
PHOEBUS

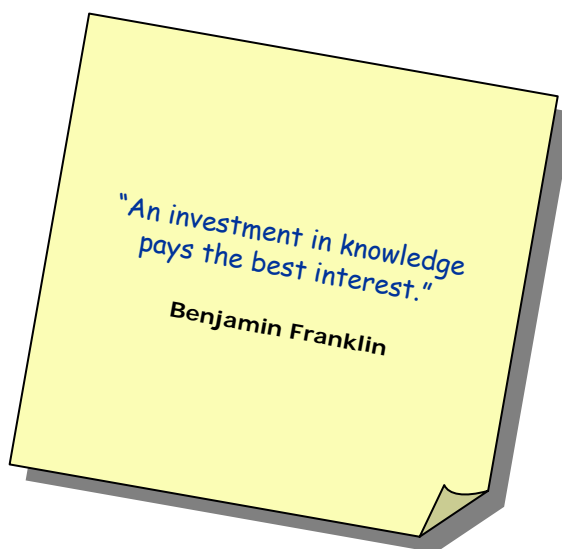
ANDELSÄGARENS ÅRSBOK 2006



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
LÄSINSTRUKTION FÖR TABELLERNÄ	17
VÅRA FINNSKA BOLAG	19
Tulikivi	21
Exel	23
TietoEnator	25
Lassila & Tikanoja	27
Vacon	29
Stockmann	31
Vaisala	33
Nokian Tyres	35
Puuharymä	37
Tamfelt	39
VÅRA UTLÄNDSKA BOLAG	41
Handelsbanken	43
Air Liquide	45
Tomra	47
State Street	49
Securitas	51
Automatic Data Processing	53
Scania	55
Vestas	57
Wal-Mart de Mexico	59
ANDELSÄGARENS MANUAL	60



FRÅN PORTFÖLJFÖRVALTAREN

Bästa andelsägare

(eller prospektiva ägare),

året som har förlöpt sedan senaste Årsbok har varit svårt. Många av er kanske är nöjda då Phoebus har avkastat 31%, men det skall ni inte vara. Marknaden har samtidigt avkastat 44%. Det är den enda relevanta jämförelsegrunden.

RISKEN HAR ÖKAT

Den observante läsaren noterar att våra risker under året har ökat, av tre skäl. Två av våra bolag, Tulikivi och Exel, har gjort betydande företagsförvärv. I tre av våra bolag (TietoEnator, Handelsbanken och ADP) har verkställande direktören bytts ut. Sådana här brytningspunkter i ett bolags historia kan ibland styra en god utveckling åt fel håll – och ibland ge ny energi som ytterligare accelererar den goda utvecklingen. Tiden utvisar vad som sker.

Det tredje skälet till att riskerna ökat är givetvis att värderingerna har stigit ytterligare. Bolagens kurser har under de tre senaste åren stigit mycket snabbare än deras resultat. Det kan förstås inte fortsätta för evigt.

Borde alltså en försiktig placerare reagera på detta genom att lite minska sina aktieplaceringar? Svaret är inte entydigt. I början av min karriär som placerare trodde jag att jag skulle kunna köpa aktier billigt och sälja dem innan marknaden sjunker. Efter att jag i årtal hade jobbat som aktieanalytiker märkte jag att detta inte fungerade med särskilt god träffsäkerhet. Efter att jag funderade på hur en marknad fungerar fattade jag varför.

För varje säljare finns en köpare, annars blir det inga affärer. Min tro på att jag skulle kunna sälja aktier vid just rätt tidpunkt – innan de sjunker – förutsatte alltså att någon som är dummare än jag köper dem. Tydligt fanns det inte tillräckligt många sådana.

Då "timingen" alltså är osäker men handelskostnaderna – och för en skattepliktig placerare framförallt skatterna på försäljningsvinster – är helt säkra, är logiken enkel: Det lönar sig inte att försöka surfa med trenderna.

FOKUS PÅ BOLAGEN HÅLLER DOKTORN BORTA

Mina tankar om timing är ett gott exempel på portföljförvaltarnas yrkessjukdom, som man på engelska brukar kalla för "screen disease", låtom oss kalla det bildrörsfeber på svenska.

Då man tillräckligt länge stirrar på dagliga eller månatliga kursrörelser kan man lätt glömma att priserna är bara flimmer. Verkligheten för Phoebus och för oss som placerat i fonden är hur våra portföljbolags verksamhet utvecklas. På tillräckligt lång sikt är det nämligen helt säkert att denna reflekteras i aktiekursen.

Därför försöker jag i denna Årsbok berätta möjligast mycket om våra bolag. Om vi fokuserar på dem kan vi undvika bildrörsfebern, vars symptom är att man känner att man "borde göra något". Jag är helt säker på att striden mot den känslan är nyckeln till framgång i långsiktig placeringsverksamhet.

Ibland funderar jag om Årsboken innehåller för mycket information, som inte bidrar till dess informationsvärde?

Jag läste nyss Air Liquides årsberättelse för år 2005. Den är hela 519 sidor tjock. Coca-Colas årsredovisning från år 1929 är bara 14 sidor. Jag är inte helt säker vilkendera som egentligen är mer informativ för mig som läsare.

Jag vill dock ge er all den information som jag skulle vilja ha om våra roller var ombytta (dvs om jag vore placerare och ni portföljförvaltare). Ni kan läsa Årsboken i mer eller mindre detalj, helt enligt eget val.

RISKEN ÄR GEMENSAM FÖR OSS

Min nattsömn lider inte av att vi inte på kort sikt klarar oss bättre än marknaden. Våra bolags affärsverksamhet har utvecklats väl och våra företagsledare är lysande. Detta är verklighet, allt annat är bara marknadens svängningar.

Under dessa tider av högre risk är jag dock glad över att jag själv är Phoebus näststörsta placerare. Om vi inte klarar oss kan ni trösta er med att jag förlorar mer än ni gör. Och ni kan lita på att jag även i fortsättningen sköter era pengar som mina egna.

Trevlig läsning,



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



VÅRA PLACERINGAR

VÄRDEPAPPERSPLACERINGAR 31.3.2006

	Antal aktier	Aktiekurs valuta	euro	Marknads- värde EUR	Andel av fonden
Tulikivi	210000		12.06	2,532,600	12.9%
Exel	135000		14.59	1,969,650	10.1%
Tietoenator	47000		32.07	1,507,290	7.7%
Lassila & Tikanoja	95000		15.82	1,502,900	7.7%
Vacon	61500		22.90	1,408,350	7.2%
Stockmann A&B	38000		32.54	1,236,620	6.3%
Vaisala	27000		26.98	728,460	3.7%
Nokian Renkaat	40000		14.46	578,400	3.0%
Puuharymä	14000		41.00	574,000	2.9%
Tamfelt pref	62000		9.25	573,500	2.9%
Inhemska aktier				12,611,770	64.4%
Handelsbanken B	55000	216.50	23.01	1,265,342	6.5%
Air Liquide	4500	171.50	171.50	771,750	3.9%
Tomra	95000	52.50	6.59	626,515	3.2%
State Street	12000	59.64	49.29	591,471	3.0%
Securitas	37000	150.00	15.94	589,767	3.0%
Automatic Data Processing	14000	46.17	38.16	534,198	2.7%
Scania B	15000	335.00	35.60	533,978	2.7%
Vestas	24000	155.75	20.87	500,905	2.6%
Walmart de Mexico	165202	28.82	2.18	360,350	1.8%
Utländska aktier				5,774,277	29.5%
SUMMA aktier				18,386,047	93.9%
Kontanter				1,198,889	6.1%
FONDENS VÄRDE				19,584,936	100.0%
Antal andelar (A-korrigerat)				748,891.73	
Värde per A-andel				26.152	

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 styrkor
- integritet och öppen kommunikation
- undvikande av modenycker / självständighet
- utvecklingen av nästa generation ledare inom bolaget

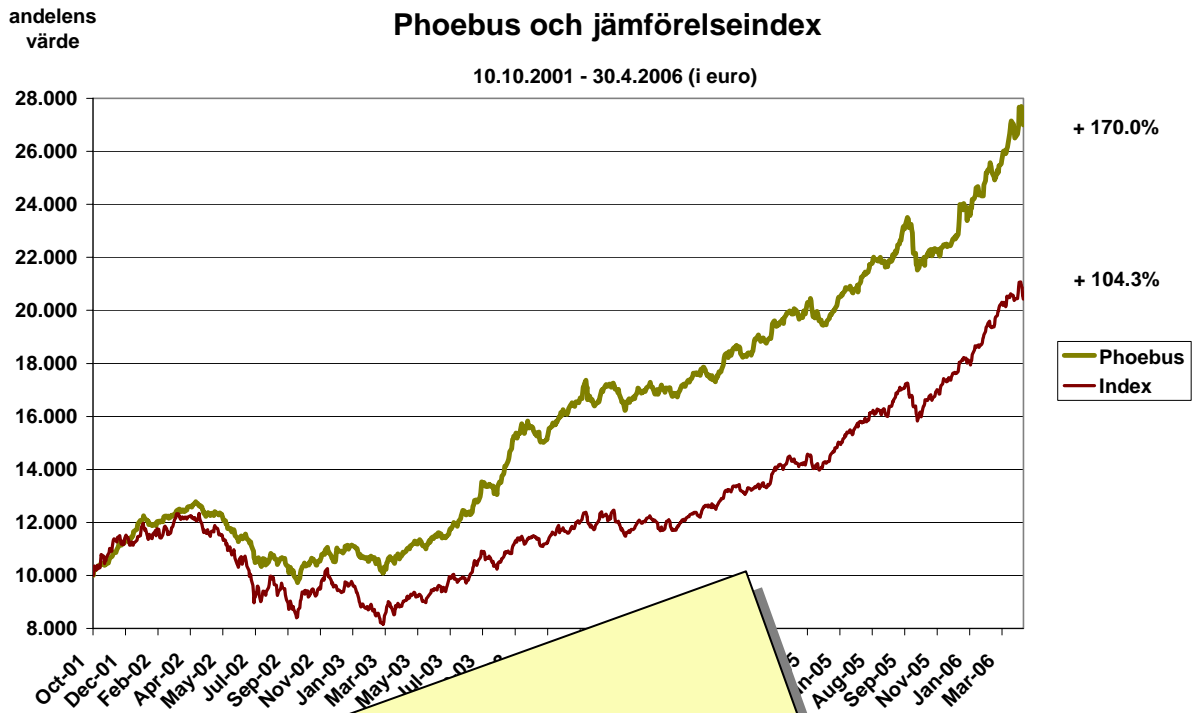
I sista hand är det enda sättet att skapa sig en tillförlitlig bild av ledningens kunskaper att träffa dem personligen tillräckligt många gånger. Därför placerar Phoebus främst i Finland. Urvalet av finländska kvalitetsbolag är dock begränsat och Phoebus kan därför också placera utomlands.

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 bolags utsikter. På detta sätt får vi en viss säkerhetsmarginal i placeringarna.



“The investor of today
does not profit
from yesterday's growth.”
Warren E. Buffett

FONDENS VÄRDEUTVECKLING

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

Från starten till slutet av mars 2006 hade Phoebus stigit 162% medan dess jämförelseindex hade stigit 105%. Under de senaste 12 månaderna (sedan senaste Årsbok) har Phoebus dock klarat sig betydligt sämre än marknaden (+31% vs +44%).

Jag försöker visserligen på lång sikt överträffa marknaden 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-portföljvinstindex (OMXHCPg)
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 ofta gör det.

BOLAGETS AVKASTNING ÄR AKTIENS

Jag sade förra året att ni inte bör tacka mig för Phoebus avkastning. Då marknaden går bra stiger de flesta fonder av bara farten med den. Det är på inget sätt portföljförvaltarens förtjänst.

Portföljförvaltaren har gjort ett gott jobb endast om fonden stiger snabbare än marknaden. Detta gäller på såväl stigande som sjunkande marknader. För det senaste året skall ni åtminstone inte tacka mig, då Phoebus har blivit hela 13% efter marknadens utveckling.

Samtidigt är det dock skäl att minnas att en aktie är en del av ett bolag. Ingen aktie kan på lång sikt ge en avkastning som markant avviker (uppåt eller nedåt) från vad det ifrågasvarande bolagets affärsverksamhet avkastar. Därför bör man utvärdera aktieplaceringar över en hel konjunkturcykel.

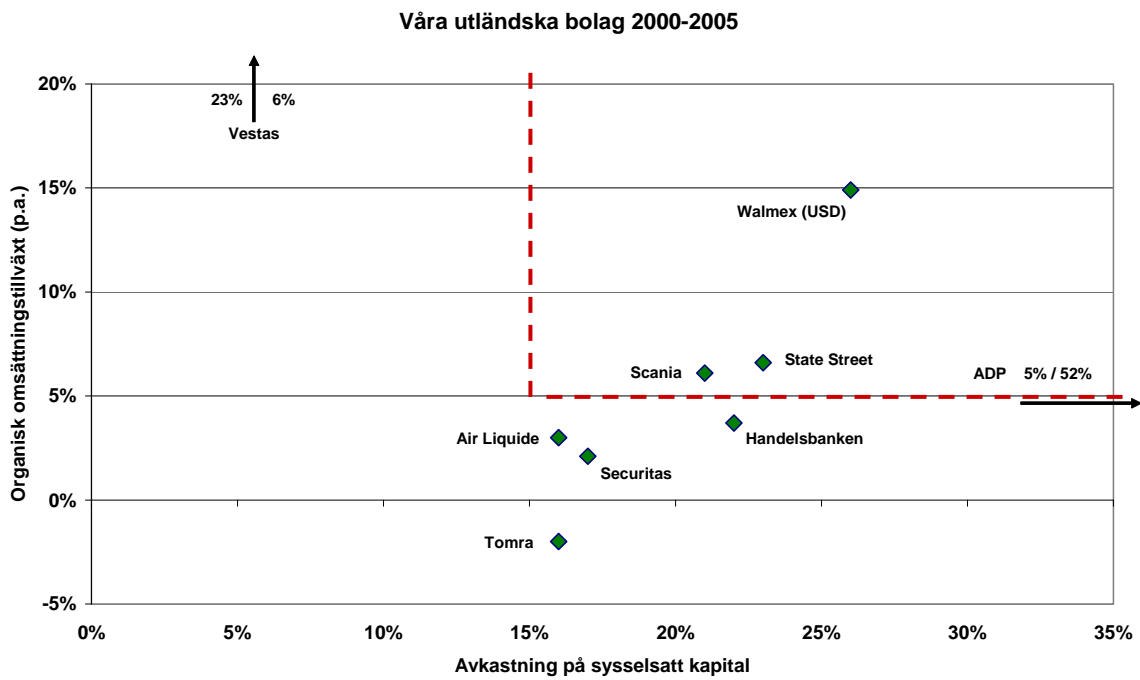
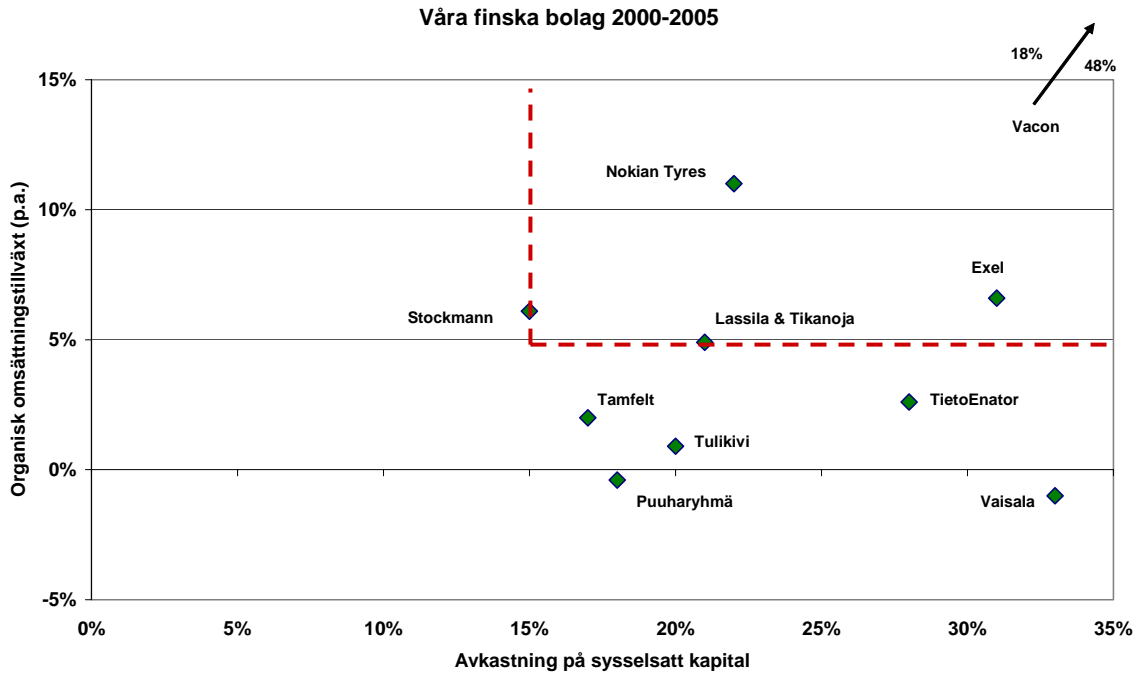
Under goda förhållanden gör alla bolag vinst. Det är faktiskt så att de sämsta bolagen förbättrar sina resultat mest, eftersom de normalt inte är så lönsamma. Därför fluktuerar deras aktiekurser ofta också mest.

Den amerikanska placeraren Warren Buffett har på sitt humoristiska och logiska sätt formulerat detta såhär: *"It is only when the tide goes out, that you learn who has been swimming naked"*.

Vi har yllesimbyxor. Våra bolag är fantastiska.

VÅRA (NUVARANDE) PLACERINGARS UTVECKLING 31.3.2005 - 31.3.2006 (i euro, inkl. dividender)

Fonden		Finska aktier		Utländska aktier	
Phoebus	31%	Tulikivi	102%	Tomra	101%
		Vacon	69%	Vestas	87%
Jämförelseindex	44%	Vaisala	42%	Walmart de Mexico	62%
HEX portföljvinst	49%	Stockmann B	30%	State Street	48%
MSCI world net euro	29%	Tietoenator	25%	Securitas	33%
		Nokian Renkaat	18%	Handelsbanken B	30%
		Exel	17%	Air Liquide	22%
		Tamfelt pref	16%	Scania B	14%
		Lassila & Tikanoja	13%	ADP	11%
		Puuharymä	3%		



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 de nuvarande och potentiella portföljbolagens affärsverksamheters utveckling.

Avsikten med denna Årsbok är att ni skall 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 på lång sikt skall kunna utvecklas väl måste dess kapital avkasta mer än konkurrenternas. Därför är lönsamhet kanske viktigast att granska.

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 2000-2005. 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 är Vestas det enda av våra bolag vars lönsamhet inte är tillfredsställande. Traditionellt har "det gamla Vestas" varit mycket lönsamt och NEG Micon, som köptes för två år sedan, har varit olönsamt. Fusionsprocessen förklarar säkert en del av det dåliga resultatet men bolaget har helt klart också tappat greppet. Den nya VDn är ambitiös och det finns hopp om det bättre.

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 skola 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 företagets köp 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 2000-2005 i lokala valutor (förutom Walmex i US-dollar eftersom Mexico ännu har en bananvaluta).

Som bilderna klart utvisar har jag prioriserat lönsamhet framom tillväxt i mina bolagsval. Jag är inte särskilt orolig fastän hälften av våra bolag inte under denna femårsperiod har vuxit riktigt så snabbt som jag normalt skulle förvänta mig.

För Vaisalas, Tamfelts och Securitas del förklarar den försvagade dollarn en stor del av den svaga tillväxten. TietoEnator har lidit av IT-branschens överinvesteringar kring sekelskiftet. Puuharyhmä är det enda av våra bolag vars tillväxtförutsättning man kan ifrågasätta.

VÄRDEPAPPERSAFFÄRER 1.4.2005 - 31.3.2006 (i euro)

KÖP

Vaisala	625 737
Handelsbanken	247 127
Automatic Data Processing	148 620
Air Liquide	140 250
Securitas	117 991
Tietoenator	114 821
Tamfelt	97 089
Vacon	71 557
Lassila & Tikanoja	55 108
Walmart de Mexico	40 847
State Street	39 006
Tomra	34 000
Stockmann	12 771
Tulikivi	8 466

Summa	1 753 389
-------	-----------

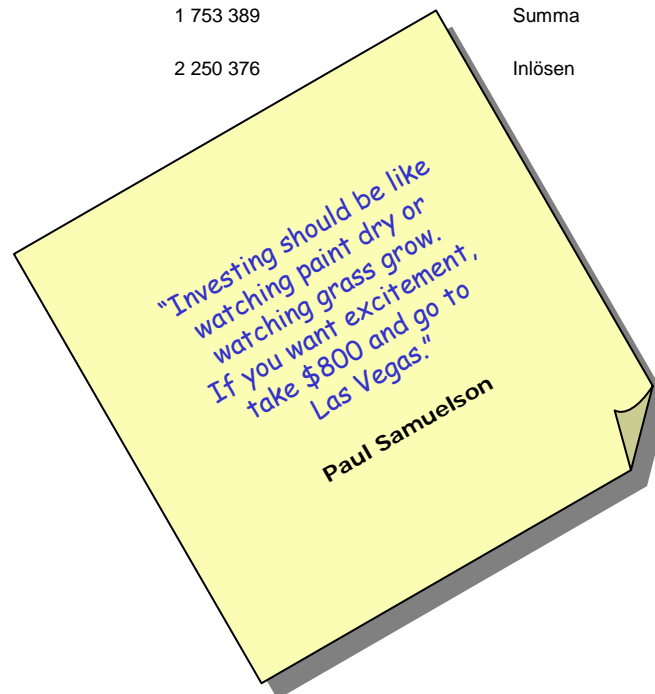
Teckningar	2 250 376
------------	-----------

FÖRSÄLJNING

Fiskars	478 444
Stockmann	452 192
Suominen	445 736
Tietoenator	297 132
Exel	283 361
Handelsbanken	138 172
Tulikivi	118 606

Summa	2 213 643
-------	-----------

Inlösen	3 239 921
---------	-----------



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 obegriplig högt.
- Bolaget blir uppköpt.
- Vi behöver pengar för inlösningar.

Sedan senaste Årsbok (31.3.2005) har jag sålt aktier i sju av våra bolag, två av dessa helt och hållet (se tabellen till vänster).

Av försäljningarna förklaras två (Fiskars och Suominen) av mina misstag. Jag berättade i fjolårets (och därpå föregående) Årsbok att jag var missnöjd med deras lönsamhet. Jag borde kanske ha sålt dem tidigare men jag vill inte göra förhastade beslut, så man kan ha olika åsikt om saken. Däremot kan man inte ha olika åsikt om att jag aldrig borde ha köpt dem.

För Fiskars del kan detta låta överraskande. Vår placering avkastade med dividender 91%, vilket med beaktande av köp- och försäljningstidpunkterna klart översteg Phoebus jämförelseindex avkastning under samma period. Jag upplever ändå att placeringen var ett misstag, för att jag bryr mig mindre om avkastningen (börskursen) än bolagets kvalitet. Jag tycker det relevanta i detta fall var att bolaget inte visade sig vara av den kvalitet jag hade trott. Att vi ändå tjänade pengar var bara god tur.

För Suominens del är påståendet inte förvånande. Visst tjänade vi 28% men det motsvarade inte alls vad Phoebus jämförelseindex avkastade. I detta fall leder alltså en kvantitativ och en kvalitativ granskning av placeringen till samma slutsats (portföljförvaltaren gjorde bort sig).

Exel och Tulikivi har jag sålt därför att deras kraftiga kursstegring hade lyft bolagets vikt i vår portfölj onödigt högt. Det gör alltid lite ont i själen då man måste sälja fina bolags aktier av riskhanteringsskäl. Å andra sidan kan man ju trösta sig med att man då har fått en god avkastning.

Försäljningen av Stockmann var också riskhantering, men berodde inte på bolagets vikt i portföljen utan på dess värdering. Jag tycker Stockmanns aktie är ganska dyr, så jag sålde ungefär en tredjedel av våra aktier.

Övriga försäljningar (TietoEnator och Handelsbanken) berodde endast på att jag behövde pengar för inlösningar.

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 så tillvida 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 köpt anmärkningsvärt lite av våra finska portföljbolags aktier. Detta beror på att jag tycker att värderingarna är vettigare utomlands.

Ibland byts bolagen också ut. Vårt enda nya bolag är Vaisala, som också är vårt största inköp. 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 Vaisala bara för att jag har köpt mest aktier i just det bolaget.

Till slut vill jag påpeka att mina köp har varit mindre än teckningarna, mina försäljningar mindre än inlösningarna. Detta är mycket positivt. Det innebär att jag har sparat oss onödiga handelskostnader genom att neutralisera en del av de transaktioner som andelsägarna har gjort.



LEDNINGENS LÖNER, BONUS OCH ÅGANDE SAMT STYRELSENS ARVODEN 2005

Bolag	Lön	Bonus	Optioner*	Summa	Aktier	Ordf.	medl.	Styrelse
Tulikivi	na	na	0	173,630	25000	76,280	106,320	182,600
Exel	262,000	0	141,000	403,000	123400	37,000	105,000	142,000
Tietoenator (Lehti)	451,701	65,854	424,910	942,465	55000	54,600	163,714	218,314
Lassila & Tikanoja	201,225	14,880	310,057	526,162	13000	80,015	92,500	172,515
Vacon	na	na	0	262,000	0	43,000	110,000	153,000
Stockmann	na	na	0	595,865	1846	63,500	209,850	273,350
Vaisala	210,000	40,000	365,000	615,000	3207	26,910	67,275	94,185
Nokian Renkaat	na	na	0	498,000	0	na	na	124,800
Puuharyhmä	68,570	0	0	68,570	91908	0	0	0
Tamfelt	256,800	na	0	256,800	1974	32,300	87,700	120,000
Handelsbanken**	797,024	0	0	797,024	600	1,222,104	497,875	1,719,979
Air Liquide	1,096,700	1,269,000	0	2,365,700	5622	229,000	411,000	640,000
Tomra	283,904	0	0	283,904	0	56,533	113,065	169,598
State Street	826,446	2,754,821	1,816,938	5,398,205	55949	0	640,496	640,496
Securitas	1,222,104	680,128	0	1,902,232	500000	106,270	345,377	451,647
Automatic Data	674,587	818,182	1,171,198	2,663,966	1553109	0	522,314	522,314
Scania	690,755	1,056,854	2,944,899	4,692,508	130025	111,583	313,496	425,080

* Kolumnen "optioner" innehåller all under året utbild kompensation förutom lön och bonus

** I Handelsbanken är styrelsens ordförande heltidsanställd

VÅRA FÖRVALTARE

Jag har sagt det förr och jag säger det igen: en duktig företagsledning är en absolut förutsättning för en god långsiktig placering.

Så enkelt är det faktiskt.

Det är helt omöjligt för mig att veta hur världen ser ut om 10 år eller vilka utmaningar våra bolag möter på vägen dit. Därför är det löjligt att tro att jag skulle jobba med något "scenarie" på basen av vilket jag räknar ut firmans värde genom att diskontera dess kassaflöden.

Jag försöker inte säga att värderingen är betydelselös. Jag säger bara att jag inte kan påverka om våra bolag lyckas eller misslyckas. Det gör våra företagsledare. Hur lönsamma våra placeringar blir beror på deras operativa beslut.

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 Tulikivi, Exel och Lassila & Tikanoja optimum med den här måttstocken.

LEDNINGSBYTEN 2005-06

Efter många ledningsbyten 2004 lugnade sig läget men även i år har vi tre nya förvaltare. De goda nyheterna är för det första att i alla dessa fall den gamla VD:n har pensionerats och blivit styrelseordförande och för det andra att varje ny VD har jobbat i över 10 år för sitt bolag. Ledningsbytena var alltså inte dramatiska.

Mest saknar jag Matti Lehti, som drog sig tillbaka från TietoEnators operativa ledning till styrelsen. Jag har många gånger berömt Matti, men jag känner inte ännu hans efterträdare Pentti Heikkinen. Ledningsbytet ökar därför vår placerings risk i mina ögon.

LEDNINGENS LÖNER

På sidan bredvid finns samma tabell som i fjol (med uppdaterade siffror). Även Wall Street Journal och Mercer har uppdaterat sin undersökning* om amerikanska företagsledares löner. Siffrorna är otroliga – i USA steg medellönen för cheferna i 350 stora bolag i fjol till 6 miljoner dollar. Erkki Mattila på Puuharyhmä tjänar ungefär en hundradedel av detta. Men vad säger alla dessa siffror egentligen åt oss?

För det första är det skäl att notera att de inte berättar att aktieägarna blir rånade. Vi har investerat ungefär lika mycket i Puuharyhmä som i State Street -banken. Ronald Logue tjänade 80 gånger mer än Erkki Mattila. Men vi betalade indirekt 2.428 euro åt Erkki och bara 217 euro åt Ron (eftersom vi äger 3,54% av Puuharyhmä men bara 0,004% av State Street).

Detta är dock knappast en relevant jämförelse. Ett stort bolag har hundratals chefer som alla tjänar bra. Puuharyhmä har fem chefer. Sanningen vet vi bara om vi jämför lönerna för hela dessa ledningsgrupper relaterat till bolagens marknadsvärde.

Jag studerar trots detta gärna ledningens löner. En vettig lön berättar nämligen ofta att 1) chefen är blygsam, 2) chefen tänker också på den övriga personalen och inte bara på sig själv, samt 3) styrelsen gör sitt jobb. Relationen mellan lönen och ledningens kvalitet är inte lineär, men en akademiker skulle säga att det finns ett signifikant negativt samband mellan lönen och de kvaliteter jag uppskattar i våra företagsledare.

Mest har jag funderat över hur många börsbolags chefer som sitter i andra bolags styrelser. Jag begriper att man har något enstaka uppdrag - det kan ge nya tankar om världens gång, som är nyttiga i det egna jobbet – men att samma företagsledare sitter i flera utomstående bolags styrelser fattar jag inte alls.

Handelsbanken, som är unik bland våra portföljbolag på många sätt, är även här uppfriiskande föredömlig. Verkställande direktören får med lov av styrelsen (liksom i andra bolag) sitta i externa styrelser. Men han är tvungen att betala alla de arvoden han erhåller från dessa till sin arbetsgivare!

Detta måste vara det bästa sättet att garantera att vår förvaltare arbetar endast för oss, av hela sitt hjärta!

SPECIALPLACERINGSFONDEN PHOEBUS - NYCKELTAL 2001-2005

Basdata	beräkning	2001*	2002	2003	2004	2005
1 Fondens värde 1.1.		0	1 812 786	5 032 186	10 436 814	14 019 827
2 Teckningar		1 618 061	3 773 366	2 941 245	2 011 024	2 518 792
3 Inlösen		0	25 960	206 292	632 052	2 818 832
4 Nettoteckningar		1 618 061	3 747 406	2 734 953	1 378 973	- 300 040
5 Betald utdelning		0	21 300	28 300	49 987	61 977
6 Värdestegring		194 725	- 506 706	2 697 976	2 254 027	3 412 830
7 Fondens värde 31.12.	1+4-5+6	1 812 786	5 032 186	10 436 814	14 019 827	17 070 640
8 Andelar (A-korrigerat)		151 948	462 472	682 422	759 861	749 976
9 Värde per A-andel		11.930	10.881	15.294	18.451	22.762
10 Antal andelsägare		29	89	149	262	477
11 Fondvärde i genomsnitt		243 583	4 707 413	7 349 910	12 490 817	16 820 013
12 Köp		1 289 230	4 121 471	4 004 089	1 986 244	2 701 706
13 Försäljningar		0	626 941	807 136	373 960	2 839 983
14 Summa värdepappershandel		1 289 230	4 748 412	4 811 225	2 360 204	5 541 689
15 Förvaltningsarvode		3 045	58 843	91 874	93 681	126 150
16 Avkastningsberoende arvode		0	0	0	149 382	71 572
17 Bankkostnader		1 000	2 462	4 965	2 804	3 219
18 Handelskostnader		1 698	8 582	7 602	2 865	7 425
19 Teckningsarvoden		0	12 348	8 120	9 673	20 384

Nyckeltal	beräkning	2001*	2002	2003	2004	2005
20 Fast förvaltningsarvode	15/11	1.25%	1.25%	1.25%	0.75%	0.75%
21 Avk.beroende arvode	16/11	-	-	-	1.20%	0.43%
22 Bankkostnader	17/11	0.41%	0.05%	0.07%	0.02%	0.02%
23 Total Expense Ratio TER	20+21+22	1.66%	1.30%	1.32%	1.97%	1.19%
24 Handelskostnader	18/11	0.70%	0.18%	0.10%	0.02%	0.04%
25 TKA	23+24	2.36%	1.48%	1.42%	1.99%	1.24%
26 Kommissioner/handelsvolym	18/14	0.13%	0.18%	0.16%	0.12%	0.13%
27 Oms.hastighet (Rata/Fin)	[14-(2+3)]/11	-1.35	0.20	0.23	-0.02	0.01
28 Oms.hastighet (Sverige)	min(12,13)/11	0.00	0.13	0.11	0.03	0.16
29 Handel/medelstorlek	14/11	5.29	1.01	0.65	0.19	0.33
30 Fondens avkastning	9/9(t-1)	19.30%	-8.79%	40.55%	20.64%	23.37%
31 Jämf.indexets avkastning**		14.58%	-18.04%	19.96%	17.65%	32.95%
32 Fondens överavkastning	30-31	4.72%	9.25%	20.59%	2.99%	-9.59%

Fördelning av handelskostnader per förmedlare	2002	2003	2004	2005
eQ Online	12%	29%	46%	45%
Handelsbanken	80%	37%	11%	23%
Deutsche Bank	8%	34%	43%	27%
United Bankers				5%

* 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 126.150 euro. Det finns ingen separat förvarsavgift 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 71.572 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 3.219 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 7.425 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 1,24%.

KOSTNADERNA BÖRJAR (NÄSTAN) REDOVISAS

Jag berättade i fjol att de flesta fondbolag inte redovisar sina handelskostnader. Kanske vårt gnällande har haft betydelse, då Placeringsfondföreningen i år förändrade sina rekommendationer så att handelskostnader bör redovisas (med början från de rapporter som berör år 2006).

Tanken är god men genomförandet är smått pinsamt. Föreningen rekommenderar att handelskostnaderna redovisas som en procent av årets *högsta* fondvärde. Man behöver bara grundskolans matematik för att begripa att detta gör att nyckeltalet ser bättre ut än verkligheten. Det enda korrekta skulle vara att beräkna kostnaderna som en andel av det *genomsnittliga* fondvärdet under året.

Även för detta gäller alltså detsamma som jag i fjol skrev om omsättningshastigheten. Lita inte blindt på de nyckeltal som ert fondbolag redovisar. Tag istället reda på hur de har beräknats och vad de innebär.

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 4.720 euro/mån) beror på Phoebus storlek. Dessutom får jag 25% (före skatter och sociala kostnader) av Phoebus resultatberoende arvode.

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%		

OBS! Förändringen i rörelsekapitalet (NWC) i kassaflödesanalysen för 2005 stämmer för många bolag inte överens med förändringen beräknad från balansräkningen. Detta beror på att bolagen har övergått till IFRS-bokföring. Jag har lämnat balansräkningarna för 2004 i sin gamla form (FAS) och justerat för de förändringar som beror på bokföringsprincipen i kassaflödesanalysen, vilket enligt min åsikt leder till att bägge är "korrekta".

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: Tulikivi

Bild: Nokian Tyres



VÅRA FINSKA BOLAG



Scandia-seriens Aava -ugn
Bild: Kermansavi

*"The acquisition of
Kermansavi Oy will have
a slightly positive effect
on the Group's result for 2006."*

Juha Sivonen (2006)

Tulikivi säljer nu också kakelugnar. Jag har tidigare berättat att Tulikivi ser sig själv som ett stenbolag medan jag ser det som ett ugnsbolag. Nuförtiden är vi av helt samma åsikt.



Verksamhet:

Med en årsförsäljning av cirka 13.000 ugnar har Tulikivi drygt hälften av Europas marknad för värmebevarande eldstäder av täljsten. Dessutom säljer Kermansavi, som köptes våren 2006, cirka 4.000 kakelugnar. Förutom ugnar säljer bolaget täljsten som dekorations- och byggsten samt i mindre utsträckning övriga stenslag.

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.

Kermansavi var Tulikivis största företagsköp genom tiderna och dess integrering kommer säkert att kräva betydande resurser under 2006. Ett stort företagsköp är oftast också en stor risk för resultatet (åtminstone på kort sikt).

www.tulikivi.com

Phoebus ägande (31.3.2006)

Antal aktier (efter split): 840.000
Andel av bolaget: 2,31%
Vikt i fonden: 12,9%

Mer info i rapporten: 2/2002, 1/2006

EUR miljoner

	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	5år	10år
Resultaträkning													
Omsättning	24	26	33	36	39	47	59	52	54	55	59	5%	9%
EBITA	1	3	6	6	5	7	7	4	5	5	6		
Rörelsemarginal	4.3%	11.0%	17.2%	15.7%	13.6%	15.4%	11.7%	6.7%	8.8%	9.6%	10.7%	10%	12%
Balansräkning													
NWC	2	1	1	1	2	3	5	6	5	6	3		
Fasta tillgångar	14	15	16	17	19	21	23	21	20	20	22		
Nettoskuld	6	3	0	0	0	0	1	1	1	3	-1		
Eget kapital	10	13	16	19	20	24	27	26	24	23	26		
Sysselsatt kapital	17	15	17	19	21	24	28	27	26	26	25	1%	4%
Avk. syss. kap.	6%	19%	34%	31%	26%	30%	25%	13%	18%	20%	25%	20%	24%
Kassaflöde													
Fritt kassaflöde		6	2	2	2	4	2	2	5	4	5	18	34
Företagsköp		-1	0	0	0	-2	-2	0	0	0	0	-2	-5
Dividender		0	-1	-1	-2	-2	-2	-3	-4	-5	-2	-16	-21
Emission /återköp		1	0	0	0	-1	1	0	0	0	0	1	2
Öriga poster		-2	1	0	0	0	0	0	-1	0	0	-1	-2
Diff nettoskuld		4	2	0	0	0	-1	0	0	-1	4	1	7
Värdering													
Antal aktier	31.4	32.8	35.4	35.4	35.4	35.3	35.8	36.4	36.4	36.4	36.4		
Aktiekurs	0.26	0.41	0.80	0.97	0.78	0.87	1.10	1.00	1.30	1.58	2.04	19%	23%
Marknadsvärde	8	13	28	34	27	31	39	36	47	58	74		
EPS	0.01	0.06	0.11	0.11	0.10	0.14	0.14	0.07	0.10	0.10	0.12	-3%	34%
Dividend	0.01	0.03	0.04	0.04	0.05	0.06	0.08	0.12	0.13	0.06	0.07	4%	24%
P/E	40.2	7.0	7.2	8.7	7.6	6.1	8.1	14.0	13.5	15.4	17.0		
EV/EBITA	13.9	5.5	5.1	6.0	5.2	4.3	5.8	10.7	10.3	11.3	11.7		
Direktavkastning	3%	6%	5%	5%	7%	6%	7%	12%	10%	4%	3%		



Pacific Composites, Melbourne
Bild: Exel

"The profit contribution from Pacific Composites is expected to correspond to at least EUR 3 million a year, from the year 2007 and onwards

Ari Jokelainen (2006)

På grund av sina promenadstavar uppfattas Exel ofta som ett sportbolag. Industrisidan är dock större, lönsammare och den växer snabbare. Dess betydelse ökar ytterligare efter Pacific Composites –affären.



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, mer lönsam och växer snabbare.

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 material i allt fler applikationer.

Förvärvet av Pacific Composites på våren 2006 var ett stort steg i processen att globalisera industri-divisionens verksamhet. Liksom alla stora steg innebär förvärvet också nya risker, inte bara möjligheter.

Vår kapitalförvaltare:



Ari Jokelainen

född 1955
anställd sedan 1990
VD sedan 1990

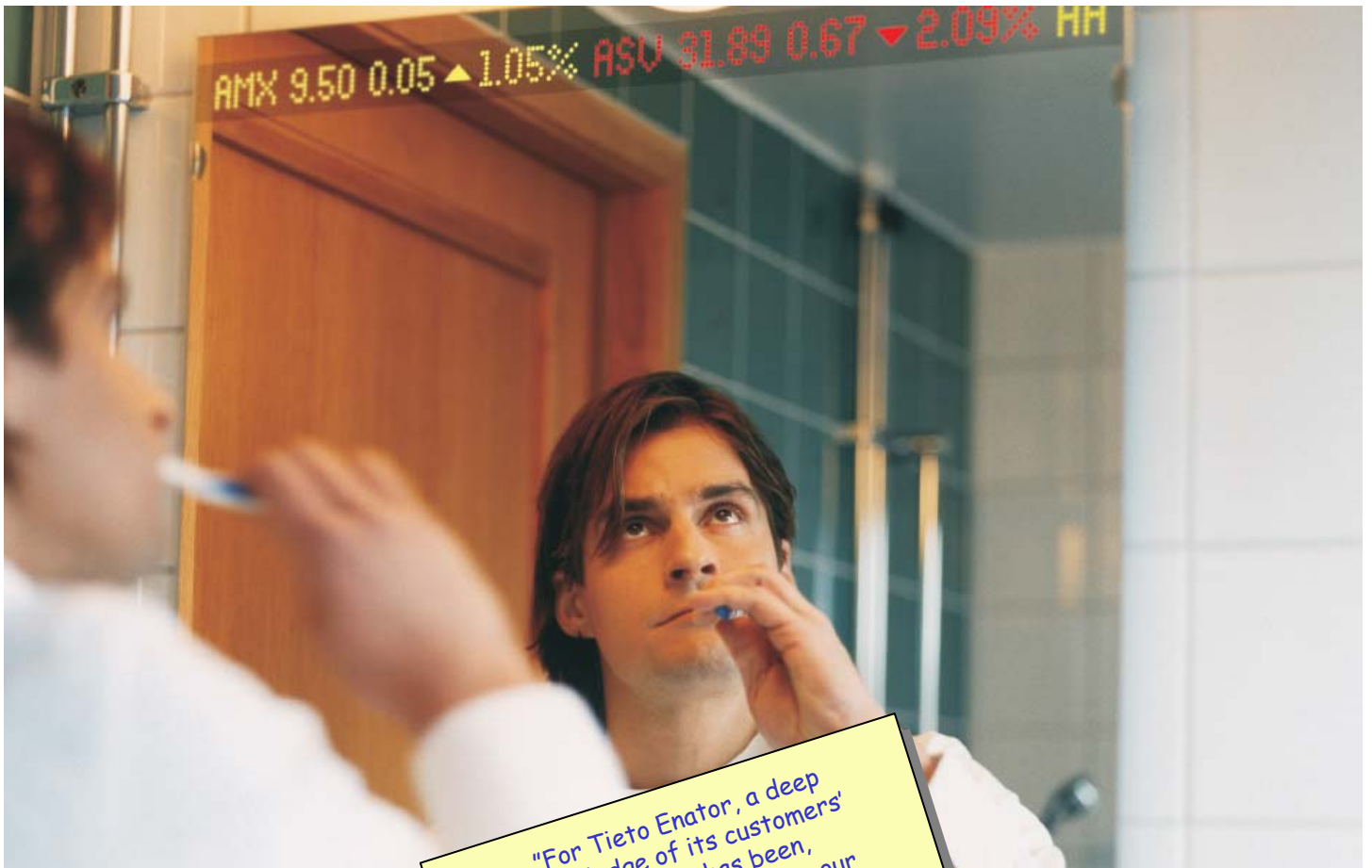
www.exel.net

Phoebus ägande (31.3.2006)

Antal aktier:	135.000
Andel av bolaget:	1,14%
Vikt i fonden:	10,1%
Mer info i rapporten:	4/2001, 2/2005

EUR miljoner

	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	5år	10år
Resultaträkning													
Omsättning	24	25	25	30	34	48	50	51	57	84	91	14%	14%
EBITA	1	3	4	4	5	7	6	4	6	13	12		
Rörelsemarginal	2.6%	10.7%	13.9%	12.6%	14.8%	14.3%	11.5%	8.5%	10.3%	15.6%	13.6%	12%	13%
Balansräkning													
NWC	2	2	2	3	4	8	9	9	9	10	14		
Fasta tillgångar	10	9	10	10	10	13	16	15	14	16	21		
Nettoskuld	8	8	6	6	4	9	11	8	5	6	8		
Eget kapital	4	4	5	8	10	13	14	15	18	20	27		
Sysselsatt kapital	12	12	12	14	15	22	25	23	23	26	35	10%	11%
Avk. syss. kap.	5%	23%	30%	28%	34%	32%	23%	19%	26%	51%	35%	31%	31%
Kassaflöde													
Fritt kassaflöde			2	1	2	0	2	4	4	13	6	28	
Företagsköp			0	-1	0	-3	-3	0	0	-7	-2	-12	
Dividender			0	0	-1	-2	-2	-2	-1	-7	-4	-16	
Emission /återköp			0	1	0	0	0	0	0	1	1	3	
Öriga poster			0	-1	0	0	1	0	0	0	-4	-3	
Diff nettoskuld			1	1	1	-4	-2	2	3	0	-3	0	
Värdering													
Antal aktier			10.5	10.5	10.5	10.5	10.5	10.6	10.7	11.0	11.5		
Aktiekurs			2.44	2.57	2.88	5.40	4.95	3.19	5.95	11.50	13.05	19%	
Marknadsvärde			26	27	30	57	52	34	64	127	150		
EPS			0.21	0.23	0.34	0.43	0.36	0.26	0.37	0.80	0.77	12%	
Dividend			0.05	0.09	0.15	0.19	0.18	0.10	0.65	0.35	0.40	16%	
P/E			11.6	11.1	8.5	12.4	13.8	12.2	16.3	14.3	16.9		
EV/EBITA			9.1	8.7	6.8	9.6	11.0	9.7	11.7	10.1	12.8		
Direktavkastning			2%	3%	5%	4%	4%	3%	11%	3%	3%		



"For Tieto Enator, a deep knowledge of its customers' businesses has been, and will continue to be, our main means of standing apart from our competitors.

It is essential that we concentrate our growth investments on those areas where we can build a permanent competitive edge and international growth path."

Pentti Heikkinen (2005)

Utvecklingen mot informationssamhället har precis startat och under de närmaste åren kommer vi att få se tillämpningar som vi inte ens vetat att vi har saknat. Personligen hoppas jag att det ovan avbildade alternativet aldrig kommersialiseras - vi har tillräckligt mycket skräpinformation om aktiemarknaden redan idag.

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 telecombranscherna.

Bolaget som placering:

Åran för TietoEnators framgång tillfaller till stor del Matti Lehti, som jag tycker är Finlands bästa företagsledare. Han pensionerades i början av året och under ledning av nya VD:n är TietoEnator som placering ännu en tid ett oskrivet blad.

Pentti Heikkinen har dock jobbat för bolaget redan i 10 år. Intern rekrytering av den nya ledningen är ett kvalitetsbolags tecken, enligt min åsikt.

Vår kapitalförvaltare:



Pentti Heikkinen

född 1960
anställd sedan 1996
VD sedan 2006

www.tietoenator.com

Phoebus ägande (31.3.2006)

Antal aktier:	47.000
Andel av bolaget:	0,06%
Vikt i fonden:	7,7%
Mer info i rapporten:	4/2002

EUR miljoner

	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	5år	10år
Resultaträkning													
Omsättning	193	345	409	473	1229	1120	1135	1271	1374	1525	1682	8%	24%
EBITA	18	34	49	75	115	92	135	130	143	171	164		
Rörelsemarginal	9.2%	9.7%	12.0%	15.9%	9.3%	8.2%	11.9%	10.2%	10.4%	11.2%	9.8%	11%	10%

Balansräkning

NWC	-43	-11	-14	-6	43	54	-12	37	34	155	-16		
Fasta tillgångar	123	117	131	147	260	264	310	476	431	480	727		
Nettoskuld	-33	-24	-36	-21	-62	-41	-190	51	-13	69	211		
Eget kapital	113	131	153	162	365	359	488	462	479	566	501		
Sysselsatt kapital	80	107	117	141	304	318	298	513	466	634	712	18%	24%
Avk. syss. kap.	22%	31%	42%	53%	38%	29%	45%	25%	31%	27%	23%	28%	31%

Kassaflöde

Fritt kassaflöde	-8	23	39	87	59	163	52	123	94	104	536	736
Företagsköp	3	-7	-12	-23	-7	85	-195	-27	-5	-139	-281	-326
Dividender	-4	-8	-16	-26	-34	-40	-83	-41	-81	-80	-325	-413
Emission /återköp	0	0	-28	3	-33	-20	1	0	-97	-80	-196	-255
Öriga poster	0	4	1	1	-6	-37	-17	9	7	53	15	15
Diff nettoskuld	-9	12	-16	41	-21	149	-241	64	-82	-142	-252	-244

Värdering

Antal aktier	52.3	52.7	52.8	53.3	77.0	83.6	83.3	82.9	82.9	78.7	75.8		
Aktiekurs	4.06	10.90	17.18	38.18	62.00	30.30	29.75	13.00	21.70	23.40	30.85	0%	22%
Marknadsvärde	213	575	907	2037	4771	2534	2479	1078	1799	1843	2340		
EPS	0.28	0.45	0.65	1.03	1.03	0.81	1.19	1.14	1.28	1.58	1.55	14%	19%
Dividend	0.11	0.16	0.30	0.49	0.49	0.49	1.00	0.50	1.00	1.00	0.85	12%	22%
P/E	14.4	24.2	26.2	36.9	60.1	37.6	25.1	11.5	17.0	14.8	19.9		
EV/EBITA	10.1	16.4	17.8	26.8	41.1	27.0	16.9	8.7	12.5	11.2	15.5		
Direktavkastning	3%	1%	2%	1%	1%	2%	3%	4%	5%	4%	3%		



Bild: Lassila & Tikanoja

"Improvements in the performance of the service sector cannot be effected solely with a few large projects, but cost effectiveness is dependant on many small matters, too.

Good performance demands unstinting everyday management of even the smallest matters."

Jari Sarjo (2005)

De ytterst snabbt och kraftigt stigande bränslepriserna försämrade lönsamheten inom L&T:s avfallstransportering under 2005, men prishöjningar torde hjälpa till att normalisera resultatet redan i år.



Verksamhet:

Lassila & Tikanoja är Finlands ledande avfallshanterings- och –återvinningsbolag med 18% av marknaden, samt det näst största städnings- 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 efter att växa också i Baltikum och Ryssland inom båda sina verksamhetsområden och i Sverige inom städning.

Bolaget som placering:

L&T:s strategi inom avfallshantering 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 fortfarande att belasta resultatutvecklingen.

Vår kapitalförvaltare:



Jari Sarjo

född 1957
anställd sedan 1984
VD sedan 1997

www.lassila-tikanoja.fi

Phoebus ägande (31.3.2006)

Antal aktier: 95.000
Andel av bolaget: 0,25%
Vikt i fonden: 7,7%

Mer info i rapporten: 4/2003

EUR miljoner

	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	5år	10år
Resultaträkning													
Omsättning	76	89	101	118	146	211	246	267	306	337	377	12%	17%
EBITA	6	8	10	11	12	23	32	33	43	44	39		
Rörelsemarginal	7.6%	9.1%	9.5%	9.6%	8.1%	10.7%	12.9%	12.3%	14.2%	12.9%	10.4%	12%	12%
Balansräkning													
NWC				-6	-11	-11	-14	-17	-21	-21	-28		
Fasta tillgångar				39	57	175	167	177	194	212	257		
Nettoskuld				-38	-25	92	73	73	78	60	76		
Eget kapital				71	71	73	80	86	96	131	153		
Sysselsatt kapital				33	46	164	153	159	173	191	229	7%	
Avk. syss. kap.				34%	26%	22%	21%	21%	25%	23%	17%	21%	
Kassaflöde													
Fritt kassaflöde				-5	8	26	20	22	23	20	20	111	
Företagsköp				0	-117	0	-10	-11	-17	-16	-16	-54	
Dividender				-8	-8	-8	-9	-12	-35	-10	-74		
Emission /återköp				0	0	0	0	0	49	2	50		
Öriga poster				0	-1	1	-1	-3	-3	-13	-19		
Diff nettoskuld				-13	-117	19	0	-4	17	-16	15		
Värdering													
Antal aktier			32.8	33.1	34.5	34.5	34.5	34.5	34.5	38.1	38.4		
Aktiekurs							8.26	7.12	12.62	13.13	14.90		
Marknadsvärde							285	245	435	501	572		
EPS			0.25	0.28	0.26	0.41	0.59	0.63	0.86	0.80	0.70	11%	
Dividend						0.23	0.28	0.34	1.01	0.25	0.40		
P/E							14.0	11.3	14.7	16.5	21.3		
EV/EBITA							11.3	9.7	11.8	12.9	16.5		
Direktavkastning							3%	5%	8%	2%	3%		



Bild: Vacon

"Starten av fabriken
i Kina under den senare hälften
av året erbjöd nya möjligheter
att stärka vår marknadsposition
i Kina och
i Asien överhuvudtaget,
liksom i Australien.

Vesa Laisi (2005)

Vacon har hittills haft bara en fabrik, i Vasa. Den nya fabriken i Suzhou, Kina, kommer i framtiden att kunna leverera en del av produkterna Vacon säljer till Nordamerika, och därmed bidra till att minska Vacons dollarkänslighet.



Verksamhet:

Vacon är ett litet men unikt bolag. Det fokuserar endast på frekvensomriktare (steglös styrning av elmotorer), för 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 är 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 (31.3.2006)

Antal aktier:	61.500
Andel av bolaget:	0,40%
Vikt i fonden:	7,2%
Mer info i rapporten:	4/2004

EUR miljoner

	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	5år	10år
Resultaträkning													
Omsättning	3	8	17	26	44	65	91	97	112	129	150	18%	48%
EBITA	0	1	3	3	6	8	10	10	12	15	18		
Rörelsemarginal	-6.7%	7.6%	15.1%	12.2%	13.6%	12.5%	11.5%	10.2%	10.7%	11.6%	12.1%	11%	12%
Balansräkning													
NWC	1	2	3	7	7	11	10	9	8	6	12		
Fasta tillgångar	2	2	2	4	4	12	16	17	18	17	22		
Nettoskuld	2	3	3	7	5	4	3	-1	-6	-12	-8		
Eget kapital	0	1	2	4	7	18	23	27	32	35	42		
Sysselsatt kapital	3	3	5	11	11	22	26	26	26	23	34	9%	30%
Avk. syss. kap.	-8%	18%	52%	28%	53%	36%	39%	38%	46%	64%	52%	48%	45%
Kassaflöde													
Fritt kassaflöde		0	0	-5	4	-5	3	7	8	12	3	32	26
Företagsköp		0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Dividender		0	0	0	0	-1	-2	-2	-3	-8	-5	-21	-22
Emission /återköp		0	0	0	-1	7	0	0	0	1	-1	0	6
Öriga poster		0	0	0	0	0	0	0	0	1	0	0	0
Diff nettoskuld		0	0	-5	3	1	1	4	5	5	-4	12	10
Värdering													
Antal aktier	11.7	11.7	11.7	11.7	11.7	13.7	15.2	15.2	15.2	15.3	15.2		
Aktiekurs						8.30	9.33	7.40	9.80	11.78	17.50	16%	
Marknadsvärde						114	141	112	148	180	266		
EPS	-0.04	0.03	0.14	0.16	0.33	0.41	0.45	0.43	0.52	0.66	0.79	14%	
Dividend	0.00	0.00	0.01	0.03	0.07	0.14	0.16	0.17	0.55	0.35	0.41	24%	
P/E						20.4	20.7	17.2	19.0	17.9	22.2		
EV/EBITA						14.5	13.9	11.2	11.8	11.3	14.3		
Direktavkastning						2%	2%	2%	6%	3%	2%		



Bild: Stockmann

"Varuhuset i Riga uppnådde ett positivt resultat redan under sitt andra hela verksamhetsår och även de nya varuhusen i Ryssland uppvisar en planerlig resultatutveckling."

Hannu Penttilä (2005)

Stockmanns största projekt i Ryssland är det nya varuhuset på 20.000 m² på Nevski Prospekt i St. Petersburg, som kommer att ha slukat 80-110 miljoner euro då det öppnar sina dörrar till julhandeln 2008. Stockmann gjorde i fjol ett nollresultat i Ryssland, men målsättningen är att en tredjedel av koncernens resultat år 2008 uppstår utanför Finland (och av det huvuddelen i Ryssland).



Verksamhet:

I april 2006 har Stockmann totalt 12 varuhus, vars försäljningsareal är cirka 16 hektar. Av dessa är 7 i Finland, och i hemlandet byggs det knappast fler. Tillväxten sker i Ryssland (3 varuhus och 2 under byggnad) och Baltikum (2).

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

Bolaget som placering:

Stockmann har länge varit stabilt lönsamt. Dess tillväxt har dock varit ganska blygsam. På senaste år har bolaget klart höjt sina ambitioner både beträffande tillväxt och lönsamhet.

Under de närmaste åren har Stockmann två storprojekt på gång i Helsingfors och St. Petersburg, samt ett mindre i Moskva. Totalt investeras en kvarts miljard euro i dessa. I Helsingfors, som svarar för huvuddelen av resultatet, är det livsviktigt att byggarbetena kan skötas utan negativ inverkan på kundströmmarna.

Vår kapitalförvaltare:



Hannu Penttilä

född 1953
anställd sedan 1978
VD sedan 2001

www.stockmann.fi

Phoebus ägande (31.3.2006)

Antal aktier:	38.000
Andel av bolaget:	0,07%
Vikt i fonden:	6,3%
Mer info i rapporten:	3/2003

EUR miljoner

	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	5år	10år
Resultaträkning													
Omsättning	877	1037	1161	1217	1320	1221	1282	1315	1413	1445	1543	5%	6%
EBITA	42	46	61	50	49	33	39	53	50	68	97		
Rörelsemarginal	4.8%	4.5%	5.3%	4.1%	3.7%	2.7%	3.1%	4.0%	3.6%	4.7%	6.3%	4.4%	4.2%
Balansräkning													
NWC	38	54	62	93	59	78	97	95	90	97	102		
Fasta tillgångar	226	257	284	342	332	347	346	301	289	315	325		
Nettoskuld	-45	-20	-18	-54	-114	-77	-64	-128	-168	-79	-79		
Eget kapital	310	331	364	490	505	502	506	525	547	492	505		
Sysselsatt kapital	265	310	346	435	391	425	442	397	379	412	427	0%	5%
Avk. syss. kap.	16%	15%	18%	11%	13%	8%	9%	13%	13%	17%	23%	15%	14%
Kassaflöde													
Fritt kassaflöde	-16	6	-42	34	-5	8	47	34	19	22	129	106	
Företagsköp	7	6	-2	65	0	10	50	37	5	19	120	196	
Dividender	-17	-18	-22	-43	-31	-31	-31	-46	-123	-53	-284	-415	
Emission /återköp	1	1	102	0	0	0	0	16	10	14	40	143	
Öriga poster	1	4	1	4	-2	-1	-2	-1	1	-2	-4	3	
Diff nettoskuld	-25	-2	37	60	-37	-13	65	40	-89	-1	1	33	
Värdering													
Antal aktier	46.6	46.7	46.7	49.5	51.4	51.2	51.0	51.0	52.2	52.9	54.1		
Aktiekurs	11.78	14.27	17.64	16.08	14.30	10.40	13.40	13.80	18.30	21.70	32.53	26%	11%
Marknadsvärde	549	666	824	796	735	533	683	703	956	1147	1759		
EPS	0.73	0.78	1.00	0.87	0.69	0.52	0.59	0.85	0.78	1.04	1.29	20%	6%
Dividend	0.36	0.39	0.47	0.84	0.60	0.60	0.60	0.90	1.35	1.00	1.10	13%	12%
P/E	16.2	18.3	17.7	18.4	20.7	20.2	22.9	16.2	23.4	20.8	25.2		
EV/EBITA	12.1	13.9	13.2	14.9	12.6	13.9	15.8	10.8	15.7	15.6	17.4		
Direktavkastning	3%	3%	3%	5%	4%	6%	4%	7%	7%	5%	3%		



En digital radiosond
Bild: Vaisala



Verksamhet:

Vaisala är överlägsen marknadsledare, med en marknadsandel på över 25%, på den fragmenterade världsmarknaden för meteorologisk utrustning, som totalt är värd 600 miljoner euro. Den största konkurrenten är tre gånger mindre än Vaisala.

Radiosonder är bolagets viktigaste produkter. Marknaden för dessa är stabil. Tillväxten bör därför komma från nya produkter, där bolagets existerande teknologiska kunnande utnyttjas.

Bolaget som placering:

Vaisala är ett av Finlands mest dollarkänsliga bolag, och har lidit av det under de senaste åren. Marknaden håller nu gradvis på att återhämta sig.

I början av 2006 gjorde Vaisala ett ovanligt stort företagsköp, då bolaget förvärvade amerikanska Sigmets för 20 miljoner dollar. Dess signalprocessorer kommer att utgöra en viktig del av Vaisalas nya väderradar, som lanseras under 2007. På kort sikt kommer utvecklandet av radarn att i viss mån pressa resultatutvecklingen.

Vår kapitalförvaltare:



Pekka Ketonen

född 1948
anställd sedan 1992
VD sedan 1992

www.vaisala.com

Phoebus ägande (31.3.2006)

Antal aktier:	27.000
Andel av bolaget:	0,15%
Vikt i fonden:	3,7%
Mer info i rapporten:	4/2005

EUR miljoner

	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	5år	10år
Resultaträkning													
Omsättning	73	85	114	115	145	180	184	196	189	181	198	2%	11%
EBITA	14	19	30	23	31	35	34	30	29	27	30		
Rörelsemarginal	19.8%	22.0%	26.5%	20.2%	21.6%	19.4%	18.3%	15.3%	15.4%	14.7%	15.2%	16%	18%

Balansräkning

NWC	13	15	17	21	24	30	47	44	38	30	21		
Fasta tillgångar	24	28	27	26	39	46	49	58	57	50	54		
Nettoskuld	-13	-17	-35	-42	-47	-51	-43	-37	-45	-53	-80		
Eget kapital	50	60	79	89	110	127	138	139	139	133	154		
Sysselsatt kapital	37	43	44	47	63	76	95	102	95	80	74	0%	7%
Avk. syss. kap.	39%	44%	69%	49%	50%	46%	35%	29%	31%	33%	40%	33%	40%

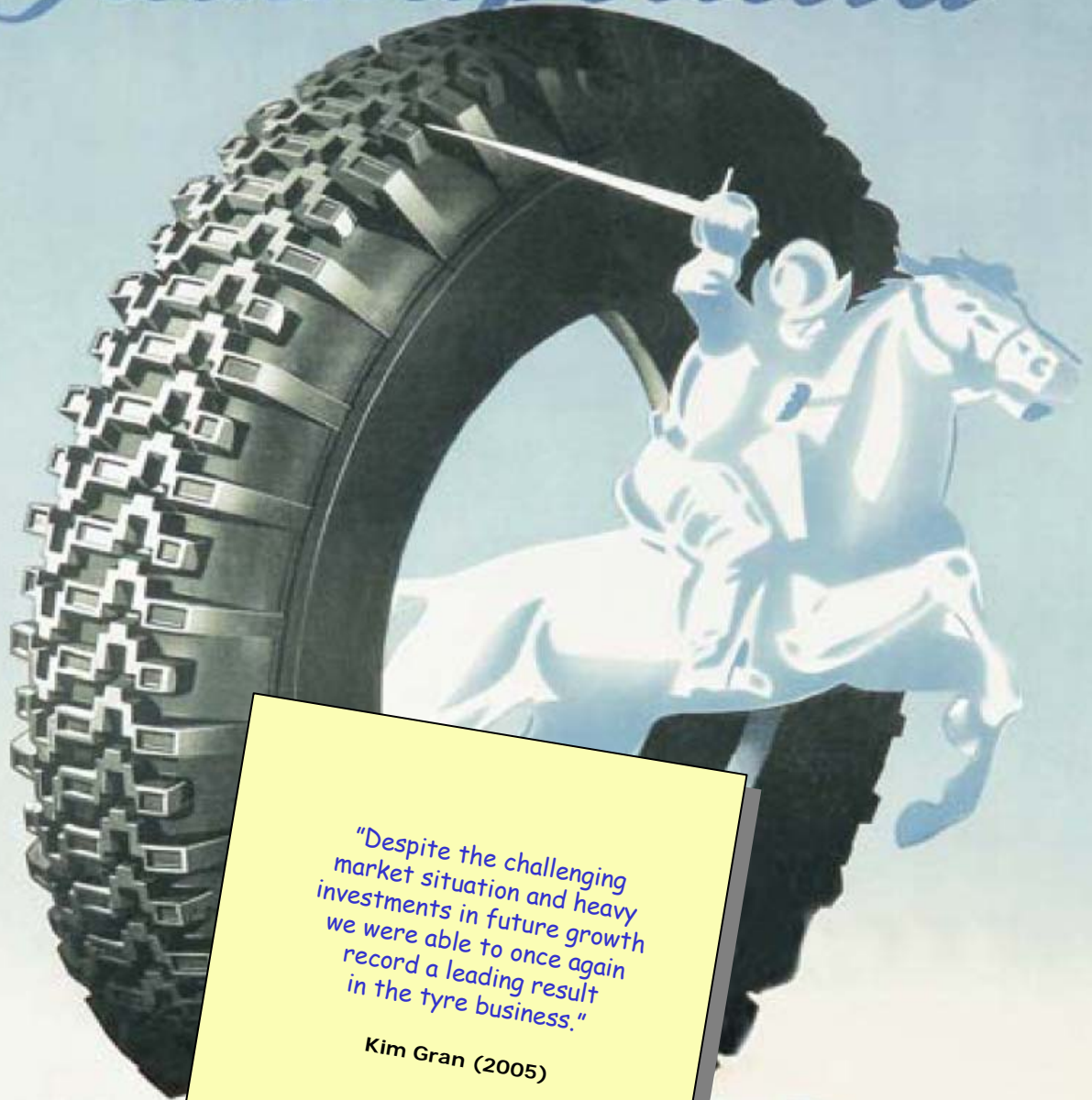
Kassaflöde

Fritt kassaflöde	6	19	14	18	16	6	18	14	30	37	105	177
Företagsköp	0	0	0	-12	-5	-4	-13	0	0	-3	-20	-37
Dividender	-4	-4	-6	-6	-7	-12	-9	-10	-22	-13	-66	-92
Emission /återköp	0	0	0	0	1	0	2	0	0	9	12	13
Öriga poster	1	2	0	5	0	1	-4	3	0	-3	-3	5
Diff nettoskuld	4	18	7	5	4	-8	-6	8	9	27	29	67

Värdering

Antal aktier	17.2	17.2	17.2	17.2	17.2	17.2	17.2	17.4	17.5	17.5	17.7		
Aktiekurs	6.69	12.61	19.34	17.66	19.37	29.50	27.30	22.98	24.50	18.20	24.00	-4%	14%
Marknadsvärde	115	216	332	303	332	507	471	399	428	318	424		
EPS	0.57	0.71	1.17	0.99	1.31	1.55	1.43	1.19	1.01	1.13	1.41	-2%	9%
Dividend	0.21	0.23	0.34	0.34	0.42	0.67	0.55	0.55	1.25	0.75	0.75	2%	14%
P/E	11.7	17.8	16.5	17.8	14.8	19.0	19.1	19.4	24.3	16.1	17.0		
EV/EBITA	7.0	10.6	9.8	11.3	9.1	13.1	12.8	12.1	13.2	9.9	11.4		
Direktavkastning	3%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	5%	4%	3%		

"Hakkapeliitta"



"Despite the challenging market situation and heavy investments in future growth we were able to once again record a leading result in the tyre business."

Kim Gran (2005)

1936

2006

nokian
HAKKAPELIITTA

NOKIAN TYRES

Verksamhet:

Nokian Tyres hör till de ledande bildäcksbolagen i Norden med en marknadsandel på 25%. Bolaget är fokuserat på vinterdäck, där dess andel av marknaden är 30%, och high-performance-sommardäck. Produktionen år 2005 var cirka 6,5 miljoner däck (varav 0,3m i den nya fabriken i Ryssland), och bör stiga till över 10 miljoner år 2008 då fabriken i Ryssland är fullskalig.

Bolaget som placering:

Förra året skrev jag:

" 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."

Risken förverkligades. I ett tuffare affärsklimat kunde priserna inte höjas i takt med kostnaderna så resultatillväxten stagnerade. Aktiekursen är trots allt högre nu än för ett år sedan, så aktiemarknadens förväntningar är fortfarande höga – risken är alltså fortsatt stor.

EUR miljoner

	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	5år	10år
Resultaträkning													
Omsättning	187	193	212	251	323	399	423	479	529	602	687	11%	14%
EBITA	20	24	28	35	45	46	57	67	85	119	116		
Rörelsemarginal	10.9%	12.3%	13.1%	14.0%	14.1%	11.6%	13.6%	14.0%	16.2%	19.7%	16.9%	16%	15%

Balansräkning

NWC	29	35	40	54	77	97	85	84	94	144	213		
Fasta tillgångar	64	72	85	140	214	252	259	249	253	267	378		
Nettoskuld	32	35	40	94	170	218	194	158	136	144	120		
Eget kapital	61	72	85	100	121	131	149	175	211	267	471		
Sysselsatt kapital	93	107	125	194	291	349	343	334	347	411	590	11%	20%
Avk. syss. kap.	22%	22%	22%	18%	16%	13%	17%	20%	25%	29%	20%	22%	20%

Kassaflöde

Fritt kassaflöde		0	0	-23	-19	-25	27	43	31	3	-60	44	-23
Företagsköp		0	0	-25	-48	-7	-2	-1	0	4	-16	-15	-96
Dividender		-4	-5	-6	-8	-9	-7	-9	-12	-17	-26	-70	-102
Emission /återköp		0	1	1	1	0	0	0	2	4	134	139	142
Öriga poster		0	0	-1	-2	-7	6	2	1	3	-8	5	-6
Diff nettoskuld		-3	-4	-55	-76	-48	24	36	22	-4	24	102	-84

Värdering

Antal aktier	100.9	101.4	102.4	103.2	105.4	105.8	105.8	105.8	106.8	108.5	121.0		
Aktiekurs	0.74	1.65	2.79	2.78	3.78	1.79	3.51	3.40	5.99	11.18	10.65	43%	31%
Marknadsvärde	75	168	286	286	399	189	371	360	640	1213	1289		
EPS	0.12	0.14	0.17	0.22	0.28	0.25	0.30	0.39	0.51	0.71	0.68	22%	19%
Dividend	0.04	0.05	0.06	0.07	0.09	0.07	0.08	0.11	0.16	0.22	0.23	29%	19%
P/E	6.3	11.7	16.4	12.5	13.6	7.1	11.6	8.8	11.9	15.7	15.7		
EV/EBITA	5.2	8.5	11.7	10.8	12.5	8.8	9.8	7.7	9.1	11.4	12.2		
Direktavkastning	5%	3%	2%	3%	2%	4%	2%	3%	3%	2%	2%		

Vår kapitalförvaltare:



Kim Gran

född 1954
anställd sedan 1994
VD sedan 2000

www.nokiantyres.com

Phoebus ägande (31.3.2006)

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

Mer info i rapporten: 3/2004



Kuva: Bö Sommarland AS

*"För oss i Puuharyhmä
är lek en allvarlig sak.
Något som bör tas på
allvar och förverkligas
omsorgsfullt, men som man ändå
inte behöver göra med rynkor i pannan.
Människan är bäst då hon leker."
Erkki Mattila (2005)*

I nöjesparken Serena öppnas sommaren 2006 en för Europa nästan unik vattenparksattraktion: Half-Pipe, som man rutschar igenom i en gummiring.



Verksamhet:

Puuharyhmä-koncernen driver (vatten)nöjesparker i Tervakoski (Puuhamaa), St Michel (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 Puuharyhmä 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.puuharyhma.fi

Phoebus ägande (31.3.2006)

Antal aktier:	14.000
Andel av bolaget:	3,54%
Vikt i fonden:	2,9%
Mer info i rapporten:	1/2005

EUR miljoner	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	30.4. 2005	30.10. 12mån	5år	10år
Resultaträkning														
Omsättning	6.0	4.6	3.7	4.5	9.0	9.8	9.4	13.3	13.7	13.6	12.9	13.2	7%	11%
EBITA	1.6	1.4	0.9	1.4	1.5	2.3	1.5	2.6	2.7	2.5	1.8	1.8		
Rörelsemarginal	26.2%	30.3%	23.5%	31.4%	16.3%	23.9%	16.1%	19.3%	19.4%	18.3%	14.3%	13.3%	17%	18%
Balansräkning														
NWC	0.3	0.0	0.7	-0.2	-0.2	-0.3	-0.1	0.0	-0.2	0.1	-0.1			
Fasta tillgångar	2.6	2.7	2.6	11.7	12.8	12.4	12.2	11.9	11.8	13.0	14.5			
Nettoskuld	-0.5	-1.6	-1.4	0.9	3.0	1.7	1.5	0.4	-0.9	0.4	1.1			
Eget kapital	3.5	4.2	4.7	10.6	9.6	10.4	10.5	11.5	12.5	12.7	13.2			
Sysselsatt kapital	2.9	2.6	3.3	11.5	12.7	12.1	12.1	11.9	11.6	13.1	14.3			
Avk. syss. kap.	53%	53%	26%	12%	12%	19%	13%	21%	23%	19%	13%		18%	18%
Kassaflöde														
Fritt kassaflöde		1.4	0.1	2.0	1.0	2.0	0.8	1.8	2.1	0.3	0.1		5.1	11.6
Företagsköp		0.0	0.0	-8.4	-1.4	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0		0.0	-9.8
Dividender		-0.4	-0.3	-0.5	-0.7	-0.7	-0.7	-0.7	-0.8	-1.6	-0.8		-4.6	-7.2
Emission /återköp		0.0	0.0	4.7	-1.1	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0		0.0	3.6
Öriga poster		0.1	0.0	-0.1	0.0	0.0	0.1	0.1	0.0	0.0	0.0		0.1	0.2
Diff nettoskuld		1.1	-0.2	-2.2	-2.2	1.3	0.2	1.1	1.3	-1.3	-0.7		0.6	-1.6
Värdering														
Antal aktier	0.320	0.320	0.320	0.423	0.395	0.395	0.395	0.395	0.395	0.395	0.395	0.395		
Aktiekurs	10.76	15.49	28.59	58.87	28.50	38.00	26.10	32.50	32.00	41.50	41.99	43.00	12%	11%
Marknadsvärde	3.4	5.0	9.1	24.9	11.3	15.0	10.3	12.8	12.7	16.4	16.6	17.0		
EPS	3.83	3.50	2.50	3.25	2.14	3.69	2.29	4.09	4.34	4.37	3.11	3.01	6%	-2%
Dividend	1.18	1.09	1.60	1.77	1.77	1.77	1.77	2.00	4.00	2.00	1.50		-3%	2%
P/E	2.8	4.4	11.4	18.1	13.3	10.3	11.4	8.0	7.4	9.5	13.5	14.3		
EV/EBITA	1.9	2.4	9.0	18.2	9.7	7.1	7.8	5.2	4.4	6.7	9.6			
Direktavkastning	11%	7%	6%	3%	6%	5%	7%	6%	13%	5%	4%			



Hebei Pan Asia Long-Teng PM1
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)

Av Tamfelts tjugo startleveranser förra året var sju i Kina. 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 (och därför är citatet ovan detsamma som för ett år sedan).



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.

Vår kapitalförvaltare:



Jyrki Nuutila
född 1948
anställd sedan 1986
VD sedan 2005

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 1995-2005 varit bara 2,5% per år.

www.tamfelt.fi

Phoebus ägande (31.3.2006)

Antal aktier:	62.000
Andel av bolaget:	0,22%
Vikt i fonden:	2,9%
Mer info i rapporten:	1/2004

EUR miljoner

	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	5år	10år
Resultaträkning													
Omsättning	84	89	102	103	110	124	131	126	126	134	140	2%	5%
EBITA	12	15	20	19	19	21	23	16	13	16	20		
Rörelsemarginal	14.2%	16.7%	20.0%	18.4%	17.4%	17.1%	17.4%	12.7%	10.0%	12.0%	14.5%	13%	15%
Balansräkning													
NWC	13	16	20	25	31	32	32	30	22	21	25		
Fasta tillgångar	32	35	39	49	51	58	68	76	71	78	81		
Nettoskuld	-23	-26	-30	-22	-22	-24	-14	-3	0	11	6		
Eget kapital	68	77	88	96	105	113	114	109	93	88	99		
Sysselsatt kapital	45	51	58	74	82	90	100	106	93	99	106	3%	9%
Avk. syss. kap.	27%	29%	35%	26%	23%	24%	23%	15%	14%	16%	19%	17%	21%
Kassaflöde													
Fritt kassaflöde		6	8	-1	6	8	7	7	23	7	12	54	82
Företagsköp		0	0	0	0	0	0	0	0	0	-1	-1	-1
Dividender		-4	-6	-7	-8	-9	-11	-17	-29	-17	-9	-84	-117
Emission /återköp		0	0	0	0	0	0	0	5	0	1	6	6
Öriga poster		1	2	1	2	2	-5	-1	-1	0	2	-6	1
Diff nettoskuld		3	4	-7	0	1	-9	-11	-3	-11	4	-30	-29
Värdering													
Antal aktier	26.4	26.6	26.6	26.6	26.6	26.6	26.6	26.6	27.3	27.4	27.6		
Aktiekurs	2.80	5.10	8.10	7.00	7.50	5.99	8.83	9.67	9.27	7.98	8.05	6%	11%
Marknadsvärde	74	136	215	186	199	159	235	257	253	218	222		
EPS	0.33	0.49	0.61	0.56	0.54	0.59	0.64	0.48	0.34	0.47	0.52	-3%	5%
Dividend	0.14	0.24	0.27	0.29	0.33	0.43	0.63	1.10	0.63	0.35	0.41	-1%	11%
P/E	8.4	10.3	13.3	12.4	13.9	10.1	13.8	20.2	27.0	16.8	15.5		
EV/EBITA	4.3	7.4	9.1	8.6	9.3	6.4	9.7	15.8	20.1	14.3	11.2		
Direktavkastning	5%	5%	3%	4%	4%	7%	7%	11%	7%	4%	5%		



V80-2.0MW & V90-3.0MW Meroicinha Portugal
Courtesy of Vestas Wind Systems A/S

Scania R124, Finland
Photo: Jonas Nordin
Copyright: Scania AB



VÅRA UTLÄNDSKA BOLAG



Photo: Bengt Wanselius
Copyright: Svenska Handelsbanken AB

"Det är med stor förtröstan
jag nu lämnar chefskapet
över Handelsbanken vidare
till Pär Boman.
Jag har alltid varit stolt
över att arbeta för Handelsbanken.
När Pär Boman nu tar över
vet jag att jag kommer att
fortsätta vara det."

Lars O. Grönstedt (2005)

Stolthet över sitt bolag, blandat med en tillräcklig dos av blygsamhet, är något som kännetecknar en duktig företagsledare (och därmed ett kvalitativt fint bolag).

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 väl fungerande modell, som kombinerar kostnads-effektivitet och kundnytta.

Handelsbanken har redan i 16 år haft branschens nöjdaste kunder. Dess avkastning på eget kapital har i 34 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.

Ledningen byttes på våren 2006 då styrelsens fd. ordförande beslöt sig för att segla jorden runt. Förra VD:n tog hans plats som ordförande och till ny VD valdes en ung förmåga, som dock har hunnit jobba redan 15 år inom banken. Ledningsbyte är alltid en risk, men att den nya ledningen internerkryteras är ett tecken på ett kvalitetsbolag.

Bankens expansion inom livförsäkringar (och aktiemarknadens uppgång) kommer i fortsättningen att öka svängningarna i resultatet.

Vår kapitalförvaltare:



Pär Boman

född 1961
anställd sedan 1991
VD sedan 2006

www.handelsbanken.se

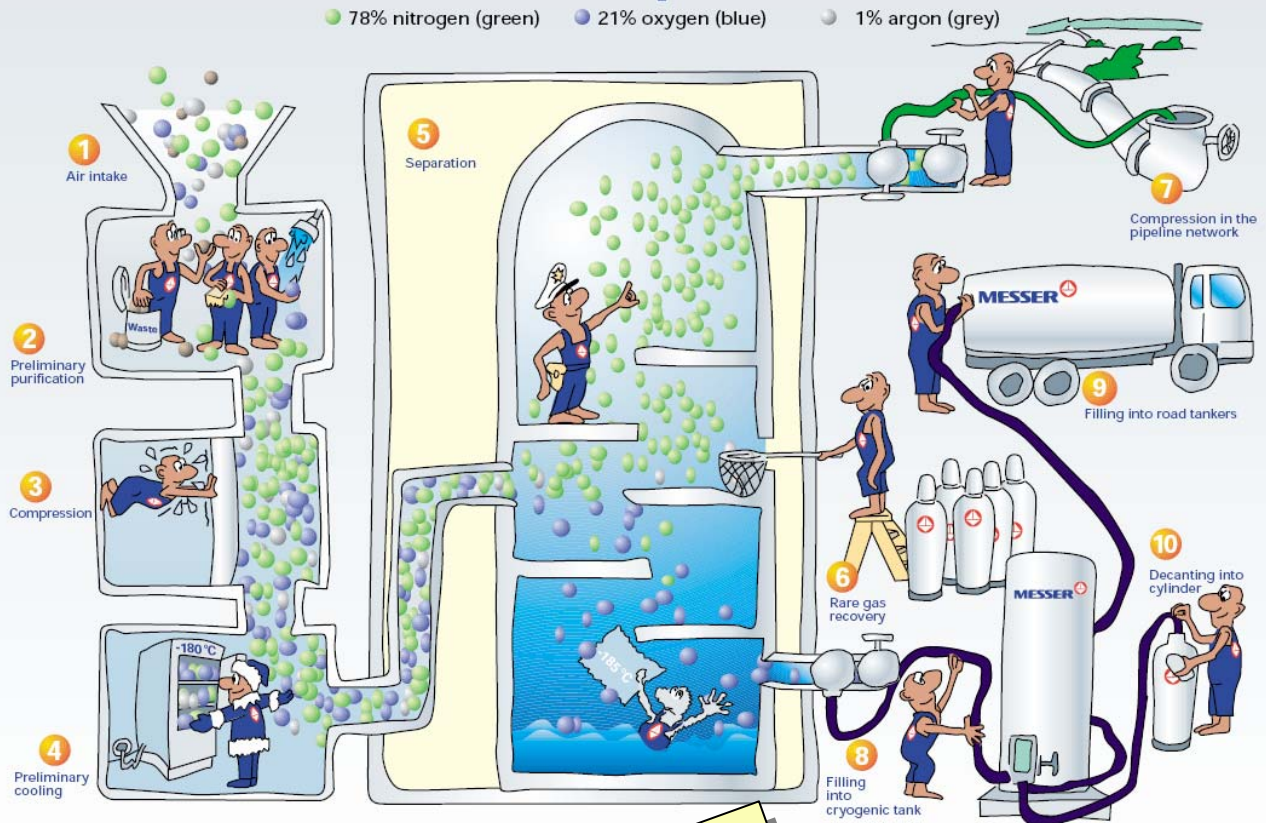
Phoebus ägande (31.3.2006)

Antal aktier:	55.000
Andel av bolaget:	0,008%
Vikt i fonden:	6,5%
Mer info i rapporten:	4/2003, 1/2006

SEK miljoner

	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	5år	10år
Resultaträkning													
Intäkter	13438	14549	15815	16837	17056	20680	21654	21664	22292	23981	26338	5%	7%
Resultat före skatt	5080	6765	8067	8007	8912	12001	11577	10829	11780	13520	15661		
Marginal	37.8%	46.5%	51.0%	47.6%	52.3%	58.0%	53.5%	50.0%	52.8%	56.4%	59.5%	55%	53%
Balansräkning													
Utlåning	263	281	591	591	630	692	803	842	826	863	986		
Riskjusterad		258	415	443	482	542	611	641	630	658	769		
Tier 1 kapital		26	26	28	31	35	37	41	46	50	58		
Tier 1 soliditet		10.0%	6.2%	6.3%	6.5%	6.4%	6.1%	6.4%	7.3%	7.6%	7.6%		
Eget kapital	25949	27549	32353	34431	38570	42466	48112	52192	56835	61109	65651	9%	10%
Avk. EK före skatt	20%	25%	25%	23%	23%	28%	24%	21%	21%	22%	24%	22%	23%
Kassaflöde													
Företagsköp/-fsg		0	-22870	0	-1550	-7100	-2525	0	0	-1100	0	-3625	-35145
Dividender		-3877	-1208	-1565	-1922	-2144	-2751	-3120	-3294	-3602	-4018	-16785	-27501
Emission /återköp		2	0	0	0	-2950	-46	0	0	-3426	-2468	-5940	-8888
Värdering													
Antal aktier	684.3	714.7	714.7	714.7	714.7	693.2	693.4	693.4	693.4	669.6	656.5		
Aktiekurs	46.00	65.00	91.00	114.00	107.00	161.50	154.00	116.00	147.00	173.00	197.00	4%	16%
Marknadsvärde bn	31.5	46.5	65.0	81.5	76.5	112.0	106.8	80.4	101.9	115.8	129.3		
EPS	5.48	6.90	8.01	8.14	8.91	12.44	12.05	11.54	12.16	14.67	17.31	7%	12%
Dividend	1.25	1.67	2.17	2.67	3.00	4.00	4.50	4.75	5.25	6.00	7.00	12%	19%
P/E	8.4	9.4	11.4	14.0	12.0	13.0	12.8	10.1	12.1	11.8	11.4		
P/E före skatt	6.2	6.9	8.1	10.2	8.6	9.3	9.2	7.4	8.7	8.6	8.3		
Direktavkastning	3%	3%	2%	2%	3%	2%	3%	4%	4%	3%	4%		

This is how air separation works



"L'hydrogène comme vecteur d'énergie est un thème de recherche fort qui nous fait entrer de plein-pied dans le monde des 50 prochaines années."

Benoît Potier (2005)

Jag tror att Benoît Potier har helt rätt då han lyfter fram väte som framtidens tillväxtområde, vid sidan av de mer traditionella syre, kväve och ädelgaserna. Hans tidsperspektiv på 50 år kan dock kännas lite långt för en del mera spekulativa placerare.



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 och 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.

Linde håller på att köpa BOC, vilket kommer att konsolidera branschen ytterligare.

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 2004 var ganska stort, men integreringen verkar ha förlöpt väl. Om Linde/BOC –affären förverkligas kan den eventuellt öppna en chans för Air Liquide att vinna terräng i Tyskland då huvudkonkurrenten (Linde) har händerna fulla med sitt eget företagsköp?

Vår kapitalförvaltare:



Benoît Potier

född 1957
anställd sedan 1981
VD sedan 1997

www.airliquide.com

Phoebus ägande (31.3.2006)

Antal aktier: 4.500
Andel av bolaget: 0,004%
Vikt i fonden: 3,9%

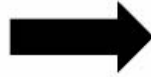
Mer info i rapporten: 4/2002, 2/2005

EUR miljoner

	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	5år	10år
Resultaträkning													
Omsättning	4907	5242	5851	6087	6538	8099	8328	7900	8394	9376	10435	5%	8%
EBITA	662	680	800	871	964	1151	1215	1199	1235	1344	1518		
Rörelsemarginal	13.5%	13.0%	13.7%	14.3%	14.7%	14.2%	14.6%	15.2%	14.7%	14.3%	14.5%	15%	14%
Balansräkning													
NWC	-200	-226	-314	-291	-336	-331	-293	-360	-234	-729	-2053		
Fasta tillgångar	4358	5082	6037	6612	8041	8254	8553	7834	7504	10235	12073		
Nettoskuld	525	842	1259	1677	2433	2280	2584	2022	1730	3790	3811		
Eget kapital +min	3632	4015	4464	4644	5272	5643	5676	5452	5539	5715	6209		
Sysselsatt kapital	4158	4857	5723	6321	7705	7923	8260	7474	7269	9505	10019	5%	9%
Avk. syss. kap.	17%	15%	15%	14%	13%	15%	15%	17%	18%	15%	16%	16%	15%
Kassaflöde													
Fritt kassaflöde		-12	-131	-172	135	529	725	942	668	527	613	3475	3825
Företagsköp		-158	-95	-214	-319	-125	-372	-307	-75	-2037	205	-2586	-3497
Dividender		-152	-174	-193	-224	-248	-318	-366	-414	-336	-391	-1825	-2817
Emission /återköp		17	14	-10	-94	-101	-242	-88	-139	-31	19	-482	-656
Öriga poster		-11	-32	171	-254	98	-97	381	251	-183	-466	-113	-140
Diff nettoskuld		-317	-417	-418	-756	153	-304	562	292	-2060	-20	-1531	-3286
Värdering													
Antal aktier	111.0	112.3	112.4	112.4	112.0	111.7	110.2	109.2	108.4	107.9	107.7		
Aktiekurs	73	81	92	104	122	130	130	115	126	136	163	5%	8%
Marknadsvärde	8138	9060	10301	11702	13628	14528	14336	12613	13628	14636	17531		
EPS	3.78	3.91	4.35	4.81	5.28	6.15	6.71	6.78	7.06	7.82	8.33	6%	8%
Dividend	1.26	1.38	1.54	1.75	1.90	2.42	2.58	2.91	2.91	3.50	3.85	10%	12%
P/E	19.4	20.6	21.1	21.7	23.0	21.2	19.4	17.0	17.8	17.3	19.5		
EV/EBITA	12.5	13.5	13.6	14.7	16.0	14.0	13.4	11.7	12.0	13.3	13.7		
Direktavkastning	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	3%	2%	3%	2%		



Changing the system in UK



Potential of 450 TRCs with Tesco



Changing the system in Japan



Potential in Japan of 20,000-25,000 RVMs

"Within a longer perspective, there are many opportunities outside of our traditional deposit-based activities."

Amund Skarholt (2005)

Förutom den länge efterlängtdade starten för retursystemet i Tyskland kan Japan och England vara Tomras framtida tillväxtområden. Skillnaden gentemot traditionella marknader är att dessa länder inte har panter för dryckesförpackningar, så försäljning av returmaskiner kräver någon annan form av incentivering.



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:

Den tyska marknaden håller äntligen på att öppnas. Under slutet av 2005 och början av 2006 har Tomra redan erhållit beställningar för 9.400 maskiner, dvs över 60% av alla maskiner som hittills har beställts i Tyskland. Totalt kan Tyskland på några år öka Tomras installerade bas med över hälften.

Ännu bättre är att Amund Skarholt har infört disciplin i bolagets verksamhet. Då omsättningen växer kraftigt och kostnaderna hålls under kontroll finns det goda förutsättningar att kraftigt förbättra resultatet.

Vår kapitalförvaltare:



Amund Skarholt

född 1948
anställd sedan 2005
VD sedan 2005

www.tomra.com

Phoebus ägande (31.3.2006)

Antal aktier: 95.000
Andel av bolaget: 0,055%
Vikt i fonden: 3,2%

Mer info i rapporten: 3/2003, 4/2005

NOK miljoner

	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	5år	10år
Resultaträkning													
Omsättning	501	784	1201	1456	2169	2718	2924	2674	2463	2512	2413	-2%	17%
EBITA	84	152	206	335	404	497	397	368	276	217	222		
Rörelsemarginal	16.8%	19.4%	17.2%	23.0%	18.6%	18.3%	13.6%	13.8%	11.2%	8.6%	9.2%	11%	14%
Balansräkning													
NWC	110	94	149	326	356	594	325	284	364	263	315		
Fasta tillgångar	313	513	836	1055	1229	1443	1825	1341	1323	1447	1497		
Nettoskuld	27	103	-56	97	-20	-673	-641	-964	-1025	-922	-430		
Eget kapital	395	504	1041	1284	1604	2709	2791	2588	2713	2632	2241		
Sysselsatt kapital	423	607	985	1381	1585	2036	2150	1624	1687	1710	1811	-2%	16%
Avk. syss. kap.	20%	25%	21%	24%	26%	24%	18%	23%	16%	13%	12%	16%	20%
Kassaflöde													
Fritt kassaflöde		23	25	29	228	-87	505	348	149	221	113	1335	1553
Företagsköp		-79	-185	-177	-41	-43	-368	-12	0	-219	1	-598	-1124
Dividender		-9	-11	-16	-21	-33	-36	-36	-45	-54	-321	-491	-581
Emission /återköp		9	378	59	53	1086	122	14	0	0	-211	-75	1509
Öriga poster		-19	-48	-48	-102	-269	-254	9	-43	-52	-73	-414	-899
Diff nettoskuld		-76	159	-154	117	653	-32	323	61	-104	-491	-243	457
Värdering													
Antal aktier	149.1	150.2	155.5	163.5	166.0	170.0	177.7	178.4	178.5	178.5	174.0		
Aktiekurs	12.63	24.88	41.25	62.50	68.00	171.00	86.00	45.10	40.10	33.30	48.30	-22%	14%
Marknadsvärde	1883	3737	6412	10222	11287	29065	15283	8047	7157	5944	8404		
EPS	0.42	0.68	0.84	1.33	1.81	2.08	1.85	1.65	1.20	0.87	0.97	-14%	9%
Dividend	0.06	0.08	0.10	0.13	0.20	0.20	0.20	0.25	0.30	1.80	0.35	12%	19%
P/E	30.1	36.6	48.8	47.0	37.5	82.1	46.6	27.3	33.5	38.4	49.7		
EV/EBITA	22.7	25.2	30.8	30.8	27.9	57.2	36.9	19.3	22.3	23.2	36.0		
Direktavkastning	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	1%	1%	5%	1%		



*"In 2005,
I believe State Street
became a stronger,
more efficient
and more focused company."*

Ronald E. Logue (2005)



STATE STREET.

Verksamhet:

State Street är världens ledande leverantör av outsourcing-tjänster för institutionella placerare. Bolaget förvarar värdepapper för över 10 triljoner dollar och förvaltar (främst i indexprodukter) nästan 1500 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 rekryterades internt, och bytet av stafettpippen verkar inte ha förorsakat några problem, snarare tvärtom.

Vår kapitalförvaltare:



Ronald E. Logue

född 1946
anställd sedan 1990
VD sedan 2004

www.statestreet.com

Phoebus ägande (31.3.2006)

Antal aktier: 12.000
Andel av bolaget: 0,004%
Vikt i fonden: 3,0%

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

USD miljoner

	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	5år	10år
Resultaträkning													
Intäkter	1575	1882	2342	2765	3119	3615	3914	3962	4453	4996	5499	9%	13%
Resultat före skatt	401	484	608	697	783	971	1085	1121	1237	1299	1458		
Marginal	25.5%	25.7%	26.0%	25.2%	25.1%	26.9%	27.7%	28.3%	27.8%	26.0%	26.5%	27%	27%

Balansräkning

Förvar (bn)	2278	2942	3903	4812	5952	6118	6203	6171	9370	9497	10121		
Förvaltning (bn)	227	292	390	485	667	711	775	763	1106	1354	1441		
Eget kapital	1483	1618	1847	2311	2652	3262	3845	4787	5747	6159	6375	14%	16%
Avk. EK f.skatt	27%	30%	33%	30%	30%	30%	28%	23%	22%	21%	23%	23%	25%

Kassaflöde

Företagsköp/-fsg		0	0	0	1659	0	-176	570	-887	-100	-43	-636	1023
Dividender		-61	-69	-84	-93	-106	-127	-149	-179	-209	-232	-896	-1309
Emission /återköp		-119	-94	-69	-125	5	-188	23	373	-65	-433	-290	-692

Värdering

Antal aktier	335.4	328.8	327.6	327.9	327.5	328.1	330.5	327.5	335.3	339.6	334.6		
Aktiekurs	11.25	16.16	29.10	35.06	36.53	62.11	52.25	39.00	52.08	49.12	55.44	-2%	17%
Marknadsvärde	3773	5311	9531	11495	11964	20378	17268	12772	17464	16681	18552		
EPS	0.74	0.89	1.16	1.33	1.49	1.81	2.08	2.20	2.34	2.47	2.78	9%	14%
Dividend	0.17	0.19	0.22	0.26	0.30	0.35	0.41	0.48	0.56	0.64	0.72	16%	16%
P/E	15.3	18.1	25.1	26.4	24.5	34.2	25.1	17.8	22.3	19.9	20.0		
P/E före skatt	9.4	11.0	15.7	16.5	15.3	21.0	15.9	11.4	14.1	12.8	12.7		
Direktavkastning	2%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%		



"Verksamhetsutvecklingen i koncernens divisioner har nått en mognadsgrad, en specialisering och diversifiering där det nu är logiskt att låta våra tre icke- bevakningsinriktade delar stå på egna ben."

Thomas Berglund (2005)

Förutom traditionell bevakning är Securitas verksamt inom hembevakning, systemförsäljning och penningtransporter, som på hösten kommer att avskiljas till självständiga börsnoterade företag.



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 17% 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:

Securitas meddelade på våren att bolaget nästa höst delas upp i fyra självständiga börsnoterade bolag. I praktiken innebär detta att bolaget från sin kärnverksamhet (bevakning) avskiljer de strategiskt svagare delarna (system och penningtransporter) samt den snabbväxande hembevakningsverksamheten.

För den traditionella bevakningsverksamheten torde detta innebära mer resurser att globaliseras, speciellt i Asien och Latinamerika. För min del innebär det att jag på hösten måste bestämma vilka delar jag vill hålla kvar i Phoebus portfölj.

Vår kapitalförvaltare:



Thomas Berglund

född 1952
anställd sedan 1985
VD sedan 1993

www.securitasgroup.com

Phoebus ägande (31.3.2006)

Antal aktier:	37.000
Andel av bolaget:	0,010%
Vikt i fonden:	3,0%
Mer info i rapporten:	2/2004

SEK miljoner

	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	5år	10år
Resultaträkning													
Omsättning	7309	9074	10763	13710	25646	40807	60364	65685	58850	59687	66014	10%	25%
EBITA	549	688	778	1003	1631	2560	3855	4458	3732	3900	4136		
Rörelsemarginal	7.5%	7.6%	7.2%	7.3%	6.4%	6.3%	6.4%	6.8%	6.3%	6.5%	6.3%	6%	7%
Balansräkning													
NWC	-742	-558	-526	-915	-453	-3126	-3376	-1495	-1404	-216			
Fasta tillgångar	3513	4456	8296	12036	22931	27645	24926	22877	23863	27008			
Nettoskuld	739	1533	2419	2053	12419	12583	9887	10687	10633	11945			
Eget kapital	2033	2365	5351	9069	10059	11936	11663	10695	11826	14847			
Sysselsatt kapital	2771	3898	7770	11121	22478	24519	21550	21382	22459	26792		4%	
Avk. syss. kap.		25%	20%	17%	17%	15%	16%	21%	17%	17%	15%		17%
Kassaflöde													
Fritt kassaflöde			271	517	1301	812	4529	2648	1252	2213	1251		11892
Företagsköp			-1132	-3713	-3701	-10944	-3002	-1710	-1308	-2362	-1213		-9595
Dividender			-175	-201	-277	-356	-428	-542	-730	-730	-1095		-3525
Emission /återköp			46	2562	3437	0	379	157	0	0	0		536
Öriga poster			195	-51	-394	123	-1642	2143	-14	933	-255		1165
Diff nettoskuld			-794	-886	366	-10366	-164	2696	-800	53	-1312		474
Värdering													
Antal aktier	297.0	297.0	297.0	313.6	355.8	365.1	365.1	376.7	382.4	382.4	375.0		
Aktiekurs	26.25	49.65	60.00	126.00	154.00	175.00	199.00	104.00	97.00	114.00	132.00	-5%	18%
Marknadsvärde	7796	14745	17819	39516	54792	63897	72660	39176	37094	43595	49502		
EPS	1.39	1.62	1.89	2.17	3.38	4.20	6.14	7.04	6.22	6.61	7.23	11%	18%
Dividend	0.50	0.60	0.69	0.85	1.00	1.20	1.50	2.00	2.00	3.00	3.50	24%	21%
P/E	18.9	30.6	31.7	58.2	45.6	41.7	32.4	14.8	15.6	17.2	18.3		
EV/EBITA		22.5	24.9	41.8	34.9	29.8	22.1	11.0	12.8	13.9	14.9		
Direktavkastning	2%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	2%	2%	3%	3%		

SOLUTION 1 **Screening and Selection Services:** Increases the prospect of identifying the right candidates, reducing the risk of litigation, fraudulent workers' compensation claims, and overall new hire costs

SOLUTION 2 **Time and Labor Management Solutions:** Reduces labor costs through an accurate accounting of employee time and efficient management of the workforce

SOLUTION 3 **ADP Payroll™:** Meets the payroll requirements of employers of virtually every size and type, and seamlessly enables the filing of payroll and other employment-related taxes

SOLUTION 4 **Professional Employer Organization Services:** Delivers comprehensive payroll, HR, benefit administration, and compliance solutions through a co-employment arrangement with small and mid-size companies

SOLUTION 5 **HR Administration Solutions:** Flexible solutions, including employee and manager self-service, that add incremental efficiency to the administration of the employer/employee relationship

SOLUTION 6 **Benefit Administration Solutions:** Integrated and standalone solutions for the enrollment and administration of COBRA, Health & Welfare, and Flexible Spending Accounts

SOLUTION 7 **Retirement Plan Services:** Provides recordkeeping for tax-advantaged programs for employers including: 401(k), Executive Deferred Compensation and 529 College Savings plans

"We are back on a solid growth trend and are gaining momentum. ADP has been a consistent growth company for many years. So, it is important to understand that our fiscal 2005 results are not a one-time event. The foundation for the future is solid."

Art Weinbach & Gary Butler (2005)

Förutom sin traditionella löneberäkning har ADP kontinuerligt utvecklat nya tjänster så att bolaget idag har ett brett urval av outsourcing-tjänster att erbjuda sina kunder, som i de flesta fall är stora bolag.



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.

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 17 miljarder dollar i kundmedel, så det drar nytta av högre räntor.

Långvarige VD:n Art Weinbach pensioneras på hösten 2006. Hans efterträdare Gary Butler har jobbat i 31 år för ADP och blir den femte chefen i bolagets 56-åriga historia. Det här är ett bolag som väljer sina chefer med eftertanke!

Vår kapitalförvaltare:



Gary C. Butler
född 1946
anställd sedan 1975
VD sedan 2006

www.adp.com

Phoebus ägande (31.3.2006)

Antal aktier:	14.000
Andel av bolaget:	0,002%
Vikt i fonden:	2,7%
Mer info i rapporten:	3/2004

USD miljoner	30-Jun											5år	10år
	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005		
Resultaträkning													
Omsättning	2894	3567	4110	4843	5456	6168	6854	7004	7147	7755	8499	7%	11%
EBITA	559	665	782	870	1058	1261	1507	1673	1518	1438	1644		
Rörelsemarginal	19.3%	18.6%	19.0%	18.0%	19.4%	20.4%	22.0%	23.9%	21.2%	18.5%	19.3%	21%	20%
Balansräkning													
NWC	-1	-109	-363	-461	-356	-230	-221	-312	-719	-894	-902		
Fasta tillgångar	1206	1735	1931	2419	2341	2492	2435	2767	3831	4295	4642		
Nettoskuld	-892	-690	-1093	-1481	-2023	-2321	-2487	-2659	-2260	-2016	-2043		
Eget kapital	2097	2315	2661	3439	4008	4583	4701	5114	5371	5418	5784		
Sysselsatt kapital	1204	1626	1568	1958	1985	2262	2214	2455	3112	3401	3741	11%	12%
Avk. syss. kap.	46%	41%	50%	44%	53%	56%	68%	68%	49%	42%	44%	52%	51%
Kassaflöde													
Fritt kassaflöde	490	822	656	625	762	1002	1216	1421	1065	1059	5763	9118	
Företagsköp	-473	-115	-279	169	-161	-73	-213	-647	-268	-417	-1618	-2478	
Dividender	-112	-130	-153	-181	-213	-248	-277	-285	-309	-345	-1463	-2252	
Emission /återköp	-120	-56	40	15	-28	-717	-647	-846	-461	-401	-3072	-3221	
Öriga poster	12	-117	124	-85	-63	202	93	-43	-270	131	113	-16	
Diff nettoskuld	-202	403	388	542	297	166	172	-399	-243	27	-277	1151	
Värdering													
Antal aktier	608.6	615.9	620.1	628.2	636.9	646.1	646.0	630.6	605.9	598.7	590.0		
Aktiekurs	14.71	18.26	22.44	35.11	42.71	52.37	48.91	43.12	33.86	41.88	41.97	-4%	11%
Marknadsvärde	8952	11246	13915	22056	27202	33836	31595	27191	20516	25076	24763		
EPS	0.65	0.74	0.86	1.03	1.16	1.36	1.59	1.75	1.68	1.56	1.79	6%	11%
Dividend	0.16	0.19	0.22	0.26	0.30	0.34	0.40	0.45	0.48	0.54	0.61	12%	14%
P/E	22.7	24.7	26.0	34.0	36.8	38.4	30.8	24.7	20.2	26.8	23.5		
EV/EBITA	14.4	15.9	16.4	23.6	23.8	25.0	19.3	14.7	12.0	16.0	13.8		
Direktavkastning	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%		



Photo: Scania CV AB

"Vi har i dag
omkring 50 procent
av våra tillgångar i
försäljnings- och serviceledet,
jämfört med 20 procent
för bara 15 år sedan."

Leif Östling (2005)

Modular production has long been one of the core elements in Scania's strategy, which has made the company's production more effective than its competitors. Another strategic core is the gradual development towards becoming more of a service, sales and financing company, which also contributes to improving profitability.



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 17 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 höga oljepriset till trots har efterfrågan på lastbilar på Scantias huvudmarknader i Europa förblivit god. Detta beror till en stor del på att begagnade lastbilar säljs till Östeuropa, vilket ökar efterfrågan på nya lastbilar i Västeuropa. Utsikterna är fortsatt hyfsade.

Scania gjorde senast förlust år 1934.

Vår kapitalförvaltare:



Leif Östling

född 1945
anställd sedan 1972
VD sedan 1989

www.scania.com

Phoebus ägande (31.3.2006)

Antal aktier:	15.000
Andel av bolaget:	0,008%
Vikt i fonden:	2,7%
Mer info i rapporten:	1/2004

SEK miljoner

	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	5år	10år
Resultaträkning													
Omsättning	31148	28794	33304	37509	38662	45859	48310	46140	50581	56788	63328	7%	7%
EBITA	5011	2787	2716	3251	4655	4623	2089	3548	4759	5887	6330		
Rörelsemarginal	16.1%	9.7%	8.2%	8.7%	12.0%	10.1%	4.3%	7.7%	9.4%	10.4%	10.0%	9%	9%
Balansräkning													
NWC	2524	2086	2999	2946	5112	5277	1738	-192	-1219	-177	322		
Fasta tillgångar	12408	13529	15098	16074	17146	18285	22361	21947	22937	23497	26508		
Nettoskuld	6836	6475	7744	7169	8710	7864	8104	4824	3467	2270	3094		
Eget kapital	8096	9140	10353	11851	13548	15698	15995	16931	18251	21050	23736		
Sysselsatt kapital	14932	15615	18097	19020	22258	23562	24099	21755	21718	23320	26830	3%	6%
Avk. syss. kap.	34%	18%	15%	18%	22%	20%	10%	18%	24%	27%	26%	21%	20%
Kassaflöde													
Fritt kassaflöde		1004	-46	1985	838	2882	3020	3187	2935	2372	2861	14375	21038
Företagsköp		-121	-483	5	-1121	-457	-929	1165	-26	0	0	210	-1967
Dividender		-1100	-1100	-1100	-1300	-1400	-1400	-700	-1100	-1200	-3000	-7400	-13400
Emission /återköp		0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Öriga poster		578	360	-315	42	-179	-931	-372	-452	25	-685	-2415	-1929
Diff nettoskuld		361	-1269	575	-1541	846	-240	3280	1357	1197	-824	4770	3742
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	287.50	6%	5%
Marknadsvärde	36000	34100	35800	30000	61300	42000	38400	33700	40600	52600	57500		
EPS	15.58	9.09	8.80	10.37	14.86	14.37	4.74	10.95	15.17	20.39	23.33	10%	4%
Dividend	5.50	5.50	5.50	6.50	7.00	7.00	3.50	5.50	6.00	15.00	15.00	16%	11%
P/E	11.6	18.8	20.3	14.5	20.6	14.6	40.5	15.4	13.4	12.9	12.3		
EV/EBITA	8.4	14.3	15.6	11.1	14.6	10.4	19.6	10.0	8.6	8.7	8.8		
Direktavkastning	3%	3%	3%	4%	2%	3%	2%	3%	3%	6%	5%		



Assembly of nacelles, Ringköping
Courtesy of Vestas Wind Systems A/S

"Huge challenges, hard work
and some serious disappointments
marked 2005, a year
I would characterise as
entirely unsatisfactory
in terms of financial performance."
Ditlev Engel (2005)

Bristfällig produktionsstyrning, som ledde till större underleverans- och kvalitetskostnader än beräknat, var en del av Vestas problem under 2005. Jag tror att huvudorsaken till det röriga läget är integrationen av NEG Micon samtidigt som marknaden har vuxit mycket kraftigt. Den nya strategin, som prioriterar lönsamhet framom tillväxt, verkar vettig.



Verksamhet:

Vestas är världens ledande producent av vindturbiner. Förra året var dess globala marknadsandel 28% - Vestas sålde 3185 MW ny kapacitet. Branschen växer mycket snabbt, under de senaste 10 åren har den globala efterfrågan 9-faldigats.

Vindenergens konkurrenskraft har förbättrats dels på grund av branschens egna utvecklingsinsatser, men också tack vare gynnsamma externa faktorer, såsom inledningen av handel med koldioxidsutsläppsätter.

Bolaget som placering:

Vestas har varit ganska rörligt i ett par år, efter att bolaget 2004 köpte sin danska konkurrent NEG Micon. Den nya VD:n Ditlev Engel verkar ha realistiskt utvärderat läget, kavlat upp skjortärmarna och skridit till verket.

Vestas mål är att uppnå en rörelsemarginal på 10% år 2008. Jag tror denna tidtabell kan visa sig vara något optimistisk, men redan år 2006 torde utvisa om Engel är på rätt väg eller inte.

Vår kapitalförvaltare:



Ditlev Engel

född 1964
anställd sedan 2005
VD sedan 2005

www.vestas.com

Phoebus ägande (31.3.2006)

Antal aktier: 24.000
Andel av bolaget: 0,013%
Vikt i fonden: 2,6%

Mer info i rapporten: 1/2003, 3/2005

EUR miljoner

	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	5år	10år
Resultaträkning													
Omsättning	203	253	263	381	633	868	1281	1395	1653	2633	3583	33%	33%
EBITA	11	15	19	32	65	94	134	75	76	108	-116		
Rörelsemarginal	5.2%	6.1%	7.2%	8.4%	10.3%	10.9%	10.4%	5.4%	4.6%	4.1%	-3.2%	3%	4%
Balansräkning													
NWC	44	45	38	9	69	143	283	518	456	710	227		
Fasta tillgångar	42	47	50	72	103	152	237	322	385	930	1100		
Nettoskuld	52	53	51	-14	25	80	-47	244	228	390	366		
Eget kapital	34	39	37	94	148	215	567	596	613	1251	962		
Sysselsatt kapital	86	92	88	80	172	295	520	840	841	1640	1328	35%	31%
Avk. syss. kap.	12%	18%	24%	42%	41%	38%	30%	11%	9%	7%	-9%	6%	10%
Kassaflöde													
Fritt kassaflöde		3	16	33	-44	-52	-141	-269	66	-216	75	-484	-528
Företagsköp		0	0	0	-7	-1	284	0	-34	-580	-6	-336	-345
Dividender		0	0	0	-8	-8	-14	-21	-11	0	0	-46	-63
Emission /återköp		0	0	32	4	4	0	2	0	671	0	673	713
Öriga poster		-3	-15	-1	17	3	-3	-2	-5	-38	-44	-92	-91
Diff nettoskuld		-1	1	65	-39	-55	126	-291	17	-162	24	-286	-313
Värdering													
Antal aktier	113.9	113.9	113.9	116.0	116.8	117.0	117.3	117.3	117.3	174.9	174.9		
Aktiekurs			3.37	4.12	15.82	52.91	27.62	8.45	11.70	9.14	13.87	-23%	
Marknadsvärde			384	478	1848	6192	3239	991	1372	1599	2425		
EPS	0.04	0.08	0.10	0.22	0.44	0.64	0.79	0.39	0.31	0.26	-1.09		
Dividend	0.00	0.00	0.00	0.00	0.07	0.12	0.18	0.09	0.00	0.00	0.00		
P/E			32.6	18.9	35.8	82.6	35.2	21.4	38.2	34.8	-12.7		
EV/EBITA			21.0	13.7	26.3	56.0	20.1	13.2	21.1	18.4	-24.1		
Direktavkastning			0%	0%	0%	0%	1%	1%	0%	0%	0%		



"Our profitability,
as measured by
Return on Capital Employed,
has grown each year since 1999,
reaching profitability
levels of 26.5% in 2005."

Eduardo Solorzano (2005)

Eduardo Solorzano har skäl att vara nöjd med kapitalets avkastning. Men varför är hans siffra mycket lägre än min? Därför att de flesta bolag räknar in kassan i det investerade kapitalet. Jag räknar avkastningen endast på det sysselsatta kapital som är bundet i verksamheten.



Verksamhet:

Walmart de Mexico (Walmex) är Mexicos största dagligvaruhandelskedja, med cirka 2,4 miljoner kvadratmeter (240 ha) försäljningsareal i 432 självbetjäningbutiker runtom landet (dessutom har bolaget 53 klädbutiker och 298 restauranger).

Bolaget hette tidigare Cifra, tills Wal-Mart köpte majoriteten år 1997. Idag är bolaget i praktiken 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 åt bolaget och framförallt åt vår placerings värde.

Eduardo Solorzanos period som VD har börjat mycket lovande, med snabb försäljningstillväxt och god kostnadskontroll.

Vår kapitalförvaltare:



Eduardo Solorzano

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

www.walmartmexico.com.mx

Phoebus ägande (31.3.2006)

Antal aktier:	165.202
Andel av bolaget:	0,002%
Vikt i fonden:	1,8%
Mer info i rapporten:	4/2004

MXN miljoner

	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	5år	10år
Resultaträkning													
Omsättning	25983	30814	39245	51475	60776	73947	88541	105806	120553	140460	164369	17%	20%
EBITA	702	1138	1510	1920	3056	3915	5115	6315	7378	9533	12258		
Rörelsemarginal	2.7%	3.7%	3.8%	3.7%	5.0%	5.3%	5.8%	6.0%	6.1%	6.8%	7.5%	7%	6%

Balansräkning

NWC	-206	84	-1788	-3018	-3401	-9699	-8712	-8739	-10724	-10660	-15757		
Fasta tillgångar	12719	14961	18021	21930	24963	28449	32161	36872	40849	45761	53396		
Nettoskuld	-3093	-4584	-6495	-7543	-9302	-11997	-9399	-9768	-11764	-11846	-14161		
Eget kapital	15606	19629	22728	26456	30864	30746	32848	37901	41889	46948	51801		
Sysselsatt kapital	12513	15045	16233	18912	21562	18749	23449	28133	30125	35101	37639	15%	12%
Avk. syss. kap.	6%	8%	9%	10%	14%	21%	22%	22%	24%	27%	33%	26%	21%

Kassaflöde

Fritt kassaflöde				2973	3389	4409	752	2080	4935	4985	8468	21220	
Företagsköp				0	0	0	0	0	0	0	0	0	
Dividender				0	0	0	-2070	-250	-1677	-476	-543	-5015	
Emission /återköp				-2021	-1689	-1268	-627	-683	-823	-3910	-4755	-10799	
Öriga poster				96	58	-446	-652	-778	-439	-516	-856	-3242	
Diff nettoskuld				1048	1759	2694	-2597	369	1996	83	2315	2165	

Värdering

Antal aktier	9618	9618	9618	9312	9072	8948	8888	8924	8866	8740	8646		
Aktiekurs	3.48	4.28	9.04	6.09	9.02	8.85	10.76	10.09	15.12	19.19	28.96	27%	24%
Marknadsvärde	33423	41117	86947	56710	81829	79190	95587	89997	134051	167727	250386		
EPS	0.16	0.18	0.22	0.27	0.39	0.40	0.47	0.55	0.62	0.90	1.10	22%	22%
Dividend	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.23	0.16	0.19	0.22	0.32	0.38		
P/E	22.3	23.9	40.9	22.2	23.3	22.2	22.8	18.2	24.6	21.4	26.4		
EV/EBITA	43.2	32.1	53.3	25.6	23.7	17.2	16.8	12.7	16.6	16.4	19.3		
Direktavkastning	0%	0%	0%	0%	0%	3%	1%	2%	1%	2%	1%		

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 "stiltrisk" (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