
PHOEBUS

ANDELSÄGARENS ÅRSBOK 2007



Enkelt är effektivt.

INNEHÅLL

FRÅN PORTFÖLJFÖRVALTAREN	3
FONDENS VÄRDEUTVECKLING	7
VÅRA PLACERINGAR	9
KOSTNADER HAR BETYDELSE	11
PLACERINGSKRITERIER	12
VÅRA FINSKA BOLAG	13
LÄSINSTRUKTION FÖR TABELLERNÄ	15
Lassila & Tikanoja	16
Exel	17
Vacon	18
Tulikivi	19
Stockmann	20
TietoEnator	21
Vaisala	22
Nokian Tyres	23
Tamfelt	24
VÅRA UTLÄNDSKA BOLAG	25
Handelsbanken	26
Air Liquide	27
H&M	28
State Street	29
Automatic Data Processing	30
Progressive	31
Costco	32
Fastenal	33
Tomra	34
Securitas Systems	35
ANDELSÄGARENS MANUAL	36

FRÅN PORTFÖLJFÖRVALTAREN

Bästa andelsägare,

vår fond har nu varit verksam i fem och ett halvt år. Under denna period har Phoebus avkastat 201,0% och vårt jämförelseindex 134,4%. Perioden är dock alltför kort för att dra några slutsatser. Skillnaden är inte statistiskt signifikant utan kan lika väl bero på god tur som på förvaltarens skicklighet.

Sedan senaste Årsbok (under perioden 1.4.2006-31.3.2007) har fonden stigit med 15,1%. Förvånansvärt nog överträffade detta jämförelseindexets avkastning, som var 14,5%. Förvånande därför att Phoebus placerar försiktigt, vår kassa är stor och framförallt för att andelen finska aktier har varit mindre än normalt. Den finska marknaden (+17,6%) steg nämligen fortfarande snabbare än världens aktiemarknad (+5,0%). Av dessa skäl anser jag att Phoebus "överavkastning" under de senaste 12 månaderna är rent slumpmässig.

Trots att fem år inte räcker för numeriska slutsatser är perioden såpass lång, att man kan försöka bedöma hur jag har lyckats hålla mig till min placeringsstil och vilka som är Phoebus placeringsstils största utmaningar. I det följande skall jag försöka analysera Phoebus kvalitativt, då jag inte ännu kan göra det kvantitativt.

VÅRA PLACERINGAR

Jag strävar efter att handla möjligast lite med våra aktier. Varje affär har en säljare och en köpare, vars åsikter är motsatta. Den ena gör en god affär, den andra ej. Båda betalar förmedlingsprovisioner. Aktiehandel är därför lönsamt närmast för förmedlaren. För placerarna kollektivt är det en förlustaffär.

Phoebus spekulerar inte. En aktie är en liten del av ett företag och man borde fundera på precis samma sätt då man köper en aktie som då man köper 100% av ett bolag. Detta innebär att en aktie inte är någon lottsedel. Däremot kan en verklig placerare då han på morgonen tittar i spegeln stolt se en liten delägarföretagare.

Under Phoebus historia har vi ägt aktier i 15 finska bolag. Av dessa äger vi fortfarande 9. Av de sex bolag jag har sålt blev tre uppköpta. De övriga tre var misstag.

Vi har också ägt aktier i 25 utländska bolag, varav 10 fortfarande finns i portföljen. Av de 15 bolag jag har sålt blev endast ett uppköpt. Tre av bolagen fick vi via spin-offs. Fyra av bolagen sålde jag för att aktien enligt min åsikt hade stigit för mycket. De övriga sju bolagen visade sig vara sämre än jag hade trott, antingen gällande verksamheten eller bolagets ledning. De var alltså misstag.

Vi noterar alltså att jag har handlat betydligt mer med våra utländska aktier, och också begått fler misstag än med våra finska aktier. Det är inte särskilt förvånande. Jag kan inte känna våra utländska bolag eller deras ledning lika bra som jag känner våra finska bolag. Trots detta är jag övertygad om att våra utländska placeringar ger oss nytta genom ökad diversifiering och i många fall ger oss sådan kvalitet som man inte kan hitta i Finland. De ger också mig många stunder av inspiration och nya idéer.

Här är det skäl att påpeka att placeringspsykologerna – jo, det finns faktiskt sådana! – länge har vetat att de flesta placerare litar alldeles för mycket på sitt eget kunnande och därför handlar för mycket. Ett bra sammandrag är Dresdner Kleinwort Wassersteins ekonomist James Montiers artikel "Part Man, Part Monkey": <http://conservatism-bias.behaviouralfinance.net/Mont02.pdf>

Under de senaste 12 månaderna har jag handlat osedvanligt mycket (se nästa sida). Jag skulle dock inte skylla detta på min dolda apa. Det har bara råkat uppstå många goda säljtillfällen då marknaden har varit så spekulativt högt värderad. Samtidigt har det i USA, där aktiemarknaden en längre tid har varit mer pressad, uppstått ett mindre antal intressanta köptillfällen.

Det är skäl att ha respekt för aktiemarknaden. För mycket köp- och säljaktivitet är ett klart tecken på att placeringsfilosofin är misslyckad eller att förvaltaren inte följer sin strategi. Jag tycker att min aktivitet med Phoebus placeringar under de gångna fem åren har varit ganska rimlig, om än något högre än jag hade hoppats. Jag köper varje aktie med målsättningen att äga den "för evigt" så det faktum att jag har sålt varannan placering på fem år är ett litet misslyckande. Men ingen katastrof.

VÅRA KAPITALFÖRVALTARE

På lite längre sikt kommer dock vår avkastning inte just alls att bero på mig, åtminstone om jag lyckas hålla fingrarna borta från säljknappen. Vårt resultat avgörs av våra egentliga kapitalförvaltare, cheferna för våra bolag. Jag har inte en blekblå aning om exakt vad Lassila & Tikanoja sysslar med om 15 år eller vilka som då är bolagets största chanser och utmaningar. Jag litar på att Jari Sarjo och hans kollegor kommer att fortsätta att utveckla bolaget åt rätt håll.

En viktig del av detta resonemang är hur bolaget säkerställer kontinuiteten i sin ledning. Vi blir ju alla hela tiden äldre och det är sannolikt att cheferna för de flesta av våra bolag kommer att bytas – i många fall till och med flera gånger – under aktieplacerares placeringshorisont, som jag tycker borde vara minst 10-15 år.

VÄRDEPAPPERSAFFÄRER 1.4.2006 - 31.3.2007 (i euro)

KÖP		FÖRSÄLJNINGAR	
Handelsbanken A	1 220 594	Puuharymä	1 328 803
Hennes & Mauritz	680 059	Tulikivi	1 168 226
Progressive	619 611	Handelsbanken B	1 129 290
Costco	605 745	Scania B	728 957
Fastenal	544 841	Walmart de México	562 849
Securitas Systems	425 889	Vestas	538 144
Air Liquide	182 067	Securitas	401 293
Automatic Data Processing	73 429	Securitas Direct	82 954
Tamfelt pref	10 495		
Summa	4 362 729	Summa	5 940 515
Teckningar	1 762 994	Inlösningar	1 679 835

Jag prefererar bolag som skolar den nästa generationen av ledare inom huset. En "yrkesledare" som rekryteras utifrån passar inte alltid in i företagets kultur. Även om han skulle passa tar det oftast flera år för honom att lära sig bolagets verksamhet innan han kan börja utveckla bolaget. Och som en parentes: vad är egentligen en "yrkesledare"?

Av de nuvarande bolagen i vår portfölj har vi ägt 14 st i över fyra år. Av deras verkställande direktörer har under resans gång åtta bytts ut. I fem fall har efterträdaren rekryterats internt, i tre fall utifrån. Har dessa tre bolag (Exel, Vacon, Tomra) alltså varit misstag?

För Vacons del är svaret ett rungande "nej". Bolaget har levt upp till eller överträffat alla mina förväntningar och Vesa Laisi har redan på fem år visat sig vara rätt man på rätt plats. För Tomra är svaret "kanske". Amund Skarholt verkar ha varit en bra rekrytering, men bolaget har inte kvalitativt varit riktigt så bra som jag hoppades. Exels långvarige VD:s Ari Jokelainens avgång var Phoebus största besvikelse förra året, och styrelsens beslut att anställa en utomstående konsult som hans efterträdare tyckte jag var mycket underligt. Jag väntar med spänning på en mer långsiktig lösning någon gång under 2007-08.

Ledningen för ett bra bolag har en klar strategi, en stor dos av blygsamhet och rättvishet kombinerat med en hög ambitionsnivå och framförallt ryggrad. Sådana här företagsledare är inte helt lätta att hitta men det är en glädje för mig att få jobba med dem. Jag tror att ledarna för våra 19 bolag utgör ett ganska unikt "drömlag" på Finlands och världens aktiemarknader. Men vi bör förstås minnas att ingen kan vara perfekt.

KOSTNADER

Min frekventa handel ökade i följd Phoebus handelskostnader med 74% och de utgjorde 0,07% av fondens medelvärde (föregående år 0,04%). Trenden går åt fel håll men de absoluta siffrorna ger ingen orsak till oro i jämförelse med konkurrerande fonder.

Totalt 29 fonder som placerar i finska aktier fungerade under hela 2006 i Finland, då man ur Sijoitustutkimus material eliminerar Phoebus (som även placerar utomlands) och en fondklon. Av dessa var 3 indexfonder.

År 2006 rekommenderade Fondbolagsföreningen (SRY) för första gången att fonderna publicerar sina handelskostnader.

Jag roade mig med att jämföra handelskostnaderna för 19 aktivt förvaltade fonder (7 hittade jag ej data för) och på SRY:s sätt att räkna var de i medeltal 0,33%. Då man dessutom noterar att SRY rekommenderar att kostnaderna relateras till fondens *högsta* värde under året – inte medelvärdet – samt att den finska börsen steg 30% men fonderna tappade 7% av sitt kapital genom inlösningar, torde de verkliga handelskostnaderna ha varit cirka 0,36%.

Phoebus betalade alltså ungefär en femtedel av vad finska aktivt förvaltade fonder i medeltal betalade för sin aktiehandel. Jag undrar inte varför mäklarna aldrig ringer till mig! (men det är ganska skönt att de inte gör det).

Även då man jämför totalkostnader klarade sig Phoebus mycket bra. Den genomsnittliga TER-kostnadskvoten (alla andra kostnader förutom handelskostnader) för de aktiva fonder som placerar i finska aktier var 1,72% och fondernas totalkostnad alltså över 2,05%. Phoebus totalkostnad under 2006 var 0,84%, eller nästan 60% under medeltalet.

Det är förstås synd att detta beror på avsaknaden av resultatberoende arvoden. Phoebus har ju inte klarat sig bättre än marknaden på tre år. Men just under sådana här tider är fördelen med resultatberoende arvoden som tydligast. Varför skulle vi betala för att marknaden har stigit, om inte fonden stiger mer än marknaden? Phoebus var inte riktigt lika billig som en indexfond nu heller, men betydligt närmare en sådan än sina aktiva kusiner.

Ifall det känns som om jag skriver en massa text om relativt irrelevanta kostnadsdifferenser rekommenderar jag att ni tar fram era excel-ark och simulerar vad även ganska små kostnadsskillnader innebär på 20-30 år. En liten skillnad blir förvånansvärt stor i slutet av en lång period, då den ackumuleras år efter år efter år.

VÅRA PLACERARE

Målet med Phoebus verksamhet är att på lång sikt gradvis hjälpa våra andelsägare att öka sin förmögenhet. Hur väl fonden än lyckas relativt sitt jämförelseindex har det ingen betydelse om andelsägarna saboterar sin potentiella avkastning genom att köpa fondandelar dyrt och sälja dem billigt. Detta låter ganska osannolikt, men är tyvärr ett beklagligt faktum som gäller de flesta fonder.

Vi har alla vår egen dolda apa. Inte bara de av oss som är portföljförvaltare.

Lamont och Frazzini visade i sin undersökning "Dumb Money" (http://www.econ.yale.edu/~af227/pdf/dumb_money.pdf) att fondplacerarnas försök att tajma marknaden och/eller sina fondköp kostar ungefär en procent i förlorad avkastning per år. John Bogle, som grundade fondbolaget Vanguard, berättar i sitt tal "Designing a New Mutual Fund Industry" (http://www.vanguard.com/bogle_site/sp20070220.htm), att för de fonder som var mest populära under åren 1997-2000 var den negativa effekten för placerarna av dålig tajming hela -6,4% per år!

Jag har därför med glädje noterat att Phoebus andelsägare har varit ganska långsiktiga. Under de gångna fem åren har inlösningsarna varit cirka 7% av fondens värde per år (9% år 2006). Sedan fonden startade har 134 kunder löst in alla sina fondandelar. Då antalet andelsägare idag är 867 kan vi konstatera att sex av sju placerare som någon gång har ägt Phoebus fortfarande äger andelar i fonden.

Detta torde vara bättre än i flertalet konkurrerande fonder. Trots detta måste jag medge att varje inlösnings känns som en liten personlig förlust för mig. Inte för att vi tjänar mindre pengar, utan för att efter en så kort period som Phoebus har funnits har varje försvunnen kund spekulerat, inte placerat. Spekulation har inte en särdeles positiv förväntad avkastning. Inte mätt med bondförnuft och ej heller på basen av akademiska undersökningar. Jag upplever mig ha gjort ett dåligt informationsjobb om vi har alltför många spekulanter i vår skara.

OM FRAMTIDEN

Aktieplacering är en konstig verksamhet. Det finns gott om experter och enligt deras intervjuer och enligt tidningarna är placering en riktig konst. Man skall kunna förutspå ekonomiernas tillväxt, valutornas och räntornas rörelser och man skall kunna lämna marknaden eller åtminstone byta mellan olika branscher i precis rätt tid.

Eller kanske ej.

I verkligheten är aktieplacering mycket enkelt. Aktier avkastar, därför att de bolag som placeraren äger en del av gör vinster som antingen delas ut som dividend eller återinvesteras i verksamheten vilket, ifall det lyckas, skapar värdetillväxt i aktien. Placeraren blir gradvis lite rikare, i samma takt som hans bolag växer.

Den aktiehandel som placerarna – eller spekulanterna – sinsemellan bedriver gör däremot närmast förmedlarna rikare. Bolagens dividender eller tillväxt påverkas ju inte alls av att aktierna flyttas från en ägare till en annan. Alla kan inte vinna vid pokerbordet. Detsamma gäller aktiehandel. Däremot gäller detta inte aktieplacering.

Det är nästan säkert att aktiekurserna även i framtiden kommer att fluktuera betydligt mer än bolagens affärsverksamhets egentliga värde fluktuerar. Men för en placerare har det ingen betydelse! Om vi inte tror oss vara en av aktiemarknadens få pokerstjärnor behöver vi inte bry oss om någonting annat än att våra bolags affärsverksamhet utvecklas positivt och att vi inte tvingas sälja aktier vid fel tidpunkt för att finansiera våra övriga åtaganden (för detta bör man ha en reservfond på bankkontot eller i en räntefond).

Om vi börjar tro att vi är placeringsvärldens stjärnor kanske vi bör läsa James Montiers artikel en gång till.

Det lättaste, billigaste och säkraste sättet att garantera en god avkastning är att placera i en indexfond. Dess diversifiering garanterar oftast att bolagens tillväxt motsvarar ekonomins tillväxt. Phoebus är en osäkrare placering, eftersom jag placerar bara i de bolag som jag upplever har en exceptionellt duktig företagsledning. Att söka överavkastning genom "aktiv" förvaltning kostar med säkerhet mer än en indexfond. Överavkastningen är däremot osäker. Jag kan lyckas eller misslyckas.

Således är de relevanta framgångsfaktorererna för Phoebus nästa 5-10 år att 1) jag har lyckats välja våra placeringar så att jag inte behöver byta dem ens lika mycket som jag hittills har gjort, 2) våra företagsledare hålls kvar eller deras efterträdare internrekryteras och 3) jag håller våra kostnader möjligast låga. Om jag lyckas med dessa kommer Phoebus att utvecklas hyfsat bra. Om placeraren vill bli lite rikare med hjälp av Phoebus krävs dessutom att han har tillräckligt med tålamod.

Den kanske bästa analysen jag har sett skrevs av en av våra andelsägare (vem annars?). Fritt översatt:

"Det relevanta är att alltid äga aktier. Dessutom är det relevant att leva anspråkslöst, att kunna genomskåda marknadsförarnas gimmickar, att inte skapa behov som man egentligen inte har. Dessutom bör man kunna se sina behov på så lång sikt att man inte blir tvungen att sälja aktier (till vilket pris som helst). Det är också relevant att låta bli att följa med marknaden hela tiden, om man hör till de människor som blir ivriga av ekonominyheter (av vilka 95% är smörja) och gör ändringar i sin portfölj på basen av "ny information" eller trender. Självs försöker jag fortfarande lära mig nämnda dygder..."

Jag kan berätta att jag också fortfarande försöker lära mig de här dygdena. En av de svåraste sidorna med att vara portföljförvaltare är att man följer med marknaden alldeles för mycket. Och ju mer jag följer med de dagliga kursrörelserna, desto mer börjar min dolda apa kräva uppmärksamhet. Jag tystar den oftast bäst genom att koncentrera mig på våra bolag, inte deras aktiekurser.

Helsingfors den 27.4.2007

med önskan om tålamod och gradvis ökad förmögenhet,



Anders Oldenburg
portföljförvaltare
anders.oldenburg@seligson.fi



Nu, dubbelt mer värme!

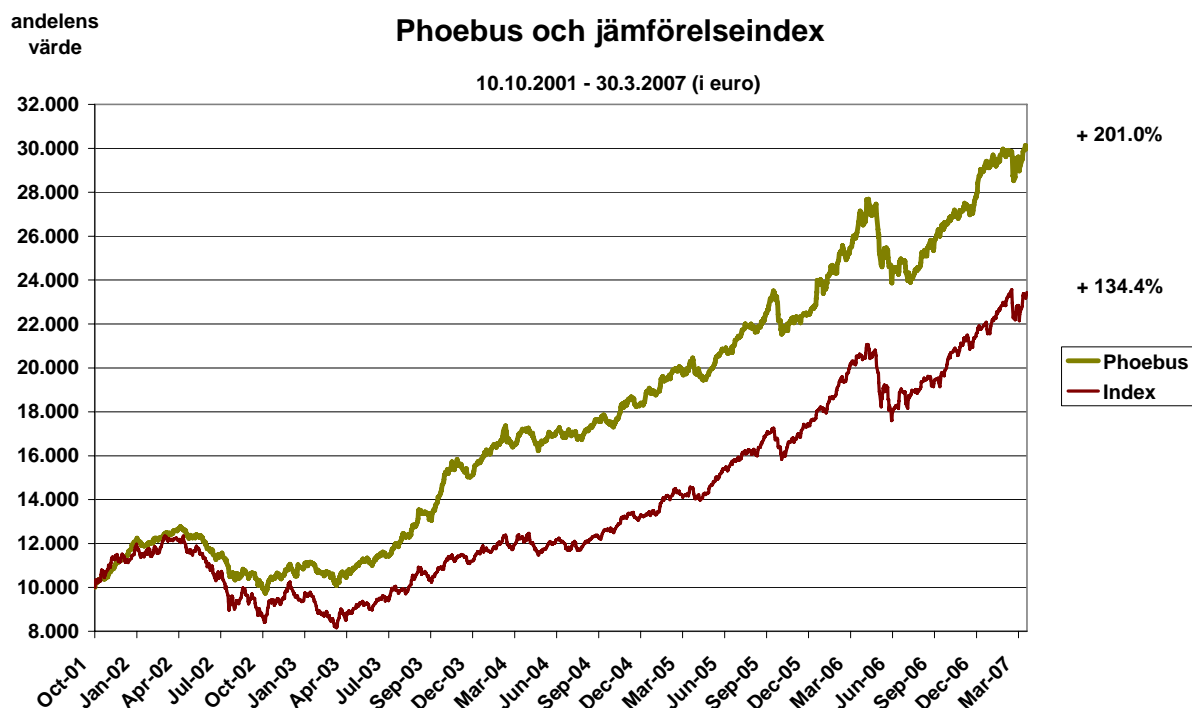


Tulikivi- och Kermansavi-ugnarna flyttade in under samma tak. I Tulikivi-studiorna kan du bekanta dig med Finlands populäraste täljstens- och kakelugnar som lagrar värme effektivt och avger den länge. Tulikivis klassiska modeller kompletteras nu med nya, moderna ugnar. Och Kermansavis mångsidiga och färggranna kollektion ger också utrymme för dina personliga önskemål. I Tulikivi-studiorna hjälper vi dig att välja rätt modell och vi levererar ugnarna i tändsticksfärdigt skick. På köpet får du en varm stämning. **Bekanta dig med ugnmodellerna på www.tulikivi.com.**

Tulikivi Oyj, 83900 Juuka, puh. 0207 636 000, www.tulikivi.com

Kermansavi® TULIKIVI 

FONDENS VÄRDEUTVECKLING



PHOEBUS OCH JÄMFÖRELSEINDEXETS ÅRLIGA AVKASTNING OCH KUMULATIVA AVKASTNING -31.3.2007

Årlig avkastning	2001*	2002	2003	2004	2005	2006	1Q07	Totalt
OMXH Cap gross	16%	-13%	23%	21%	34%	30%	9%	183%
MSCI AC World, net	11%	-32%	12%	6%	28%	8%	1%	27%
Jämförelseindex	15%	-18%	20%	18%	33%	25%	7%	134%
Phoebus	19%	-9%	41%	21%	23%	28%	3%	201%
Överavkastning	5%	9%	21%	3%	-10%	4%	-4%	67%

Kumulativ avkastning från periodens början till 31.3.2007

OMXH Cap gross	183%	145%	183%	131%	90%	41%	9%
MSCI AC World, net	27%	14%	67%	49%	40%	9%	1%
Jämförelseindex	134%	105%	150%	108%	77%	33%	7%
Phoebus	201%	152%	177%	97%	63%	32%	3%
Överavkastning	67%	48%	27%	-11%	-14%	-1%	-4%

* 10.10.2001-31.12.2001



Bara en känner de nordiska förhållanden. Nya Nokian Hakka.

Nya Nokian Hakka tjunder inte i onödan. Däcket som konstruerats för varierande förhållanden har ett suveränt grepp från de första vårtecknen tills de sista löven fallit av träden. **Trust the Natives.**

- Suveränt våtgrepp
- Tyst och stabilt
- Det asymmetriska mönstret bevarar greppet på alla underlag

nokian
HAKKA

www.nokiantyres.com

VÅRA PLACERINGAR

VÄRDEPAPPERSPLACERINGAR 31.3.2007

	Antal aktier	Aktiekurs valuta	euro	Marknads- värde EUR	Andel av fonden
Lassila & Tikanoja	95000		25.21	2,394,950	10.5%
Exel	135000		13.00	1,755,000	7.7%
Vacon	61500		27.80	1,709,700	7.5%
Tulikivi	500000		3.09	1,545,000	6.8%
Stockmann A&B	38000		32.66	1,241,080	5.5%
Tietoenator	47000		21.73	1,021,310	4.5%
Vaisala	27000		34.42	929,340	4.1%
Nokian Renkaat	40000		20.49	819,600	3.6%
Tamfelt pref	63200		11.50	726,800	3.2%
Inhemska aktier				12,142,780	53.3%
Handelsbanken A	60000	207.00	22.14	1,328,669	5.8%
Air Liquide	6000	180.81	180.81	1,084,860	4.8%
Hennes & Mauritz	20000	401.50	42.95	859,035	3.8%
State Street	12000	65.07	48.89	586,679	2.6%
Automatic Data Processing	16000	48.79	36.66	586,528	2.6%
Progressive	35000	21.81	16.39	573,538	2.5%
Costco	14000	53.70	40.35	564,860	2.5%
Fastenal	20000	34.75	26.11	522,183	2.3%
Tomra	95000	44.45	5.48	520,463	2.3%
Securitas Systems	200000	24.30	2.60	519,914	2.3%
Utländska aktier				7,146,728	31.4%
SUMMA aktier				19,289,508	84.7%
Kontanter				3,477,441	15.3%
FONDENS VÄRDE				22,766,949	100.0%
Antal andelar (A-korrigerat)				756,296.28	
Värde per A-andel				30.103	



KOSTNADER HAR BETYDELSE

SPECIALPLACERINGSFONDEN PHOEBUS - NYCKELTAL 2001-2006

Basdata	laskenta	2001*	2002	2003	2004	2005	2006
1 Fondens värde 1.1.		0	1 812 786	5 032 186	10 436 814	14 019 827	17 070 640
2 Teckningar		1 618 061	3 773 366	2 941 245	2 011 024	2 518 792	1 762 994
3 Inlösen		0	25 960	206 292	632 052	2 818 832	1 679 835
4 Nettoteckningar		1 618 061	3 747 406	2 734 953	1 378 973	- 300 040	83 159
5 Betald utdelning		0	21 300	28 300	49 987	61 977	73 520
6 Värdestegring		194 725	- 506 706	2 697 976	2 254 027	3 412 830	4 757 845
7 Fondens värde 31.12.	1+4-5+6	1 812 786	5 032 186	10 436 814	14 019 827	17 070 640	21 838 125
8 Andelar (A-korrigerat)		151 948	462 472	682 422	759 861	749 976	748 762
9 Värde per A-andel		11.930	10.881	15.294	18.451	22.762	29.166
10 Antal andelsägare		29	89	149	262	477	743
11 Fondvärde i genomsnitt		243 583	4 707 413	7 349 910	12 490 817	16 820 013	18 911 732
12 Köp		1 289 230	4 121 471	4 004 089	1 986 244	2 701 706	4 339 088
13 Försäljningar		0	626 941	807 136	373 960	2 839 983	4 926 005
14 Summa värdepappershandel		1 289 230	4 748 412	4 811 225	2 360 204	5 541 689	9 265 093
15 Förvaltningsarvode		3 045	58 843	91 874	93 681	126 150	141 838
16 Avkastningsberoende arvode		0	0	0	149 382	71 572	0
17 Bankkostnader		1 000	2 462	4 965	2 804	3 219	4 638
18 Handelskostnader		1 698	8 582	7 602	2 865	7 425	12 907
19 Teckningsarvoden		0	12 348	8 120	9 673	20 384	17 720

Nyckeltal	laskenta	2001*	2002	2003	2004	2005	2006
20 Fast förvaltningsarvode	15/11	1.25%	1.25%	1.25%	0.75%	0.75%	0.75%
21 Avk.beroende arvode	16/11	-	-	-	1.20%	0.43%	0.00%
22 Bankkostnader	17/11	0.41%	0.05%	0.07%	0.02%	0.02%	0.02%
23 Total Expense Ratio TER	20+21+22	1.66%	1.30%	1.32%	1.97%	1.19%	0.77%
24 Handelskostnader	18/11	0.70%	0.18%	0.10%	0.02%	0.04%	0.07%
25 TKA	23+24	2.36%	1.48%	1.42%	1.99%	1.24%	0.84%
26 Kommissioner/handelsvolym	18/14	0.13%	0.18%	0.16%	0.12%	0.13%	0.14%
27 Oms.hastighet (Rata/Fin)	[14-(2+3)]/11	-1.35	0.20	0.23	-0.02	0.01	0.31
28 Oms.hastighet (Sverige)	min(12,13)/11	0.00	0.13	0.11	0.03	0.16	0.23
29 Handel/medelstorlek	14/11	5.29	1.01	0.65	0.19	0.33	0.49
30 Fondens avkastning	9/9(t-1)	19.30%	-8.79%	40.55%	20.64%	23.37%	28.14%
31 Jämf.indexets avkastning**		14.58%	-18.04%	19.96%	17.65%	32.95%	24.57%
32 Fondens överavkastning	30-31	4.72%	9.25%	20.59%	2.99%	-9.59%	3.57%

Fördelning av handelskostnader per förmedlare	2002	2003	2004	2005	2006
eQ Online	12%	29%	46%	45%	18%
Handelsbanken	80%	37%	11%	23%	59%
Deutsche Bank	8%	34%	43%	27%	23%
United Bankers				5%	

* 10.10. - 31.12. 2001

** Jämförelseindex är 75% OMXH CAP GI, 25% MSCI AC World Net Return (båda inklusive dividender)

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.

VÅRA FINSKA BOLAG

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 marknadens 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.



Verksamhet:

Lassila & Tikanoja är Finlands ledande avfallshanterings- och –återvinningsbolag med 25% av marknaden, samt det näst största städnings- och fastighetsskötselbolaget med 14% marknadsandel. Dessutom är bolaget ledande inom vissa nischer av industriservice.

Marknaden växer inom alla bolagets verksamhetsområden tack vare ökad outsourcing. L&T strävar dessutom efter att växa också i Baltikum och Ryssland inom båda sina verksamheter samt 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 lågrisksstrategi 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 utomlands, där dock utvecklingen av verksamheten initieellt kommer att belasta resultatet. Jag tycker bolaget är en av våra mest lovande placeringar på lång sikt. Bolagets ledning är enligt min åsikt exceptionellt bra.

Vår kapitalförvaltare:



Jari Sarjo

född 1957
anställd sedan 1984
VD sedan 1997

www.lassila-tikanoja.fi

Phoebus ägande (30.3.2007)

Antal aktier: 95.000
Andel av bolaget: 0,25%
Vikt i fonden: 10,5%

Mer info i rapporten: 4/2003

EUR miljoner

	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	5år	10år
Resultaträkning													
Omsättning	89	101	118	146	211	246	267	306	337	377	436	12%	17%
EBITA	8	10	11	12	23	32	33	43	44	39	48		
Rörelsemarginal	9.1%	9.5%	9.6%	8.1%	10.7%	12.9%	12.3%	14.2%	12.9%	10.4%	11.1%	12%	12%
Balansräkning													
NWC			-6	-11	-11	-14	-17	-21	-21	-28	-39		
Fasta tillgångar			39	57	175	167	177	194	212	257	265		
Nettoskuld			-38	-25	92	73	73	78	60	76	52		
Eget kapital			71	71	73	80	86	96	131	153	174		
Sysselsatt kapital			33	46	164	153	159	173	191	229	227		8%
Avk. syss. kap.			34%	26%	14%	20%	21%	25%	23%	17%	21%		21%
Kassaflöde													
Fritt kassaflöde				-5	8	26	20	22	23	20	51		136
Företagsköp				0	-117	0	-10	-11	-17	-16	-11		-64
Dividender				-8	-8	-8	-9	-12	-35	-10	-15		-81
Emission /återköp				0	0	0	0	0	49	2	1		51
Öriga poster				0	-1	1	-1	-3	-3	-12	-2		-22
Diff nettoskuld				-13	-117	19	0	-4	17	-16	24		21
Värdering													
Antal aktier	32.8	33.1	34.5	34.5	34.5	34.5	34.5	34.5	38.1	38.4	38.5		
Aktiekurs					8.26	7.12	12.62	13.13	14.90	21.66			21%
Marknadsvärde					285	245	435	501	572	835			
EPS		0.25	0.28	0.26	0.41	0.59	0.63	0.86	0.80	0.70	0.85		8%
Dividend					0.23	0.28	0.34	1.01	0.25	0.40	0.55		15%
P/E					14.0	11.3	14.7	16.5	21.3	25.5			
EV/EBITA					11.3	9.7	11.8	12.9	16.5	18.4			
Direktavkastning					3%	5%	8%	2%	3%	3%			



Verksamhet:

Exel är världens ledande tillverkare av kompositprofiler gjorda med pultrusionsmetoden. Dess glasfiber- och kolfiberprofiler används bland annat i skid- och promenadstavar, fortskaffningsmedel, byggindustrin, basstationer för mobiltelefoner, pappersmaskiner och vindkraftverk. Kompositmaterial ersätter gradvis trä, stål och aluminium i många applikationer tack vare sin lätthet och stelhet.

Exels sportverksamhet (Exel Sports Brands) är till salu.

Bolaget som placering:

Resultatet för 2006 var uselt, främst inom av sportverksamheten, då efterfrågan på promenadstavar minskade dramatiskt. Exel har minskat sina kostnader rejält, vilket är positivt men vilket bidrog till det svaga resultatet. Industriverksamheten har fortsatt utvecklingspositivt.

VD Ari Jokelainen, som jag uppskattade mycket, avgick förra hösten. Styrelsen valde en utomstående konsult i hans ställe, vilket jag tyckte var underligt. Jag måste därför följa med Exel noggrannare än vanligt. Bolaget har dock goda förutsättningar att rejält förbättra sitt resultat redan i år, så det finns ingen orsak till förhastade slutsatser.

Vår kapitalförvaltare:



Göran Jönsson

född 1947
anställd sedan 2006
VD sedan 2006

www.exel.net

Phoebus ägande (30.3.2007)

Antal aktier: 135.000
Andel av bolaget: 1,13%
Vikt i fonden: 7,7%

Mer info i rapporten: 4/2001, 2/2005

EUR miljoner

	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	5år	10år
Resultaträkning													
Omsättning	25	25	30	34	48	50	51	57	84	91	112	18%	16%
EBITA	3	4	4	5	7	6	4	6	13	12	0		
Rörelsemarginal	10.7%	13.9%	12.6%	14.8%	14.3%	11.5%	8.5%	10.3%	15.6%	13.6%	0.3%	9%	10%

Balansräkning

NWC	2	2	3	4	8	9	9	9	10	14	17		
Fasta tillgångar	9	10	10	10	13	16	15	14	16	21	35		
Nettoskuld	8	6	6	4	9	11	8	5	6	8	27		
Eget kapital	4	5	8	10	13	14	15	18	20	27	24		
Sysselsatt kapital	12	12	14	15	22	25	23	23	26	35	52	16%	16%
Avk. syss. kap.	23%	30%	28%	34%	32%	23%	19%	26%	51%	35%	1%	23%	25%

Kassaflöde

Fritt kassaflöde	2	1	2	0	2	4	4	13	6	0	26	34	
Företagsköp	0	-1	0	-3	-3	0	0	-7	-2	-18	-28	-35	
Dividender	0	0	-1	-2	-2	-2	-1	-7	-4	-5	-19	-24	
Emission /återköp	0	1	0	0	0	0	0	1	1	3	6	7	
Öriga poster	0	-1	0	0	1	0	0	0	-4	1	-3	-3	
Diff nettoskuld		1	1	1	-4	-2	2	3	0	-3	-19	-17	-20

Värdering

Antal aktier	10.5	10.5	10.5	10.5	10.5	10.6	10.7	11.0	11.5	11.9			
Aktiekurs	2.44	2.57	2.88	5.40	4.95	3.19	5.95	11.50	13.05	13.60	22%		
Marknadsvärde	26	27	30	57	52	34	64	127	150	162			
EPS	0.21	0.23	0.34	0.43	0.36	0.26	0.37	0.80	0.77	-0.06			
Dividend	0.05	0.09	0.15	0.19	0.18	0.10	0.65	0.35	0.40	0.20	3%		
P/E	11.6	11.1	8.5	12.4	13.8	12.2	16.3	14.3	16.9	neg			
EV/EBITA	9.1	8.7	6.8	9.6	11.0	9.7	11.7	10.1	12.8	nm			
Direktavkastning	2%	3%	5%	4%	4%	3%	11%	3%	3%	1%			



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 3,5% - marknadsledaren ABB är ungefär fyra gånger större.

Men Vacon är det enda fokuserade bolaget inom branschen och upplever sig vara klar teknogiledare. Bolaget har under hela sin existens vuxit snabbare än marknaden, så det har antagligen rätt.

Bolaget som placering:

Små tillväxtbolag är oftast 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.

Mindre än en tiondedel av världens elmotorer är försedda med frekvensomriktare, så branschens tillväxt torde fortsätta. Vacon har tecknat betydande nya kundkontrakt, speciellt inom olje- och gasindustrin, så dess tillväxtutsikter är goda. En eventuellt svagare dollar är sannolikt den största risken för vinstutvecklingen.

Vår kapitalförvaltare:



Vesa Laisi

född 1957
anställd sedan 2002
VD sedan 2002

www.vacon.com

Phoebus ägande (30.3.2007)

Antal aktier:	61.500
Andel av bolaget:	0,40%
Vikt i fonden:	7,5%
Mer info i rapporten:	4/2004

EUR miljoner

	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	5år	10år
Resultaträkning													
Omsättning	8	17	26	44	65	91	97	112	129	150	186	16%	37%
EBITA	1	3	3	6	8	10	10	12	15	18	23		
Rörelsemarginal	7.6%	15.1%	12.2%	13.6%	12.5%	11.5%	10.2%	10.7%	11.6%	12.1%	12.4%	12%	12%

Balansräkning

NWC	2	3	7	7	11	10	9	8	6	12	19		
Fasta tillgångar	2	2	4	4	12	16	17	18	17	22	24		
Nettoskuld	3	3	7	5	4	3	-1	-6	-12	-8	-9		
Eget kapital	1	2	4	7	18	23	27	32	35	42	52		
Sysselsatt kapital	3	5	11	11	22	26	26	26	23	34	43	10%	29%
Avk. syss. kap.	18%	52%	28%	53%	36%	39%	38%	46%	64%	52%	53%	51%	47%

Kassaflöde

Fritt kassaflöde	0	-5	4	-5	3	7	8	12	3	7	37	34
Företagsköp	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Dividender	0	0	0	-1	-2	-2	-3	-8	-5	-6	-25	-28
Emission /återköp	0	0	-1	7	0	0	0	1	-1	0	0	6
Öriga poster	0	0	0	0	0	0	0	1	0	0	0	0
Diff nettoskuld	0	-5	3	1	1	4	5	5	-4	1	12	11

Värdering

Antal aktier	11.7	11.7	11.7	11.7	13.7	15.2	15.2	15.2	15.3	15.2	15.2		
Aktiekurs					8.30	9.33	7.40	9.80	11.78	17.50	26.10	23%	
Marknadsvärde					114	141	112	148	180	266	397		
EPS	0.03	0.14	0.16	0.33	0.41	0.45	0.43	0.52	0.66	0.79	1.04	18%	
Dividend	0.00	0.01	0.03	0.07	0.14	0.16	0.17	0.55	0.35	0.41	0.65	32%	
P/E					20.4	20.7	17.2	19.0	17.9	22.2	25.1		
EV/EBITA					14.5	13.9	11.2	11.8	11.3	14.3	16.8		
Direktavkastning					2%	2%	2%	6%	3%	2%	2%		



Verksamhet:

Med en årsförsäljning av cirka 14.000 ugnar har Tulikivi drygt hälften av Europas marknad för värmebevarande eldstäder av täljsten. Dessutom säljer Kermansavi, som köptes våren 2006, cirka 4.000 kakelugnar i Finland. Förutom ugnar säljer bolaget täljsten som dekorations- och byggsten samt i mindre utsträckning övriga stenslag.

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 goda lönsamheten och starka balansen. Framförallt är företagsledningen helt fantastisk.

Efter köpet av Kermansavi koncentrerade Tulikivi försäljningen i Finland till sina egna butiker (Tulikivi-studios) och drog sig ur bygg-handelskedjorna. Den nya distributionsmodellen är en risk på kort sikt men torde på längre sikt hjälpa till att positionera produkterna i rätt kvalitetssegment.

Vår kapitalförvaltare:



Juha Sivonen

född 1962
anställd sedan 1987
VD sedan 2001

www.tulikivi.com

Phoebus ägande (30.3.2007)

Antal aktier: 500.000
Andel av bolaget: 1,35%
Vikt i fonden: 6,8%

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

EUR miljoner

	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	5år	10år
Resultaträkning													
Omsättning	26	33	36	39	47	59	52	54	55	59	82	7%	12%
EBITA	3	6	6	5	7	7	4	5	5	6	8		
Rörelsemarginal	11.0%	17.2%	15.7%	13.6%	15.4%	11.7%	6.7%	8.8%	9.6%	10.7%	10.0%	9%	11%

Balansräkning

NWC	1	1	1	2	3	5	6	5	6	3	3		
Fasta tillgångar	15	16	17	19	21	23	21	20	20	22	40		
Nettoskuld	3	0	0	0	0	1	1	1	3	-1	13		
Eget kapital	13	16	19	20	24	27	26	24	23	26	31		
Sysselsatt kapital	15	17	19	21	24	28	27	26	26	25	43	9%	11%
Avk. syss. kap.	19%	34%	31%	26%	30%	25%	13%	18%	20%	25%	19%	19%	23%

Kassaflöde

Fritt kassaflöde	2	2	2	2	4	2	2	5	4	5	0	16	28
Företagsköp	0	0	0	0	-2	-2	0	0	0	0	-13	-13	-17
Dividender	-1	-1	-1	-2	-2	-2	-3	-4	-5	-2	-3	-16	-24
Emission /återköp	0	0	0	0	-1	1	0	0	0	0	2	3	3
Öriga poster	1	0	0	0	0	0	0	-1	0	0	0	-1	0
Diff nettoskuld	2	0	0	0	0	-1	0	0	-1	4	-13	-12	-10

Värdering

Antal aktier	32.8	35.4	35.4	35.4	35.3	35.8	36.4	36.4	36.4	36.4	37.1		
Aktiekurs	0.41	0.80	0.97	0.78	0.87	1.10	1.00	1.30	1.58	2.04	3.51	26%	24%
Marknadsvärde	13	28	34	27	31	39	36	47	58	74	130		
EPS	0.06	0.11	0.11	0.10	0.14	0.14	0.07	0.10	0.10	0.12	0.15	2%	10%
Dividend	0.03	0.04	0.04	0.05	0.06	0.08	0.12	0.13	0.06	0.07	0.09	4%	14%
P/E	7.0	7.2	8.7	7.6	6.1	8.1	14.0	13.5	15.4	17.0	22.9		
EV/EBITA	5.5	5.1	6.0	5.2	4.3	5.8	10.7	10.3	11.3	11.7	17.4		
Direktavkastning	6%	5%	5%	7%	6%	7%	12%	10%	4%	3%	3%		



Verksamhet:

I april 2007 har Stockmann totalt 13 varuhus, vars försäljningsareal är cirka 18 hektar. Av dessa är 7 i Finland, och fler kommer knappast att byggas. Expansionen sker i Ryssland (4 varuhus och 2 projekt) och i Baltikum (2 varuhus).

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. Under de senaste åren har bolaget klart höjt sina ambitioner, både gällande tillväxt och lönsamhet.

Under de närmaste åren genomför Stockmann två stora projekt, i Helsingfors och Petersburg, samt ett mindre i Moskva. Totalt binder dessa cirka en kvarts miljard euro. För resultatutvecklingen är det av yttersta vikt att projektet i Helsingfors, där största delen av bolagets vinst idag uppstår, förlöper smidigt så att byggarbetena inte skrämmer bort kunderna.

Vår kapitalförvaltare:



Hannu Penttilä

född 1953
anställd sedan 1978
VD sedan 2001

www.stockmann.fi

Phoebus ägande (30.3.2007)

Antal aktier: 38.000
Andel av bolaget: 0,07%
Vikt i fonden: 5,5%

Mer info i rapporten: 3/2003, 3/2006

EUR miljoner

	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	5år	10år
Resultaträkning													
Omsättning	1037	1161	1217	1320	1221	1282	1315	1413	1445	1543	1240	-1%	2%
EBITA	46	61	50	49	33	39	53	50	68	97	95		
Rörelsemarginal	4.5%	5.3%	4.1%	3.7%	2.7%	3.1%	4.0%	3.6%	4.7%	6.3%	7.6%	5.2%	4.5%

Balansräkning

NWC	54	62	93	59	78	97	95	90	97	102	69		
Fasta tillgångar	257	284	342	332	347	346	301	289	315	325	368		
Nettoskuld	-20	-18	-54	-114	-77	-64	-128	-168	-79	-79	-135		
Eget kapital	331	364	490	505	502	506	525	547	492	505	572		
Sysselsatt kapital	310	346	435	391	425	442	397	379	412	427	437	0%	3%
Avk. syss. kap.	15%	18%	11%	13%	8%	9%	13%	13%	17%	23%	22%	18%	15%

Kassaflöde

Fritt kassaflöde		6	-42	34	-5	8	47	34	19	22	-5	116	117
Företagsköp		6	-2	65	0	10	50	37	5	19	99	209	288
Dividender		-18	-22	-43	-31	-31	-31	-46	-123	-53	-60	-313	-457
Emission /återköp		1	102	0	0	0	0	16	10	14	20	59	162
Öriga poster		4	1	4	-2	-1	-2	-1	1	-2	3	-1	5
Diff nettoskuld		-2	37	60	-37	-13	65	40	-89	-1	56	71	114

Värdering

Antal aktier	46.7	46.7	49.5	51.4	51.2	51.0	51.0	52.2	52.9	54.1	55.3		
Aktiekurs	14.27	17.64	16.08	14.30	10.40	13.40	13.80	18.30	21.70	32.53	36.48	22%	10%
Marknadsvärde	666	824	796	735	533	683	703	956	1147	1759	2017		
EPS	0.78	1.00	0.87	0.69	0.52	0.59	0.85	0.78	1.04	1.29	1.27	17%	5%
Dividend	0.39	0.47	0.84	0.60	0.60	0.60	0.90	1.35	1.00	1.10	1.30	17%	13%
P/E	18.3	17.7	18.4	20.7	20.2	22.9	16.2	23.4	20.8	25.2	28.8		
EV/EBITA	13.9	13.2	14.9	12.6	13.9	15.8	10.8	15.7	15.6	17.4	19.9		
Direktavkastning	3%	3%	5%	4%	6%	4%	7%	7%	5%	3%	4%		

TietoEnator ^{TE}

Verksamhet:

TietoEnator är Finlands ledande IT-servicebolag med en marknadsandel på cirka 27% samt trea i Sverige med 7% av marknaden. Knappt en femtedel av verksamheten sker utanför Norden.

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:

Pentti Heikkinens första år som VD förlöpte inte särskilt bra trots att marknaden återhämtade sig. VD:n skyller resultatnedgången närmast på bolagets tillväxtinvesteringar. Under året fördubblade till exempel TE antalet anställda i lågkostnadsländer till över 2000, vilket motsvarar 13% av hela koncernens personal.

Styrelsen kommer under 2007 att revidera bolagets strategiska mål. Jag hoppas resultatet prioriteras över tillväxt. Jag tycker bolaget är av klart bättre kvalitet än aktiemarknaden för tillfället verkar tycka.

Vår kapitalförvaltare:



Pentti Heikkinen

född 1960
anställd sedan 1996
VD sedan 2006

www.tietoenator.com

Phoebus ägande (30.3.2007)

Antal aktier: 47.000
Andel av bolaget: 0,06%
Vikt i fonden: 4,5%

Mer info i rapporten: 4/2002, 2/2006

EUR miljoner

	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	5år	10år
Resultaträkning													
Omsättning	345	409	473	1229	1120	1135	1271	1374	1525	1682	1647	8%	17%
EBITA	34	49	75	115	92	135	130	143	171	164	112		
Rörelsemarginal	9.7%	12.0%	15.9%	9.3%	8.2%	11.9%	10.2%	10.4%	11.2%	9.8%	6.8%	10%	10%
Balansräkning													
NWC	-11	-14	-6	43	54	-12	37	34	155	-16	22		
Fasta tillgångar	117	131	147	260	264	310	476	431	480	727	698		
Nettoskuld	-24	-36	-21	-62	-41	-190	51	-13	69	211	93		
Eget kapital	131	153	162	365	359	488	462	479	566	501	626		
Sysselsatt kapital	107	117	141	304	318	298	513	466	634	712	720	19%	21%
Avk. syss. kap.	31%	42%	53%	38%	29%	45%	25%	31%	27%	23%	16%	24%	28%
Kassaflöde													
Fritt kassaflöde		23	39	87	59	163	52	123	94	104	50	423	794
Företagsköp		-7	-12	-23	-7	85	-195	-27	-5	-139	171	-194	-159
Dividender		-8	-16	-26	-34	-40	-83	-41	-81	-80	-66	-351	-475
Emission /återköp		0	-28	3	-33	-20	1	0	-97	-80	-52	-228	-308
Öriga poster		4	1	1	-6	-37	-17	9	7	53	15	67	30
Diff nettoskuld		12	-16	41	-21	149	-241	64	-82	-142	117	-284	-118
Värdering													
Antal aktier	52.7	52.8	53.3	77.0	83.6	83.3	82.9	82.9	78.7	75.8	73.6		
Aktiekurs	10.90	17.18	38.18	62.00	30.30	29.75	13.00	21.70	23.40	30.85	24.44	-4%	8%
Marknadsvärde	575	907	2037	4771	2534	2479	1078	1799	1843	2340	1799		
EPS	0.45	0.65	1.03	1.03	0.81	1.19	1.14	1.28	1.58	1.55	1.03	-3%	9%
Dividend	0.16	0.30	0.49	0.49	0.49	1.00	0.50	1.00	1.00	0.85	1.20	4%	22%
P/E	24.2	26.2	36.9	60.1	37.6	25.1	11.5	17.0	14.8	19.9	23.7		
EV/EBITA	16.4	17.8	26.8	41.1	27.0	16.9	8.7	12.5	11.2	15.5	16.9		
Direktavkastning	1%	2%	1%	1%	2%	3%	4%	5%	4%	3%	5%		



Verksamhet:

Vaisala är med 25% marknadsandel klart ledande på världens fragmenterade marknad för meteorologiska instrument, värd 600 miljoner euro. Den största konkurrenten är tre gånger mindre.

Bolagets viktigaste inkomstkälla är radiosonder, vars marknad är ganska stabil. Sin tillväxt söker Vaisala från nya produkter, där existerande kunskaper kan utnyttjas.

Bolaget som placering:

Vaisala är ett av Finlands mest dollarkänsliga bolag och har lidit av det de senaste åren. Marknaden håller nu på att återhämta sig, men dollarn är fortfarande en betydande riskfaktor.

Den långvarige VD:n Pekka Ketonen pensionerades förra hösten. Hans efterträdare Kjell Forsén kommer från Ericsson. Även om jag normalt föredrar interna rekryteringar tror jag på basen av våra första möten att han kommer att bibehålla Vaisalas styrkor (inom produktutvecklingen) och stärka försäljningen, vilket skulle vara positivt.

Vår kapitalförvaltare:



Kjell Forsén

född 1958
anställd sedan 2006
VD sedan 2006

www.vaisala.com

Phoebus ägande (30.3.2007)

Antal aktier:	27.000
Andel av bolaget:	0,15%
Vikt i fonden:	4,1%
Mer info i rapporten:	4/2005

EUR miljoner

	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	5år	10år
Resultaträkning													
Omsättning	85	114	115	145	180	184	196	189	181	198	221	4%	10%
EBITA	19	30	23	31	35	34	30	29	27	30	40		
Rörelsemarginal	22.0%	26.5%	20.2%	21.6%	19.4%	18.3%	15.3%	15.4%	14.7%	15.2%	17.9%	16%	18%

Balansräkning

NWC	15	17	21	24	30	47	44	38	30	21	23		
Fasta tillgångar	28	27	26	39	46	49	58	57	50	54	60		
Nettoskuld	-17	-35	-42	-47	-51	-43	-37	-45	-53	-80	-86		
Eget kapital	60	79	89	110	127	138	139	133	133	154	170		
Sysselsatt kapital	43	44	47	63	76	95	102	95	80	74	83	-3%	7%
Avk. syss. kap.	44%	69%	49%	50%	46%	35%	29%	31%	33%	40%	47%	36%	41%

Kassaflöde

Fritt kassaflöde		19	14	18	16	6	18	14	30	37	28	127	199
Företagsköp		0	0	-12	-5	-4	-13	0	0	-3	-16	-32	-52
Dividender		-4	-6	-6	-7	-12	-9	-10	-22	-13	-13	-67	-102
Emission /återköp		0	0	0	1	0	2	0	0	9	6	17	19
Öriga poster		2	0	5	0	1	-4	3	0	-3	2	-2	5
Diff nettoskuld		18	7	5	4	-8	-6	8	9	27	7	43	69

Värdering

Antal aktier	17.2	17.2	17.2	17.2	17.2	17.2	17.4	17.5	17.5	17.7	18.2		
Aktiekurs	12.61	19.34	17.66	19.37	29.50	27.30	22.98	24.50	18.20	24.00	33.07	4%	10%
Marknadsvärde	216	332	303	332	507	471	399	428	318	424	602		
EPS	0.71	1.17	0.99	1.31	1.55	1.43	1.19	1.01	1.13	1.41	1.46	0%	8%
Dividend	0.23	0.34	0.34	0.42	0.67	0.55	0.55	1.25	0.75	0.75	0.85	9%	14%
P/E	17.8	16.5	17.8	14.8	19.0	19.1	19.4	24.3	16.1	17.0	22.6		
EV/EBITA	10.6	9.8	11.3	9.1	13.1	12.8	12.1	13.2	9.9	11.4	13.0		
Direktavkastning	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	5%	4%	3%	3%		



Verksamhet:

Nokian Tyres hör till de ledande bildäcksbolagen i Norden med en marknadsandel på över 27%. Bolaget är fokuserat på vinterdäck, där dess andel av marknaden är betydligt högre, och high-performance-sommardäck. I Ryssland, vars marknad är lika stor som Norden, är bolagets andel av premium-däcken också över 27%.

Den nya ryska fabriken planeras öka från cirka 4 miljoner däck år 2007 till 10 miljoner däck år 2011.

Bolaget som placering:

Nokian Tyres är ett kraftigt växande bolag, vars ledning oftast är mycket optimistisk i sina visioner. Kombinationen påminner ibland om att hålla bensin på eld, och gör aktien mycket riskfylld. Då förväntningarna är höga leder små besvikelser till stora svängningar.

Potential finns det gott om. Rysslands däckmarknad är i början av sin tillväxtfas och Nokian Tyres är redan den klara marknadsledaren. Dessutom utreder bolaget möjligheten att bygga en fabrik i Östeuropa. Det finns alltså goda förutsättningar för fortsatt tillväxt, men på grund av den höga risken kan aktiens andel av vår portfölj inte vara särskilt stor.

Vår kapitalförvaltare:



Kim Gran

född 1954
anställd sedan 1994
VD sedan 2000

www.nokiantyres.com

Phoebus ägande (30.3.2007)

Antal aktier: 40.000
Andel av bolaget: 0,03%
Vikt i fonden: 3,6%

Mer info i rapporten: 3/2004

EUR miljoner

	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	5år	10år
Resultaträkning													
Omsättning	193	212	251	323	399	423	479	529	602	687	836	15%	16%
EBITA	24	28	35	45	46	57	67	85	119	116	153		
Rörelsemarginal	12.3%	13.1%	14.0%	14.1%	11.6%	13.6%	14.0%	16.2%	19.7%	16.9%	18.3%	17%	16%

Balansräkning

NWC	35	40	54	77	97	85	84	94	144	213	255		
Fasta tillgångar	72	85	140	214	252	259	249	253	267	378	429		
Nettoskuld	35	40	94	170	218	194	158	136	144	120	127		
Eget kapital	72	85	100	121	131	149	175	211	267	471	557		
Sysselsatt kapital	107	125	194	291	349	343	334	347	411	590	684	15%	20%
Avk. syss. kap.	22%	22%	18%	16%	13%	17%	20%	25%	29%	20%	22%	23%	21%

Kassaflöde

Fritt kassaflöde		0	-23	-19	-25	27	43	31	3	-60	16	33	-7
Företagsköp		0	-25	-48	-7	-2	-1	0	4	-16	0	-13	-96
Dividender		-5	-6	-8	-9	-7	-9	-12	-17	-26	-28	-91	-125
Emission /återköp		1	1	1	0	0	0	2	4	134	5	144	147
Öriga poster		0	-1	-2	-7	6	2	1	3	-8	-1	-2	-7
Diff nettoskuld			-4	-55	-76	-48	24	36	22	-4	24	-7	71

Värdering

Antal aktier	101.4	102.4	103.2	105.4	105.8	105.8	105.8	106.8	108.5	121.0	122.0		
Aktiekurs	1.65	2.79	2.78	3.78	1.79	3.51	3.40	5.99	11.18	10.65	15.52	35%	25%
Marknadsvärde	168	286	286	399	189	371	360	640	1213	1289	1894		
EPS	0.14	0.17	0.22	0.28	0.25	0.30	0.39	0.51	0.71	0.68	0.88	24%	20%
Dividend	0.05	0.06	0.07	0.09	0.07	0.08	0.11	0.16	0.22	0.23	0.31	30%	20%
P/E	11.7	16.4	12.5	13.6	7.1	11.6	8.8	11.9	15.7	15.7	17.7		
EV/EBITA	8.5	11.7	10.8	12.5	8.8	9.8	7.7	9.1	11.4	12.2	13.2		
Direktavkastning	3%	2%	3%	2%	4%	2%	3%	3%	2%	2%	2%		



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 13% av marknaden bara 5. störst inom sin bransch – har det kontinuerligt hört till branschens mest lönsamma i världen. Tamfelt satsar på organisk tillväxt och gör nästan inga företagsköp.

Bolaget som placering:

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

Tamfelt beslöt (äntligen) förra året att bygga en virafabrik i Kina (i Tianjin). Detta kommer att öka investeringarna betydligt under 2007 och kan förorsaka extra kostnader 2007-2008. Beslutet är dock helt korrekt, eftersom över hälften av världens nya pappersmaskiner redan idag byggs i Kina. Priskonkurrensen hårdnar, men Tamfelts goda volymtillväxt torde möjliggöra fortsatt god lönsamhet.

Vår kapitalförvaltare:



Jyrki Nuutila

född 1948
anställd sedan 1986
VD sedan 2005

www.tamfelt.fi

Phoebus ägande (30.3.2007)

Antal aktier:	63.200
Andel av bolaget:	0,23%
Vikt i fonden:	3,2%
Mer info i rapporten:	1/2004

EUR miljoner

	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	5år	10år
Resultaträkning													
Omsättning	89	102	103	110	124	131	126	126	134	140	155	3%	6%
EBITA	15	20	19	19	21	23	16	13	16	20	24		
Rörelsemarginal	16.7%	20.0%	18.4%	17.4%	17.1%	17.4%	12.7%	10.0%	12.0%	14.5%	15.4%	13%	15%

Balansräkning

NWC	16	20	25	31	32	32	30	22	21	25	20		
Fasta tillgångar	35	39	49	51	58	68	76	71	78	81	83		
Nettoskuld	-26	-30	-22	-22	-24	-14	-3	0	11	6	-5		
Eget kapital	77	88	96	105	113	114	109	93	88	99	108		
Sysselsatt kapital	51	58	74	82	90	100	106	93	99	106	103	1%	7%
Avk. syss. kap.	29%	35%	26%	23%	24%	23%	15%	14%	16%	19%	23%	18%	21%

Kassaflöde

Fritt kassaflöde	8	-1	6	8	7	7	23	7	12	20	67	96	
Företagsköp	0	0	0	0	0	0	0	0	-1	2	2	2	
Dividender	-6	-7	-8	-9	-11	-17	-29	-17	-9	-11	-84	-125	
Emission /återköp	0	0	0	0	0	0	5	0	1	0	6	6	
Öriga poster	2	1	2	2	-5	-1	-1	0	2	0	-1	0	
Diff nettoskuld	4	-7	0	1	-9	-11	-3	-11	4	11	-10	-21	

Värdering

Antal aktier	26.6	26.6	26.6	26.6	26.6	26.6	26.6	27.3	27.4	27.6	27.6		
Aktiekurs	5.10	8.10	7.00	7.50	5.99	8.83	9.67	9.27	7.98	8.05	10.65	4%	8%
Marknadsvärde	136	215	186	199	159	235	257	253	218	222	294		
EPS	0.49	0.61	0.56	0.54	0.59	0.64	0.48	0.34	0.47	0.52	0.66	1%	3%
Dividend	0.24	0.27	0.29	0.33	0.43	0.63	1.10	0.63	0.35	0.41	0.61	-1%	10%
P/E	10.3	13.3	12.4	13.9	10.1	13.8	20.2	27.0	16.8	15.5	16.2		
EV/EBITA	7.4	9.1	8.6	9.3	6.4	9.7	15.8	20.1	14.3	11.2	12.1		
Direktavkastning	5%	3%	4%	4%	7%	7%	11%	7%	4%	5%	6%		

VÅRA UTLÄNDSKA 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 17 år haft branschens nöjdaste kunder. Dess avkastning på eget kapital har i 35 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.

Pär Bomans första år som VD har varit lite jobbigt, då den ökade liv-försäkringsverksamheten har gjort resultatet mer volatilt. Boman är dock helt tydligt uppvuxen i banken, så strategin kommer knappast att förändras. Däremot verkar det som om han försöker accelerera bankens tillväxt utomlands, vilket torde vara positivt. SHB har redan inlett kontorsverksamhet i Polen och Tyskland. Ryssland och Holland står i tur som följande.

Vår kapitalförvaltare:



Pär Boman

född 1961
anställd sedan 1991
VD sedan 2006

www.handelsbanken.se

Phoebus ägande (30.3.2007)

Antal aktier:	60.000
Andel av bolaget:	0,009%
Vikt i fonden:	5,8%
Mer info i rapporten:	4/2003, 1/2006

SEK miljoner

	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	5år	10år
Resultaträkning													
Intäkter	14549	15815	16837	17056	20680	21654	21664	22292	23981	26338	29560	6%	7%
Resultat före skatt	6765	8067	8007	8912	12001	11577	10829	11780	13520	15661	17164		
Marginal	46.5%	51.0%	47.6%	52.3%	58.0%	53.5%	50.0%	52.8%	56.4%	59.5%	58.1%	56%	54%

Balansräkning

Utlåning	281	591	591	630	692	803	842	826	863	986	1103		
Riskjusterad	258	415	443	482	542	611	641	630	658	769	876		
Tier 1 kapital	26	26	28	31	35	37	41	46	50	58	59		
Tier 1 soliditet	10.0%	6.2%	6.3%	6.5%	6.4%	6.1%	6.4%	7.3%	7.6%	7.6%	6.8%		
Eget kapital	27549	32353	34431	38570	42466	48112	52192	56835	61109	65651	66226	7%	9%
Avk. EK före skatt	25%	25%	23%	23%	28%	24%	21%	21%	22%	24%	26%	23%	24%

Kassaflöde

Företagsköp/-fsg	-22870	0	-1550	-7100	-2525	0	0	-1100	0	0	-1100	-35145	
Dividender	-1208	-1565	-1922	-2144	-2751	-3120	-3294	-3602	-4018	-4543	-18577	-28167	
Emission /återköp	0	0	0	-2950	-46	0	0	-3426	-2468	-4362	-10256	-13252	

Värdering

Antal aktier	714.7	714.7	714.7	714.7	693.2	693.4	693.4	693.4	669.6	656.5	634.2		
Aktiekurs	65.00	91.00	114.00	107.00	161.50	154.00	116.00	147.00	173.00	197.00	207.00	6%	12%
Marknadsvärde bn	46.5	65.0	81.5	76.5	112.0	106.8	80.4	101.9	115.8	129.3	131.3		
EPS	6.90	8.01	8.14	8.91	12.44	12.05	11.54	12.16	14.67	17.31	20.70	11%	12%
Dividend	1.67	2.17	2.67	3.00	4.00	4.50	4.75	5.25	6.00	7.00	8.00	12%	17%
P/E	9.4	11.4	14.0	12.0	13.0	12.8	10.1	12.1	11.8	11.4	10.0		
P/E före skatt	6.9	8.1	10.2	8.6	9.3	9.2	7.4	8.7	8.6	8.3	7.6		
Direktavkastning	3%	2%	2%	3%	2%	3%	4%	4%	3%	4%	4%		



Verksamhet:

Air Liquide är med en marknadsandel på 20% världens näst största industrigasbolag (bl.a. syre, kväve, väte). Fyra stora bolag (Linde, Air Liquide, Air Products och Praxair) kontrollerar två tredjedelar 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.

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!

Efter att konkurrenten Linde köpte konkurrenten BOC förstärktes Air Liquides position i Asien och Storbritannien. Bolaget har höjt sina tillväxtmål. De är nu +8-10% per år i omsättningen och +10-13% per år i nettoresultatet för de närmaste fem åren.

Vår kapitalförvaltare:



Benoît Potier

född 1957
anställd sedan 1981
VD sedan 1997

www.airliquide.com

Phoebus ägande (30.3.2007)

Antal aktier: 6.000
Andel av bolaget: 0,005%
Vikt i fonden: 4,8%

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

EUR miljoner

	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	5år	10år
Resultaträkning													
Omsättning	5242	5851	6087	6538	8099	8328	7900	8394	9376	10435	10949	6%	8%
EBITA	680	800	871	964	1151	1215	1199	1235	1344	1518	1659		
Rörelsemarginal	13.0%	13.7%	14.3%	14.7%	14.2%	14.6%	15.2%	14.7%	14.3%	14.5%	15.2%	15%	15%
Balansräkning													
NWC	-226	-314	-291	-336	-331	-293	-360	-234	-729	-2053	-1780		
Fasta tillgångar	5082	6037	6612	8041	8254	8553	7834	7504	10235	12073	11788		
Nettoskuld	842	1259	1677	2433	2280	2584	2022	1730	3790	3811	3441		
Eget kapital + min	4015	4464	4644	5272	5643	5676	5452	5539	5715	6209	6567		
Sysselsatt kapital	4857	5723	6321	7705	7923	8260	7474	7269	9505	10019	10008	4%	7%
Avk. syss. kap.	15%	15%	15%	13%	15%	15%	17%	18%	15%	16%	17%	16%	15%
Kassaflöde													
Fritt kassaflöde		-131	-172	135	529	725	942	668	527	731	653	3521	4608
Företagsköp		-95	-214	-319	-125	-372	-307	-75	-2037	87	-72	-2405	-3530
Dividender		-174	-193	-224	-248	-318	-366	-414	-336	-391	-432	-1940	-3097
Emission /återköp		14	-10	-94	-101	-242	-88	-139	-31	19	-23	-262	-696
Öriga poster		-32	171	-254	98	-97	381	251	-183	-466	244	228	115
Diff nettoskuld		-417	-418	-756	153	-304	562	292	-2060	-20	369	-857	-2600
Värdering													
Antal aktier	123.6	123.6	123.6	123.2	122.8	121.2	120.2	119.2	118.7	118.5	120.0		
Aktiekurs	73	83	95	111	118	118	105	114	123	148	181	9%	9%
Marknadsvärde	9060	10301	11702	13628	14528	14336	12613	13628	14636	17531	21667		
EPS	3.56	3.96	4.37	4.80	5.59	6.10	6.17	6.42	7.11	7.57	8.33	6%	9%
Dividend	1.26	1.40	1.60	1.73	2.20	2.35	2.64	2.64	3.18	3.50	4.00	11%	12%
P/E	20.6	21.1	21.7	23.0	21.2	19.4	17.0	17.8	17.3	19.5	21.7		
EV/EBITA	13.9	13.5	14.5	16.0	14.1	13.4	11.8	11.9	13.2	13.7	14.8		
Direktavkastning	2%	2%	2%	2%	2%	2%	3%	2%	3%	2%	2%		



Verksamhet:

Hennes & Mauritz mission är att erbjuda mode till bästa pris. Bolaget hade i slutet av räkenskapsåret 2006 1345 butiker i 24 länder. Målsättningen är att öka antalet butiker med 10-15% per år samtidigt som försäljningen i befintliga butiker ökar.

Under 2007 testar H&M ett nytt butikskoncept COS – Collection of Style. Dessutom expanderas sortimentet till hemtextiler.

Bolaget som placering:

H&M:s framgång har varit sagolik. Under de senaste 10 åren har antalet butiker trefaldigats (vuxit med 12% per år), omsättningen femfaldigats (+17%/år) och resultatet åttafaldigats (+23%/år).

Storleken har alltså gett klara skalfördelar. Dessa kommer framförallt från effektiviserade och mer träffsäkra inköp, som innebär att behovet av realisationsutförsäljningar minskar.

De nya koncepten (COS, hemtextiler) kommer initieilt närmast att öka kostnaderna men kärnverksamhetens starka tillväxt torde trots detta möjliggöra en fortsatt god lönsamhet.

Vår kapitalförvaltare:



Rolf Eriksen

född 1944
anställd sedan 1986
VD sedan 2000

www.hm.com

Phoebus ägande (30.3.2007)

Antal aktier:	20.000
Andel av bolaget:	0,002%
Vikt i fonden:	3,8%
Mer info i rapporten:	4/2006

SEK miljoner	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	30-Nov 2006	5år	10år
Resultaträkning													
Omsättning	14553	18011	22541	27888	30454	39699	45522	48238	53695	61262	68400	11%	17%
EBITA	1835	2425	3327	4580	3767	5478	8259	9223	10667	13173	15298		
Rörelsemarginal	12.6%	13.5%	14.8%	16.4%	12.4%	13.8%	18.1%	19.1%	19.9%	21.5%	22.4%	20%	18%
Balansräkning													
NWC	604	770	784	338	1473	302	-929	462	446	1078	1251		
Fasta tillgångar	1660	1952	2508	3167	5055	6684	6538	6442	6712	8078	8033		
Nettoskuld	-2891	-3752	-5114	-6789	-5361	-8445	-13480	-13194	-15051	-16768	-18495		
Eget kapital	5155	6473	8406	10294	11890	15432	19088	20097	22209	25924	27779		
Sysselsatt kapital	2264	2722	3292	3505	6529	6987	5608	6903	7158	9156	9284	6%	15%
Avk. syss. kap.	81%	89%	101%	135%	75%	81%	131%	134%	149%	144%	165%	149%	125%
Kassaflöde													
Fritt kassaflöde		1234	1736	2846	-478	3852	6747	4847	6934	7613	10266	36407	45597
Företagsköp		0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Dividender		-455	-621	-828	-1117	-1117	-1448	-4965	-4965	-6620	-7861	-25860	-29998
Emission /återköp		0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Öriga poster		82	246	-343	168	349	-264	-168	-111	724	-678	-497	5
Diff nettoskuld		861	1362	1675	-1428	3084	5035	-286	1858	1717	1727	10050	15604
Värdering													
Antal aktier	827.5	827.5	827.5	827.5	827.5	827.5	827.5	827.5	827.5	827.5	827.5		
Aktiekurs	48.25	89.25	150.25	270.00	169.00	213.00	191.00	176.50	216.00	253.00	346.50	10%	22%
Marknadsvärde bn	40	74	124	223	140	176	158	146	179	209	287		
EPS	1.61	2.04	2.76	3.72	3.08	4.61	6.87	7.72	8.79	11.17	13.05	23%	23%
Dividend	0.55	0.75	1.00	1.35	1.35	1.75	6.00	6.00	8.00	9.50	11.50	46%	36%
P/E	30.0	43.7	54.4	72.7	54.8	46.2	27.8	22.9	24.6	22.6	26.6		
EV/EBITA	20.2	28.9	35.8	47.3	35.7	30.6	17.5	14.4	15.3	14.6	17.5		
Direktavkastning	1%	1%	1%	1%	1%	1%	3%	3%	4%	4%	3%		



STATE STREET.

Verksamhet:

State Street är världens ledande leverantör av outsourcing-tjänster för institutionella placerare. Bolaget förvarar värdepapper för nästan 12 triljoner dollar och förvaltar (främst i indexprodukter) 1750 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.

Byteskostnaden för ett fungerande outsourcing-förhållande är nästan alltid högre än den potentiella besparingen. Kundlojaliteten är därför hög.

Bolaget meddelade i februari 2007 att det förvärvar sin konkurrent Investors Financial Services Corporation för 4,5 miljarder dollar. Det stora köpet torde leda till en viss osäkerhet på aktiemarknaden på kort sikt men State Street lyckades bra i sin integrering av Deutsche Banks globala förvarsverksamhet 2003-2004, som var en mycket mer komplicerad transaktion.

Vår kapitalförvaltare:



Ronald E. Logue

född 1946
anställd sedan 1990
VD sedan 2004

www.statestreet.com

Phoebus ägande (30.3.2007)

Antal aktier: 12.000
Andel av bolaget: 0,004%
Vikt i fonden: 2,6%

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

USD miljoner

	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	5år	10år
Resultaträkning													
Intäkter	1882	2342	2765	3119	3615	3914	3962	4453	4996	5499	6351	10%	13%
Resultat före skatt	484	608	697	783	971	1085	1121	1237	1299	1458	1811		
Marginal	25.7%	26.0%	25.2%	25.1%	26.9%	27.7%	28.3%	27.8%	26.0%	26.5%	28.5%	27%	27%

Balansräkning / verksamhet

Förvar (bn)	2942	3903	4812	5952	6118	6203	6171	9370	9497	10121	11850		
Förvaltning (bn)	292	390	485	667	711	775	763	1106	1354	1441	1750		
Eget kapital	1618	1847	2311	2652	3262	3845	4787	5747	6159	6375	7233	13%	16%
Avk. EK före skatt	30%	33%	30%	30%	30%	28%	23%	22%	21%	23%	25%	23%	25%

Kassaflöde

Företagsköp/-fsg		0	0	1659	0	-176	570	-887	-100	-43	0	-460	1023
Dividender		-69	-84	-93	-106	-127	-149	-179	-209	-232	0	-769	-1248
Emission /återköp		-94	-69	-125	5	-188	23	373	-65	-433	0	-102	-573

Värdering

Antal aktier	328.8	327.6	327.9	327.5	328.1	330.5	327.5	335.3	339.6	334.6	335.7		
Aktiekurs	16.16	29.10	35.06	36.53	62.11	52.25	39.00	52.08	49.12	55.44	67.44	5%	15%
Marknadsvärde	5311	9531	11495	11964	20378	17268	12772	17464	16681	18552	22642		
EPS	0.89	1.16	1.33	1.49	1.81	2.08	2.20	2.34	2.47	2.78	3.46	11%	15%
Dividend	0.19	0.22	0.26	0.30	0.35	0.41	0.48	0.56	0.64	0.72	0.80	15%	15%
P/E	18.1	25.1	26.4	24.5	34.2	25.1	17.8	22.3	19.9	20.0	19.5		
P/E före skatt	11.0	15.7	16.5	15.3	21.0	15.9	11.4	14.1	12.8	12.7	12.5		
Direktavkastning	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%		



Verksamhet:

Automatic Data Processing är världens ledande leverantör av outsourcing-tjänster för personalhantering. Bolaget beräknar och betalar löner åt 32 miljoner människor. Dessutom är det en betydande aktör inom processering av bilaffärer.

I april 2007 delade ADP ut sitt dotterbolag Broadridge som dividend åt sina aktieägare. Broadridge erbjuder outsourcing-tjänster för processering av värdepappersaffärer.

Bolaget som placering:

ADP är 3-4 gånger större än sin närmaste konkurrent, vilket syns i lönsamheten. Genom bolaget flyter (med dröjsmål) kontinuerligt cirka 14 miljarder dollar i kundmedel, så det drar nytta av högre räntor.

Ett mer fokuserat nytt ADP kommer sannolikt att satsa mera på tillväxt utomlands. Förra året kom ännu 89% av försäljningen från USA och Kanada.

Vår kapitalförvaltare:



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

www.adp.com

Phoebus ägande (30.3.2007)

Antal aktier: 16.000
Andel av bolaget: 0,003%
Vikt i fonden: 2,6%

Mer info i rapporten: 3/2004, 3/2006

USD miljoner	30-Jun											5år	10år
	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006		
Resultaträkning													
Omsättning	3567	4110	4843	5456	6168	6854	7004	7147	7755	8499	8882	5%	10%
EBITA	665	782	870	1058	1261	1507	1673	1518	1438	1644	1679		
Rörelsemarginal	18.6%	19.0%	18.0%	19.4%	20.4%	22.0%	23.9%	21.2%	18.5%	19.3%	18.9%	20%	20%
Balansräkning													
NWC	-109	-363	-461	-356	-230	-221	-312	-719	-894	-902	-1213		
Fasta tillgångar	1735	1931	2419	2341	2492	2435	2767	3831	4295	4642	4697		
Nettoskuld	-690	-1093	-1481	-2023	-2321	-2487	-2659	-2260	-2016	-2043	-2528		
Eget kapital	2315	2661	3439	4008	4583	4701	5114	5371	5418	5784	6012		
Sysselsatt kapital	1626	1568	1958	1985	2262	2214	2455	3112	3401	3741	3483	9%	8%
Avk. syss. kap.	41%	50%	44%	53%	56%	68%	68%	49%	42%	44%	48%	49%	51%
Kassaflöde													
Fritt kassaflöde		822	656	625	762	1002	1216	1421	1065	1059	1262	6023	9890
Företagsköp		-115	-279	169	-161	-73	-213	-647	-268	-417	566	-980	-1439
Dividender		-130	-153	-181	-213	-248	-277	-285	-309	-345	-394	-1609	-2534
Emission /återköp		-56	40	15	-28	-717	-647	-846	-461	-401	-1036	-3390	-4137
Öriga poster		-117	124	-85	-63	202	93	-43	-270	131	87	-2	59
Diff nettoskuld		403	388	542	297	166	172	-399	-243	27	485	42	1839
Värdering													
Antal aktier	615.9	620.1	628.2	636.9	646.1	646.0	630.6	605.9	598.7	590.0	580.3		
Aktiekurs	18.26	22.44	35.11	42.71	52.37	48.91	43.12	33.86	41.88	41.97	45.35	-2%	10%
Marknadsvärde	11246	13915	22056	27202	33836	31595	27191	20516	25076	24763	26317		
EPS	0.74	0.86	1.03	1.16	1.36	1.59	1.75	1.68	1.56	1.79	1.85	3%	10%
Dividend	0.19	0.22	0.26	0.30	0.34	0.40	0.45	0.48	0.54	0.61	0.71	12%	14%
P/E	24.7	26.0	34.0	36.8	38.4	30.8	24.7	20.2	26.8	23.5	24.5		
EV/EBITA	15.9	16.4	23.6	23.8	25.0	19.3	14.7	12.0	16.0	13.8	14.2		
Direktavkastning	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	2%		

PROGRESSIVE®

Verksamhet:

Progressive är USA:s tredje största bilförsäkrare, vars marknadsandel är knappa 8%. Bolaget har drygt 10 miljoner kunder. Förutom personbilar försäkrar Progressive även motorcyklar, båtar, husbilar och snöskotrar, samt i viss mån lätta lastbilar.

Bolaget har nyligen börjat testmarknadsföra hemförsäkringar, initiiellt genom att förmedla avtal från försäkringsbolagen Homesite och Liberty Mutual till sina kunder.

Bolaget som placering:

I 17 år har Progressive varje år varit lönsammare än branschen. På 10 år har bolaget trefaldigt sin marknadsandel och dessutom expanderat till lastbilsförsäkringar, och därigenom vuxit fyra gånger snabbare än bilförsäkringsbranschen.

Bolagets kvalitet syns även inom dess placeringsverksamhet. Allokeringen är ganska stabil (85% räntor /15% aktier), ränteportföljen är kort och av hög kreditvärdighet och aktieportföljen är i sin helhet indexerad. Enkelt är effektivt!

Bilförsäkring är en cyklisk bransch och resultatet är normalt betydligt sämre än under toppåren 2003-2006.

USD miljoner

	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	5år	10år
Resultaträkning													
Nettopremier	3246	4235	4986	5731	6369	7187	8918	11383	13218	13805	14148	15%	16%
Försäkringsresultat	276	280	423	105	-279	351	691	1458	1982	1655	1884		
Combined Ratio %	91.5	93.4	91.5	98.2	104.4	95.1	92.3	87.2	85.0	88.0	86.7		
Resultat före skatt	442	579	661	407	36	588	981	1829	2451	2059	2433		
Marginal	13.6%	13.7%	13.3%	7.1%	0.6%	8.2%	11.0%	16.1%	18.5%	14.9%	17.2%	16%	13%

Balansräkning

Nettoplaceringar	3690	4518	4916	5393	6243	7142	8812	11055	11818	12995	13509		
Fasta tillgångar	192	287	410	488	544	539	547	680	758	892	1174		
Rörelseskuld "float"	2206	2669	2769	3128	3917	4430	5592	6704	7420	7780	7836		
Eget kapital	1677	2136	2557	2753	2870	3251	3768	5031	5155	6108	6847	16%	15%
Avk. EK före skatt	26%	27%	26%	15%	1%	18%	26%	36%	48%	34%	36%	36%	30%

Kassaflöde

Företagsköp/-fsg	-48	0	-10	0	0	0	0	0	0	0	0	0	-58
Dividender	-17	-18	-19	-20	-21	-21	-22	-23	-24	-24	-25	-115	-210
Emission /återköp	11	-31	12	1	-94	-192	-267	-1577	-439	-1171	-3645	-3746	

Värdering

Antal aktier	858.0	867.6	870.4	877.2	882.4	881.2	872.0	865.6	801.6	799.3	783.8		
Aktiekurs	5.62	9.99	14.12	6.10	8.64	12.44	12.41	20.90	21.21	29.20	24.22	14%	16%
Marknadsvärde bn	4.8	8.7	12.3	5.3	7.6	11.0	10.8	18.1	17.0	23.3	19.0		
EPS	0.37	0.46	0.52	0.33	0.02	0.47	0.77	1.41	2.06	1.74	2.10	35%	19%
Dividend	0.02	0.02	0.02	0.02	0.02	0.02	0.02	0.03	0.03	0.03	0.03	7%	5%
P/E	15.4	21.7	26.9	18.4	351.1	26.7	16.2	14.8	10.3	16.7	11.5		
P/E före skatt	10.9	15.0	18.6	13.1	211.7	18.7	11.0	9.9	6.9	11.3	7.8		
Direktavkastning	0.3%	0.2%	0.1%	0.4%	0.3%	0.2%	0.2%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%		

Vår kapitalförvaltare:



Glenn Renwick

född 1955
anställd sedan 1986
VD sedan 2001

www.progressive.com

Phoebus ägande (30.3.2007)

Antal aktier:	35.000
Andel av bolaget:	0,005%
Vikt i fonden:	2,5%
Mer info i rapporten:	4/2006



Verksamhet:

Costco är USA:s ledande "lagerklubb". Kunden köper årligen ett medlemskort som berättigar till att handla billigare än i vanliga affärer - försäljningsbidraget är bara 11%. Costco hade i slutet av 2006 504 butiker (varav 30 i ett samföretag i Mexico) och 48 miljoner medlemmar.

Bolagets huvudkonkurrent är Wal-Marts Sam's Club.

Bolaget som placering:

Under de senaste 10 åren har Costco ökat antalet butiker med 6% per år och försäljningen per butik med 5% per år. Tillväxten accelererar, bolaget öppnar i år 8% nya butiker.

Utrymme för tillväxt finns ännu i Nordamerika men framförallt utomlands. USA och Kanada representerar idag 94% av omsättningen men Costco har redan fotfästen i Storbritannien och Asien (Japan, Sydkorea, Taiwan).

Vår kapitalförvaltare:



Jim Sinegal

född 1937
anställd sedan 1983
VD sedan 1983

www.costco.com

Phoebus ägande (30.3.2007)

Antal aktier:	14.000
Andel av bolaget:	0,003%
Vikt i fonden:	2,5%
Mer info i rapporten:	1/2007

USD miljoner	31-Aug											5år	10år
	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006		
Resultaträkning													
Omsättning	19566	21874	24270	27456	32164	34797	38762	42546	48110	52952	60151	12%	12%
EBITA	491	581	787	860	1037	992	1132	1157	1386	1474	1626		
Rörelsemarginal	2.5%	2.7%	3.2%	3.1%	3.2%	2.9%	2.9%	2.7%	2.9%	2.8%	2.7%	3%	3%
Balansräkning													
NWC	-96	-131	-173	-435	-697	-878	-787	-1126	-2008	-2238	-2387		
Fasta tillgångar	3084	3366	3632	4189	5164	6207	6990	7480	7823	8427	9263		
Nettoskuld	1210	767	493	222	227	446	509	-201	-1809	-2692	-2268		
Eget kapital	1778	2468	2966	3532	4240	4883	5694	6555	7625	8881	9143		
Sysselsatt kapital	2987	3235	3458	3754	4467	5329	6203	6354	5816	6190	6876	5%	9%
Avk. syss. kap.	16%	18%	23%	23%	23%	19%	18%	18%	24%	24%	24%	22%	21%
Kassaflöde													
Fritt kassaflöde	12	195	258	-24	-281	-56	693	1554	709	556	3457	3617	
Företagsköp	0	0	0	-52	0	0	0	-95	-4	0	-99	-151	
Dividender	0	0	0	0	0	0	0	-92	-205	-230	-527	-527	
Emission /återköp	368	74	62	-1	62	67	35	125	146	-880	-507	58	
Öriga poster	62	5	-49	71	0	-73	-18	116	236	130	391	480	
Diff nettoskuld	443	274	271	-5	-219	-63	710	1608	883	-424	2714	3477	
Värdering													
Antal aktier	435.8	449.3	463.4	471.1	475.7	475.8	479.3	479.3	482.5	492.0	480.3		
Aktiekurs	9.94	18.03	23.53	37.38	34.44	37.41	33.41	32.25	41.17	43.40	46.79	5%	17%
Marknadsvärde	4329	8102	10903	17608	16384	17801	16012	15458	19863	21354	22475		
EPS	0.57	0.69	0.99	1.09	1.33	1.27	1.46	1.50	1.83	2.01	2.30	13%	15%
Dividend	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.20	0.43	0.49		
P/E	17.4	26.0	23.7	34.2	25.9	29.6	22.9	21.4	22.5	21.6	20.4		
EV/EBITA	11.3	15.3	14.5	20.7	16.0	18.4	14.6	13.2	13.0	12.7	12.4		
Direktavkastning	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	1%	1%		



Verksamhet:

Fastenal är en av USA:s ledande distributörer av industri- och byggtillbehör. Som namnet säger började bolaget med att distribuera fästelement men har gradvis expanderat till verktyg och andra tillbehör. Dess 2.000 butiker betjänar cirka 275.000 professionella kunder.

Bolagets målsättning är att öppna 13-18% nya butiker årligen.

Bolaget som placering:

Under de senaste 10 åren har Fastenal årligen öppnat 15% nya butiker. Samtidigt har försäljningen per butik ökat med 4% per år. Utrymme för tillväxt finns ännu, Fastenal tror sig kunna driva cirka 3.500 butiker bara i USA. Framförallt kan bolaget växa utomlands – USA och Kanada representerar idag 98% av omsättningen.

USA:s svaga byggkonjunktur kommer på kort sikt sannolikt att betyda att Fastenal växer lite långsammare men osäkerheten är oss till fördel, eftersom vi kan köpa aktien billigare än tidigare. Konjunkturer kommer och går. Fantastiska bolag består.

Vår kapitalförvaltare:



Willard Oberton

född 1958
anställd sedan 1980
VD sedan 2002

www.fastenal.com

Phoebus ägande (30.3.2007)

Antal aktier: 20.000
Andel av bolaget: 0,013%
Vikt i fonden: 2,3%

Mer info i rapporten: 1/2007

USD miljoner

	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	5år	10år
Resultaträkning													
Omsättning	288	398	503	618	756	818	905	995	1238	1523	1809	17%	20%
EBITA	54	68	87	106	129	111	113	135	207	268	320		
Rörelsemarginal	18.9%	17.1%	17.3%	17.1%	17.1%	13.6%	12.5%	13.6%	16.7%	17.6%	17.7%	16%	16%
Balansräkning													
NWC	86	121	142	163	218	222	286	309	413	486	621		
Fasta tillgångar	48	61	78	91	109	125	147	173	197	228	268		
Nettoskuld	8	16	2	-28	-33	-78	-67	-96	-74	-70	-34		
Eget kapital	126	166	218	282	359	425	500	577	684	784	922		
Sysselsatt kapital	134	182	219	254	327	347	433	481	610	713	888	21%	21%
Avk. syss. kap.	41%	38%	40%	42%	40%	32%	26%	28%	34%	38%	36%	33%	35%
Kassaflöde													
Fritt kassaflöde	-6	15	31	8	52	-16	36	2	63	24	109	209	
Företagsköp	0	0	0	0	-14	21	0	0	0	0	21	7	
Dividender	-1	-1	-2	-3	-3	-4	-16	-30	-47	-61	-158	-167	
Emission /återköp	0	0	0	0	0	0	0	0	-19	-5	-24	-24	
Öriga poster	-1	0	0	0	11	-13	9	7	-2	5	7	16	
Diff nettoskuld	-8	14	30	5	45	-11	29	-21	-4	-36	-44	42	
Värdering													
Antal aktier	151.8	151.8	151.8	151.8	151.8	151.8	151.8	151.8	152.0	151.5	151.2		
Aktiekurs	11.44	9.56	11.00	11.24	13.72	16.61	18.70	24.88	30.78	39.13	35.88	17%	12%
Marknadsvärde	1736	1451	1669	1705	2082	2520	2837	3776	4678	5929	5424		
EPS	0.21	0.27	0.35	0.43	0.53	0.46	0.47	0.55	0.86	1.10	1.32	23%	20%
Dividend	0.01	0.01	0.01	0.01	0.02	0.02	0.03	0.11	0.20	0.31	0.40	78%	55%
P/E	53.3	35.5	31.5	26.0	25.8	35.9	39.9	44.9	35.7	35.5	27.3		
EV/EBITA	32.0	21.5	19.2	15.8	15.8	21.9	24.5	27.2	22.2	21.9	16.9		
Direktavkastning	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	1%	1%	1%		



Verksamhet:

Tomra är överlägset världens ledande producent av återvinningssystem för dryckesförpackningar. Dess 60.000 installerade insamlingsmaskiner representerar över 75% av världens installationer. Trots detta samlar Tomras maskiner årligen in "bara" cirka 30 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 för återvinningssystem för dryckesförpackningar kom äntligen igång 2006. Tomra levererade 8.800 maskiner till Tyskland, vilket gav 1,2 miljarder kronor i omsättning och cirka 400 miljoner i resultat.

I år kommer en stor del av detta "Tysklandstillägg" att falla bort, även om landet på sikt behöver fler maskiner. Försämringen av Tomras resultat kan skapa en viss oro på aktiemarknaden.

Tomras mål är att i fortsättningen öka resultatet, exklusive Tyskland, med 15-25% per år.

Vår kapitalförvaltare:



Amund Skarholt

född 1948
anställd sedan 2005
VD sedan 2005

www.tomra.com

Phoebus ägande (30.3.2007)

Antal aktier: 95.000
Andel av bolaget: 0,058%
Vikt i fonden: 2,3%

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

NOK miljoner

	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	5år	10år
Resultaträkning													
Omsättning	784	1201	1456	2169	2718	2924	2674	2463	2512	2413	3965	6%	18%
EBITA	152	206	335	404	497	397	368	276	217	222	655		
Rörelsemarginal	19.4%	17.2%	23.0%	18.6%	18.3%	13.6%	13.8%	11.2%	8.6%	9.2%	16.5%	12%	15%

Balansräkning

NWC	94	149	326	356	594	325	284	364	263	315	605		
Fasta tillgångar	513	836	1055	1229	1443	1825	1341	1323	1447	1497	1527		
Nettoskuld	103	-56	97	-20	-673	-641	-964	-1025	-922	-430	94		
Eget kapital	504	1041	1284	1604	2709	2791	2588	2713	2632	2241	2037		
Sysselsatt kapital	607	985	1381	1585	2036	2150	1624	1687	1710	1811	2131	0%	13%
Avk. syss. kap.	25%	21%	24%	26%	24%	18%	23%	16%	13%	12%	31%	19%	21%

Kassaflöde

Fritt kassaflöde		25	29	228	-87	505	348	149	221	113	58	889	1588
Företagsköp		-185	-177	-41	-43	-368	-12	0	-219	1	-105	-335	-1150
Dividender		-11	-16	-21	-33	-36	-36	-45	-54	-321	-61	-516	-633
Emission /återköp		378	59	53	1086	122	14	0	0	-211	-415	-612	1085
Öriga poster		-48	-48	-102	-269	-254	9	-43	-52	-73	-1	-160	-881
Diff nettoskuld		159	-154	117	653	-32	323	61	-104	-491	-524	-735	9

Värdering

Antal aktier	150.2	155.5	163.5	166.0	170.0	177.7	178.4	178.5	178.5	174.0	164.4		
Aktiekurs	24.88	41.25	62.50	68.00	171.00	86.00	45.10	40.10	33.30	48.30	43.00	-13%	6%
Marknadsvärde	3737	6412	10222	11287	29065	15283	8047	7157	5944	8404	7070		
EPS	0.68	0.84	1.33	1.81	2.08	1.85	1.65	1.20	0.87	0.97	2.60	7%	14%
Dividend	0.08	0.10	0.13	0.20	0.20	0.20	0.25	0.30	1.80	0.35	0.40	15%	18%
P/E	36.6	48.8	47.0	37.5	82.1	46.6	27.3	33.5	38.4	49.7	16.5		
EV/EBITA	25.2	30.8	30.8	27.9	57.2	36.9	19.3	22.3	23.2	36.0	10.9		
Direktavkastning	0%	0%	0%	0%	0%	0%	1%	1%	5%	1%	1%		



Verksamhet:

Securitas Systems är en av världens ledande försäljare av säkerhets-system, trots att dess andel av världsmarknaden bara är cirka 3%. Bolagets ställning är starkast inom bank- och detaljhandels-branscherna. Bolaget är en systemintegratör som planerar, installerar, underhåller och övervakar sina kunders system, men som inte producerar komponenterna.

Securitas Systems var tidigare ett dotterbolag till Securitas AB, innan det särnoterades i september 2006.

Bolaget som placering:

Marknaden växer med 6-8% per år och Securitas Systems mål är att växa med över 10%, varav en del kommer att komma från förvärv. Bolagets förmåga att identifiera och integrera uppköpsobjekt är därför av stor vikt för hur vår placering utfaller.

Securitas AB har även tidigare knoppat av sina dotterbolag med mycket goda resultat. Jag hoppas att även Securitas Systems får en dos ny energi av att vara ett självständigt bolag.

Vår kapitalförvaltare:



Juan Vallejo

född 1957
anställd sedan 1990
VD sedan 2003

www.securitassystems.com

Phoebus ägande (30.3.2007)

Antal aktier: 200.000
Andel av bolaget: 0,055%
Vikt i fonden: 2,3%

Mer info i rapporten: -

SEK miljoner

	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	5år	10år
Resultaträkning													
Omsättning			2092	2897	3102	3388	3641	4026	4724	5805	6370		13%
EBITA			194	271	151	218	301	434	554	588	630		
Rörelsemarginal			9.3%	9.4%	4.9%	6.4%	8.3%	10.8%	11.7%	10.1%	9.9%		10%
Balansräkning													
NWC							421	336	233	393	529		
Fasta tillgångar							979	954	2521	3038	3083		
Nettoskuld							366	24	1235	1376	1385		
Eget kapital							1034	1266	1519	2055	2227		
Sysselsatt kapital							1400	1290	2754	3431	3612		
Avk. syss. kap.							41%	58%	33%	30%	32%		36%
Kassaflöde													
Fritt kassaflöde								386	462	194	163		1205
Företagsköp								-44	-1673	-336	0		-2053
Dividender								0	0	0	0		0
Emission /återköp								0	0	0	0		0
Öriga poster								0	0	0	-172		-172
Diff nettoskuld			0	0	0	0	0	342	-1211	-141	-9		-1019
Värdering													
Antal aktier					365.1	365.1	365.1	365.1	365.1	365.1	365.1		
Aktiekurs										27.70	27.70		
Marknadsvärde										10112	10112		
EPS					0.29	0.42	0.56	0.77	0.94	1.01	1.03		20%
Dividend							0.00	0.00	0.00	0.00	0.40		
P/E					0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	27.3	26.9		
EV/EBITA										11.1	9.9		
Direktavkastning										0%	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 respektiva marknader. Jag bryr mig inte om ifall de är på mode eller inte. Oftast är det inte på mode - jag vill köpa dem till vettiga priser då andra placerare inte är intresserade av dem. På kort sikt betyder det här att Phoebus kan utvecklas helt annorlunda än marknaden, och sannolikt ofta gör det. Speciellt då marknaden stiger kraftigt är det möjligt, och till och med sannolikt, att fonden går sämre än marknaden. Men jag tycker inte att det är relevant. Det som är relevant är att de företag vars aktier vi har placerat i inte klarar sig sämre än ekonomin i allmänhet, t.ex. mätt med resultatutvecklingen. Ifall de gör det har jag misslyckats.

3.

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

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

4.

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

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

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

5.

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

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

6.

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

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

7.

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

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

8.

Phoebus passar inte för alla.

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

TILL SIST

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

Anders Oldenburg
portföljförvaltare
anders.oldenburg@seligson.fi

Encyclopedia
Mythica™

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

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

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

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



SELIGSON & CO FONDBOLAG ABP

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

www.seligson.fi
