.

AVGIFTER

Phoebus fasta förvaltningsavgift – oberoende av hur fonden utvecklas – är 0,75% av fondens värde, eller i fjol 93.681 euro. Det finns ingen separat förvaltningsavgift utan fondbolaget betalar förvaringsinstitutets (Svenska Handelsbankens) kostnader från sitt eget resultat.

Om Phoebus går bra tar fondbolaget dessutom ut en resultatberoende avgift, som är 20% av den avkastning som överstiger fondens jämförelseindex som ett 3-års medeltal. Förra året var denna 149.382 euro.

Notera att denna avgift betalas från Phoebus mervärde. Vem som helst kan erhålla (nästan) marknadens avkastning genom att placera i en indexfond. Mervärde uppstår endast om Phoebus går bättre än marknaden.

Det här är svårt att förstå för många. Placerarna är oftast nöjda så länge fonden stiger. Det är helt begripligt, men ambitionsnivån är i så fall alltför låg.

Det finns till och med fonder vars "mervärdesavgift" bygger på deras absoluta avkastning. Det tycker jag är lite samma sak som om man skulle bli tvungen att betala mer hyra för sommarstugan ifall solen råkar skina.

ÖVRIGA KOSTNADER

Som alla vi andra betalar även fonden dessutom diverse bankavgifter, av vilka de flesta beror på clearing av fondens värdepappersaffärer. Tillsammans var bankavgifterna förra året 2.804 euro.

Summan av förvaltnings-, bank- och dylika kostnader kallas **TER – Total Expense Ratio**. Detta är Placeringsfondföreningens (SRY) definition som Finansinspektionen (RATA) har godkänt.

Den är dock vilseledande.

Total Expense Ratio är allt annat än "Total". Den saknar nämligen en kostnadspost som för många fonder är oerhört betydande: värdepappershandelns kommissioner.

Jag försöker handla möjligast lite. Phoebus betalade därför förra året bara 2.865 euro i kommissioner. Men notera att Phoebus är ett undantag.

I Sverige används nyckeltalet **TKA** (Totalkostnadsandel), som är TER + kommissioner. Det är helt ärligt "Total" och vi har därför introducerat det även i Finland.

Phoebus TKA, eller förvaltningens totalkostnad, var förra året 1,99%.

OMSÄTTNINGSHASTIGHET

De flesta fondbolag redovisar inte sina handelskostnader – sannolikt för att dessa bara hamnar i en annan ficka hos samma organisation genom den egna förmedlaren. SRY och RATA har godkänt detta, men beslutat att omsättningshastigheten måste publiceras. Logiken torde vara att en hög omsättningshastighet berättar att kostnaderna är höga.

Men sättet att kalkylera omsättningshastighet är helt idiotiskt. Enligt den finska formeln (rad 27) hade Phoebus förra året en negativ omsättningshastighet, eftersom jag gjorde mindre affärer med våra innehav än andelsägarna gjorde med andelar i Phoebus.

Ta alltså omsättningshastigheten med en nypa salt och kräv att ert fondbolag istället berättar hur mycket handeln har kostat i euro. Fondbolaget sköter era pengar så ni har rätt till öppen informationsgivning.

FÖRVALTARENS INCENTIVERING

Om en förvaltare belönas då fonden växer blir han en bra försäljare. Om han drar nytta av att fondens avkastning är bättre än marknadens blir han en portföljförvaltare. Därför är det bra att placeraren vet förvaltarens incentivering.

Min lön beror mest på hur fonden avkastar (men den beror också på fondens storlek).

Min fasta lön (i fjol 4.000 euro/mån) beror på Phoebus storlek. Dessutom får jag 25% (före skatter och sociala kostnader) av Phoebus resultatberoende arvode.



Ovis canadensis

39,8 °C



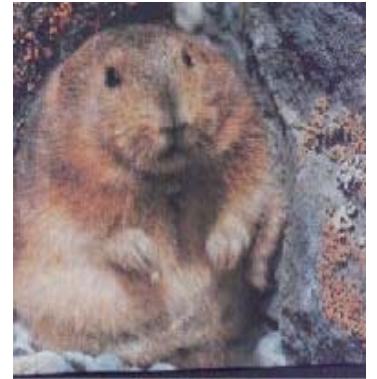
Ovis aries

39,0 °C



Bos taurus

38,5 °C



Lemmus lemmus

37,8 °C



Homo sapiens

36,8 °C



Loxodonta africana

35,9 °C



Erinaceus europaeus

35,5 °C

35,0 °C

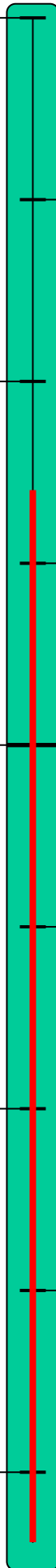


Ornithorhynchus anatinus

32,0 °C



Ursus maritimus



HAR MARKNADEN FEBER?

Traditionellt avspeglar man aktiemarknadens läge med två djur: tjuren, som representerar kraften i en stigande marknad och björnen, som representerar det brutala i en sjunkande marknad. "Bull market" och "bear market" är så universala begrepp att de säkert är bekanta för alla placerare.

Jag har här försökt beskriva olika marknadslägen med lite flera kreatur. Om artikeln inte annars är till någon nytta så kan åtminstone de olika djurens normala kroppstemperatur (som syns i "febertermometern" bredvid) vara roligt att veta på nästa cocktailparty.

MARKNADSPSYKOLOGI

De flesta placerare är nöjda då kurserna stiger och blir nervösa då kurserna sjunker. Det är egentligen ganska dumt vid noggrannare eftertanke. De flesta placerarna är ju nettoköpare. För en spekulant kan läget vara ett annat.

Själv trivs jag bäst på marknaden då jag upplever att kurserna är normala. Då finns det ingen stor kraschrisk. Ju högre värderingarna stiger, desto större blir riskerna. Man kan alltså tänka på värdering lite som på en febertermometer. Höga siffror är inte hälsosamma.

Då marknadsstämningen blir optimistisk börjar placerarna ofta istället för att agera rationellt bete sig som ett lämmeltåg. De aktier som är på modet stiger kraftigt (men alla aktier är inte dyra).

I nästa skede stiger nästan alla aktier kraftigt. Då är vi redan på en tjurmarknad. Värderingarna börjar kännas farligt höga.

Då detta har fortsatt en tid lämnar värderingarna ibland helt realvärlden. En placerare som agerar rationellt börjar känna sig ganska fårakig (extremfallet är Bighorn-fären i Nordamerika).

Minns ni vad Michael Douglas karaktär Gordon Gekko sade i filmen Wall Street om spekulanternas stora massor? "They're sheep. Sheep get slaughtered."

Han hade helt rätt (fast han menade något annat). Att spekulera på en våldsamt övervärderad marknad är ett säkert sätt att förlora sina pengar.

På svaga marknader är läget omvänt. I det första skedet blir placerarna allt mer eftertänksamma (liksom elefanter).

I något skede börjar aktier kännas farliga och spekulanterna rullar ihop sig bakom sin skyddsmur och gör ingenting. Då lever vi i en igelkottsmarknad.

I det sista skedet är intresset ungefär lika stort som hos en björn som sover sin vintersömn. Den långsiktiga placerarens bästa vän är det sympatiska näbbdjuret. Man vet inte ens riktigt om det är ett däggdjur eller ej.

VAR ÄR VI NU?

Jag påstår att vi gick förbi lämmelskedet ungefär i årsskiftet 2004-2005. Tills dess var värderingarna för det mesta vettiga, även om de populäraste aktiernas kurser verkade ganska höga.

Just nu är aktier helt klart dyra, åtminstone i Finland. Börsen har stigit, nästan ingen ser några större risker i aktieplaceringar och nya kursrekord görs veckovis. Överhettningen verkar alltså ganska tydlig. Ännu är den dock inte på samma nivå som till exempel 1999-2000.

I resten av världen är läget mer normalt. Differensen torde bero på att finska bolag redan en tid har betalat exceptionellt stora dividender, i förberedelse för skattereformen 2005.

Men kom ihåg att det kan också hända att jag har helt fel.

VAD BETYDER DETTA?

Den intuitiva slutsatsen kan verka vara att man inte skall placera i aktier om vi inte lever i minst en vintersömnmarknad. Det är dock fel slutsats.

Aktier inte bara fluktuerar, de avkastar också på lång sikt mera än riskfria placeringar. Därför kan en placerare som stannar vid sidolinjerna förlora – även om han skulle ha rätt – ifall korrigeringen inte kommer genast. Och ingen kan i förväg ens veta om han har rätt eller inte.

Phoebus är alltid på aktiemarknaden för den är en aktiefond. I sådana här tider försöker jag låta bli att ta onödiga risker. Detta – och marknadsläget – innebär att potentialen är mer begränsad än t.ex. för ett år sedan.

Den största potentialen finns på de svagaste marknaderna. Därför väntar jag ivrigt på nästa näbbdjursmarknad. Tyvärr tror jag att jag får vänta ganska länge.

EUR miljoner

	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	5år	10år
Resultaträkning													
Omsättning	21	25	24	26	33	36	39	47	59	52	54	8%	10%
EBITA	2	3	1	3	6	6	5	7	7	4	5		
Rörelsemarginal	8.7%	10.5%	4.3%	11.0%	17.2%	15.7%	13.6%	15.4%	11.7%	6.7%	8.8%	11%	12%

Balansräkning

NWC	1	2	2	1	1	1	2	3	5	6	5		
Fasta tillgångar	15	13	14	15	16	17	19	21	23	21	20		
Nettoskuld	3	4	6	3	0	0	0	0	1	1	1		
Eget kapital	12	11	10	13	16	19	20	24	27	26	24		
Sysselsatt kapital	15	15	17	15	17	19	21	24	28	27	26	7%	5%
Avk. syss. kap.	12%	18%	6%	19%	34%	31%	26%	30%	25%	13%	18%	22%	22%

Kassaflöde

Fritt kassaflöde	0	-2	6	2	2	2	2	4	2	2	5	15	22
Företagsköp		-1	0	-1	0	0	0	-2	-2	0	0	-4	-7
Dividender		0	-1	0	-1	-1	-2	-2	-2	-3	-4	-12	-16
Emission /återköp		0	0	1	0	0	0	-1	1	0	0	1	2
Öriga poster		1	0	-2	1	0	0	0	0	0	-1	-1	0
Diff nettoskuld		-1	-2	4	2	0	0	0	-1	0	0	-1	2

Värdering

Antal aktier	6.8	7.9	7.9	8.2	8.9	8.9	8.9	8.8	8.9	9.1	9.1		
Aktiekurs	2.88	2.66	1.05	1.63	3.20	3.86	3.10	3.49	4.40	4.00	5.18	6%	6%
Marknadsvärde	19	21	8	13	28	34	27	31	39	36	47		
EPS	0.14	0.19	0.03	0.23	0.44	0.44	0.41	0.57	0.55	0.29	0.38	-3%	11%
Dividend	0.07	0.07	0.03	0.10	0.17	0.17	0.20	0.23	0.30	0.47	0.51		
P/E	20.8	14.1	40.2	7.0	7.2	8.7	7.6	6.1	8.1	14.0	13.5		
EV/EBITA	12.1	9.5	13.9	5.5	5.1	6.0	5.2	4.3	5.8	10.7	10.3		
Direktavkastning	2%	3%	3%	6%	5%	5%	7%	6%	7%	12%	10%		

LÄSINSTRUKTION FÖR TABELLERNA

Som följande presenterar jag kort våra bolag. För varje bolag hittar ni en tabell som vid första anblick kan verka svår att begripa. Efter att ni har läst de här instruktionerna hoppas jag den inte är det.

Samma data finns förstås i bolagens årsredovisningar. De blickar tyvärr sällan mer än 5 år tillbaka, vilket jag tycker är en alltför kort tidsperiod.

Jag har därför valt att granska de senaste 10 åren (i de fall jag haft tillräcklig data). Ett bolag som hela den tiden har varit lönsammare än sina konkurrenter gör sannolikt någonting rätt.

En annan svaghet med bolagens egna siffror är att de inte är jämförbara sinsemellan. Mina siffror är det – jag har försökt eliminera alla irrelevanta poster, såsom engångsintäkter och –kostnader, goodwill-avskrivningar och andra onödiga bokföringskrumelurer.

RESULTATRÄKNING

Tillväxt är ett av Phoebus viktigaste placeringskriterier. På kort sikt kan resultatet förbättras utan tillväxt men över 10 år förutsätter resultat tillväxt också tillväxt i **omsättningen**. Helst organisk sådan istället för företagsköp.

EBITA eller rörelseresultatet före goodwill-avskrivningar speglar enligt min åsikt bäst affärsverksamhetens resultat. Jag har försökt eliminera alla engångsposter.

Nivån på **rörelsemarginalen** varierar mellan branscher och man skall inte jämföra bolag inom olika branscher med varandra. Marginalernas stabilitet och trendmässiga utveckling säger trots det mycket om bolagets kvalitet. Dessutom lönar det sig ofta att försöka uppskatta ett "normalt" resultat i cykliska bolag genom att studera historiska medeltal.

BALANSRÄKNING

NWC eller nettorörelsekapital är de pengar som verksamheten binder i fordringar och lager. Tillväxt binder förutom investeringar alltid rörelsekapital, så ju mindre det krävs, desto bättre.

Fasta tillgångar (maskiner, fabriker etc) är en annan del av det sysselsatta kapitalet. Tillväxt kräver investeringar.

Det **sysselsatta kapitalet** finansieras antingen med eget kapital eller nettoskuld, så summan av dessa är lika med nettorörelsekapital + fasta tillgångar. I ett bra bolag tenderar det sysselsatta kapitalet att växa lite långsammare än omsättningen.

Avkastningen på sysselsatt kapital är EBITA i förhållande till det sysselsatta kapitalet. Det här är kanske den allra viktigaste måttstocken på företagets framgång, eftersom det mäter "räntan" som affärsverksamheten genererar (före skatt) på hela kapitalet. Dessutom är siffran i princip helt jämförbar mellan olika branscher.

KASSAFLÖDE

Fritt kassaflöde är den del av resultatet som blir kvar för att utveckla bolaget eller för utdelning till ägarna efter räntor, skatter och investeringar. Ett negativt kassaflöde i flera år är alltid oroväckande, eftersom det betyder att lönsamheten inte räcker till för att finansiera tillväxten.

Företagsköp (/försäljningar) berättar hur mycket bolaget har betalat (inklusive övertagna skulder) för de bolag det har förvärvat.

Dividender och återköp av aktier är utdelning till aktieägarna, **emissioner** är insamling av pengar.

Summan av ovanstående poster är lika med **förändringen i nettoskulden**. Alltid är det inte så, beroende på engångsposter. "**Övriga poster**" är sådana.

VÄRDERING

P/E är bolagets aktiekurs i förhållande till resultatet per aktie (**EPS**). Ju högre det är, desto större är marknads förväntningar gällande den framtida vinststillväxten.

EV/EBITA är ett liknande nyckeltal som P/E men bättre, eftersom det även beaktar bolagets skulder. EV är bolagets totalvärde (marknadsvärde + nettoskuld) som alltså relateras till rörelseresultatet.

Obs! För banker (och försäkringsbolag) är nyckeltalen något annorlunda eftersom verksamhetens art är en annan. Till exempel är nettoskulden ett irrelevant mått för en bank.



Bild: Exel

Bild: Tulikivi



VÅRA FINSKA BOLAG



"With composite materials attracting the interest of large international customers, pultrusion companies must be more financially stable than before. Exel has succeeded in this respect, due to the Group's good solvency ratio and high profitability making it a partner which has earned the trust of even the largest customers in recent years."

Vvd Vesa Korpimies (2004)

På grund av sina promenadstavar uppfattas Exel ofta som ett sportbolag. Industrisidan är dock större, lönsammare och den växer snabbare.

Traditionellt har den största produktgruppen varit skyddsprofiler för gsm-antennar. Förra året var profiler för vindkraftsturbiner den snabbast växande produktgruppen. I år kommer den viktigaste nya att vara 8 profiler för MAN:s nya Lion's Regio -buss. Det mest spännande projektet för de närmaste åren är profiler för djuphavsoljeborring.



Verksamhet:

Exel hör till Europas ledande tillverkare av kompositprofiler. Det är egentligen två bolag i ett: Exel är bäst känt för sin *Sport*-division, som säljer idrottsredskap. *Industri*-divisionen är dock större,, lönsammare och växer snabbare.

Vår kapitalförvaltare:



Ari Jokelainen
född 1955
anställd sedan 1990
VD sedan 1990

Bolaget som placering:

Exels framgång beror till stor del på bolagets innovativitet. Exempel på denna är promenadstavarna, som har blivit bolagets största produkt. Också på industrisidan bygger tillväxten på att komposit ersätter övriga materialer i allt fler applikationer.

Avigsidan med innovativitet är risk. Ingen kan veta hur länge Nordic Walking –boomen i Centraleuropa fortsätter eller huruvida den sprider sig till nya länder. Historiskt har dock Exel varit mycket duktigt på att anpassa sig till fluktuationer i verksamhetens volym.

Exels ledning hör till de absolut bästa i Finland.

www.exel.net

Phoebus ägande (31.3.2005)

Antal aktier:	160.000
Andel av bolaget:	1,45%
Vikt i fonden:	13,0%
Mer info i rapporten:	4/2001

EUR miljoner

	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	5år	10år
Resultaträkning													
Omsättning	21	24	25	25	30	34	48	50	51	57	84	20%	15%
EBITA	1	1	3	4	4	5	7	6	4	6	13		
Rörelsemarginal	4.9%	2.6%	10.7%	13.9%	12.6%	14.8%	14.3%	11.5%	8.5%	10.3%	15.6%	12%	12%
Balansräkning													
NWC	2	2	2	2	3	4	8	9	9	9	10		
Fasta tillgångar	10	10	9	10	10	10	13	16	15	14	16		
Nettoskuld	8	8	8	6	6	4	9	11	8	5	6		
Eget kapital	4	4	4	5	8	10	13	14	15	18	20		
Sysselsatt kapital	12	12	12	12	14	15	22	25	23	23	26	12%	8%
Avk. syss. kap.	9%	5%	23%	30%	28%	34%	32%	23%	19%	26%	51%	30%	28%
Kassaflöde													
Fritt kassaflöde				2	1	2	0	2	4	4	13	23	
Företagsköp				0	-1	0	-3	-3	0	0	-7	-13	
Dividender				0	0	-1	-2	-2	-2	-1	-7	-13	
Emission /återköp				0	1	0	0	0	0	0	1	2	
Öriga poster				0	-1	0	0	1	0	0	0	1	
Diff nettoskuld				1	1	1	-4	-2	2	3	0	-1	
Värdering													
Antal aktier				10.5	10.5	10.5	10.5	10.5	10.6	10.7	11.0		
Aktiekurs				2.44	2.57	2.88	5.40	4.95	3.19	5.95	11.50	32%	
Marknadsvärde				26	27	30	57	52	34	64	127		
EPS				0.21	0.23	0.34	0.43	0.36	0.26	0.37	0.80	19%	
Dividend				0.05	0.09	0.15	0.19	0.18	0.10	0.65	0.35		
P/E				11.6	11.1	8.5	12.4	13.8	12.2	16.3	14.3		
EV/EBITA				9.1	8.7	6.8	9.6	11.0	9.7	11.7	10.1		
Direktavkastning				2%	3%	5%	4%	4%	3%	11%	3%		



" 2004 was a year of big changes in TietoEnator, a process that will continue during 2005.

The Company's target horizon has shifted from Nordic to world leadership in selected core businesses."

Matti Lehti (2004)

Högre ambitioner betyder större potential men också större risker. TietoEnator är dock ett mycket logiskt företag så jag litar på att den erfarna ledningen klarar av att hålla i tyglarna.

TietoEnator ^{TE}

Verksamhet:

TietoEnator är Nordens ledande IT-servicebolag, som har kommit en god bit från sina rötter som närmast Föreningsbanken i Finlands interna ADB-avdelning ännu i början av 1980-talet.

Bolaget lyfter nu ribban ännu högre. Det är redan idag världens ledande leverantör av branschspecifika lösningar för skogsindustrin och strävar på lång sikt efter en motsvarande position också inom bank- och telekombranscherna.

Bolaget som placering:

Åran för TietoEnators framgång tillfaller till stor del Matti Lehti, som jag tycker är Finlands bästa företagsledare. Han valdes också 2003 av tidningen Talouselämä till Finlands ärligaste chef.

Den internationella tillväxten ger ytterligare potential men också nya risker. Vägen kommer säkert inte att sakna kurvor, men jag litat starkt på att ledningen inte kör i diket.

Vår kapitalförvaltare:



Matti Lehti

född 1947
anställd sedan 1989
VD sedan 1989

www.tietoenator.com

Phoebus ägande (31.3.2005)

Antal aktier:	52.000
Andel av bolaget:	0,07%
Vikt i fonden:	8,7%
Mer info i rapporten:	4/2002

EUR miljoner

	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	5år	10år
Resultaträkning													
Omsättning	165	193	345	409	473	1229	1120	1135	1271	1374	1525	4%	25%
EBITA	12	18	34	49	75	115	92	135	130	143	171		
Rörelsemarginal	7.3%	9.2%	9.7%	12.0%	15.9%	9.3%	8.2%	11.9%	10.2%	10.4%	11.2%	10%	11%

Balansräkning

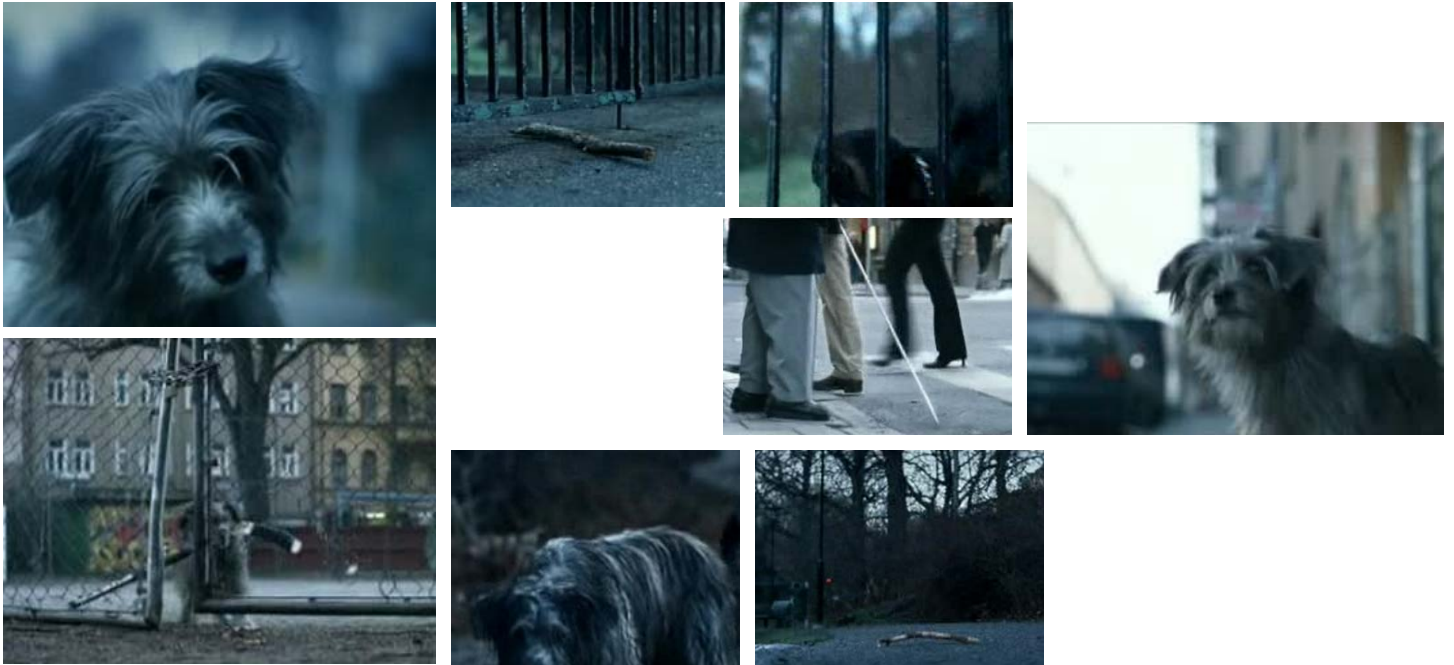
NWC	-9	-43	-11	-14	-6	43	54	-12	37	34	155		
Fasta tillgångar	47	123	117	131	147	260	264	310	476	431	480		
Nettoskuld	-15	-33	-24	-36	-21	-62	-41	-190	51	-13	69		
Eget kapital	54	113	131	153	162	365	359	488	462	479	566		
Sysselsatt kapital	38	80	107	117	141	304	318	298	513	466	634	16%	32%
Avk. syss. kap.	32%	22%	31%	42%	53%	38%	29%	45%	25%	31%	27%	30%	32%

Kassaflöde

Fritt kassaflöde		50	-8	23	39	87	59	163	52	123	94	491	682
Företagsköp		-77	3	-7	-12	-23	-7	85	-195	-27	-5	-149	-265
Dividender		-3	-4	-8	-16	-26	-34	-40	-83	-41	-81	-279	-336
Emission /återköp		50	0	0	-28	3	-33	-20	1	0	-97	-150	-125
Öriga poster		-4	0	4	1	1	-6	-37	-17	9	7	-43	-41
Diff nettoskuld		18	-9	12	-16	41	-21	149	-241	64	-82	-131	-84

Värdering

Antal aktier	37.9	52.3	52.7	52.8	53.3	77.0	83.6	83.3	82.9	82.9	78.7		
Aktiekurs	2.04	4.06	10.90	17.18	38.18	62.00	30.30	29.75	13.00	21.70	23.40	-18%	28%
Marknadsvärde	77	213	575	907	2037	4771	2534	2479	1078	1799	1843		
EPS	0.27	0.28	0.45	0.65	1.03	1.03	0.81	1.19	1.14	1.28	1.58	9%	19%
Dividend	0.07	0.11	0.16	0.30	0.49	0.49	0.49	1.00	0.50	1.00	1.00		
P/E	7.5	14.4	24.2	26.2	36.9	60.1	37.6	25.1	11.5	17.0	14.8		
EV/EBITA	5.1	10.1	16.4	17.8	26.8	41.1	27.0	16.9	8.7	12.5	11.2		
Direktavkastning	4%	3%	1%	2%	1%	1%	2%	3%	4%	5%	4%		



Reklamfilm: Tulikivi



Den fyraåriga Berger des Pyrénées -hunden Kiwi söker en käpp åt sig i Tulikivis reklamfilm "Koska maailma on kylmä" ("För att världen är kall").

Reklamen hör till den nya varumärkesstrategin i Finland. Bolaget har från 2005 bara ett varumärke – Tulikivi. Tidigare fanns huvudvarumärket bara i K-järnaffärens medan övriga distributörer sålde Mittakivi-produkter.



Verksamhet:

Med en årsförsäljning av cirka 13.000 ugnar har Tulikivi drygt hälften av Europas marknad för värmebevarande eldstäder av täljsten. Förutom ugnar säljer bolaget täljsten som dekorations- och byggsten samt i mindre utsträckning övriga stenslag. Tulikivi satsar på organisk tillväxt men har också gjort några mindre företagsköp.

Vår kapitalförvaltare:



Juha Sivonen

född 1962
anställd sedan 1987
VD sedan 2001

Bolaget som placering:

Verksamheten är inte på långt när så cyklisk som man kunde tro, och Tulikivi har alltid reagerat snabbt på förändringar i marknadsläget; ett säkert tecken på ett kvalitetsbolag. Övriga goda sidor är den lysande lönsamheten och starka balansen. Men framförallt är företagsledningen helt fantastisk.

Det största frågetecknet är tillväxten. I Finland kan Tulikivi inte längre just växa. Därför måste bolaget stärka sina exportmarknader och öppna nya marknader. De största exportutmaningarna för 2005 är att förnya distributionen i Tyskland och starta verksamhet i Ryssland. I hemlandet är förnyelsen av varumärkesstrategin och distributionen också stora utmaningar.

www.tulikivi.com

Phoebus ägande (31.3.2005)

Antal aktier: 219.400
Andel av bolaget: 2,41%
Vikt i fonden: 8,6%

Mer info i rapporten: 2/2002

EUR miljoner

	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	5år	10år
Resultaträkning													
Omsättning	25	24	26	33	36	39	47	59	52	54	55	7%	8%
EBITA	3	1	3	6	6	5	7	7	4	5	5		
Rörelsemarginal	10.5%	4.3%	11.0%	17.2%	15.7%	13.6%	15.4%	11.7%	6.7%	8.8%	9.6%	10%	11%
Balansräkning													
NWC	2	2	1	1	1	2	3	5	6	5	6		
Fasta tillgångar	13	14	15	16	17	19	21	23	21	20	20		
Nettoskuld	4	6	3	0	0	0	0	1	1	1	3		
Eget kapital	11	10	13	16	19	20	24	27	26	24	23		
Sysselsatt kapital	15	17	15	17	19	21	24	28	27	26	26	5%	6%
Avk. sysst. kap.	18%	6%	19%	34%	31%	26%	30%	25%	13%	18%	20%	21%	22%
Kassaflöde													
Fritt kassaflöde	0	-2	6	2	2	2	4	2	2	5	4	17	26
Företagsköp	-1	0	-1	0	0	0	-2	-2	0	0	0	-4	-5
Dividender	0	-1	0	-1	-1	-2	-2	-2	-3	-4	-5	-15	-20
Emission /återköp	0	0	1	0	0	0	-1	1	0	0	0	1	2
Öriga poster	1	0	-2	1	0	0	0	0	0	-1	0	-1	-2
Diff nettoskuld	-1	-2	4	2	0	0	0	-1	0	0	-1	-3	1
Värdering													
Antal aktier	7.9	7.9	8.2	8.9	8.9	8.9	8.8	8.9	9.1	9.1	9.1		
Aktiekurs	2.66	1.05	1.63	3.20	3.86	3.10	3.49	4.40	4.00	5.18	6.32	15%	9%
Marknadsvärde	21	8	13	28	34	27	31	39	36	47	58		
EPS	0.19	0.03	0.23	0.44	0.44	0.41	0.57	0.55	0.29	0.38	0.41	0%	8%
Dividend	0.07	0.03	0.10	0.17	0.17	0.20	0.23	0.30	0.47	0.51	0.23		
P/E	14.1	40.2	7.0	7.2	8.7	7.6	6.1	8.1	14.0	13.5	15.4		
EV/EBITA	9.5	13.9	5.5	5.1	6.0	5.2	4.3	5.8	10.7	10.3	11.3		
Direktavkastning	3%	3%	6%	5%	5%	7%	6%	7%	12%	10%	4%		



Vägning på den nya återvinningscentralen
i Uleåborg (notera bilens märke!)
Bild: Lassila & Tikanoja

*"Investments in Finland and
in neighbouring countries together
with opening new offices abroad
will increase Lassila & Tikanoja's
growth rate.*

*The Company aims to grow over
ten per cent a year
in the long term.
However, it is expected that
net sales will increase even faster
in the near future."*

Juhani Maijala & Jari Sarjo (2004)

Återvinning av avfall är i kraftig tillväxt. Därför investerar Lassila & Tikanoja kraftigt i nya anläggningar i Finland.

Då bolaget samtidigt expanderar även österut kommer tillväxtsatsningarna de närmaste åren att vara exceptionellt stora. Det begränsar resultat-tillväxten på kort sikt men ger en mycket bra plattform för framtiden.



Verksamhet:

Lassila & Tikanoja är Finlands ledande avfallshanterings- och –återvinningsbolag med 18% av marknaden, samt det näst största städtings- och fastighetsskötselbolaget med 12% marknadsandel. Dessutom är bolaget ledande inom vissa nischer av industriservice.

Marknaden växer inom alla bolagets verksamhetsområden tack vare ökad outsourcing. L&T strävar dessutom efter att växa också i Baltikum och Ryssland.

Bolaget som placering:

L&T:s strategi inom avfallshandling är att öka andelen återvinning genom att investera i nya processeringsanläggningar. Detta är en lågriskstrategi för marknadsledaren eftersom avfallsflödet redan existerar – marginalen bara förbättras då avfallet utnyttjas istället för att dumpas på soptippen. Samtidigt ökar de stora investeringarna inträdesbarriärerna inom branschen.

Ytterligare potential finns i öst. Jag tycker bolaget är en av våra mest lovande placeringar på lång sikt. Under de närmaste åren kommer stora investeringar att belasta resultatutvecklingen.

Vår kapitalförvaltare:



Jari Sarjo

född 1957
anställd sedan 1984
VD sedan 1997

www.lassila-tikanoja.fi

Phoebus ägande (31.3.2005)

Antal aktier: 91.200
Andel av bolaget: 0,24%
Vikt i fonden: 8,4%

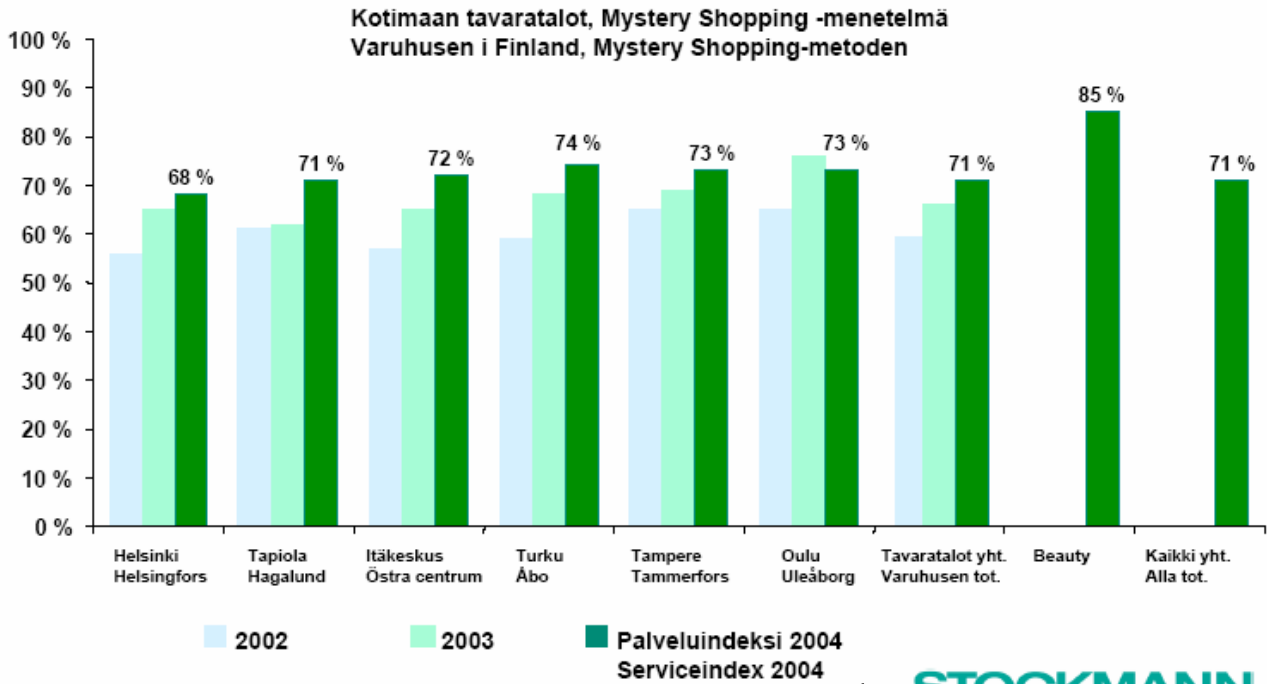
Mer info i rapporten: 4/2003

EUR miljoner

	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	5år	10år
Resultaträkning													
Omsättning		76	89	101	118	146	211	246	267	306	337		18%
EBITA		6	8	10	11	12	23	32	33	43	44		
Rörelsemarginal		7.6%	9.1%	9.5%	9.6%	8.1%	10.7%	12.9%	12.3%	14.2%	12.9%	13%	12%
Balansräkning													
NWC					-6	-11	-11	-14	-17	-21	-21		
Fasta tillgångar					39	57	175	167	177	194	212		
Nettoskuld					-38	-25	92	73	73	78	60		
Eget kapital					71	71	73	80	86	96	131		
Sysselsatt kapital					33	46	164	153	159	173	191	33%	
Avk. sysst. kap.					34%	26%	22%	21%	21%	25%	23%	21%	
Kassaflöde													
Fritt kassaflöde					-5	8	26	20	22	23	100		
Företagsköp					0	-117	0	-10	-11	-17	-155		
Dividender					-8	-8	-8	-9	-12	-35	-72		
Emission /återköp					0	0	0	0	0	49	49		
Öriga poster					0	-1	1	-1	-3	-3	-7		
Diff nettoskuld					-13	-117	19	0	-4	17	-85		
Värdering													
Antal aktier				32.8	33.1	34.5	34.5	34.5	34.5	34.5	38.1		
Aktiekurs								8.26	7.12	12.62	13.13		
Marknadsvärde								285	245	435	501		
EPS				0.25	0.28	0.26	0.41	0.59	0.63	0.86	0.80	25%	
Dividend						0.23	0.28	0.34	1.01	0.25			
P/E								14.0	11.3	14.7	16.5		
EV/EBITA								11.3	9.7	11.8	12.9		
Direktavkastning								3%	5%	8%	2%		



Palvelutasovertailu 2002-2004 Servicenivåjämförelse 2002-2004



STOCKMANN

"Vi har alltid trott på att:
'What gets measured,
gets done'."

Vvd Jukka Hienonen (2005)

Stockmann har på allvar satsat på att förbättra sin service de senaste åren. Sedan år 1997 har det gjorts 9000 skriftligt dokumenterade "Mystery Shopping" -besök i varuhusen, på basen av vilka bolaget har byggt ett kundserviceindex.

Detta index – som på två år stigit från 59 till 71 (maximum är 100) – utgör grunden för personalens bonuslöner.



Verksamhet:

I april 2005 har Stockmann totalt 11 varuhus, vars försäljningsareal är cirka 15 hektar. Av dessa är 6 i Finland och det sjunde öppnas i slutet av året i köpcentret Jumbo i Vanda.

Varuhusen (med fastigheter) genererar 70-80% av koncernens resultat och står för en ännu större del av dess värde. De övriga verksamheterna (klädhandel, fjärrhandel, bilhandel) är marginella.

Bolaget som placering:

Stockmann har länge varit stabilt lönsamt. Dess tillväxt har dock varit ganska blygsam.

Detta håller på att ändras, efter att bolaget har tillsammans med IKEA hittat ett fungerande koncept för expansion i Ryssland. Förra året öppnades två nya varuhus i Moskva, och fortsättning torde följa snart.

Det är givetvis riskabelt att accelerera tillväxten, men eftersom jag tycker att Stockmann tidigare varit lite onödigt försiktigt är det i detta fall helt klart positivt.

Vår kapitalförvaltare:



Hannu Penttilä

född 1953
anställd sedan 1978
VD sedan 2001

www.stockmann.fi

Phoebus ägande (31.3.2005)

Antal aktier: 51.000
Andel av bolaget: 0,10%
Vikt i fonden: 8,4%

Mer info i rapporten: 3/2003

EUR miljoner

	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	5år	10år
Resultaträkning													
Omsättning	766	877	1037	1161	1217	1320	1221	1282	1315	1413	1445	2%	7%
EBITA	36	42	46	61	50	49	33	39	53	50	68		
Rörelsemarginal	4.8%	4.8%	4.5%	5.3%	4.1%	3.7%	2.7%	3.1%	4.0%	3.6%	4.7%	3.7%	4.0%
Balansräkning													
NWC	47	38	54	62	93	59	78	97	95	90	97		
Fasta tillgångar	196	226	257	284	342	332	347	346	301	289	315		
Nettoskuld	-49	-45	-20	-18	-54	-114	-77	-64	-128	-168	-79		
Eget kapital	291	310	331	364	490	505	502	506	525	547	492		
Sysselsatt kapital	243	265	310	346	435	391	425	442	397	379	412	1%	5%
Avk. sysst. kap.	15%	16%	15%	18%	11%	13%	8%	9%	13%	13%	17%	12%	13%
Kassaflöde													
Fritt kassaflöde		12	-16	6	-42	34	-5	8	47	34	19	103	97
Företagsköp		0	7	6	-2	65	0	10	50	37	5	102	177
Dividender		-15	-17	-18	-22	-43	-31	-31	-31	-46	-123	-261	-376
Emission /återköp		0	1	1	102	0	0	0	0	16	10	26	129
Öriga poster		-1	1	4	1	4	-2	-1	-2	-1	1	-5	4
Diff nettoskuld		-3	-25	-2	37	60	-37	-13	65	40	-89	-35	30
Värdering													
Antal aktier	46.6	46.6	46.7	46.7	49.5	51.4	51.2	51.0	51.0	52.2	52.9		
Aktiekurs	11.73	11.78	14.27	17.64	16.08	14.30	10.40	13.40	13.80	18.30	21.70	9%	6%
Marknadsvärde	547	549	666	824	796	735	533	683	703	956	1147		
EPS	0.64	0.73	0.78	1.00	0.87	0.69	0.52	0.59	0.85	0.78	1.04	9%	5%
Dividend	0.31	0.36	0.39	0.47	0.84	0.60	0.60	0.60	0.90	1.35	1.00		
P/E	18.3	16.2	18.3	17.7	18.4	20.7	20.2	22.9	16.2	23.4	20.8		
EV/EBITA	13.7	12.1	13.9	13.2	14.9	12.6	13.9	15.8	10.8	15.7	15.6		
Direktavkastning	3%	3%	3%	3%	5%	4%	6%	4%	7%	7%	5%		



Produktionschefen Jari Koskinen (andra från vänster) presenterar Vasafabriken åt analytiker på Capital Markets Day 2001
Bild: Vacon

"The supplier agreement signed by our customer Eaton Controls with Johnson Controls opens up new markets in the North American building technology market.
Our partnership with Rockwell Automation will also be of great importance for us."
Vesa Laisi (2004)

Vacon har hittills haft bara en fabrik i Vasa. Den nya fabriken som öppnades 2004 i Suzhou (Kina) kan i framtiden förse även kunderna i Nordamerika med vissa produkter, vilket bidrar till att minska Vacon's dollarkänslighet.



Verksamhet:

Vacon är ett litet men unikt bolag. Det fokuserar endast på frekvenskonverterare (steglös styrning av elmotorer) i vilka dess andel av världsmarknaden är cirka 3% - marknadsledaren ABB är ungefär fem gånger större.

Men Vacon är det enda fokuserade bolaget inom branschen och tror själv starkt på sin överlägsenhet. Största delen av bolagets grundare kommer från ABB, så de borde ju veta.

Bolaget som placering:

Små tillväxtbolag har alltid stora risker som placeringsobjekt. Vacon skiljer sig positivt från de flesta tillväxtbolag genom att det under hela sin historia har varit mycket lönsamt och dess personal har en lång erfarenhet inom branschen.

Försvagningen av dollarn har försvårat verksamheten, men Vacon försöker minska sin valutarisk genom att bygga ut sin nya fabrik i Kina snabbare än tidigare planerat.

Vår kapitalförvaltare:



Vesa Laisi

född 1957
anställd sedan 2002
VD sedan 2002

www.vacon.com

Phoebus ägande (31.3.2005)

Antal aktier:	57.000
Andel av bolaget:	0,37%
Vikt i fonden:	4,9%
Mer info i rapporten:	4/2004

EUR miljoner

	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	5år	10år
Resultaträkning													
Omsättning		3	8	17	26	44	65	91	97	112	129		24%
EBITA		0	1	3	3	6	8	10	10	12	15		
Rörelsemarginal		-6.7%	7.6%	15.1%	12.2%	13.6%	12.5%	11.5%	10.2%	10.7%	11.6%	11%	11%
Balansräkning													
NWC		1	2	3	7	7	11	10	9	8	6		
Fasta tillgångar		2	2	2	4	4	12	16	17	18	17		
Nettoskuld		2	3	3	7	5	4	3	-1	-6	-12		
Eget kapital		0	1	2	4	7	18	23	27	32	35		
Sysselsatt kapital		3	3	5	11	11	22	26	26	26	23	15%	
Avk. syss. kap.		-8%	18%	52%	28%	53%	36%	39%	38%	46%	64%	45%	43%
Kassaflöde													
Fritt kassaflöde			0	0	-5	4	-5	3	7	8	12		24
Företagsköp			0	0	0	0	0	0	0	0	0		0
Dividender			0	0	0	0	-1	-2	-2	-3	-8		-16
Emission /återköp			0	0	0	-1	7	0	0	0	1		8
Öriga poster			0	0	0	0	0	0	0	0	1		0
Diff nettoskuld			0	0	-5	3	1	1	4	5	5		16
Värdering													
Antal aktier		11.7	11.7	11.7	11.7	13.7	15.2	15.2	15.2	15.2	15.3		
Aktiekurs						8.30	9.33	7.40	9.80	11.78			
Marknadsvärde						114	141	112	148	180			
EPS			0.03	0.14	0.16	0.33	0.41	0.45	0.43	0.52	0.66		14%
Dividend			0.00	0.01	0.03	0.07	0.14	0.16	0.17	0.55	0.35		
P/E						20.4	20.7	17.2	19.0	17.9			
EV/EBITA						14.5	13.9	11.2	11.8	11.3			
Direktavkastning						2%	2%	2%	6%	3%			



"Jag önskar din fond och Dig
som dess representant välkomna
som aktieägare i Puuhamaa.

Jag hoppas att Du har gjort en god affär
- och jag inte bara hoppas, utan gör
mitt bästa för att det skulle bli så -
liksom även mina kollegor."

Erkki Mattila (2005)



Verksamhet:

Puuhamaa-koncernen driver (vatten)nöjesparker i Tervakoski (Puuhamaa), St Michels (Visulahti), Esbo (Serena) och Vasa (Wasalandia och Tropiclandia). Tillsammans besöks dessa av nästan en miljon gäster om året.

Vår kapitalförvaltare:



Erkki Mattila

född 1951
anställd sedan 1984
VD sedan 1984

Bolaget som placering:

Tillväxten i en etablerad nöjespark begränsar sig till prishöjningar, som ungefär följer inflationen. Besökarnas antal fluktuerar något med värdet men växer inte nämnvärt trendmässigt.

Ytterligare tillväxt kan ändå uppstå från nya parker – på 10 år har Puuhamaa vuxit från en park till fyra – eller varför inte genom expansion till närliggande verksamheter som bygger på bolagets mycket starka varumärken. Ledningen är duktig och jag litar på företagarens kunnande att utveckla bolaget på lång sikt.

www.puuhamaa.fi

Phoebus ägande (31.3.2005)

Antal aktier:	14.000
Andel av bolaget:	3,54%
Vikt i fonden:	3,7%
Mer info i rapporten:	1/2005

EUR miljoner	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	30.4. 2004	30.10. 12mån	5år	10år
Resultaträkning														
Omsättning	4.9	6.0	4.6	3.7	4.5	9.0	9.8	9.4	13.3	13.7	13.6	12.7	5%	8%
EBITA	0.5	1.6	1.4	0.9	1.4	1.5	2.3	1.5	2.6	2.7	2.5	1.7		
Rörelsemarginal	10.1%	26.2%	30.3%	23.5%	31.4%	16.3%	23.9%	16.1%	19.3%	19.4%	18.3%	13.6%	17%	20%
Balansräkning														
NWC	-0.1	0.3	0.0	0.7	-0.2	-0.2	-0.3	-0.1	0.0	-0.2	0.1			
Fasta tillgångar	2.4	2.6	2.7	2.6	11.7	12.8	12.4	12.2	11.9	11.8	13.0			
Nettoskuld	-0.9	-0.5	-1.6	-1.4	0.9	3.0	1.7	1.5	0.4	-0.9	0.4			
Eget kapital	3.3	3.5	4.2	4.7	10.6	9.6	10.4	10.5	11.5	12.5	12.7			
Sysselsatt kapital	2.3	2.9	2.6	3.3	11.5	12.7	12.1	12.1	11.9	11.6	13.1			
Avk. syss. kap.	21%	53%	53%	26%	12%	12%	19%	13%	21%	23%	19%		22%	19%
Kassaflöde														
Fritt kassaflöde		0.9	1.4	0.1	2.0	1.0	2.0	0.8	1.8	2.1	0.3		7.0	12.4
Företagsköp		-0.3	0.0	0.0	-8.4	-1.4	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0		0.0	-10.2
Dividender		-0.3	-0.4	-0.3	-0.5	-0.7	-0.7	-0.7	-0.7	-0.8	-1.6		-4.5	-6.7
Emission /återköp		-0.7	0.0	0.0	4.7	-1.1	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0		0.0	2.9
Öriga poster		0.0	0.1	0.0	-0.1	0.0	0.0	0.1	0.1	0.0	0.0		0.2	0.2
Diff nettoskuld		-0.4	1.1	-0.2	-2.2	-2.2	1.3	0.2	1.1	1.3	-1.3		2.7	-1.3
Värdering														
Antal aktier	0.400	0.320	0.320	0.320	0.423	0.395	0.395	0.395	0.395	0.395	0.395	0.395		
Aktiekurs	8.75	10.76	15.49	28.59	58.87	28.50	38.00	26.10	32.50	32.00	41.50	40.00	1%	15%
Marknadsvärde	3.5	3.4	5.0	9.1	24.9	11.3	15.0	10.3	12.8	12.7	16.4	15.8		
EPS	1.14	3.83	3.50	2.50	3.25	2.14	3.69	2.29	4.09	4.34	4.37	3.15	-3%	-2%
Dividend	0.77	1.18	1.09	1.60	1.77	1.77	1.77	1.77	2.00	4.00	2.00			
P/E	7.7	2.8	4.4	11.4	18.1	13.3	10.3	11.4	8.0	7.4	9.5	12.7		
EV/EBITA	5.1	1.9	2.4	9.0	18.2	9.7	7.1	7.8	5.2	4.4	6.7			
Direktavkastning	9%	11%	7%	6%	3%	6%	5%	7%	6%	13%	5%			



Bild: Nokian Tyres

*"I believe that the Group
 has every opportunity to
 become a true international
 enterprise.*

*We have a clear direction.
 We are ready and eager
 to head off."*

Kim Gran (2004)

*Det finns ännu utrymme för tillväxt också i Norden, speciellt för sommar-
 däck, men Ryssland och övriga Östeuropa kommer att avgöra Nokian
 Tyres tillväxttakt (och lönsamhet) över de nästa 10 åren.*

Bolaget är ivrigt. Jag hoppas det också är tålmodigt.

NOKIAN TYRES

Verksamhet:

Nokian Tyres hör till de ledande bildäcksbolagen i Norden med en marknadsandel på 25%. Bolaget är fokuserat på vinterdäck – i vilka dess andel av marknaden är 30% – och high-performance-sommar-
däck. Produktionen år 2004 var 5,9 miljoner däck.

En ny fabrik, som planeras starta år 2005, är under byggnad i St Petersburg i Ryssland.

Bolaget som placering:

Expansionen till Ryssland har inte förlöpt utan problem. Aktiemarknaden hickade ordentligt då samarbetet med ryska Amtel avbröts i början av 2004. Även framöver finns det säkert risker. Förutom den nya fabriken i Ryssland överväger bolaget företagsköp i Östeuropa och egen distribution i USA.

Den största risken tycker jag är att aktiemarknadens förväntningar de senaste åren har vuxit till skyarna. Bolaget har inte direkt försökt dämpa ens de mest entusiastiska analytikerrapporterna. Överoptimism tenderar att bestraffas på aktiemarknaden – därför har jag minskat något på vårt innehav.

Vår kapitalförvaltare:



Kim Gran

född 1954
anställd sedan 1994
VD sedan 2000

www.nokiantyres.com

Phoebus ägande (31.3.2005)

Antal aktier: 40.000
Andel av bolaget: 0,03%
Vikt i fonden: 3,2%

Mer info i rapporten: 3/2004

EUR miljoner

	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	5år	10år
Resultaträkning													
Omsättning	164	187	193	212	251	323	399	423	479	529	602	13%	14%
EBITA	17	20	24	28	35	45	46	57	67	85	119		
Rörelsemarginal	10.5%	10.9%	12.3%	13.1%	14.0%	14.1%	11.6%	13.6%	14.0%	16.2%	19.7%	15%	15%
Balansräkning													
NWC		29	35	40	54	77	97	85	84	94	144		
Fasta tillgångar		64	72	85	140	214	252	259	249	253	267		
Nettoskuld		32	35	40	94	170	218	194	158	136	144		
Eget kapital		61	72	85	100	121	131	149	175	211	267		
Sysselsatt kapital		93	107	125	194	291	349	343	334	347	411	7%	
Avk. sysst. kap.			22%	22%	22%	18%	16%	13%	17%	20%	25%	29%	21% 20%
Kassaflöde													
Fritt kassaflöde			0	0	-23	-19	-25	27	43	31	3		79
Företagsköp			0	0	-25	-48	-7	-2	-1	0	4		-6
Dividender			-4	-5	-6	-8	-9	-7	-9	-12	-17		-53
Emission /återköp			0	1	1	1	0	0	0	2	4		5
Öriga poster			0	0	-1	-2	-7	6	2	1	3		5
Diff nettoskuld			-3	-4	-55	-76	-48	24	36	22	-4		30
Värdering													
Antal aktier	100.0	100.9	101.4	102.4	103.2	105.4	105.8	105.8	105.8	106.8	108.5		
Aktiekurs		0.74	1.65	2.79	2.78	3.78	1.79	3.51	3.40	5.99	11.18		24%
Marknadsvärde		75	168	286	286	399	189	371	360	640	1213		
EPS		0.12	0.14	0.17	0.22	0.28	0.25	0.30	0.39	0.51	0.71		21%
Dividend		0.04	0.05	0.06	0.07	0.09	0.07	0.08	0.11	0.16	0.22		
P/E		6.3	11.7	16.4	12.5	13.6	7.1	11.6	8.8	11.9	15.7		
EV/EBITA		5.2	8.5	11.7	10.8	12.5	8.8	9.8	7.7	9.1	11.4		
Direktavkastning		5%	3%	2%	3%	2%	4%	2%	3%	3%	2%		



Bilder: Fiskars

FISKARS

Verksamhet:

Fiskars är världens ledande producent av trädgårdsverktyg och saxar. Dess affärsverksamhet, Fiskars Brands, finns främst i USA därifrån den också leds.

Den finska koncernledningens uppgift är närmast att förvalta fastigheter och placeringar.

Vår kapitalförvaltare:



Heikki Allonen

född 1954
anställd sedan 2003
VD sedan 2003

Bolaget som placering:

Jag tycker fortfarande att Fiskars största potential ligger i att dess fina konsumentvarubolag (Fiskars Brands) skulle separeras från fastighets- och värdepappersplaceringarna. Detta verkar tyvärr inte ske.

Konsumentvarubolagets chef Bill Denton slutade överraskande förra hösten, efter bara fyra år. Den nya chefen Jim Purdin kommer inifrån.

Fiskars meddelade i april att den viktiga vårsäsongen var svag. Detta kan ha berott på vädret (som bolaget säger), men det ifrågasätter ytterligare Fiskars plats i vår portfölj, speciellt som bolagets lönsamhet under de senaste åren annars också har varit på den svagare sidan.

www.fiskars.fi

Phoebus ägande (31.3.2005)

Antal aktier: 50.400
Andel av bolaget: 0,07%
Vikt i fonden: 2,9%

Mer info i rapporten: 1/2003

EUR miljoner

	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	5år	10år
Resultaträkning													
Omsättning		390	352	478	562	665	824	762	726	620	597		-2%
EBITA		45	42	61	68	59	53	57	61	41	47		
Rörelsemarginal		11.5%	11.8%	12.9%	12.1%	8.9%	6.4%	7.5%	8.4%	6.6%	7.9%		7%
Balansräkning													
NWC		91	61	141	161	223	293	254	184	158	132		
Fasta tillgångar		93	99	217	213	310	333	335	280	174	179		
Nettoskuld		0	-116	21	28	150	229	182	35	-17	-110		
Eget kapital		184	276	337	347	383	397	407	429	348	422		
Sysselsatt kapital		184	160	357	375	533	626	589	464	332	311		-10%
Avk. syss. kap.		24%	26%	17%	18%	11%	8%	10%	13%	12%	15%		11%
Kassaflöde													
Fritt kassaflöde			47	-53	4	-50	-58	61	102	50	63		219
Företagsköp			121	-101	-6	-103	-22	0	0	0	0		-22
Dividender			-9	-13	-15	-17	-17	-17	-17	-60	-72		-183
Emission /återköp			-6	0	1	0	0	0	0	-1	0		-1
Öriga poster			-37	30	10	48	17	4	61	62	103		248
Diff nettoskuld			115	-136	-7	-122	-79	48	147	52	94		260
Värdering													
Antal aktier	80.1	78.4	77.0	77.5	77.2	77.5	77.5	77.5	77.5	77.5	77.4		
Aktiekurs	3.82	3.39	5.53	9.45	9.90	9.29	5.29	6.07	5.57	6.71	7.90		-3% 8%
Marknadsvärde	306	266	425	733	764	720	410	471	432	520	611		
EPS		0.27	0.28	0.42	0.43	0.32	0.17	0.25	0.39	0.27	0.31		-1%
Dividend	0.08	0.12	0.17	0.20	0.22	0.22	0.22	0.22	0.79	0.94	0.30		
P/E		12.5	19.5	22.7	22.8	28.6	30.6	24.5	14.3	25.2	25.1		
EV/EBITA		5.9	7.4	12.3	11.6	14.8	12.1	11.4	7.6	12.2	10.7		
Direktavkastning	2%	4%	3%	2%	2%	2%	4%	4%	14%	14%	4%		



"In 2004, we were unable to achieve the targets we had set for ourselves, and comparable net sales decreased and profitability declined.

The reasons are both external and internal."

Heikki Bergholm (2004)

Suominens usla lönsamhet får säkert många att ifrågasätta vad bolaget gör i vår portfölj. Jag tycker Heikki Bergholm är en duktig företagsledare (han är realistisk) och jag vill först se hur bolaget klarar sig i en normalare verksamhetsomgivning – då olje- och plastpriser har lugnat sig – innan jag drar några slutsatser.



Verksamhet:

Med en kapacitet på 45.000 ton är Suominen en liten aktör på världsmarknaden för nonwoven-tyger (med en 0,7% andel) men starkare inom spunlace-segmentet (ca 6% global marknadsandel).

Bolaget integrerade sig framåt då det på hösten 2003 köpte Codi, den tredje största producenten av våtdukar i Europa.

Suominen har också en liten flexförpackningsverksamhet, som är marknadsledare inom sina produktområden i Finland och Sverige.

Bolaget som placering:

Kapaciteten inom spunlace nonwovens har vuxit kraftigt de senaste åren (i Europa, USA och Asien) samtidigt som den svaga dollarn har stoppat leveranserna från Europa till USA. Den åtföljande överkapaciteten har pressat priserna trots att råvarukostnaderna har stigit kraftigt. Dessutom har Codi gått mycket sämre än väntat.

Man kan fråga sig om Suominen är en ren bulkproducent och i så fall om bolaget är det effektivaste inom sin bransch. Åtminstone de resultat som bolaget visade i medlet av 1990-talet får vi knappast se snart igen. Jag tycker bolagets ledning är duktig men jag är inte helt övertygad om att Suominen till sin konkurrenskraft är ett sådant bolag som lämpar sig för vår portfölj.

Vår kapitalförvaltare:



Heikki Bergholm

född 1956
anställd sedan 1985
VD sedan 1986

www.suominen.fi

Phoebus ägande (31.3.2005)

Antal aktier: 125.000
Andel av bolaget: 0,53%
Vikt i fonden: 2,9%

Mer info i rapporten: 1/2002

EUR miljoner

	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	5år	10år
Resultaträkning													
Omsättning	136	155	163	180	177	178	181	174	175	180	233	6%	6%
EBITA	16	18	22	29	25	27	16	12	17	12	7		
Rörelsemarginal	11.4%	11.8%	13.6%	16.3%	13.9%	15.0%	9.0%	7.0%	10.0%	6.5%	2.9%	7%	10%
Balansräkning													
NWC					6	7	17	12	17	12	24		
Fasta tillgångar					119	115	103	99	90	138	132		
Nettoskuld					74	62	58	50	43	80	96		
Eget kapital					51	60	62	61	65	71	61		
Sysselsatt kapital					125	122	120	111	107	150	157	5%	
Avk. sys. kap.					20%	22%	14%	11%	16%	8%	4%	10%	
Kassaflöde													
Fritt kassaflöde						20	10	16	14	17	-2		55
Företagsköp						0	0	0	0	-53	0		-53
Dividender						-8	-8	-8	-6	-22	-14		-58
Emission /återköp						0	0	0	0	21	0		21
Öriga poster						0	2	0	0	0	0		1
Diff nettoskuld						12	4	8	7	-37	-17		-34
Värdering													
Antal aktier					19.6	19.7	20.6	20.6	20.6	20.6	23.7		23.7
Aktiekurs									4.62	4.62	6.56		4.04
Marknadsvärde									95	95	155		96
EPS					0.88	0.69	0.79	0.49	0.32	0.53	0.27		0.08
Dividend						0.39	0.39	0.39	0.31	1.08	0.59		0.00
P/E									14.6	8.8	24.1		48.8
EV/EBITA									11.9	7.9	20.1		28.4
Direktavkastning									7%	23%	9%		0%



Fabriken i Kina
Bild: Tamfelt

"While internal growth is
our first priority,
China is a market area
where our presence
must be increased
one way or the other."

Jyrki Nuutila (2004)

Tamfelt har verkat redan många år i Kina men verksamheten är fortfarande marginell. Av världens nya pappersmaskiner kommer ungefär 60% de närmaste åren att byggas i Kina, så det vore allt skäl att ha en stark närvaro där.



Verksamhet:

Tamfelt är en ledande producent av textilier för pappersmaskiner. Bolaget tillverkar våt- och torkningsviror, pressfilter och belts för pappersindustrin samt filterdukar främst för cellulosa- och gruvindustrin. Trots att bolaget är litet – på sin hemmamarknad i Europa är det med 12% av marknaden bara 5. störst inom sin bransch – har det kontinuerligt hört till branschens mest lönsamma i världen. Tamfelt satsar på organisk tillväxt och gör nästan inga företagsköp.

Bolaget som placering:

Efterfrågan på textilier beror på pappersindustrins kapacitetsutnyttjande. Tamfelts konjunkturkänslighet är dock liten jämfört med dess kunder. Som sämst har rörelsemarginalen varit cirka 10%.

Den starka balansen och goda dividenden minskar placeringens risk. Tillväxten är det största frågetecknet – fast Tamfelts marknadsandel har stigit har bolagets tillväxt 1994-2004 varit bara 5,8% per år.

VD Risto Hautamäki flyttade till Metso men ledningsbytet är knappast någon risk, då Jyrki Nuutila har jobbat för bolaget i 19 år.

Vår kapitalförvaltare:



Jyrki Nuutila

född 1948
anställd sedan 1986
VD sedan 2005

www.tamfelt.fi

Phoebus ägande (31.3.2005)

Antal aktier:	50.000
Andel av bolaget:	0,18%
Vikt i fonden:	2,6%
Mer info i rapporten:	1/2004

EUR miljoner

	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	5år	10år
Resultaträkning													
Omsättning	76	84	89	102	103	110	124	131	126	126	134	4%	6%
EBITA	8	12	15	20	19	19	21	23	16	13	16		
Rörelsemarginal	10.3%	14.2%	16.7%	20.0%	18.4%	17.4%	17.1%	17.4%	12.7%	10.0%	12.0%	14%	15%

Balansräkning

NWC	25	13	16	20	25	31	32	32	30	22	21		
Fasta tillgångar	32	32	35	39	49	51	58	68	76	71	78		
Nettoskuld	-5	-23	-26	-30	-22	-22	-24	-14	-3	0	11		
Eget kapital	62	68	77	88	96	105	113	114	109	93	88		
Sysselsatt kapital	57	45	51	58	74	82	90	100	106	93	99	4%	6%
Avk. syss. kap.	14%	27%	29%	35%	26%	23%	24%	23%	15%	14%	16%	18%	22%

Kassaflöde

Fritt kassaflöde	20	6	8	-1	6	8	8	7	7	23	7	51	90
Företagsköp	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Dividender	-3	-4	-6	-7	-8	-9	-9	-11	-17	-29	-17	-83	-111
Emission /återköp	0	0	0	0	0	0	0	0	0	5	0	5	5
Öriga poster	1	1	2	1	2	2	2	-5	-1	-1	0	-6	0
Diff nettoskuld	18	3	4	-7	0	1	1	-9	-11	-3	-11	-33	-15

Värdering

Antal aktier	26.4	26.4	26.6	26.6	26.6	26.6	26.6	26.6	26.6	27.3	27.4		
Aktiekurs	3.07	2.80	5.10	8.10	7.00	7.50	5.99	8.83	9.67	9.27	7.98	1%	10%
Marknadsvärde	81	74	136	215	186	199	159	235	257	253	218		
EPS	0.20	0.33	0.49	0.61	0.56	0.54	0.59	0.64	0.48	0.34	0.47	-3%	9%
Dividend	0.11	0.14	0.24	0.27	0.29	0.33	0.43	0.63	1.10	0.63	0.35		
P/E	15.3	8.4	10.3	13.3	12.4	13.9	10.1	13.8	20.2	27.0	16.8		
EV/EBITA	9.8	4.3	7.4	9.1	8.6	9.3	6.4	9.7	15.8	20.1	14.3		
Direktavkastning	4%	5%	5%	3%	4%	4%	7%	7%	11%	7%	4%		



81x V80 – 1.8MW High Winds, California
Courtesy of Vestas Wind Systems A/S

Scania P230, Sweden
Photo: Dan Boman
Copyright: Scania AB

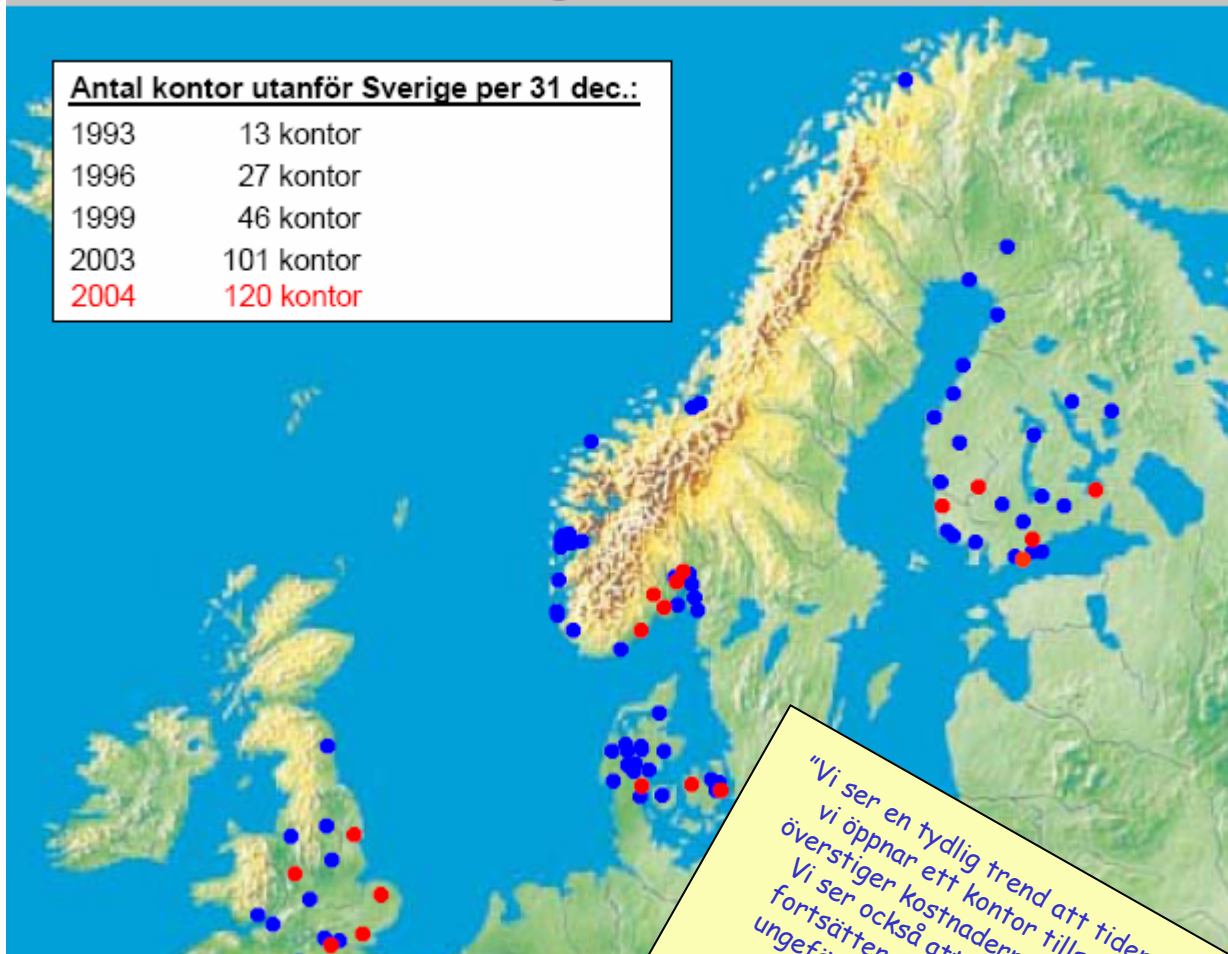


VÅRA UTLÄNDSKA BOLAG

Kontor utanför Sverige

Antal kontor utanför Sverige per 31 dec.:

1993	13 kontor
1996	27 kontor
1999	46 kontor
2003	101 kontor
2004	120 kontor



"Vi ser en tydlig trend att tiden från det vi öppnar ett kontor tills intäkterna överstiger kostnaderna blir allt kortare. Vi ser också att de kontor vi öppnat fortsätter att öka sitt resultat med ungefär tre miljoner kronor varje år under en mycket lång tid.

Eftersom vi själva har öppnat nästan 90 kontor de senaste tio åren så betyder det att vi bör kunna räkna med en resultatökning bara från dem på över en kvarts miljard kronor årligen."

Lars O. Grönstedt (2004)

Handelsbanken har gjort vissa mindre företagsköp men växer främst organiskt. Tillväxten sker framförallt utanför Sverige (eftersom bankens position på sin hemmarknad redan är så stark).

Lönsamhet har alltid varit Handelsbankens stolthet, också i nyöppnade kontor. Därför är jag inte särskilt orolig för att nyetableringstakten verkar accelerera.

Handelsbanken

Verksamhet:

Handelsbanken är en universalbank, vars andel av den svenska bostadslånemarknaden är 30% och andelen av företagskrediter något högre. Varje kontor fungerar som en lokalbank. Detta har visat sig vara en mycket välfungerande modell som kombinerar kostnads-effektivitet och kundnytta.

Handelsbanken har redan i 15 år haft branschens nöjdaste kunder. Dess avkastning på eget kapital har i 33 år överstigit konkurrenternas.

Bolaget som placering:

Handelsbanken är en tråkig aktie. Dess verksamhet är så stabilt lönsam att spekulanterna nästan aldrig verkar bli ivriga på aktien. Det tycker jag enbart är positivt.

Tillväxten är det största frågetecknet. Hittills har SHB med små företagsköp och organisk tillväxt lyckats skaffa 20% av sina intäkter utanför Sverige. Takten torde accelerera i en nära framtid; SHB har hittills öppnat 6-7 kontor per år men har nu höjt målsättningen till 15-20 nya kontor per år.

De lägsta kostnaderna och de nöjdaste kunderna är en stark kombination. Mer än detta kan jag just inte kräva av våra bolag, speciellt som även ledningen är alldeles lysande.

Vår kapitalförvaltare:



Lars O. Grönstedt

född 1954
anställd sedan 1983
VD sedan 2001

www.handelsbanken.se

Phoebus ägande (31.3.2005)

Antal aktier:	48.000
Andel av bolaget:	0,007%
Vikt i fonden:	5,6%
Mer info i rapporten:	4/2003

SEK miljoner

	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	5år	10år
Resultaträkning													
Intäkter	12622	13438	14549	15815	16837	17056	20680	21654	21664	22292	23981	7%	7%
Resultat före skatt	4107	5080	6765	8067	8007	8912	12001	11577	10829	11780	13520		
Marginal	32.5%	37.8%	46.5%	51.0%	47.6%	52.3%	58.0%	53.5%	50.0%	52.8%	56.4%	54%	51%

Balans (miljarder)

Utlåning	253	263	281	591	591	630	692	803	842	826	863		
Riskjusterad			258	415	443	482	542	611	641	630	658		
Tier 1 kapital			26	26	28	31	35	37	41	46	50		
Tier 1 soliditet			10.0%	6.2%	6.3%	6.5%	6.4%	6.1%	6.4%	7.3%	7.6%		
Eget kapital	22771	25949	27549	32353	34431	38570	42466	48112	52192	56835	61109	10%	10%
Avk EK före skatt	18%	20%	25%	25%	23%	23%	28%	24%	21%	21%	22%	23%	23%

Kassaflöde

Företagsköp /fsg		0	0	-22870	0	-1550	-7100	-2525	0	0	-1100	-10725	-35145
Dividender		-701	-3877	-1208	-1565	-1922	-2144	-2751	-3120	-3294	-3602	-14911	-24184
Emission /återköp		737	2	0	0	0	-2950	-46	0	0	-3426	-6422	-5683

Värdering

Antal aktier	684.3	684.3	714.7	714.7	714.7	714.7	693.2	693.4	693.4	693.4	669.6		
Aktiekurs	32.70	46.00	65.00	91.00	114.00	107.00	161.50	154.00	116.00	147.00	173.00	10%	18%
Marknadsvärde bn	22.4	31.5	46.5	65.0	81.5	76.5	112.0	106.8	80.4	101.9	115.8		
EPS	5.42	5.48	6.90	8.01	8.14	8.91	12.44	12.05	11.54	12.16	14.67	10%	10%
Dividend	1.00	1.25	1.67	2.17	2.67	3.00	4.00	4.50	4.75	5.25	6.00		
P/E	6.0	8.4	9.4	11.4	14.0	12.0	13.0	12.8	10.1	12.1	11.8		
P/E före skatt	5.4	6.2	6.9	8.1	10.2	8.6	9.3	9.2	7.4	8.7	8.6		
Direktavkastning	3%	3%	3%	2%	2%	3%	2%	3%	4%	4%	3%		



Photo: Messer Griesheim

"Our business successes over the past three years and dynamic growth drivers position us to target, once again, a growth rate in net earnings in 2005 at least comparable to that published in 2004."

Benoît Potier (2004)

Förvärvet av den solklara marknadsledaren på industrigasmarknaden i Tyskland, Messer Griesheim, var den klart viktigaste händelsen för Air Liquide förra året. Konkurrensmyndigheterna godkände affären med villkor och AL fick de budgeterade 700 miljoner euro från försäljningar av delar av MG. Mycket annat kan man inte ännu säga om affären, efter bara ett år.



Verksamhet:

Air Liquide är med en marknadsandel på 21% världens ledande industrigasbolag (bl.a. syre, kväve, väte). Fem stora bolag (Air Liquide, BOC, Linde, Air Products ja Praxair) kontrollerar cirka 70% av världsmarknaden och branschen är i de flesta länder ett oligopol på grund av att man inte kostnadseffektivt kan transportera gas mer än ungefär 200 kilometer.

Air Liquide köpte på våren 2004 tyska Messer Griesheims affärsverksamhet för cirka 2,0 miljarder euro.

Bolaget som placering:

Industrigasbranschen är nära min dröm om en perfekt verksamhet. Kapitalbindningen gör inträdesbarriärerna omöjligt höga och de korta transportsträckorna håller konkurrensen oligopolistisk. Detta syns som en stabil lönsamhet – under de senaste 30 åren har resultatet sjunkit bara tre gånger!

Köpet av Messer Griesheim är ganska stort och kan vara en risk för resultatet på kort sikt. Men Air Liquide har lång erfarenhet av företagsköp och branschens natur minskar risken för att kunderna skulle byta leverantör i samband med företagsaffärer.

Vår kapitalförvaltare:



Benoît Potier

född 1957
anställd sedan 1981
VD sedan 1997

www.airliquide.com

Phoebus ägande (31.3.2005)

Antal aktier:	3.500
Andel av bolaget:	0,003%
Vikt i fonden:	3,2%
Mer info i rapporten:	4/2002

EUR miljoner

	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	5år	10år
Resultaträkning													
Omsättning	4841	4907	5242	5851	6087	6538	8099	8328	7900	8394	9376	7%	7%
EBITA	616	662	680	800	871	964	1151	1215	1199	1235	1344		
Rörelsemarginal	12.7%	13.5%	13.0%	13.7%	14.3%	14.7%	14.2%	14.6%	15.2%	14.7%	14.3%	15%	14%

Balansräkning

NWC	-270	-200	-226	-314	-291	-336	-331	-293	-360	-234	-729		
Fasta tillgångar	4319	4358	5082	6037	6612	8041	8254	8553	7834	7504	10235		
Nettoskuld	642	525	842	1259	1677	2433	2280	2584	2022	1730	3790		
Eget kapital	3407	3632	4015	4464	4644	5272	5643	5676	5452	5539	5715		
Sysselsatt kapital	4049	4158	4857	5723	6321	7705	7923	8260	7474	7269	9505	4%	9%
Avk. syss. kap.	16%	17%	15%	15%	14%	13%	15%	15%	17%	18%	14%	16%	15%

Kassaflöde

Fritt kassaflöde	211	-12	-131	-172	135	529	725	942	668	527	3391	3422
Företagsköp	-117	-158	-95	-214	-319	-125	-372	-307	-75	-2037	-2916	-3819
Dividender	-146	-152	-174	-193	-224	-248	-318	-366	-414	-336	-1682	-2573
Emission /återköp	124	17	14	-10	-94	-101	-242	-88	-139	-31	-601	-551
Öriga poster	45	-11	-32	171	-254	98	-97	381	251	-183	451	371
Diff nettoskuld	117	-317	-417	-418	-756	153	-304	562	292	-2060	-1358	-3149

Värdering

Antal aktier	109.3	111.0	112.3	112.4	112.4	112.0	111.7	110.2	109.2	108.4	107.9		
Aktiekurs	66	73	81	92	104	122	130	130	115	126	136	2%	7%
Marknadsvärde	7211	8138	9060	10301	11702	13628	14528	14336	12613	13628	14636		
EPS	3.51	3.78	3.91	4.35	4.81	5.28	6.15	6.71	6.78	7.06	7.82	8%	8%
Dividend	1.26	1.26	1.38	1.54	1.75	1.90	2.42	2.58	2.91	2.91	3.50		
P/E	18.8	19.4	20.6	21.1	21.7	23.0	21.2	19.4	17.0	17.8	17.3		
EV/EBITA	12.1	12.5	13.5	13.6	14.7	16.0	14.0	13.4	11.7	12.0	13.7		
Direktavkastning	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	3%	2%	3%		



"Scania växer i genomsnitt
med 5-6 procent per år.
Det nya lastbilsprogrammet
som lanserades under året
kommer att spela en viktig
roll för vår tillväxt.

Scania är starkare
än någonsin."

Leif Östling (2004)

The tide. Mont Saint Michel, France
Photo: Bo Hylén
Copyright: Scania CV AB

Scanias nya R-serie fick på IAA 2004 -mässan det ansedda priset "Truck of the Year". Produktsortimentet utökades år 2004 också med de nya P- och T-serierna och är i skick för minst ett decennium.

(Jag valde den ovanstående bilden till Årsboken en vecka innan Scania publicerade sin årsredovisning. Bolaget hade valt samma bild till pärmen. Men eftersom jag hann först ville jag inte byta ut bilden.)



Verksamhet:

Scania är helt fokuserat på tunga (>16tn) lastbilar – produktion, försäljning, finansiering och service av dessa, och endast dessa. Trots att bolagets andel av den årliga försäljningen av 400.000 tunga lastbilar på dess huvudmarknader är bara 12% hör Scania till världens fem stora tillverkare.

Produktionseffektiviteten separerar Scania från sina konkurrenter. Bolaget har i 16 år - varje år - varit mer lönsamt än konkurrenterna.

Bolaget som placering:

Att sälja långtradare är en cyklisk verksamhet som delvis utjämnas av servicen. Men, som siffrorna nedan visar, fluktuerar resultatet ändå ganska mycket.

Det nya produktsortimentet som lanserades i fjol förbättrar Scantias konkurrenskraft de närmaste åren. Det höga oljepriset är dock en risk och marknadsutsikterna är lite osäkra (se intervjun med Leif Östling på de följande sidorna).

Scania gjorde senast förlust år 1934.

Vår kapitalförvaltare:



Leif Östling

född 1945
anställd sedan 1972
VD sedan 1989

www.scania.com

Phoebus ägande (31.3.2005)

Antal aktier:	15.000
Andel av bolaget:	0,008%
Vikt i fonden:	3,1%
Mer info i rapporten:	1/2004

SEK miljoner

	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	5år	10år
Resultaträkning													
Omsättning	24088	31148	28794	33304	37509	38662	45859	48310	46140	50581	56788	8%	9%
EBITA	3731	5011	2787	2716	3251	4655	4623	2089	3548	4759	5887		
Rörelsemarginal	15.5%	16.1%	9.7%	8.2%	8.7%	12.0%	10.1%	4.3%	7.7%	9.4%	10.4%	8%	9%

Balansräkning

NWC	1132	2524	2086	2999	2946	5112	5277	1738	-192	-1219	-177		
Fasta tillgångar	11501	12408	13529	15098	16074	17146	18285	22361	21947	22937	23497		
Nettoskuld	6805	6836	6475	7744	7169	8710	7864	8104	4824	3467	2270		
Eget kapital	5828	8096	9140	10353	11851	13548	15698	15995	16931	18251	21050		
Sysselsatt kapital	12633	14932	15615	18097	19020	22258	23562	24099	21755	21718	23320	1%	6%
Avk. syss. kap.	30%	34%	18%	15%	18%	22%	20%	10%	18%	24%	25%	19%	20%

Kassaflöde

Fritt kassaflöde		678	1004	-46	1985	838	2882	3020	3187	2935	2372	14396	18855
Företagsköp		-91	-121	-483	5	-1121	-457	-929	1165	-26	0	-247	-2058
Dividender		-800	-1100	-1100	-1100	-1300	-1400	-1400	-700	-1100	-1200	-5800	-11200
Emission /återköp		0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Öriga poster		182	578	360	-315	42	-179	-931	-372	-452	25	-1909	-1062
Diff nettoskuld		-31	361	-1269	575	-1541	846	-240	3280	1357	1197	6440	4535

Värdering

Antal aktier	200.0	200.0	200.0	200.0	200.0	200.0	200.0	200.0	200.0	200.0	200.0		
Aktiekurs		180.00	170.50	179.00	150.00	306.50	210.00	192.00	168.50	203.00	263.00	-3%	
Marknadsvärde		36000	34100	35800	30000	61300	42000	38400	33700	40600	52600		
EPS	12.18	15.58	9.09	8.80	10.37	14.86	14.37	4.74	10.95	15.17	20.39	7%	5%
Dividend		5.50	5.50	5.50	6.50	7.00	7.00	3.50	5.50	6.00	15.00		
P/E		11.6	18.8	20.3	14.5	20.6	14.6	40.5	15.4	13.4	12.9		
EV/EBITA		8.4	14.3	15.6	11.1	14.6	10.4	19.6	10.0	8.6	9.3		
Direktavkastning		3%	3%	3%	4%	2%	3%	2%	3%	3%	6%		

Dags att rulla vidare för börsens kaxigaste

Finns det ett Scania efter Leif Östling? Frågan har länge svävat ovanför en av börsens, och familjen Wallenbergs, främsta vd-stjärnor.

För Affärsvärlden berättar han för första gången om hur han ser på bolagets framtid – och sin egen.

Ingen har suttit längre än Leif Östling som vd för ett av börsens största företag. Han anställdes i Scania som 27-åring 1972. Han blev chef för Scania 1989 och börs-vd för det som då vara Saab-Scania 1994.

Den 25 september i år fyller han 60 år och når formellt "scaniansk" pensionsålder. Femårsavtalet med styrelsen och storägaren tyska Volkswagen, som tecknades i efterdningarna av den spruckna Volvoaffären, löper ut i mars 2006.

Under hans ledning har Scania blivit ett av börsens mest framgångsrika företag, i regel omnämnt med epitetet "vinstmaskinen". I februari i år löste han dessutom en av de surdegsfrågor som länge tyngt företaget då Scantias bud på Ainax, parkeringsplatsen för Volvos aktier i Scania, äntligen gick igenom.

Östlings franka norrländska attityd och ledarstil har aldrig gått hem i stugorna. Med Wallenbergsfärens och tyskarnas goda minne styr den kaxige Leif Östling sitt Scania med järnhand, så hårt att tidningen *Chef* i sitt senaste nummer brutalt strimlar ner hans ledarstil, där han omger sig med vad som beskrivs vara ett gäng av ja-sägare. På rankninglistan hamnar han på en jumboplats, flankerad av beryktade chefer som Pelle Törnberg på MTG och Anders Igel, numera Teliachef.

Går det att hitta en bra efterträdare på vd-posten? Svaret har betydelse i en tid när lönsamhetsgapet mellan Scania och konkurrenterna krymper och marknadsandelen i Europa är nere på den lägsta nivån sedan 1994. Skeptikerna kraxar att Scania blir alltmer ensam om att hålla fast vid en strategi med få partnerskap i stället för att skapa stordriftsfördelar genom breda samarbeten och samgåenden. Snart helt ensam.

Klart är att Leif Östling börjat förbereda sig för reträtten. Den här våren har han föreslagits som ny ledamot i Wallenbergbolaget SKF, vilket gör honom ytterst lämpad att ta över som ordförande nästa år, då nuvarande ordföranden Anders Scharp fyller 72.

Frågan runt din avgång är en av de mest centrala för Scania. Vad kan du säga om det?

– Vd-frågan är en styrelsefråga för de två stora ägargrupperingarna. Någon gång under året, mellan det tredje och fjärde kvartalet, kommer frågan upp på ett eller annat sätt. Innan dess har jag väl inga kommentarer, säger Leif Östling när han träffar Affärsvärlden ute på Scantias huvudkontor i Södertälje. Sedan tillägger han:
– Men det är klart att jag funderat igenom vad jag kan göra sedan.

Har du något förslag till ny vd som du kan presentera för styrelsen?

– Jag har några personer på listan.

Vilken profil söker du?

– Det vore önskvärt att det kom någon inifrån organisationen, som känner Scania. Det här är väldigt mycket en organisation som bygger på att man har ett bra nätverk. En person som varit länge i företaget kan köra 5–10 år. Styrelsen kan även välja en fyrtioåring med ett seniort gäng omkring sig, som successivt får växa in i vd-rollen. Det var den modellen som jag hade.

– Men det kan komma någon utifrån också, som är ödmjuk och har respekt för kunskapen. Jag skulle vilja säga att den här organisationen är väldigt kollegial. Alla känner varandra väldigt bra. Risken att en extern person skulle förstöra något är ganska liten, så snabbt går det inte, är han dålig kommer han snarare vantrivas och sluta.

Så där talar bara en verklig despot.

– Det är förenklat. Scania är inte så himla beroende av mig. Det är inte toppstyrt. Men Scania följer ett visst regelverk och gillar man inte det får man gå ut. Vi har en speciell ledarskapsmodell på produktionssidan – Scania Production Systems. Det fungerar nästan som hos folkrörelserna, den gamla studiecirkeltekniken som engagerade och som löper på och har fint momentum i sig. Vi ser hur produktiviteten ökar hela tiden. Vi är väldigt överens om hur vi ska satsa på olika marknader och hur vi ska integrera närmare och närmare kunderna. Alla är på det klara med att vi ska fortsätta med det här.

Kan du se dig själv som ordförande för Scania, efter att du lämnat vd-posten?

– Sådant avgör ägarna, och det är klart att i bolag med tydliga ägare så kan det bli så. Sedan är det speciellt i Scania med Volkswagen och den tyska traditionen att ha ordförandeposten.

Ditt inträde i SKF-styrelsen väckte också spekulationer om att du tar över som ordförande där nästa år?

– Det är en ägarfråga.

Wallenberg och Investor köpte aktier i Ainax och hjälpte dig att bli av med bolaget. Fanns det aldrig några andra tänkbara köpare till Ainax?

– Nej. Några aktörer ringde mig förra sommaren. Det var finansiella köpare, sådana där amerikanska buyoutfirmor, som hade kontakter med svenskar som ringde för att sondera terrängen. Men jag sa: "Glöm det där, ni bara förstör pengar. Ni får ändå inget inflytande." Jag sa att två block – Wallenberg och tyskarna – redan kontrollerade 55 procent av aktierna och dessutom har de ett bra samförstånd med företagsledningen. Vi var rörande överens om att det inte var värt besväret.

Och du får bra betalt för att försvara de sittande ägarna, bland annat genom det där femårspaketet från Volkswagen med ett extra pensionspåslag på 22 miljoner kronor.

– VW-avtalet har sin förklaring. Vintern 2000 hade jag gjort upp med Volvochefen Leif Johansson om att sluta till sommaren. Jag trodde inte på fusionen. När Bryssel stoppade affären skulle jag i stort sett bara skriva på för ett tyskt företag...

...som chef för MAN:s lastbilar?

– Nej, det jobbet blev jag erbjuden, men jag hade bestämt mig för att lämna branschen så jag tackade nej. MAN frågade Håkan Samuelsson i stället. Sedan när Volkswagen på min inrådan klev in i Scania övertalade Ferdinand Piëch mig att stanna kvar. Det var så VW-kontraktet kom till.

Förra året tjänade du 15 miljoner kronor vilket ger dig en plats bland de högst betalda börsvd-ar. Det är tre gånger mer än du tjänade 1995. Förstår du att det sticker i ögonen?

– Självklart är utvecklingen svår att förstå, men det går inte att skjuta in hela diskussionen på vd-löner i den privata sektorn. Vi konkurrerar om samma hjärnor som bank- och finanssektorn. På finansmarknaden får folk mycket mer betalt, och en finansförvaltare som placerar i aktier i Scania gör knappast mer nytta än en ingenjör som utvecklar emissionsfria motorer.

– Då är jag mer bekymrad över den lagstiftning som är på gång om att redovisa ersättningar till företagsledningen. Förutom att det känns obehagligt att tvingas hänga ut enskilda individer så tror jag att det kommer köra upp lönerna ordentligt. Jag vet hur det ser ut i private equity-branschen. Jag sitter med i EQT:s olika fonder, och vet vilka program ledningarna får ta del av i de bolag EQT äger.

Scania hade ett rekordresultat på 6,3 miljarder kronor förra året. Trots en rörelsemarginal på 11,2 procent var ni inte lönsammast, amerikanska Paccar slog er med några tiondelar.

Har ni blivit detroniserade för alltid?

– Går man in och kollar så har Paccar en otroligt stark finansverksamhet. Jag tror de hämtade hälften av sin vinst från finansverksamheten.

Av Paccars bokslut framgår att finanserna stod för ungefär 10 procent av resultatet, bara marginellt mer än vad Scantias finans-rörelse mår med.

– Finansrörelsens resultat syns inte. Jag känner Paccars vd Mark Pigget tillräckligt väl för att veta hur han redovisar. Den stora skillnaden mellan Paccar och oss är att de hållit på med finansiering sedan 1970-talet i USA. Vi har bara hållit på i tio år. Men bidraget växer.

Scantias marknadsandel i Europa sjönk förra året till 13 procent, den lägsta marknads-andelen sedan 1994. Svider det?

– Det kanske var därför det gick så bra lönsamhetsmässigt också. Det gäller att våga avstå från dåliga affärer. Vad vi behöver för att bibehålla den lönsamheten vi har i dag är en genomsnittlig försäljningstillväxt på fem procent. Så länge vi når det är vi nöjda.

Även Volvo flåsar er i nacken. Varken Renault, Volvo eller Mack har tappat marknadsandelar efter samgåendet. Samtidigt krymper gapet mellan Volvos och Scantias lönsamhet.

Dags att erkänna att Volvo fått rätt och du varit för negativ till fusionens stordriftsfördelar?

– Nej, det blir alltid luckor över när företag går ihop. Titta på Ivecos kräftgång i Europa. Ta Volvos köp av White och GM i USA. Köpet av Renault är bara fyra år gammalt, och det är först nu som samarbetet börjar synas. Kunderna är inte dumma. Vänta tills det gått tio år.

Sist Affärsvärlden träffade Leif Östling, i september 2003, pågick spekulationer om att Volkswagens aktiepost i Scania skulle kunna bli en pusselbit i det då pågående bråket kring det tyska industri- och lastbils-konglomeratet MAN. "Det händer ingenting med Scania utan att man talat med mig", sa han då sturskt.

I dag berättar han om att det aldrig blev skarpt läge. Upprinnelsen till spekulationerna var Dr Viezel, som tillhörde ledningsgruppen i MAN skulle göra ett halvfientligt uppköp av MAN, då ett lågt värderat konglomerat. Dr Viezel hade trummat ihop ett konsortium med Volkswagen. Men varken Scania eller ledningen för MAN:s lastbilsdivision var involverade.

– MAN:s vd Rudolf Ruprecht ringde mig och han var väl ganska förtvivlad. Vi snackade igenom det där. Sedan när allt läckt ut, det gör det alltid i Tyskland, så stack MAN:s aktiekurs, så affären föll.

Spekulationerna kring MAN tog tvärt stopp när Håkan Samuelsson i december etablerade ett motorsamarbete med amerikanska Navistar i stället, som för övrigt Scania haft samtal med för tioåret år sedan.

Känns det bittert?

– Nej, uppgörelsen handlar om företagspolitik. Navistar får motorer från amerikanska Cummins och sökte en alternativ leverantör. Vi samarbetar redan med Cummins så det utelöst oss. Uppgårelsen påverkar inte vårt samarbete med MAN inom växellådor och bakaxlar.

Utvecklingskostnaderna för exempelvis motorer blir inte precis lägre, så på sikt behöver väl även Scania slå ut sina investeringar på ännu större volymer?

– Vi klarar oss. Fokuset på produktionskostnaderna har överdrivits. Lastbilar handlar alltmer om transportlösningar och service. Utvecklingen har gått snabbt. Så sent som 1990 låg 90 procent av Scantias tillgångar bundna i tillverkningen och 10 procent på distribution och serviceledet. I dag är 40 procent av våra tillgångar bundna i distribution och service, och 35–40 procent av antalet anställda finns där.

– Vi har sett en remarkabel utveckling hos de återförsäljare vi tagit runt om i Europa. I dag sköter vi hälften av servicen av lastbilarna själva. Om tio år är andelen säkert uppe i 75 procent.

Scania ska växa i Asien också. När kommer den första fabriken?

– Vi säljer 4 000 fordon i hela regionen, varav 1 500–2 000 i Korea. Vi måste ha en idé om att landa på 8 000–10 000 fordon inom en fyra-femårsperiod för att våga bygga en monteringsverksamhet. Rimligen kan vi fatta ett beslut om en fabrik för montering av hytter om ett par tre år. Valet står mellan Kina och Korea.

Vågar du lägga den i Kina?

– Allt beror på vilka villkor kineserna ställer upp. Vi måste få ha full kontroll. Jag låter aldrig några kineser få grepp om vårt produktsystem, då får det här företaget utomordentliga problem. Fast det räcker inte med att de bara ändrar lagstiftningen, det handlar mycket om mentalitet. Det där med Konfucius, du vet, att tanken är fri. Sådant kan vi aldrig ställa upp på.

Samarbetet med japanska Hino har hittills bara gett en försäljning på hundratalet lastbilar per år. Kommer det någonsin att lossna?

– Det är ett långsiktigt projekt. Vi lär oss hur den japanska lastbilsmarknaden fungerar. Den kommer att gå igenom en kraftig förändring de kommande 10–15 åren mot en allt större öppenhet för utländska konkurrenter. På sikt kommer vi att komma in med ett antal hundra lastbilar per år.

Det kommer signaler om att konjunkturuppgången är över i Europa. Självt har du beskrivit 2005 som ett mellanår men att det lyfter igen 2006.

Börjar du vackla?

– Tja, första halvåret stiger registreringarna med 5 procent, det tyder våra orderböcker på. Men vi ser ingen tillväxt i orderstocken, ledtiderna i industrin är sju åtta månader, så framåt hösten blir det lugnare. Jag sitter i Teknikföretagens styrelse och hela industrin känner att konjunkturuppgången har tagit en paus.

Vad ska ändra på det?

– De nya emissionsbestämmelserna som träder i kraft 2007 borde hålla uppe lastbilsförsäljningen nästa år. Fast egentligen vet vi inte alls hur kunderna kommer agera, för alla resonerar på olika sätt. Självt är jag orolig för oljepriset. Osäkerheten sänker tillväxten och efterfrågan på lastbilar. Sticker oljepriset i väg till 100 dollar, och det är inte alls omöjligt, så måste EU hantera det och börja arbeta aktivt med energifrågan, även globalt.

– Det är en jätteutmaning för EU att få upp tillväxten. Rent generellt tror jag att politikerna i Europa måste börja tänka om och se över de dyra sociala välfärdssystemen. Som det ser ut nu så flyttas arbetstillfällena från Västeuropa till Östeuropa i en alldeles för snabb takt. Vad vi får är en intern kostnadsdevalvering i Västeuropa samtidigt som arbetslösheten bara växer. På sikt blir det ohållbart.

Du är både engagerad i EQT och vd för ett börsbolag. Börsbolag som SCA och Volvo klagat över att de inte kan växa genom förvärv för riskkapitalbolagen bjuder mer.

Vem räknar fel?

– De räknar nog rätt båda två men de räknar olika. Skillnaden handlar om ägarformen. Inom private equity har du ett väldigt tydligt ägande, med en placeringshorisont på 4–5 år, där företagsledningen får lov att ta stora risker. De gör förvärv och nysatsningar som ett börsnoterat bolag aldrig skulle våga sig på.

– Sedan har du riskbiten, institutioner som värderar börsnoterade företag efter en viss multipel, går in med riskkapital i private equity där de kräver en helt annan värdering.

– Jag har sett spelet med egna ögon. När vi gjort börsnoteringar har samma institutioner som är med i fonderna försökt rabattera ner priset och prislappen. Då är det inte konstigt att riskkapitalfonderna börjar sälja till varandra i stället.

Det beteendet är väl ett tecken på att allt är en bubbla som spricker när räntan stiger?

– Jag ser det mer som ett uttryck för att det traditionella institutionella ägandet har kapsejsat. Private equity för mig ersätter de gamla kapitalisterna i form av Wallenberg och Rausing, medan börsens institutioner blir mer och mer politiserade med regelverk och ägarkoder. Det leder till att risknivån på börsen sänks, men chansen till god utväxling på aktier sjunker lika mycket.

Hur hanterar Scania det här?

– Vi är på börsen, gillar läget och har redan anpassat oss. Vi vill gärna ha en nettoskuldssättning för vi tycker ju att det är så billigt med externa pengar. Sedan köper vi där inte riskkapitalbolagen är med och bjuder, som i servicesektorn för att komma närmare våra kunder. Överskottet delar vi med glädje ut till aktieägarna.

Sophie Nachemsom-Ekwall
sne@afv.se

Artikeln publicerades i Affärsvärlden nr 15/2005 den 13.4.2005. Reproducerad med tillstånd av AFV.

Leif Östling om...

...att Wallenbergstiftelsernas vice ordförande Peter Wallenberg Jr föreslagits som ny styrelseledamot i stället för Marcus Wallenberg, vd i Investor:
– Ågarna har ju rätt att ha in sina representanter. Jag känner Peter Jr och det ska bli kul att ha honom i styrelsen.

...att Saab Automobile, tidigare dotterbolag till dåvarande Saab-Scania går mot nedläggning:
– I min värld är Saab redan nedlagt. Jag vet inte vad som gick fel. Vi hade hoppats på att GM skulle föra med sig en större kundbas så att vi kunde dubbla försäljningen till 200 000–250 000. Varför de inte lyckades var väl en kombination av både produkt och distribution, men

kostnadsbilden i Sverige var inte kärnproblemet. Då skulle både Volvo och Scania ha problem, och det har vi inte.

...den oundvikliga utflyttningen av industrijobb:
– Politikerna i Europa – och Sverige – måste tänka om. Det handlar inte om att flytta ut vanliga verkstadsjobb längre. Det är ännu lättare att flytta kvalificerade tjänstemän – det är bara att länka upp sig via satellit. Därför måste kostnadsnivån för arbete sänkas överlag. Vi måste sänka inkomstskatterna och arbetsgivaravgifterna rejält och se över socialförsäkringssystemets höga kostnader. Det måste löna sig för individen att arbeta och för företagen att anställa personal. Det är enda sättet att öka den privata konsumtionen och efterfrågan i ekonomin.

Har jobbat i Brasilien

Namn: Leif Östling.

Född: 25 september 1945.

Familj: Fru, två barn 15 och 12.

Bor: Stora Essingen i Stockholm.

Karriär: Civilingenjör Chalmers och civilekonom Handelshögskolan i Göteborg. Anställd i Scania sedan 1972. Har bland annat varit vid Scania i Brasilien och i Nederländerna. Blev 1989 vd för Scania och 1994 vd för hela dåvarande Saab-Scania.

Styrelseuppdrag: Scania, Investor, BT Industries och fr.o.m i vår SKF. Sitter även i onoterade ADR Haanpää.

Senast lästa bok: En biografi över Ferdinand Piëch.

Senast sedda film: "Lost in translation".



Detta är Scania



Huvudkontor: Södertälje.

Ordförande: Bernd Pischetsrieder.

Ägare: Volkswagen, Investor, Wallenbergstiftelserna.

Anställda: 30 000, varav 12 000 i Sverige.

Verksamhet: Fordonstillverkning. 58 000 tunga lastbilar sålda främst i Europa och Latinamerika.

Försäljning 2004: 57 mdr kr (+10%).

Vinst före skatt 2004: 6 mdr kr (+30%).

FÖRVALTARENS KOMMENTAR:

Trots journalistens kritiska attityd tycker jag ovanstående intervju med Leif Östling är mycket intressant. Det är faktiskt ett vanligt kännetecken på en bra företagsledare att han inte låter sig provoceras av ofina frågor.

Jag fäste själv uppmärksamhet vid följande saker:

- Liksom de flesta Phoebus-chefer tänker Östling på utvecklingen av sitt bolag mycket långsiktigt, som en kontinuerlig process.

- I goda bolag är utvecklingen av följande generation ledare en av ledningens viktigaste uppgifter. Scania har helt tydligt satsat på att göra detta.

- Bolagets kultur är mycket stark, liksom i de flesta fina bolag. Det är speciellt att offentligt säga att en ny ledare utifrån inte lätt trivs. Men det är en helt korrekt observation.

- Stora företagsaffärer lyckas sällan. Östling är nog på rätt spår då han kritiserar Volvos strategi.

- Scantias framtidsutsikter verkar lovande, speciellt inom serviceverksamheten.

En mer spekulativ läsare märker säkert också att industrins tillväxt verkar stagnera. Jag tycker inte det är så viktigt – viktigast är att jag vet att Scania är ett fint bolag.

WE ARE AN IMPORTANT PART OF THE GLOBAL FINANCIAL SERVICES INFRASTRUCTURE

We Provide

- 80% of the world's largest money managers and asset owners with foreign exchange services and transition management services, and quantitative research and technology-driven tools

We Manage

- \$1.4 trillion assets worldwide
- World's largest pool of institutional assets

We Service

- More than 40% of all US mutual funds (calculating five times the number of fund prices daily as our next largest competitor)
- 36% of US pension funds
- 41% of US public pension funds
- 19% of Canadian mutual funds
- 24% of UK collective funds (including pension funds)
- 21% of German institutional & retail deposits

STATE STREET.

"The task before us is to position State Street as the premier provider in all the markets we serve, while generating consistent earnings in a period of slower growth. Achieving this requires balance."

Ronald E. Logue (2004)

State Streets internationalisering tog ett stort kliv framåt då bolaget år 2003 köpte Deutsche Banks globala värdepappersförvarsverksamhet. Två tredjedelar av verksamheten är ändå ännu i USA så det finns en enorm potential på de internationella marknaderna.



STATE STREET.

Verksamhet:

State Street är världens ledande leverantör av outsourcing-tjänster för institutionella placerare. Bolaget förvarar värdepapper för nästan 10 triljoner dollar och förvaltar (främst i indexprodukter) över 1000 miljarder dollar. Varje dag beräknar State Street värdet för nästan hälften av alla placeringsfonder i USA.

Allt detta kräver avancerade IT-system.

Bolaget som placering:

State Street verkar i en bransch där storlek är styrka. Skalfördelarna gör det i praktiken omöjligt för nya konkurrenter att komma in i branschen. State Street har därför bara 5-6 globala konkurrenter.

En fungerande outsourcing-relations byteskostnad är nästan alltid högre än den potentiella besparingen. Kundlojaliteten är därför hög.

Ledningen byttes plötsligt på sommaren 2004. Den nya chefen Ron Logue har jobbat för bolaget i 15 år så ett nytt ansikte kommer knappast att innebära stora strategiska förändringar.

Vår kapitalförvaltare:



Ronald E. Logue

född 1946
anställd sedan 1990
VD sedan 2004

www.statestreet.com

Phoebus ägande (31.3.2005)

Antal aktier: 11.000
Andel av bolaget: 0,003%
Vikt i fonden: 2,3%

Mer info i rapporterna: 1/2002, 1/2005

USD miljoner

	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	5år	10år
Resultaträkning													
Intäkter	1423	1575	1882	2342	2765	3119	3615	3914	3962	4453	4996	10%	13%
Resultat före skatt	365	401	484	608	697	783	971	1085	1121	1237	1299		
Marginal	25.7%	25.5%	25.7%	26.0%	25.2%	25.1%	26.9%	27.7%	28.3%	27.8%	26.0%	27%	27%

Balans /verksamhet

Förvar (mdr)	1728	2278	2942	3903	4812	5952	6118	6203	6171	9370	9497		
Förvaltning (mdr)	161	227	292	390	485	667	711	775	763	1106	1354		
Eget kapital	1284	1483	1618	1847	2311	2652	3262	3845	4787	5747	6159	18%	17%
Avk EK före skatt	28%	27%	30%	33%	30%	30%	30%	28%	23%	22%	21%	24%	26%

Kassaflöde

Företagsköp /fsg		0	0	0	0	1659	0	-176	570	-887	-100	-593	1066
Dividender		-56	-61	-69	-84	-93	-106	-127	-149	-179	-209	-770	-1133
Emission /återköp		-12	-119	-94	-69	-125	5	-188	23	373	-65	148	-271

Värdering

Antal aktier	333.8	335.4	328.8	327.6	327.9	327.5	328.1	330.5	327.5	335.3	339.6		
Aktiekurs	7.16	11.25	16.16	29.10	35.06	36.53	62.11	52.25	39.00	52.08	49.12	6%	21%
Marknadsvärde	2388	3773	5311	9531	11495	11964	20378	17268	12772	17464	16681		
EPS	0.66	0.74	0.89	1.16	1.33	1.49	1.81	2.08	2.20	2.34	2.47	11%	14%
Dividend	0.15	0.17	0.19	0.22	0.26	0.30	0.35	0.41	0.48	0.56	0.64		
P/E	10.9	15.3	18.1	25.1	26.4	24.5	34.2	25.1	17.8	22.3	19.9		
P/E före skatt	6.5	9.4	11.0	15.7	16.5	15.3	21.0	15.9	11.4	14.1	12.8		
Direktavkastning	2%	2%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%		



WELL POSITIONED

"Fiscal 2004 was an important transition year for ADP. Although we reported lower earnings than in the prior year, we took the steps necessary to position ourselves for the future. The good news is that the cyclical contraction has reversed."

Arthur F. Weinbach (2004)

Liksom de flesta andra Phoebus-bolag utvecklar ADP sin verksamhet långsiktigt. Nu då den ekonomiska omgivningen har förbättrats (speciellt då de korta räntorna har stigit) borde vi kunna hoppas på att de senaste årens utvecklingsarbete börjar bära frukt.



Verksamhet:

Automatic Data Processing är världens ledande leverantör av outsourcing-tjänster för personalhantering. Bolaget beräknar och betalar löner åt 30 miljoner människor. Dessutom är det en betydande aktör inom processering av värdepappers- och bilaffärer samt försäkringsersättningar.

Allt detta kräver avancerade IT-system. ADP är faktiskt ett ganska liknande bolag som State Street, bara i en lite annan bransch.

Bolaget som placering:

ADP är 3-4 gånger större än sin närmaste konkurrent, vilket syns i lönsamheten. Genom bolaget flyter (med dröjsmål) kontinuerligt cirka 12 miljarder dollar i kundmedel.

Verksamheten har under de senaste åren lidit av sjunkande sysselsättning och lägre räntor. En förändring till det bättre har redan skett och resultatet kan förväntas vända uppåt redan i år.

ADP:s största utmaning är att internationalisera sin verksamhet, av vilken endast en fjärdedel idag är utanför USA.

Vår kapitalförvaltare:



Arthur F. Weinbach

född 1943
anställd sedan 1980
VD sedan 1996

www.adp.com

Phoebus ägande (31.3.2005)

Antal aktier:	10.000
Andel av bolaget:	0,002%
Vikt i fonden:	2,2%
Mer info i rapporten:	3/2004

USD miljoner	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	30-Jun	5år	10år
Resultaträkning														
Omsättning	2469	2894	3567	4110	4843	5456	6168	6854	7004	7147	7755		7%	12%
EBITA	467	559	665	782	870	1058	1261	1507	1673	1518	1438			
Rörelsemarginal	18.9%	19.3%	18.6%	19.0%	18.0%	19.4%	20.4%	22.0%	23.9%	21.2%	18.5%		21%	20%
Balansräkning														
NWC	-82	-1	-109	-363	-461	-356	-230	-221	-312	-719	-894			
Fasta tillgångar	1086	1206	1735	1931	2419	2341	2492	2435	2767	3831	4295			
Nettoskuld	-687	-892	-690	-1093	-1481	-2023	-2321	-2487	-2659	-2260	-2016			
Eget kapital	1691	2097	2315	2661	3439	4008	4583	4701	5114	5371	5418			
Sysselsatt kapital	1004	1204	1626	1568	1958	1985	2262	2214	2455	3112	3401		11%	13%
Avk. syss. kap.	47%	46%	41%	50%	44%	53%	56%	68%	68%	49%	42%		55%	52%
Kassaflöde														
Fritt kassaflöde		330	490	822	656	625	762	1002	1216	1421	1065		5466	8389
Företagsköp		-107	-473	-115	-279	169	-161	-73	-213	-647	-268		-1362	-2168
Dividender		-89	-112	-130	-153	-181	-213	-248	-277	-285	-309		-1331	-1996
Emission /återköp		86	-120	-56	40	15	-28	-717	-647	-846	-461		-2699	-2734
Öriga poster		-15	12	-117	124	-85	-63	202	93	-43	-270		-81	-162
Diff nettoskuld		205	-202	403	388	542	297	166	172	-399	-243		-7	1330
Värdering														
Antal aktier	595.1	608.6	615.9	620.1	628.2	636.9	646.1	646.0	630.6	605.9	598.7			
Aktiekurs	12.30	14.71	18.26	22.44	35.11	42.71	52.37	48.91	43.12	33.86	41.88		0%	13%
Marknadsvärde	7320	8952	11246	13915	22056	27202	33836	31595	27191	20516	25076			
EPS	0.56	0.65	0.74	0.86	1.03	1.16	1.36	1.59	1.75	1.68	1.56		6%	11%
Dividend	0.14	0.16	0.19	0.22	0.26	0.30	0.34	0.40	0.45	0.48	0.54			
P/E	21.9	22.7	24.7	26.0	34.0	36.8	38.4	30.8	24.7	20.2	26.8			
EV/EBITA	14.2	14.4	15.9	16.4	23.6	23.8	25.0	19.3	14.7	12.0	16.0			
Direktavkastning	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%			



En Aroundio Partner på hembesök.
Photo: Foto Malmen, Linköping
Copyright: Securitas AB

"Säkerhetsmarknaden kommer
att fortsätta utvecklas och
öppna nya möjligheter
för de företag som är
tillräckligt fokuserade
för att se, förstå och
fånga upp trenderna"

Thomas Berglund (2004)



Securitas associeras oftast med bevakning av industriella anläggningar och butiker, som fortfarande utgör 90% av dess verksamhet. Hembevakning är däremot det snabbast växande verksamhetsområdet.

För bara trettio euro i månaden (+ installation) kan kunden få tillgång till sin egen Aroundio™ -partners service och väktare inom 10 minuter vid alarm, utan extra kostnader. Detta nya koncept används tillsvidare av bara en halv miljon kunder i Europa, men tillväxten är snabb, 20-30% per år.

Aroundio™ -konceptets största nytta jämfört med traditionell bevakning ligger i servicenivån - Friendly Security.



Verksamhet:

Securitas är världens ledande bevakningsföretag, vars andel av världsmarknaden är ungefär 8%. Dess ställning inom sin kärnverksamhet (exklusive system och världen utanför USA och Europa) är ännu starkare, med en 16% marknadsandel.

Bolaget har historiskt vuxit kraftigt genom företagsförvärv, men har under de senaste åren koncentrerat sig allt kraftigare på att förstärka den organiska tillväxten.

Bolaget som placering:

Aktiemarknaden har blivit besviken på Securitas utveckling i USA där den organiska tillväxten i fjol var -2% och rörelsemarginalen sjönk med 60 bps. Bolagets övriga verksamheter, som står för 77% av resultatet, fortsätter dock växa och deras resultat att förbättras.

På grund av Securitas otaliga företagsköp har dess goodwill-avskrivningar varit stora. Därför är bolagets IFRS-resultat mycket bättre än det som hittills visats. I verkligheten har Securitas förstås gjort bra resultat även hittills, men det har inte syns i bokföringen.

Vår kapitalförvaltare:



Thomas Berglund
född 1952
anställd sedan 1985
VD sedan 1993

www.securitasgroup.com

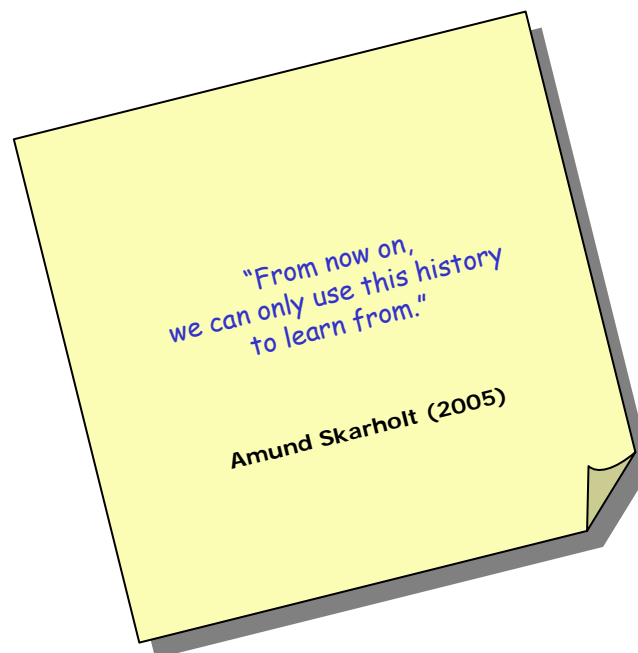
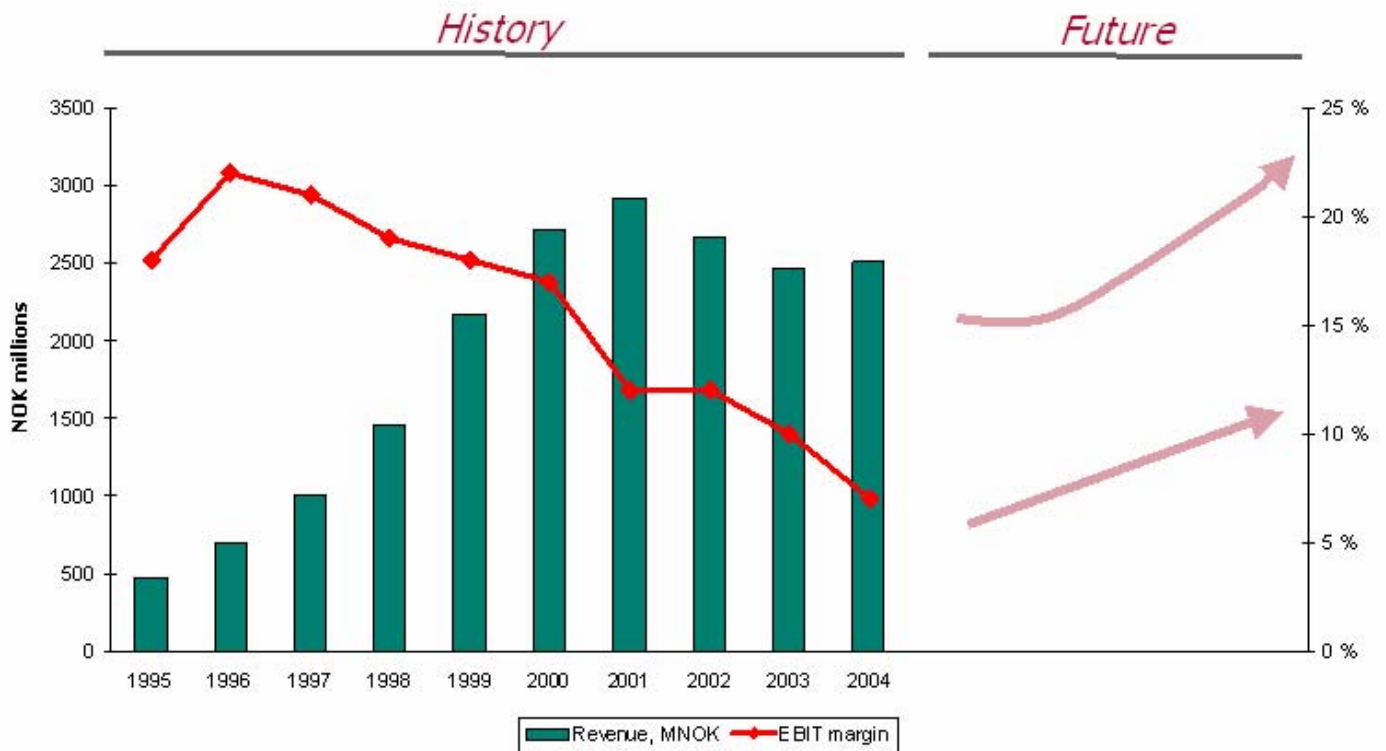
Phoebus ägande (31.3.2005)

Antal aktier:	28.000
Andel av bolaget:	0,007%
Vikt i fonden:	2,2%
Mer info i rapporten:	2/2004

SEK miljoner

	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	5år	10år
Resultaträkning													
Omsättning	6844	7309	9074	10763	13710	25646	40807	60364	65685	58850	59687	18%	24%
EBITA	483	549	688	778	1003	1631	2560	3855	4458	3732	3900		
Rörelsemarginal	7.1%	7.5%	7.6%	7.2%	7.3%	6.4%	6.3%	6.4%	6.8%	6.3%	6.5%	6%	7%
Balansräkning													
NWC			-742	-558	-526	-915	-453	-3126	-3376	-1495	-1404		
Fasta tillgångar			3513	4456	8296	12036	22931	27645	24926	22877	23863		
Nettoskuld			739	1533	2419	2053	12419	12583	9887	10687	10633		
Eget kapital			2033	2365	5351	9069	10059	11936	11663	10695	11826		
Sysselsatt kapital			2771	3898	7770	11121	22478	24519	21550	21382	22459	15%	
Avk. syss. kap.			25%	23%	17%	17%	15%	16%	21%	17%	17%	16%	
Kassaflöde													
Fritt kassaflöde				271	517	1301	812	4529	2648	1252	2213	11453	
Företagsköp				-1132	-3713	-3701	-10944	-3002	-1710	-1308	-2362	-19326	
Dividender				-175	-201	-277	-356	-428	-542	-730	-730	-2786	
Emission /återköp				46	2562	3437	0	379	157	0	0	536	
Öriga poster				195	-51	-394	123	-1642	2143	-14	933	1543	
Diff nettoskuld				-794	-886	366	-10366	-164	2696	-800	53	-8580	
Värdering													
Antal aktier	297.0	297.0	297.0	297.0	313.6	355.8	365.1	365.1	376.7	382.4	382.4		
Aktiekurs	16.75	26.25	49.65	60.00	126.00	154.00	175.00	199.00	104.00	97.00	114.00	-6%	21%
Marknadsvärde	4974	7796	14745	17819	39516	54792	63897	72660	39176	37094	43595		
EPS	1.03	1.39	1.62	1.89	2.17	3.38	4.20	6.14	7.04	6.22	6.61	14%	20%
Dividend	0.42	0.50	0.60	0.69	0.85	1.00	1.20	1.50	2.00	2.00	3.00		
P/E	16.2	18.9	30.6	31.7	58.2	45.6	41.7	32.4	14.8	15.6	17.2		
EV/EBITA			22.5	24.9	41.8	34.9	29.8	22.1	11.0	12.8	13.9		
Direktavkastning	2%	2%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	2%	2%	3%		

Revitalize & achieve profitable growth



Den nya verkställande direktören Amund Skarholt gav en mycket god bild vid Tomras resultatpresentation den 19.4.2005. Det kommer säkert att ta minst 1-2 år att skära kostnader och etablera nya arbetssätt men Tomras ledande position är en mycket bra sprängbräda för en betydlig förbättring av lönsamheten.



Verksamhet:

Tomra är överlägset världens ledande producent av återvinnings-system för dryckesförpackningar. Dess 50.000 installerade insamlingsmaskiner representerar över 80% av världens installationer. Trots detta samlar Tomras maskiner årligen in "bara" cirka 26 miljarder flaskor och burkar – konsumtionen är 800 miljarder.

Tomra har hittills fokuserat på länder som har pantsystem. Bolaget håller nu på att utveckla sin verksamhet också i övriga länder.

Bolaget som placering:

Jag blev mycket färvånad då Erik Thorsen meddelade att han lämnar Tomra. Fast han hann vara 19 år i bolaget, varav 9 som chef, är han bara 49 år. Även valet av efterföljare var överraskande, då Amund Skarholt kommer utifrån och är nästan i pensionsåldern.

Tomras lönsamhet är usel. Bolaget har satsat kraftigt på att utveckla ny affärsverksamhet och den existerande verksamheten har samtidigt lidit av fördröjningen av det nya pantsystemet i Tyskland. Tomras starka marknadsposition i en växande bransch ger nästan obegränsade möjligheter – det återstår att se om Skarholt lyckas utnyttja dessa möjligheter på ett lönsammare sätt än Thorsen.

Vår kapitalförvaltare:



Amund Skarholt

född 1948
anställd sedan 2005
VD sedan 2005

www.tomra.com

Phoebus ägande (31.3.2005)

Antal aktier:	85.000
Andel av bolaget:	0,048%
Vikt i fonden:	1,9%
Mer info i rapporten:	3/2003

NOK miljoner

	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	5år	10år
Resultaträkning													
Omsättning	386	501	784	1201	1456	2169	2718	2924	2674	2463	2512	3%	21%
EBITA	47	84	152	206	335	404	497	397	368	276	217		
Rörelsemarginal	12.2%	16.8%	19.4%	17.2%	23.0%	18.6%	18.3%	13.6%	13.8%	11.2%	8.6%	13%	15%
Balansräkning													
NWC	76	110	94	149	326	356	594	325	284	364	9		
Fasta tillgångar	189	313	513	836	1055	1229	1443	1825	1341	1323	1407		
Nettoskuld	56	27	103	-56	97	-20	-673	-641	-964	-1025	-922		
Eget kapital	209	395	504	1041	1284	1604	2709	2791	2588	2713	2338		
Sysselsatt kapital	265	423	607	985	1381	1585	2036	2150	1624	1687	1416	-2%	18%
Avk. sysst. kap.	18%	20%	25%	21%	24%	26%	24%	18%	23%	16%	15%	20%	21%
Kassaflöde													
Fritt kassaflöde	-14	-47	23	25	29	228	-87	505	348	149	475	1389	1647
Företagsköp	-43	-26	-79	-185	-177	-41	-43	-368	-12	0	-219	-642	-1151
Dividender	-7	-9	-9	-11	-16	-21	-33	-36	-36	-45	-54	-203	-269
Emission /återköp	46	139	9	378	59	53	1086	122	14	0	0	1222	1860
Öriga poster	-9	-28	-19	-48	-48	-102	-269	-254	9	-43	-306	-864	-1109
Diff nettoskuld	-27	28	-76	159	-154	117	653	-32	323	61	-104	902	977
Värdering													
Antal aktier	132.3	149.1	150.2	155.5	163.5	166.0	170.0	177.7	178.4	178.5	178.5		
Aktiekurs	3.83	12.63	24.88	41.25	62.50	68.00	171.00	86.00	45.10	40.10	33.30	-13%	24%
Marknadsvärde	506	1883	3737	6412	10222	11287	29065	15283	8047	7157	5944		
EPS	0.25	0.42	0.68	0.84	1.33	1.81	2.08	1.85	1.65	1.20	0.87	-14%	13%
Dividend	0.05	0.06	0.08	0.10	0.13	0.20	0.20	0.20	0.25	0.30	1.80		
P/E	15.3	30.1	36.6	48.8	47.0	37.5	82.1	46.6	27.3	33.5	38.4		
EV/EBITA	11.9	22.7	25.2	30.8	30.8	27.9	57.2	36.9	19.3	22.3	23.2		
Direktavkastning	1%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	1%	1%	5%		



13x Vestas V80-2.0MW (Reussenköge, Germany)
Copyright: Vestas A/S

"At the end of 2002, wind power represented approximately 0.5 per cent of the total global production of electricity. Vestas considers it realistic to expect that the share of global electricity production covered by wind power will increase to approximately 5 per cent over the next 10 years."

Vestas Annual Report (2003)

Det är inte många bolag som vågar förutspå att deras marknad kommer att 10-faldigas över de närmaste 10 åren. Vestas är inte nödvändigtvis överoptimistisk, marknaden har faktiskt 11-faldigats under de senaste 10 åren trots att osäkerheten om framtida subventioner har begränsat tillväxten på den amerikanska marknaden de senaste åren.



Verksamhet:

Vestas är världens ledande producent av vindturbiner. Förra året var dess globala marknadsandel 35% - Vestas sålde 2784 MW ny kapacitet. Branschen växer mycket snabbt, under de senaste 10 åren har den globala efterfrågan 11-faldigats.

På våren 2004 köpte Vestas sin danska konkurrent NEG Micon.

Vår kapitalförvaltare:



Ditlev Engel

född 1964
anställd sedan 2005
VD sedan 2005

Bolaget som placering:

Vindkraftens konkurrensförmåga är än så länge beroende av subventioner, som är politiska beslut och därför omöjliga att prognosticera. Under de senaste åren har branschens tillväxt avstannat på grund av osäkerhet om framtida subventioner. På lång sikt är trenden däremot klar: det kommer att användas mer vindkraft.

Den unge (48 år) chefen Svend Sigaard slutade plötsligt och det var överraskande att hans efterträdare Ditlev Engel kom utifrån. Detta kan vara ett tecken på problem med NEG-fusionen, så det finns skäl att följa med Vestas lite noggrannare än vanligt.

www.vestas.com

Phoebus ägande (31.3.2005)

Antal aktier: 24.000
Andel av bolaget: 0,014%
Vikt i fonden: 1,7%

Mer info i rapporten: 1/2003

EUR miljoner

	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	5år	10år
Resultaträkning													
Omsättning	124	203	253	263	381	633	868	1281	1395	1653	2633	33%	36%
EBITA	8	11	15	19	32	65	94	134	75	76	108		
Rörelsemarginal	6.3%	5.2%	6.1%	7.2%	8.4%	10.3%	10.9%	10.4%	5.4%	4.6%	4.1%	6%	7%

Balansräkning

NWC	24	44	45	38	9	69	143	283	518	456	710		
Fasta tillgångar	29	42	47	50	72	103	152	237	322	385	930		
Nettoskuld	23	52	53	51	-14	25	80	-47	244	228	390		
Eget kapital	31	34	39	37	94	148	215	567	596	613	1251		
Sysselsatt kapital	53	86	92	88	80	172	295	520	840	841	1640	57%	41%
Avk. syss. kap.	15%	14%	19%	23%	47%	48%	40%	29%	9%	9%	7%	13%	15%

Kassaflöde

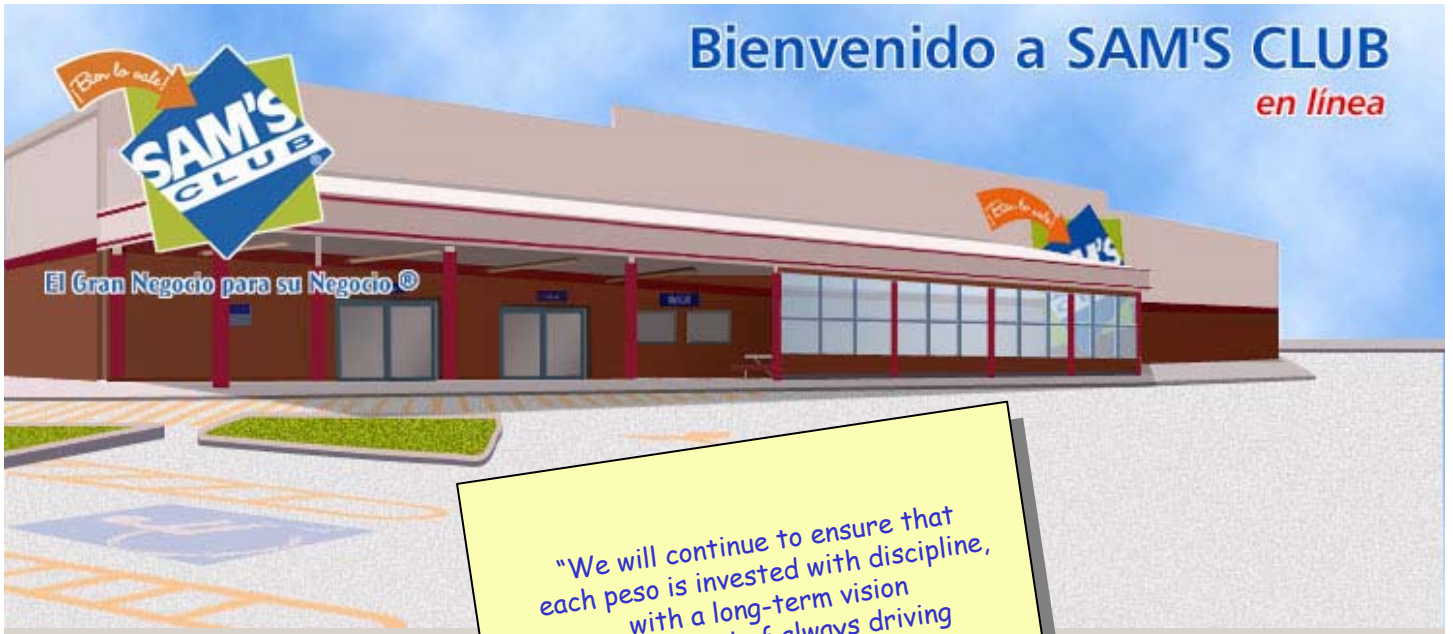
Fritt kassaflöde	-21	-30	3	16	33	-44	-52	-141	-269	66	-216	-612	-633
Företagsköp	0	0	0	0	0	-7	-1	284	0	-34	-580	-331	-338
Dividender	0	0	0	0	0	-8	-8	-14	-21	-11	0	-54	-63
Emission /återköp	0	0	0	0	32	4	4	0	2	0	671	677	713
Öriga poster	3	1	-3	-15	-1	17	3	-3	-2	-5	-38	-45	-46
Diff nettoskuld	-18	-29	-1	1	65	-39	-55	126	-291	17	-162	-365	-367

Värdering

Antal aktier	113.9	113.9	113.9	113.9	116.0	116.8	117.0	117.3	117.3	117.3	174.9		
Aktiekurs				3.37	4.12	15.82	52.91	27.62	8.45	11.70	9.14	-10%	
Marknadsvärde				384	478	1848	6192	3239	991	1372	1599		
EPS	0.03	0.04	0.08	0.10	0.22	0.44	0.64	0.79	0.39	0.31	0.26	-10%	23%
Dividend	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.07	0.12	0.18	0.09	0.00	0.00		
P/E				32.6	18.9	35.8	82.6	35.2	21.4	38.2	34.8		
EV/EBITA				21.1	12.2	22.6	52.7	20.9	16.5	21.1	18.4		
Direktavkastning				0%	0%	0%	0%	1%	1%	0%	0%		

Bienvenido a SAM'S CLUB

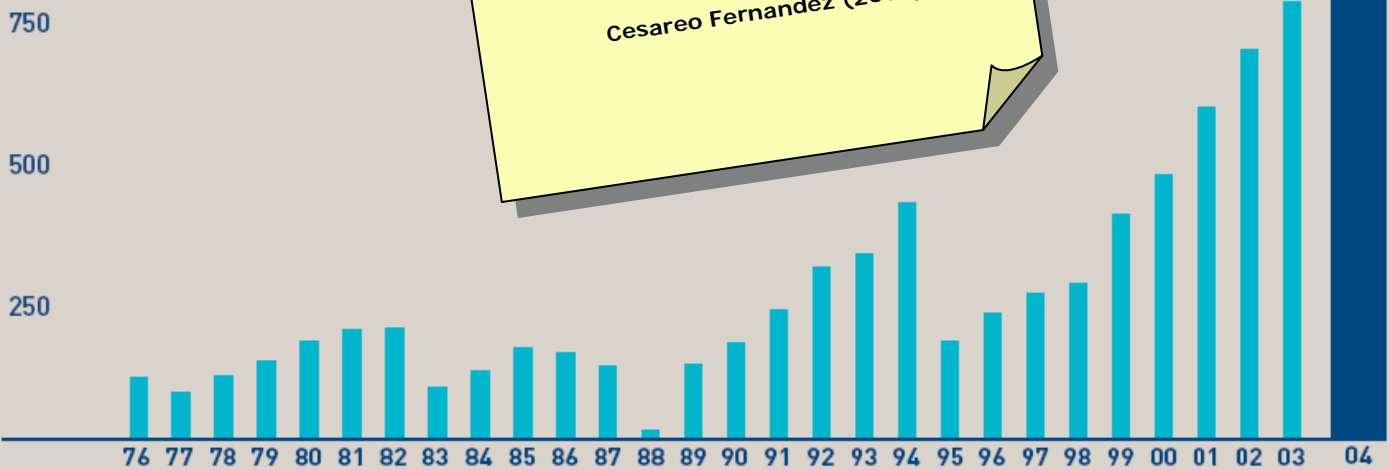
en línea



"We will continue to ensure that each peso is invested with discipline, with a long-term vision and mindful of always driving the highest possible return for all our shareholders."

Cesareo Fernandez (2004)

Operating income millions of dollars



Walmex är nuförtiden affärsmässigt helt integrerat med Wal-Mart. Även medlemsklubben Sam's Club finns i Mexico, till och med som internetbutik.

Fast det går bra för bolaget är det skäl att minnas att det alltid finns risker i utvecklingsländer. Valutakriser, som på 1980-talet eller 1994, kan ge obehagliga överraskningar nu och då.



Verksamhet:

Walmart de Mexico (Walmex) är Mexicos största dagligvaruhandelskedja, med cirka 2,1 miljoner kvadratmeter (210 ha) försäljningsareal i 360 självbetjäningsbutiker runtom landet (dessutom har bolaget 50 klädbutiker och 284 restauranger).

Bolaget hette tidigare Cifra, tills Wal-Mart köpte majoriteten år 1997. Idag är bolaget praktiskt taget helt integrerat med Wal-Mart.

Bolaget som placering:

Liksom i USA har Wal-Marts verksamhetskoncept visat sig fungera mycket väl i Mexico. Tillväxten är i praktiken så snabb som bolaget har råd med utan att skuldsätta sig – kassan på en miljard US-dollar minskar signifikant risken i vår investering.

Man bör dock minnas att Mexico fortfarande är ett utvecklingsland. En ny ekonomisk kris å la 1994 kan potentiellt förorsaka stor skada, både för bolaget och framförallt för värdet av vår placering.

Bolagets långvarige chef Cesareo Fernandez pensionerade sig i slutet av förra året. Den nya chefen kommer inifrån.

Vår kapitalförvaltare:



Eduardo Solorzano

född 1957
anställd 1985-94, 1998-
VD sedan 2005

www.walmartmexico.com.mx

Phoebus ägande (31.3.2005)

Antal aktier:	72.601
Andel av bolaget:	0,002%
Vikt i fonden:	1,2%
Mer info i rapporten:	4/2004

MXN miljoner

	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	5år	10år
Resultaträkning													
Omsättning	18234	25983	30814	39245	51475	60776	73947	88541	105806	120553	140460	18%	23%
EBITA	1080	702	1138	1510	1920	3056	3915	5115	6315	7378	9533		
Rörelsemarginal	5.9%	2.7%	3.7%	3.8%	3.7%	5.0%	5.3%	5.8%	6.0%	6.1%	6.8%	6%	6%

Balansräkning

NWC	-329	-206	84	-1788	-3018	-3401	-9699	-8712	-8739	-10724	-10660		
Fasta tillgångar	9372	12719	14961	18021	21930	24963	28449	32161	36872	40849	45761		
Nettoskuld	-1709	-3093	-4584	-6495	-7543	-9302	-11997	-9399	-9768	-11764	-11846		
Eget kapital	10752	15606	19629	22728	26456	30864	30746	32848	37901	41889	46948		
Sysselsatt kapital	9043	12513	15045	16233	18912	21562	18749	23449	28133	30125	35101	10%	15%
Avk. syss. kap.	12%	6%	8%	9%	10%	14%	21%	22%	22%	24%	27%	24%	18%

Kassaflöde

Fritt kassaflöde					2973	3389	4409	752	2080	4935	4985	17160	
Företagsköp					0	0	0	0	0	0	0	0	
Dividender					0	0	0	-2070	-250	-1677	-476	-4472	
Emission /återköp					-2021	-1689	-1268	-627	-683	-823	-3910	-7312	
Öriga poster					96	58	-446	-652	-778	-439	-516	-2832	
Diff nettoskuld					1048	1759	2694	-2597	369	1996	83	2544	

Värdering

Antal aktier	4809	4809	4809	4809	4656	4536	4474	4444	4462	4433	4370		
Aktiekurs	8.46	6.95	8.55	18.08	12.18	18.04	17.70	21.51	20.17	30.24	38.38	16%	16%
Marknadsvärde	40684	33423	41117	86947	56710	81829	79190	95587	89997	134051	167727		
EPS	0.18	0.31	0.36	0.44	0.55	0.78	0.80	0.94	1.11	1.23	1.79	18%	26%
Dividend	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.45	0.31	0.37	0.44	0.63		
P/E	46.4	22.3	23.9	40.9	22.2	23.3	22.2	22.8	18.2	24.6	21.4		
EV/EBITA	36.1	43.2	32.1	53.3	25.6	23.7	17.2	16.8	12.7	16.6	16.4		
Direktavkastning	0%	0%	0%	0%	0%	0%	3%	1%	2%	1%	2%		

Specialplaceringsfonden Phoebus

ANDELSÄGARENS MANUAL

Anders Oldenburg

31.1.2002

TILL ATT BÖRJA MED

Jag önskar alla andelsägare, eller prospektiva sådana, välkomna. Jag har skrivit den här manualen för er - så att ni skall förstå hur Phoebus försöker uppnå sina mål, och skall kunna utvärdera hur fonden lyckas.

Många av er noterar säkert att den här manualen är skriven i "jag"- istället för den mer allmänna "vi"-formen. Orsaken är mycket enkel: Jag ansvarar för Phoebus placeringsverksamhet, Phoebus strävar efter att följa en möjligast öppen informationspolitik, och jag vill inte flytta över mitt ansvar på någon fiktiv "vi"-grupp (fast det ibland skulle vara lättare). Hur vi än lyckas får ni nöja er med mig.

Att sköta andra människors pengar är ett av de mest ansvarsfulla uppdrag jag kan tänka mig. Det är också ett av de mest krävande yrken som finns, därför att resultaten (speciellt för aktieplaceringar) pålitligt kan mätas först efter ett antal år, men många följer ändå med kursutvecklingen varje dag. Att följa varje liten svängning leder åtminstone inte till något gott resultat - det medför endast onödiga handelskostnader och trasiga nerver.

Därför är det allra viktigaste då man väljer någon att förvalta ens pengar att kunden och förvaltaren är på samma våglängd. Endast en sådan verksamhetsmodell som kunden själv litat på kan skapa förtroende mellan kunden och förvaltaren. Och endast djupt förtroende kan ge förvaltaren den arbetsro som en lång placeringshorisont kräver. Detsamma gäller fondplaceringar - därför denna manual.

PHOEBUS VERKSAMHETSPRINCIPER

1.

Jag placerar långsiktigt. "Om du inte tänker äga en aktie i 10 år skall du inte ens tro att du borde äga den i 10 minuter."*

Då jag köper en aktie tänker jag alltid att jag köper en liten del av ett bolag. Ingen företagare vid sina sinnens fulla bruk skulle komma att tänka på att handla kontinuerligt med de bolag han äger. Inte heller Phoebus. Jag har inga illusioner att jag skulle kunna prognosticera kortsiktiga svängningar - de beror oftare på psykologiska faktorer än på vad som händer i bolaget. Det är dumt att sälja ett bra bolag bara för att kursen har stigit lite. Jag säljer våra aktier endast om priset blivit oresonligt högt.

Den här "trading-aversionen" kan ibland begränsa Phoebus utveckling. Jag försöker inte ens "surffa" med aktiemarknadens modevågor, fast det kanske någon gång skulle kunna lyckas. Det är helt emot min karaktär att förlora pengar på en sådan aktie som jag inte på lång sikt tror på. Jag handlar inte heller aktivt med de aktier vi äger. Jag är helt övertygad om att det bästa för oss alla är att minimera handelskostnaderna.

* Warren Buffett

2.

Jag utvärderar våra placeringar enligt bolagets utveckling - inte aktiens kursutveckling. På lång sikt följer de varandra.

Jag söker välskötta bolag som är klara ledare på sina respektive marknader. Jag bryr mig inte om ifall de är på mode eller inte. Oftast är det inte på mode - jag vill köpa dem till vettiga priser då andra placerare inte är intresserade av dem. På kort sikt betyder det här att Phoebus kan utvecklas helt annorlunda än marknaden, och sannolikt ofta gör det. Speciellt då marknaden stiger kraftigt är det möjligt, och till och med sannolikt, att fonden går sämre än marknaden. Men jag tycker inte att det är relevant. Det som är relevant är att de företag vars aktier vi har placerat i inte klarar sig sämre än ekonomin i allmänhet, t.ex. mätt med resultatutvecklingen. Ifall de gör det har jag misslyckats.

3.

Jag försöker nå en avkastning som är bättre än marknadens över en konjunkturcykel. Jag mäter placeringsverksamhetens resultat över 3-5 år.

Jag utvärderar alltså våra placeringar med företagens resultatutveckling, vilket kräver minst 3 års perioder för att vara vettigt. Jag vill att ni andelsägare utvärderar Phoebus placeringsverksamhet med samma tålamod. På lång sikt försöker jag uppnå en avkastning som är högre än marknadens* avkastning. Jag bryr mig inte om enskilda modenycker - de uppstår och försvinner normalt över ungefär 3 år. Jag blir inte heller orolig om våra placeringar inte hänger med på en kraftigt stigande marknad, så länge de inte heller sjunker lika mycket då marknaden är dålig. I medeltal faller aktiekurserna vart fjärde år. Då man utvärderar Phoebus är det viktigt att se till att perioden inkluderar både stigande och sjunkande marknader. Den amerikanska placeraren, professorn och författaren Ben Graham har sagt att aktimarknaden på kort sikt är en röstmaskin, men på lång sikt en våg (som väger bolagens värde). Phoebus försöker utvärdera den långsiktiga potentialen i varje placering. Vi deltar inte i den dagliga popularitetsröstningen. Fonden har ett avkastningsrelaterat förvaltningsarvode (från år 2004), som baserar sig på medelavkastningen över en treårsperiod. Det här är inget sammanträffande - jag tycker att man skall granska fonden (liksom alla aktiefonder) över minst en treårsperiod, så att man inte förväxlar tur och lyckad placeringsverksamhet.

4.

Jag undviker risk. Det är viktigare att bevara kapitalet än att få maximal avkastning. Jag gillar bolag som växer med begränsad risk.

Spänning kan behövas i livet, men i placeringsverksamheten bör man eftersträva avkastning istället för spänning. Jag undviker medvetet risk, och uppskattar sådana företag som leds försiktigt. Ibland hör man talas om "för starka balansräkningar". Jag känner inte till sådana. Visst finns det dåliga bolag, som inte växer i takt med ekonomin, och ackumulerar pengar i brist på produktiva investeringar. Sådana passar inte i Phoebus (ofta gör de till slut något dumt företagsköp som förbrukar pengarna). Däremot är ett sådant bolag som växer snabbare än ekonomin men medvetet upprätthåller en stark balansräkning aldrig något problem för mig. Jag söker inte "hävstång" genom att köpa skuldsatta bolag - en hög skuldsättning kan på kort sikt förbättra avkastningen på det egna kapitalet men begränsar nästan alltid på lång sikt bolagets utveckling och tillväxt. Utan att ta risker kan man inte uppnå en högre avkastning än den riskfria räntan. Phoebus är en aktiefond, som placerar huvudsakligen i aktier. Om ni får fast mig med pengar i kassan (för en aktiefondförvaltare är det samma sak som med byxorna nere) beror det endast på att jag inte har hittat lämpliga placeringsobjekt. Våra aktier är ofta illikvida, och jag tänker inte köpa dem med våld om jag inte kan göra det till vettiga priser. Jag väntar hellre. Tålamod är en dygd.

* Phoebus jämförelseindex är 75% HEX-portföljindex och 25% MSCI AC World Free -index (båda korrigerade för dividender).

5.

Jag försöker kommunicera öppet. Jag vill att andelsägarna förstår varför jag köper de aktier vi äger, och tar gärna emot både frågor och kritik.

Jag kräver exceptionellt öppen kommunikation, absolut ärlighet och självständigt tänkande av ledningen för våra placeringsobjekt, och kan inte gärna kräva mindre av mig själv. Ingen fråga är för betydelselös eller "för dum" att ställas till mig. Av praktiska skäl är det enklast att vi kommunicerar per e-mail. Ni kan skicka frågor eller kommentarer direkt till mig till adressen anders.oldenburg@seligson.fi. Visst kan ni också ringa, men fördelen med e-mail är att jag alltid är anträffbar (med bara en liten fördröjning) - däremot kan det vara svårt att alltid hinna till telefonluren. E-mail fastnar också bäst i minnet. Jag kommer att försöka samla de bästa kommentarerna på våra websidor, så att alla intresserade kan läsa dem. Jag är speciellt tacksam för alla sådana förslag som hjälper oss att förbättra vår kundservice.

6.

Vi sitter i samma båt. En betydande del av min egen förmögenhet är placerad i Phoebus. Om vi misslyckas lider jag mest själv.

Jag upplever att det är ett enormt ansvar att sköta andra människors pengar, och jag vet att alla mina kollegor på Seligson & Co tänker lika. Jag försöker undvika dumma beslut som ansvarskänslan kan leda till - som att ta för små eller för stora risker - genom att själv placera i Phoebus. En stor del av min förmögenhet är i den här fonden (tvärt emot våra råd; se punkt 7), och jag sköter Phoebus som jag skulle sköta min egen portfölj. Jag vill att vi alltid har samma intresse. Jag betalar samma avgifter som övriga andelsägare. Däremot äger jag ju en del av Seligson & Co så jag har en indirekt nytta av Phoebus som inte ni har. Men med den här strukturen kommer vi ganska nära optimum, som är ett "partnership" istället för ett producent-kund -förhållande.

7.

Phoebus är inte en helhetslösning. En vettig placerare använder fonden som en liten del av en i övrigt väl diversifierad (index)aktieportfölj.

Kostnader har betydelse. Placeringsfonder klarar sig i medeltal inte lika bra som sina jämförelseindex, därför att de har höga kostnader och de *före kostnader* i medeltal klarar sig ungefär som den marknad på vilken de placerar. Det här är tydligt bevisat, både i Finland och på övriga marknader. En vettig placerare använder sig därför främst av indexfonder. Av det här skall man inte dra den (i och för sig logiska) slutsatsen att jag inte skulle vara en vettig placerare. Däremot följer det att Phoebus och/eller andra aktivt förvaltade fonder kan vara vettiga placeringar endast ifall de har en klart definierad placeringsfilosofi, som avviker signifikant från index och utnyttjar någon ineffektivitet som förekommer på marknaden. Phoebus försöker utnyttja marknadens brist på långsiktighet. Allt fler placerare agerar som lämlar i de aktier som är på mode. Detta är på sätt och vis logiskt, då fonderna konkurrerar om samma placerare, som ofta baserar sitt placeringsbeslut på (kortsiktig) historisk avkastning. Men det lämnar många mycket bra - men ofashionabla - bolag utan uppmärksamhet. Phoebus placerar just i dessa. Det är ofta(st) fråga om små bolag, som de stora fondernas förvaltare inte är intresserade av. Av detta skäl är Phoebus "stillrisk" (small-cap) betydande. Dessutom kommer Phoebus diversifiering normalt att vara dålig, för att 1) det finns ganska få riktigt bra men vettigt värderade bolag och 2) jag placerar endast i sådana bolag vars affärsverksamhet jag begriper, och min fattningsförmåga är beklagligt begränsad. Phoebus sprider alltså inte sina placeringar speciellt effektivt, och bör därför inte användas som en helhetslösning för investerarens alla aktieplaceringar, utan snarare som en liten del av en i övrigt väldiversifierad portfölj.

8.

Phoebus passar inte för alla.

En intelligent läsare frågar sig (senast) i detta skede: Varför skulle jag inte placera endast i indexfonder? Det är en mycket bra fråga, som många har sökt ett bra (akademiskt) svar på under de senaste 25 åren - utan att lyckas. Själv placerar jag i Phoebus bara för att jag tycker att ren indexering är tråkig. Jag tror att Phoebus passar åt sådana placerare som liksom jag själv tycker att bolag är olika, och att välskötta bolag sannolikt är de bästa placeringarna på lång sikt. Men det finns åtminstone två grupper av placerare för vilka Phoebus inte passar: a) Helt rationella placerare, som endast vill ha maximal avkastning. Jag är ganska övertygad om att rent indexplacering är det bästa för den här gruppen. Dess avkastning (i förhållande till marknaden, dock inte i absoluta tal) är helt säker, och det är ingen idé att ta "förvaltarrisk" - inte ens gällande mig - om man inte bryr sig om de enskilda placeringarna eller placeringsfilosofin. b) Mycket kortsiktiga placerare, som dagligen eller veckovis utvärderar sina placeringar. Phoebus "trading-aversion" och lata inställning till marknads trender rimmar sannolikt inte med dessa placerares världsuppfattning. Även för den här gruppen är en indexfond det bästa alternativet som portföljens stabila kärna, kombinerad med egen aktiv aktiehandel (med en liten del av portföljen). Avsikten med den här manualen är att presentera Phoebus placeringsstil möjligast öppet. Jag kan inte ändra på min filosofi enligt rådande marknadsförhållanden, enligt vad andelsägarna vill eller på något annat sätt. Därför är det viktigt att förstå min stil före man placerar. Däremot kan jag inverka på vem som väljer att bli andelsägare i Phoebus, och den här manualen är mitt sätt att försöka göra just det.

TILL SIST

Jag kan inte lova att Phoebus klarar av att överträffa marknads avkastning ens på lång sikt. En duktig vadslagare inser snabbt att oddsen är emot oss (den största orsaken är fondens förvaltningsavgift). Jag kan däremot lova - och lovar - att jag själv lider minst lika mycket som ni, ifall vi misslyckas. Jag lovar också att vi står inför en intressant resa, vars händelser jag försöker dela med er så öppet som jag kan.

Anders Oldenburg
portföljförvaltare
anders.oldenburg@seligson.fi

Encyclopedia
Mythica™

The son of Zeus and Leto, and the twin brother of Artemis, Apollo was the god of music and also of prophecy, colonization, medicine, archery, poetry, dance, intellectual inquiry and the carer of herds and flocks.

He was also a god of light, known as "**Phoebus**".

Sacred to Apollo are the swan, the wolf and the dolphin. His attributes are the bow and arrows, on his head a laurel crown, and the cithara and plectrum. But his most famous attribute is the tripod, the symbol of his prophetic powers.

Apollo's first achievement was to rid Pytho (Delphi) of the serpent (or dragon) Python. After killing Python and taking possession of the oracle, the god of light (Phoebus) became known as "Pythian Apollo". Delphi became the most important oracle center of Apollo.



SELIGSON & CO FONDBOLAG ABP

Skillnadsgatan 1-3, FIN-00130 Helsingfors tel. (09) 6817 8200 fax (09) 6817 8222 e-post info@seligson.fi

www.seligson.fi
