
PHOEBUS

ANDELSÄGARENS ÅRSBOK 2008



SELIGSON
& CO

Enkelt är effektivt.

INNEHÅLL

FRÅN PORTFÖLJFÖRVALTAREN	3
VÅRA PLACERINGAR	6
FONDENS VÄRDEUTVECKLING	7
THE STORY OF PRINCE	8
KOSTNADER HAR BETYDELSE	11
PLACERINGSKRITERIER	12
VÅRA FINSKA BOLAG	13
LÄSINSTRUKTION FÖR TABELLERN	15
Vacon	16
Lassila & Tikanoja	17
Nokian Tyres	18
Exel	19
Tulikivi	20
TietoEnator	21
Vaisala	22
Tamfelt	23
Stockmann	24
VÅRA UTLÄNDSKA BOLAG	25
Air Liquide	26
Handelsbanken	27
H&M	28
Fastenal	29
Progressive	30
Costco	31
ADP	32
Harley-Davidson	33
State Street	34
Niscayah	35
ANDELSÄGARENS MANUAL	36



Den mellersta av bilderna på pärmen är "Prince", den amerikanska Farmers Deposit –bankens symbol. På sidorna 8-9 hittar ni historien om Prince (på engelska). Den söta berättelsen från för över hundra år sedan är kanske speciellt intressant för oss hundägare, men den väcker en hel del tankar:

Är större alltid vackrare? Farmers Deposit National Bank fusionerades år 1950 med Mellon National Bank & Trust, som för två år sedan fusionerades med Bank of New York. Princes ande är nu i sitt nya hem hos Bank of New York Mellon den största konkurrenten till vårt portföljbolag State Street – men det är nog ingen på BNY Mellon som längre minns honom. Från bankens logo har han försvunnit för länge sedan.

Eller borde man i serviceyrken, såsom bankverksamhet, sträva efter lokal närvaro? Enligt vårt långvariga portföljbolag Handelsbanken är svaret ja. De små lokalbankerna får generellt de bästa betygen i de flesta undersökningar av kundnöjdhet, vilket visar att kunderna gillar att handla med bekanta. Må de här bekanta sedan vara engelska bullterriers eller helt vanliga tvåbenta banktjänstemän.

Efter att Prince hade gått sina egna vägar byggde Farmers-banken år 1903 ett nytt kontorshus, som på den tiden var bland USA:s högsta (105m). Pittsburgh var då en rik stad, världens stålhuvudstad. Stålindustrin stagnerade på 1970-talet och staden förlorade hälften av sina invånare. Farmers-bankens kontorshus revs 1997. Så förgår världens härlighet.

FRÅN PORTFÖLJFÖRVALTAREN

Bästa andelsägare i Phoebus,

Vi lever i intressanta tider. Många fina bolags aktier har på den senaste tiden halverats. Sedan senaste Årsbok, under perioden 1.4.2007 – 31.7.2008 har Phoebus värde sjunkit med 20,2%. Vårt jämförelseindex har sjunkit i ungefär samma takt (-19,9%). Perioden hör till de sämsta i Phoebus historia.

För fyra år sedan kostade USA:s två största hypoteksbanker Fannie Mae och Freddie Mac tillsammans 130 miljarder dollar. Aktierna upplevdes som trygga "blue chip" –dividendpapper, som man med gott samvete kunde rekommendera åt föräldralösa och änkor (som de brukar säga i Amerika). Idag har de förlorat 95% av sitt värde och kan helt realistiskt förlora även resten, om staten tar över dem [det gjorde de / översättaren / 17.9.2008].

Vi har också för första gången på 15 år fått se nordiska banker gå omkull. Än så länge bara i Danmark, men likväl. Vem hade gissat det ännu för 3-4 år sedan?

I osäkra tider är det ännu viktigare än normalt att komma ihåg att en aktie är en del av ett bolag, inte någon lottsedel. Jag försökte påminna er om det i fjolårets Årsbok genom att ge (gratis) reklamutrymme åt våra portföljbolag. I år valde jag att illustrera boken med mina aktiebrev, vilket kanske kan ge en bild av att aktier är bara värdepapper. Jag medger att min timing kunde ha varit bättre. Men jag har ju aldrig heller påstått att jag skulle vara någon mästare på timing.

Men visst finns det många intressanta historier också bakom gamla aktiebrev, som kanske kan hjälpa oss minnas att aktier är andelar av helt riktiga bolag.

FONDENS VÄRDE

Phoebus har nu funnits i nästan sju år. Detta motsvarar nästan en hel placeringshorisont – vi rekommenderar ju att man skall placera i fonden för minst sju år. Under sin historia har Phoebus stigit med 140% medan vårt jämförelseindex har stigit med 88%.

Aktiemarknaden har över hela perioden avkastat 9,7% per år, vilket ganska precis motsvarar dess långsiktiga historiska avkastning. Vi kan alltså konstatera att en aktieplacering under de senaste sju åren har fått en avkastning som motsvarar aktiernas förväntade avkastning. Alltså en helt normal avkastning.

Samtidigt är det dock skäl att notera att olika marknader har haft vitt skild avkastning. I Finland har aktierna avkastat hela 12,7% per år. Världsindex har däremot avkastat bara 0,5% (i euro). Det jämförelseindex för Phoebus som jag hänvisade till ovan är ett vägt medeltal av dessa (75% Finland, 25% världen).

Phoebus har på knappa sju år avkastat 13,7% per år, eller fyra procentenheter mer än sitt jämförelseindex. Det är inte normalt. Vårt resultat belastas ju av förvaltnings- och handelskostnader, så redan ett utfall i linje med index skulle vara mycket bra. Tro därför inte att vi kommer att vara lika lyckosamma under alla sjuårsperioder.

Det finns en nyttig lärdom också i världsindexets nollavkastning. Även om vi rekommenderar sju år som minimiplaceringshorisont både för Phoebus och för de flesta av våra övriga aktiefonder så är det ingen garanti för att placeringen inte kunde ge förlust också på sju år. En bra (men inte lysande) global aktiefond, som före kostnader hade utvecklats i linje med marknaden, skulle faktiskt under Phoebus historia ha tappat pengar!

Trots detta är vår sjuårsrekommendation inte dålig (hoppas jag åtminstone!). Den är beräknad så att nio av tio placeringshorisonter kan förväntas vara vinstbringande. De senaste sju åren på världens aktiemarknad har alltså varit exceptionellt dåliga, åtminstone för oss som placerar i euro.

VÅRA PLACERINGAR

Sedan senaste Årsbok har jag sålt ett av våra bolag (Tomra) och köpt ett nytt bolag till vår portfölj (Harley-Davidson). Våra övriga 18 bolag är desamma som för ett och ett halvt år sedan.

Någon av er kanske funderar om portföljförvaltaren bara har petat sig i näsan istället för att sköta vår portfölj? Jag är dock mycket nöjd över att det inte har varit någon (onödig) omsättning i portföljen. Aktiehandel kostar alltid, men den bidrar långt ifrån alltid till vårt resultat. Den logiska konsekvensen av detta är att försöka undvika onödiga affärer.

Portföljens omsättningshastighet för de kvarvarande bolagens del har dock varit ganska stor, som ni ser i tabellen på nästa sida. Under ett och ett halvt år har jag totalt gjort affärer för 8,1 miljoner euro. Varför i hela friden?

Det finns tre skäl till den vid första anblick (alltför) höga omsättningen:

1. Kundernas teckningar och inlösningar (5,9me). Just då jag hade lyckats placera den onormalt stora kassa (15%) vi hade på våren 2007 beslöt en stor kund att lösa in en del av sitt innehav. Jag var tvungen att sälja aktier för att lösgöra likviditet.
2. Jag har liksom tidigare försökt utnyttja marknadens små ineffektiviteter genom att byta mellan olika aktieslag i samma bolag. Under den här 18-månadersperioden bytte jag våra A-aktier i Handelsbanken till B-aktier och bytte

VÄRDEPAPERSAFFÄRER 1.4.2007 - 31.7.2008 (i euro)

KÖP

Handelsbanken B	1 335 046
Harley-Davidson	637 261
China Fire Safety	341 682
Progressive	306 297
Tulikivi	257 017
TietoEnator	215 325
Tamfelt	194 776
Fastenal	148 736
State Street	143 291
Hennes & Mauritz	140 461
Automatic Data Processing	136 066
Stockmann	110 764
Niscayah	103 133
Air Liquide	88 152
Costco	82 053
Summa	4 240 060
Teckningar	1 830 684

FÖRSÄLJNINGAR

Handelsbanken A	1 243 495
Tomra	415 422
China Fire Safety	407 240
Lassila & Tikanoja	379 455
Stockmann	360 819
State Street	265 072
Exel	230 313
Vacon	183 623
Nokian Renkaat	102 267
Air Liquide	99 179
Costco	89 833
Vaisala	67 954
Broadridge	51 731
Summa	3 896 403
Inlösningar	4 082 047

resten av våra A-aktier i Stockmann till B-aktier. Vi tjänade 14.000 euro (efter kostnader) på dessa affärer.

3. Jag spekulerar inte normalt, men jag gjorde en kortsiktig, helt spekulativ, affär i China Fire Safety Enterprise Holdings (8201.HK) i början av 2008. Vi tjänade 65.000 euro (efter kostnader).

Arbitrageaffärerna i punkterna 2-3 förklarar ungefär hälften av mina försäljningar. Då våra försäljningar totalt var ungefär lika stora som kundernas inlösningar kan vi konstatera att jag lyckades undvika en stor del av de effekter som andelsägarnas agerande kunde ha haft på fonden. Vi sparade handelskostnader. Det gör mig glad.

VÅRA KAPITALFÖRVALTARE

De av er som länge har följt med Phoebus vet att jag fäster stor uppmärksamhet vid våra bolags ledning. Varför? För att på lite längre sikt kommer 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 lutar på att Jari Sarjo och hans kollegor kommer att fortsätta att utveckla bolaget åt rätt håll.

I ledningen för börsbolagen finns såväl i Finland som i resten av världen förvånansvärt många "tjänstemän". Sådana företagsledare som faktiskt lever på företagets puls är betydligt mer sällsynta. Jag tror dock att de är en majoritet i våra portföljbolag.

Under 18 månader anställde jag alltså en ny portföljförvaltare: Jim Ziemer på Harley-Davidson. Jag tror att han passar för oss. För det första har han jobbat på H-D redan i 39 år. För det andra berättade han på sommaren att han nyss hade tatuerat H-D:s logo på sin högra arm. Kan vi kräva större lojalitet mot bolaget?

Det skedde även övriga förändringar, som inte berodde på mig, bland våra portföljförvaltare. Jag berättade för ett år sedan att jag med stort intresse väntar på en mer

bestående lösning hos Exel än en svensk företagskonsult som VD. Jag har också sagt – privat men knappast offentligt – att jag gärna skulle se Vesa Korpimies som chef. Jag var därför nöjd då Vesa förra våren blev utnämnd till VD.

Tulikivi gjorde ett logiskt drag då huvudägaren Heikki Vauhkonen, som ansvarat för marknadsföringen, blev VD. Jag uppskattar stort tidigare VD:n Juha Sivonen och jag är glad att bolaget lyckades hålla honom kvar. Han ansvarar nu för bolagets ugnsvärksamhet, som representerar 85% av omsättningen. I praktiken är alltså förändringen ganska marginell.

En tredje förändring bland våra finska bolag skedde då Hannu Syrjälä blev VD för TietoEnator. Jag minns Hannu bara vagt från hans tid på Instrumentarium, men jag är nöjd med vad jag hittills har sett. Däremot var jag inte särskilt nöjd med att Tamfelt valde en utomstående till att efterträda Jyrki Nuutila, som pensionerar sig i slutet av året. Tiden får utvisa om beslutet var det rätta.

Även i våra bolags styrelser har det skett betydande förändringar. Handelsbankens ordförande Lars Grönstedt, som jag uppskattar, fick sparken förra våren. Jag tror dock inte att det finns större skäl till oro. Snarare kommer bankens strategi att riktas ett snäpp mer mot kontorsverksamheten, vilket torde vara positivt.

Mest kommer jag att sakna Matti Lehti, som förra våren avgick från TietoEnators styrelse. Matti fick på slutet av någon orsak – i mitt tycke orättvist – ganska mycket negativ publicitet. Han är trots det den av Phoebus företagsledare genom tiderna som jag har störst förtroende för. Det är tråkigt att Matti inte längre är vår portföljförvaltare.

OM "MARKET TIMING"

Den vanligaste frågan som kunder och journalister ställer mig är: Vad skall man göra nu? På senaste tid har frågan av naturliga skäl ytterligare aktualiserats. Skall man sälja, då det känns som om kurserna bara fortsätter falla? Eller borde man kanske börja köpa då kursen redan har halverats?

Jag svarar oftast att jag inte vet. Det är inte arrogans och det betyder inte heller att jag inte skulle bry mig. Det är helt enkelt sanningen. Jag vet att jag inte kan market timing.

Jag tror inte att någon kan det. Detta beror helt enkelt på hur marknaden fungerar. Varje stund finns det tusentals miljarder euro av potentiella köpare och säljare, av vilka tre fjärdedelar är professionella placerare. För att lyckas med market timing borde man veta mer än de flesta.

Varför? För att marknaden överhuvudtaget fungerar just därför att kurserna varje stund anpassar sig till den nya information som publiceras, så att utbud och efterfrågan är i balans vid rådande kursnivå. Annars skulle inga affärer ske. Varje affär har ju både en köpare och en säljare.

Om det till exempel kommer dåliga nyheter, vad händer? Marknadsaktörerna fattar (genast) att läget har förändrats. De som för en stund sedan ville hålla sina aktier, till den då rådande kursen, är nu färdiga att sälja. De som för en stund sedan ville köpa (till den då rådande kursen) vill inte längre köpa.

Ifall det inte var frågan om en fungerande marknad, utan till exempel ett reglerat pris i en planekonomi, vad skulle hända? Kursen skulle förbli oförändrad, men till den kursen skulle det finnas bara säljare, inga köpare. Inga affärer skulle ske och inte en enda säljare skulle bli av med sina aktier.

Affärer kan ske endast om det finns både efterfrågan och utbud. För att det i den nya situationen skulle finnas både och, måste kursen först anpassa sig till den nya informationen. Och affärerna sker först efter att kursen redan har anpassat sig.

Därför borde en framgångsrik market timer i förväg veta vilka nyheter framtiden för med sig och hur övriga placerare kommer att reagera på dem. Eftersom nyheter per definition är just det – nya – så kan vi inte idag veta morgondagens nyheter. Annars skulle de ju inte vara nyheter.

Jag upplever därför det självklart att market timing inte systematiskt kan lyckas. Då man ännu minns att varje affär kostar i form av kommissioner så måste placeraren logiskt sett klara sig desto bättre ju färre onödiga rörelser han gör.

Man kan härleda sig till samma slutsats också med ett lite annorlunda tänkande. Varje stund måste någon äga alla aktier i världen. För att jag skall kunna dra nytta av market timing måste alltså någon annan förlora lika mycket. Var skall vi hitta alla dessa eviga förlorare?

HUR INVERKAR LÅGKONJUNKTUREN PÅ OSS?

Den allra viktigaste insikten gällande aktieplacering är, tycker jag, att en aktie är en del av ett bolag. Då man extrapolerar den tankegången får man betydande aha-upplevelser.

Om vi tänker på till exempel Lassila & Tikanoja så är dess framtidsutsikter 15-20 år framåt i tiden säkert ungefär samma oberoende av hur konjunkturen ser ut idag eller vad resultatet var senaste kvartal. Det är ganska självklart. En logisk konsekvens är att de dividender som bolaget i framtiden betalar inte heller påverkas särskilt mycket av dagens konjunkturläge.

Trots det är L&T:s kurs nu 43% billigare än då den förra Årsboken publicerades. Det innebär att vi kan förvänta oss bättre avkastning framöver. Då vi beräknar direktavkastningen för år 2023 (på dagens kurs) har täljaren knappast förändrats. Nämnaren har minskat med 43%. Avkastningen har stigit med 75% (= $1/[1-0,43]$) från vad den var för ett och ett halvt år sedan.

Det förutsätter givetvis att bolaget fortfarande existerar år 2023. Då aktien förändras till en lottsedel, som det har gått för Fannie Mae och Freddie Mac, är framtiden betydligt svårare, eller omöjlig, att bedöma.

Av Fannie och Freddie lär vi oss att man inte skall köpa aktier bara för att deras kurs har sjunkit. Fannie och Freddie hade i slutet av förra året redan sjunkit 50% från sina toppnivåer. I år har de sjunkit 90% till. Och de kan ännu sjunka 100%.

Har Phoebus några bolag vars aktier har blivit lottsedlar? Det tror jag inte. Visserligen har Exel, TietoEnator och Tulikivi alla sina egna problem, och inte endast konjunkturproblem, så vi bör följa med bolagen. Men åtminstone tills vidare ser det ut som om deras skuldsättning är väl under kontroll.

Det allra viktigaste är att följa med bolagen, inte deras aktiekurser. Så länge bolaget bibehåller sin konkurrenskraft inverkar inte en lågkonjunktur det minsta på bolagets framtidsutsikter. Om konjunkturen innebär att kursen sjunker så öppnar sig helt enkelt en möjlighet för placeraren att få bättre avkastning framöver.

Det rätta perspektivet är viktigt för oss aktieplacering. Det är inte ett kvartal eller ens fyra år, som vi har sett under Phoebus historia. Jag tror att det rätta tidsperspektivet kombinerat med ett fokus på bolagen – inte aktiekurserna – bäst hjälper placeraren att lära sig rätt inställning till marknadens svängningar. Åtminstone vet jag att det hjälper mig och tillåter mig att koncentrera mig på det som är relevant.

Helsingfors den 24.8.2008

med önskan om tålmod och gradvis ökad förmögenhet,



Anders Oldenburg
portföljförvaltare

anders.oldenburg@seliqson.fi



Förvaltaren
söker
riktning.

VÅRA PLACERINGAR

VÄRDEPAPPERSPLACERINGAR 31.7.2008

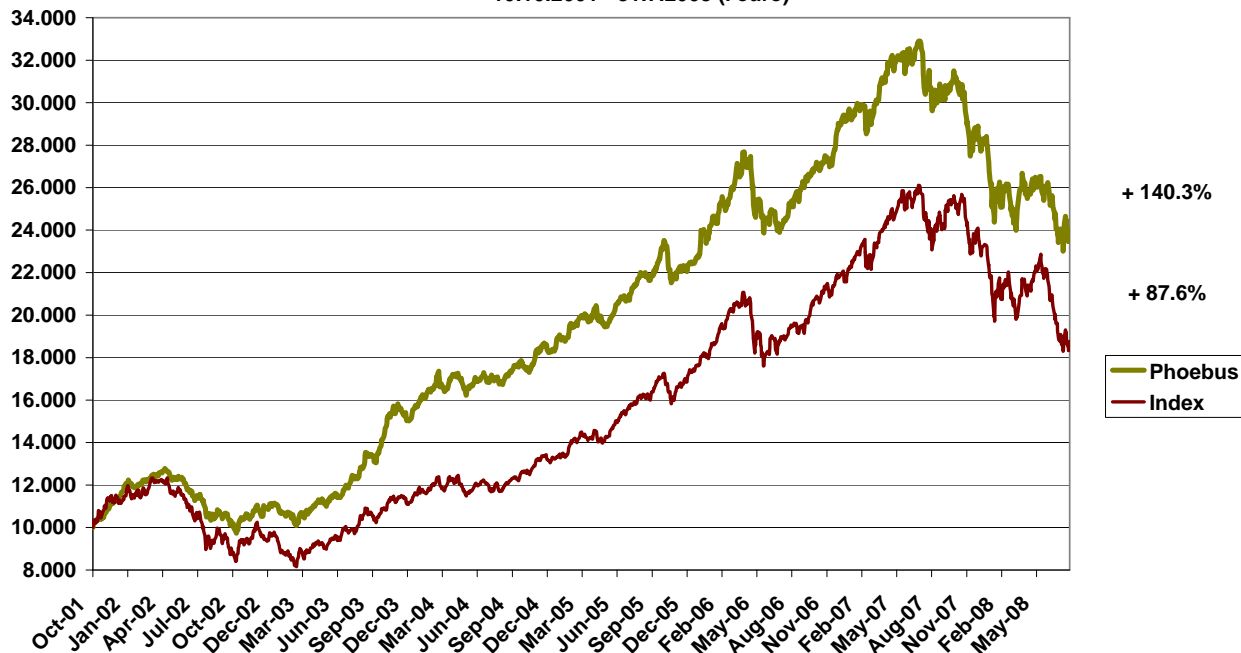
	Antal aktier	Aktiekurs valuta	euro	Marknads- värde EUR	Andel av fonden
Vacon	55000		26.03	1,431,650	8.9%
Lassila & Tikanoja	77000		14.43	1,111,110	6.9%
Nokian Renkaat	36000		27.57	992,520	6.2%
Exel	115868		7.30	845,836	5.2%
Tulikivi	608140		1.39	845,315	5.2%
Tietoenator	60000		13.31	798,600	5.0%
Vaisala	25000		26.58	664,500	4.1%
Tamfelt etu	80401		7.50	603,008	3.7%
Stockmann B	30000		19.99	599,700	3.7%
Inhemskta aktier				7,892,239	49.0%
Air Liquide	13200	85.37	85.37	1,126,884	7.0%
Handelsbanken B	65000	153.00	16.19	1,052,186	6.5%
Hennes & Mauritz	24000	325.00	34.39	825,244	5.1%
Fastenal	25000	49.93	31.98	799,622	5.0%
Progressive	55000	20.27	12.98	714,167	4.4%
Costco	14000	63.02	40.37	565,184	3.5%
Automatic Data Processing	20000	41.57	26.63	532,590	3.3%
Harley-Davidson	20000	38.23	24.49	489,799	3.0%
State Street	10000	72.13	46.21	462,061	2.9%
Niscayah	240000	11.00	1.16	279,313	1.7%
Utländska aktier				6,847,050	42.5%
SUMMA aktier				14,739,288	91.4%
Kontanter				1,383,431	8.6%
FONDENS VÄRDE				16,122,719	100.0%
Antal andelar (A-korrigerat)				670,833.76	
Värde per A-andel				24.0339	

FONDENS VÄRDEUTVECKLING

andelens
värde

Phoebus och jämförelseindex

10.10.2001 - 31.7.2008 (i euro)



PHOEBUS OCH JÄMFÖRELSEINDEXETS ÅRLIGA AVKASTNING OCH KUMULATIVA AVKASTNING -31.7.2008

Årlig avkastning	2001*	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008**	Totalt
OMXH Cap gross	16%	-13%	23%	21%	34%	30%	8%	-20%	125%
MSCI AC World, net	11%	-32%	12%	6%	28%	8%	0%	-18%	3%
Jämförelseindex	15%	-18%	20%	18%	33%	25%	6%	-19%	88%
Phoebus	19%	-9%	41%	21%	23%	28%	-3%	-15%	140%
Överavkastning	5%	9%	21%	3%	-10%	4%	-9%	4%	53%

Kumulativ avkastning från periodens början till 31.7.2008

OMXH Cap gross	125%	95%	125%	83%	51%	12%	-14%	-20%
MSCI AC World, net	3%	-7%	36%	22%	15%	-11%	-18%	-18%
Jämförelseindex	88%	64%	100%	67%	42%	6%	-15%	-19%
Phoebus	140%	101%	121%	57%	30%	6%	-18%	-15%
Överavkastning	53%	38%	21%	-9%	-11%	-1%	-3%	4%

* 10.10.-31.12.2001

** 1.1.-31.7.2008

THE STORY OF PRINCE

"Why should a staid, old financial institution, established almost a century ago, and including among its depositors some of the greatest corporations and banks of the country, use the picture of a dog as a trade-mark?"

This question has been asked many times about the Farmers Deposit National Bank and the Farmers Deposit Savings Bank of Pittsburgh. The two banks for years have used pictures of "Prince," a white English Bull Terrier, on checks, forms, calendars and in announcements. A picture of Prince's head is also reproduced by large paintings on the front windows of the bank offices and by inlaid brass designs in the sidewalks around the Farmers Bank Building. Moreover, his head is sculptured in stone above the building's main entrance.

The trade-mark is known in every civilized country, and it is doubtless true that "Prince is the best advertised dog that ever lived." Were he alive today and given a place in motion picture acting, he would probably share some of the fame that has been attained by "Rin-Tin-Tin" and other well-known dogs.

Bought in 1889

Prince was bought for the Farmers Deposit National Bank in the summer of 1889 from Henry Kramer, a traffic officer at Fifth Avenue and Wood Street, the banks' present location. The late Mr. T. H. Given, an ardent fancier of dogs, was then President of the bank and directed the purchase of Prince. Mr. Given personally owned a number of fine, pedigree dogs, which he kept in his private kennels, but admired Prince most of all.

Prince, however, had no pedigree. He was a commoner in the canine realm. No family coat-of-arms was handed down to decorate the leather collar he wore. Instead, a small name-plate on top was simply engraved, "Prince." Below was the plebian license tag. He was named Prince before acquired by the bank, perhaps because his intelligence and other fine qualities suggested him worthy the crown of the canine kingdom.

When Prince was bought, the Farmers Deposit National Bank was at No. 220 Fourth Avenue, where he made his home for the next nine years. He liked the bank and appeared thoroughly to enjoy the surroundings. He was cared for from the beginning by Chatam Gilbert, colored janitor, who is still with the bank and who, incidentally, is the oldest employee, both in years and length of service. It was part of Chatam's duties to feed Prince twice daily, to keep him scrupulously clean at all times, and to see that he got exercise.

Watch Dog of the Treasury

Prince had his own quarters in the basement, but he usually slept at night on a cushioned seat by the big window that looked into Fourth Avenue. Here he was in plain view of passers-by. During a good part of banking

hours he lay on guard upon a rug by the entrance to the vault. At times, however, he broke the monotony by strolling through the lobby. There he gave friendly recognition to some depositor by rubbing against him and looking up with a cordial murmur.

Prince loved children with kind affection. It is recalled by many that he often gave them special attention. If a child toddled away from its mother while she was transacting business, Prince would walk along to let the child lean on him and otherwise looked after its safety. With the business finished, Prince would follow them to the door and stop, in the manner of saying, "We are glad to have seen you. Come again."

In contrast to his devotion to children, he was vicious at night and fought without mercy when necessary. If robbers had gotten into the bank, he would have attacked them ferociously. He was not quarrelsome, however, and was never known to bite anyone. Chatam, his faithful custodian, says that, while he often fought other dogs, he never picked a fight; also that he was never whipped. There were times, of course, when victory was won slowly and painfully, but he managed tenaciously to hold on without a thought of quitting.

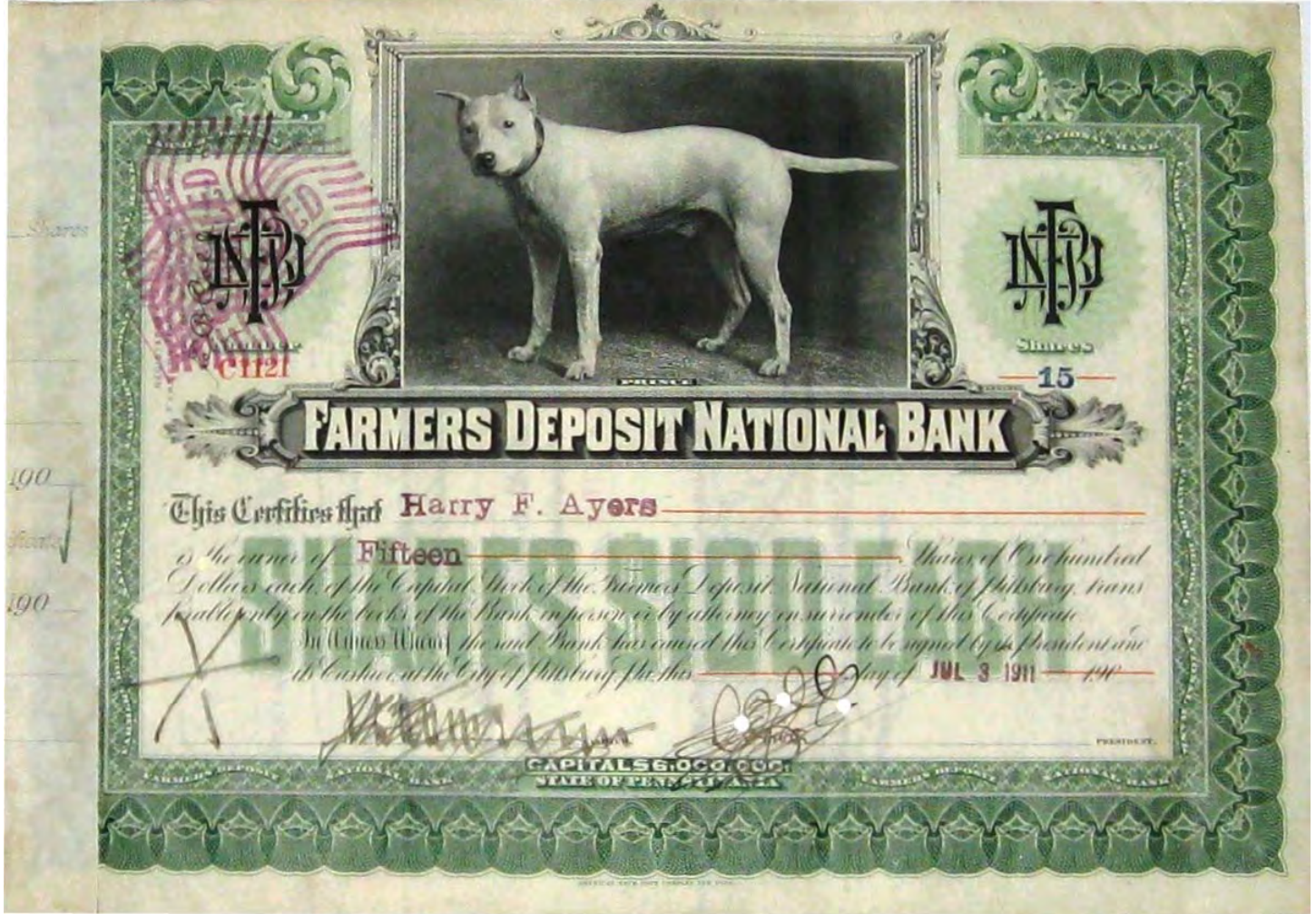
As a mascot, he played hard, was full of life and mischief, and even made his presence felt in athletic games where the bank's various teams were contestants.

Helps Win Ball Game

It is recorded that on one occasion he was partly responsible for the winning of a baseball game by the Farmers Bank team. The score was tied in the last half of the ninth inning, with the Farmers at bat. A long fly was driven to center field. Prince made a dash for the ball, while the fielder, thinking Prince was after him, took to his heels, the ball dropped safely and the runner went home with a winning tally.

Besides being present at the bank's baseball, football and hockey games, he also went to the gymnasium, which in those days was in the basement of the banking house. At the punching bag, Prince took his turn by jumping up and punching it with his nose. He enjoyed the experience so thoroughly that the bag had to be removed every day to keep him from over-indulgence in the exercise.

Known as he was by many of the bank's customers and friends, "Where is Prince" became a frequent question, if he was not on duty. Being a favorite alike with men, women and children, it is small wonder that he found new friends and was enticed to other congenial surroundings. Indeed, he was lost or stolen on four occasions. The expense of advertising rewards for his return and the payment of them to his finders amounted to several times his original cost. It is believed that he was deliberately taken once or twice and kept until the reward was publicly offered.



Final Disappearance

He was always a great friend of the soldiers. He liked their playful, manly ways and enjoyed watching them maneuver. When the Spanish-American War began in 1898, a Pittsburgh regiment, in which some members of the bank had enlisted, marched away to battle.

About that time Prince disappeared and for the last time. Another reward was offered, several dogs were brought and claim made for the reward; but Prince was not one of those returned and the bank never heard of him again. Perhaps the bugle call, the fluttering flag and the marching soldiers lured him away as a mascot. Who knows but that he gave his life gallantly, like a good soldier, on the battlefield? If he did, those who remember him would say he died, facing the enemy.

Referring to dogs, Senator George Graham Vest once said:

"The one absolutely unselfish friend that man can have in this selfish world, the one that never deserts him the one that never proves ungrateful or treacherous, is his dog. A man's dog stands by him in prosperity and in poverty, in health and in sickness. He will sleep on the cold ground, where the wintry winds blow and the snow drives fiercely, if only he may be near his master's side. He will kiss the hand that has no food to offer, he will lick the wounds and sores that come in encounter with the roughness of the world. He guards the sleep of his pauper master as if he were a prince. When all other friends desert, he remains.

When riches take wings, and reputation falls to pieces, he is as constant in his love as the sun in its journey through the heavens.

"If fortune drives the master forth an outcast in the world, friendless and homeless, the faithful dog asks no higher privilege than that of accompanying him to guard against danger, to fight against his enemies; and when the last scene of all comes, and death takes the master in its embrace and his body is laid away in the cold ground, no matter if all other friends pursue their way, there, by his graveside, will the noble dog be found, his head between his paws, his eyes sad but open in alert watchfulness, faithful and true even to death."

This, and more, applies to Prince. His good sense and other high qualities made him such an asset that his place has never been filled. The banks have since bought one or two other dogs, but found them unadapted to the requirements.

Memory Perpetuated

Because of Prince's consideration of women and children; because he was a true friend and faithful companion of business men; and because he was actually "the watch dog of the treasury," the Farmers Banks have perpetuated his memory by adopting his picture as their trade-mark."

Mr. Clyde Wright:
Farmers Bank – The story of Prince
(Pittsburgh 1925)

Suomen Höyrylaiva Osakeyhtiö Finska Ångfartygs Aktieföretaget 74% Obligationslån 74% Obligationslån vuoodella 1957 Sitt R N: 107 År 1957

Finland
Årskiftet 1957
Årskiftet 1957



Finland, Årskiftet 1957, 300 000. Suomen Höyrylaiva Osakeyhtiö, Finska Ångfartygs Aktieföretaget. 74% Obligationslån vuoodella 1957. Sitt R N: 107. År 1957.

Finland
Årskiftet 1957
Årskiftet 1957

Finland, Årskiftet 1957, 300 000. Suomen Höyrylaiva Osakeyhtiö, Finska Ångfartygs Aktieföretaget. 74% Obligationslån vuoodella 1957. Sitt R N: 107. År 1957.

Finland, Årskiftet 1957, 300 000. Suomen Höyrylaiva Osakeyhtiö, Finska Ångfartygs Aktieföretaget. 74% Obligationslån vuoodella 1957. Sitt R N: 107. År 1957.

Finland, Årskiftet 1957, 300 000. Suomen Höyrylaiva Osakeyhtiö, Finska Ångfartygs Aktieföretaget. 74% Obligationslån vuoodella 1957. Sitt R N: 107. År 1957.

**SUOMEN HÖYRYLAIVA OSAKEYHTIÖ
FINNSKA ÅNGFARTIGS AKTIEFÖRETAGET**
Brigitte King

500 300 100
500 300 100



90012987
2468366
COMMON
PAR VALUE \$01
THE ACCOUNT FOR COMMON STOCK
CUSTID 254467 10 L

THE WALT DISNEY COMPANY

INCORPORATED UNDER THE LAWS OF THE STATE OF CALIFORNIA
THE CORPORATION IS REGISTERED IN THE CITY OF BERKELEY, CALIFORNIA

ROY A. CAMPBELL
124 SUMMIT RIDGE
HURRICANE, WV 25526

This Certifies that
is the record holder of
*** ONE ***
FULL PAID AND NON-ASSESSABLE SHARES OF THE COMMON STOCK OF
The Walt Disney Company, transferable on the share register of the Corporation by the holder
hereof or person or by duly authorized officer or successor of the Certificate properly endorsed
This Certificate is not valid until countersigned by the Transfer Agent and registered by the Registrar
Witness the seal of the Corporation and the signatures of its duly authorized officers
JAN 02, 2007
James *George A. Mitchell*
President of the Company
Secretary of the Company

KOSTNADER HAR BETYDELSE

SPECIALPLACERINGSFONDEN PHOEBUS - NYCKELTAL 2002-2007

Basdata	kalkylering	2002	2003	2004	2005	2006	2007
1 Fondens värde 1.1.		1 812 786	5 032 186	10 436 814	14 019 827	17 070 640	21 838 125
2 Teckningar		3 773 366	2 941 245	2 011 024	2 518 792	1 762 994	1 621 998
3 Inlösen		25 960	206 292	632 052	2 818 832	1 679 835	4 072 162
4 Nettoteckningar		3 747 406	2 734 953	1 378 973	- 300 040	83 159	-2 450 164
5 Betald utdelning		21 300	28 300	49 987	61 977	73 520	91 559
6 Värdestegring		- 506 706	2 697 976	2 254 027	3 412 830	4 757 845	- 686 292
7 Fondens värde 31.12.	1+4-5+6	5 032 186	10 436 814	14 019 827	17 070 640	21 838 125	18 610 109
8 Andelar (A-korrigerat)		462 472	682 422	759 861	749 976	748 762	657 575
9 Värde per A-andel		10.881	15.294	18.451	22.762	29.166	28.301
10 Antal andelsägare		89	149	262	477	743	997
11 Fondvärde i genomsnitt		4 707 413	7 349 910	12 490 817	16 820 013	18 911 732	22 919 443
12 Köp		4 121 471	4 004 089	1 986 244	2 701 706	4 339 088	4 328 903
13 Försäljningar		626 941	807 136	373 960	2 839 983	4 926 005	5 407 058
14 Summa värdepappershandel		4 748 412	4 811 225	2 360 204	5 541 689	9 265 093	9 735 961
15 Förvaltningsarvode		58 843	91 874	93 681	126 150	141 838	171 896
16 Avkastningsberoende arvode		0	0	149 382	71 572	0	0
17 Bankkostnader		2 462	4 965	2 804	3 219	4 638	3 601
18 Handelskostnader		8 582	7 602	2 865	7 425	12 907	14 937
19 Teckningsarvoden		12 348	8 120	9 673	20 384	17 720	23 477

Nyckeltal	kalkylering	2002	2003	2004	2005	2006	2007
20 Fast förvaltningsarvode	15/11	1.25%	1.25%	0.75%	0.75%	0.75%	0.75%
21 Avk.beroende arvode	16/11	-	-	1.20%	0.43%	0.00%	0.00%
22 Bankkostnader	17/11	0.05%	0.07%	0.02%	0.02%	0.02%	0.02%
23 Total Expense Ratio TER	20+21+22	1.30%	1.32%	1.97%	1.19%	0.77%	0.77%
24 Handelskostnader	18/11	0.18%	0.10%	0.02%	0.04%	0.07%	0.07%
25 TKA	23+24	1.48%	1.42%	1.99%	1.24%	0.84%	0.83%
26 Kommissioner/handelsvolym	18/14	0.18%	0.16%	0.12%	0.13%	0.14%	0.15%
27 Oms.hastighet (Rata/Fin)	[14-(2+3)]/11	0.20	0.23	-0.02	0.01	0.31	0.18
28 Oms.hastighet (Sverige)	min(12,13)/11	0.13	0.11	0.03	0.16	0.23	0.19
29 Handel/medelstorlek	14/11	1.01	0.65	0.19	0.33	0.49	0.42
30 Fondens avkastning	9/9(t-1)	-8.79%	40.55%	20.64%	23.37%	28.14%	-2.97%
31 Jämf.indexets avkastning**		-18.04%	19.96%	17.65%	32.95%	24.57%	6.10%
32 Fondens överavkastning	30-31	9.25%	20.59%	2.99%	-9.59%	3.57%	-9.07%

Fördelning av handelskostnader per förmedlare	2002	2003	2004	2005	2006	2007
Handelsbanken	80%	37%	11%	23%	59%	41%
Deutsche Bank	8%	34%	43%	27%	23%	30%
eQ Online	12%	29%	46%	45%	18%	24%
Evli						5%
United Bankers				5%		

* 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

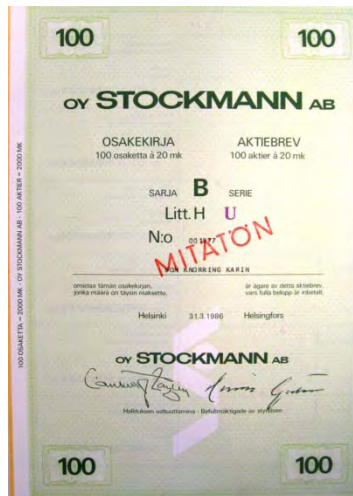
Att hitta bra bolag räcker inte - en aktie är inte en god placering om den kostar för mycket. Värdering är dock ett sekundärt urvalsmått - Phoebus placerar aldrig i ett dåligt skött bolag, oberoende av dess värdering.

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



Exempelbolag:

EUR miljoner

	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	5v	10v
Resultaträkning													
Omsättning	17	26	44	65	91	97	112	129	150	186	232	19%	30%
EBITA	3	3	6	8	10	10	12	15	18	23	29		
Rörelsemarginal	15.1%	12.2%	13.6%	12.5%	11.5%	10.2%	10.7%	11.6%	12.1%	12.4%	12.6%	12%	12%

Balansräkning

NWC	3	7	7	11	10	9	8	6	12	19	24		
Fasta tillgångar	2	4	4	12	16	17	18	17	22	24	28		
Nettoskuld	3	7	5	4	3	-1	-6	-12	-8	-9	-11		
Eget kapital	2	4	7	18	23	27	32	35	42	52	63		
Sysselsatt kapital	5	11	11	22	26	26	26	23	34	43	52	15%	27%
Avk. syss. kap.	52%	28%	53%	36%	39%	38%	46%	64%	52%	53%	56%	54%	49%

Kassaflöde

Fritt kassaflöde		-5	4	-5	3	7	8	12	3	7	13	43	46
Företagsköp		0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Dividender		0	0	-1	-2	-2	-3	-8	-5	-6	-10	-33	-39
Emission /återköp		0	-1	7	0	0	0	1	-1	0	0	0	6
Öriga poster		0	0	0	0	0	0	1	0	0	0	0	0
Diff nettoskuld		-5	3	1	1	4	5	5	-4	1	2	10	14

Värdering

Antal aktier	11.7	11.7	11.7	13.7	15.2	15.2	15.2	15.3	15.2	15.2	15.2		
Aktiekurs				8.30	9.33	7.40	9.80	11.78	17.50	26.10	28.00	30%	
Marknadsvärde				114	141	112	148	180	266	397	427		
EPS	0.14	0.16	0.33	0.41	0.45	0.43	0.52	0.66	0.79	1.04	1.37	26%	26%
Dividend	0.01	0.03	0.07	0.14	0.16	0.17	0.55	0.35	0.41	0.65	0.75	35%	54%
P/E				20.4	20.7	17.2	19.0	17.9	22.2	25.1	20.4		
EV/EBITA				14.5	13.9	11.2	11.8	11.3	14.3	16.8	14.2		
Direktavkastning				2%	2%	2%	6%	3%	2%	2%	3%		

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 resultattillväxt också tillväxt i **omsättningen**. Helst organisk sådan istället för företagsköp.

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

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

BALANSRÄKNING

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

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

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

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

KASSAFLÖDE

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

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

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

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

VÄRDERING

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

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:

Vacon är ett litet men unikt bolag. Det fokuserar endast på frekvensomriktare (steglös styrning av elmotorer), för vilka dess andel av världsmarknaden är cirka 4% - marknadsledaren ABB är över tre gånger större.

Men Vacon är det enda fokuserade bolaget inom branschen och upplever sig vara klar teknologiledare. 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 vindkraftsindustrin, så dess tillväxtutsikter är goda. En eventuell svagare dollar är sannolikt den största risken för vinstutvecklingen.

Vår kapitalförvaltare:



Vesa Laihi

född 1957
anställd sedan 2002
VD sedan 2002

www.vacon.com

Phoebus ägande (31.7.2008)

Antal aktier: 55.000
Andel av bolaget: 0,36%
Vikt i fonden: 8,9%

Mer info i rapporten: 4/04, 2/08

EUR miljoner

	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	5år	10år
Resultaträkning													
Omsättning	17	26	44	65	91	97	112	129	150	186	232	19%	30%
EBITA	3	3	6	8	10	10	12	15	18	23	29		
Rörelsemarginal	15.1%	12.2%	13.6%	12.5%	11.5%	10.2%	10.7%	11.6%	12.1%	12.4%	12.6%	12%	12%

Balansräkning

NWC	3	7	7	11	10	9	8	6	12	19	24		
Fasta tillgångar	2	4	4	12	16	17	18	17	22	24	28		
Nettoskuld	3	7	5	4	3	-1	-6	-12	-8	-9	-11		
Eget kapital	2	4	7	18	23	27	32	35	42	52	63		
Sysselsatt kapital	5	11	11	22	26	26	26	23	34	43	52	15%	27%
Avk. syss. kap.	52%	28%	53%	36%	39%	38%	46%	64%	52%	53%	56%	54%	49%

Kassaflöde

Fritt kassaflöde		-5	4	-5	3	7	8	12	3	7	13	43	46
Företagsköp		0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Dividender		0	0	-1	-2	-2	-3	-8	-5	-6	-10	-33	-39
Emission /återköp		0	-1	7	0	0	0	1	-1	0	0	0	6
Öriga poster		0	0	0	0	0	0	1	0	0	0	0	0
Diff nettoskuld		-5	3	1	1	4	5	5	-4	1	2	10	14

Värdering

Antal aktier	11.7	11.7	11.7	13.7	15.2	15.2	15.2	15.3	15.2	15.2	15.2		
Aktiekurs				8.30	9.33	7.40	9.80	11.78	17.50	26.10	28.00	30%	
Marknadsvärde				114	141	112	148	180	266	397	427		
EPS	0.14	0.16	0.33	0.41	0.45	0.43	0.52	0.66	0.79	1.04	1.37	26%	26%
Dividend	0.01	0.03	0.07	0.14	0.16	0.17	0.55	0.35	0.41	0.65	0.75	35%	54%
P/E				20.4	20.7	17.2	19.0	17.9	22.2	25.1	20.4		
EV/EBITA				14.5	13.9	11.2	11.8	11.3	14.3	16.8	14.2		
Direktavkastning				2%	2%	2%	6%	3%	2%	2%	3%		



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

Ytterligare potential finns 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 (31.7.2008)

Antal aktier: 77.000
Andel av bolaget: 0,20%
Vikt i fonden: 6,9%

Mer info i rapporten: 4/03, 4/07

EUR miljoner

	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	5år	10år
Resultaträkning													
Omsättning	101	118	146	211	246	267	306	337	377	436	555	16%	19%
EBITA	10	11	12	23	32	33	43	44	39	48	49		
Rörelsemarginal	9.5%	9.6%	8.1%	10.7%	12.9%	12.3%	14.2%	12.9%	10.4%	11.0%	8.8%	11%	11%

Balansräkning

NWC	-6	-11	-11	-14	-17	-21	-21	-28	-39	-31			
Fasta tillgångar	39	57	175	167	177	194	212	257	265	319			
Nettoskuld	-38	-25	92	73	73	78	60	76	52	86			
Eget kapital	71	71	73	80	86	96	131	153	174	202			
Sysselsatt kapital	33	46	164	153	159	173	191	229	227	289	13%		
Avk. syss. kap.		34%	26%	14%	21%	21%	25%	23%	17%	21%	17%	20%	

Kassaflöde

Fritt kassaflöde			-5	8	26	20	22	23	20	51	11	126	
Företagsköp			0	-117	0	-10	-11	-17	-16	-11	-35	-90	
Dividender			-8	-8	-8	-9	-12	-35	-10	-15	-21	-93	
Emission /återköp			0	0	0	0	0	49	2	1	3	54	
Öriga poster			0	-1	1	-1	-3	-3	-12	-2	9	-11	
Diff nettoskuld			-13	-117	19	0	-4	17	-16	24	-34	-13	

Värdering

Antal aktier	32.8	33.1	34.5	34.5	34.5	34.5	34.5	38.1	38.4	38.5	38.8		
Aktiekurs					8.26	7.12	12.62	13.13	14.90	21.66	22.70	26%	
Marknadsvärde					285	245	435	501	572	835	881		
EPS	0.25	0.28	0.26	0.41	0.59	0.63	0.86	0.80	0.70	0.84	0.82	5%	13%
Dividend				0.23	0.28	0.34	1.01	0.25	0.40	0.55	0.55	10%	
P/E					14.0	11.3	14.7	16.5	21.3	25.7	27.6		
EV/EBITA					11.3	9.7	11.8	12.9	16.5	18.5	19.8		
Direktavkastning					3%	5%	8%	2%	3%	3%	2%		

NOKIAN TYRES

Verksamhet:

Nokian Tyres hör till de ledande bildäcksbolagen i Norden med en marknadsandel på nästan 30%. 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 cirka 30%.

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 (31.7.2008)

Antal aktier: 36.000
Andel av bolaget: 0,03%
Vikt i fonden: 6,2%

Mer info i rapporten: 3/04, 1/08

EUR miljoner

	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	5år	10år
Resultaträkning													
Omsättning	212	251	323	399	423	479	529	602	687	836	1025	16%	17%
EBITA	28	35	45	46	57	67	85	119	116	153	234		
Rörelsemarginal	13.1%	14.0%	14.1%	11.6%	13.6%	14.0%	16.2%	19.7%	16.9%	18.3%	22.8%	19%	17%

Balansräkning

NWC	40	54	77	97	85	84	94	144	213	255	304		
Fasta tillgångar	85	140	214	252	259	249	253	267	378	429	511		
Nettoskuld	40	94	170	218	194	158	136	144	120	127	102		
Eget kapital	85	100	121	131	149	175	211	267	471	557	713		
Sysselsatt kapital	125	194	291	349	343	334	347	411	590	684	815	20%	21%
Avk. syss. kap.	22%	18%	16%	13%	17%	20%	25%	29%	20%	22%	29%	25%	22%

Kassaflöde

Fritt kassaflöde	-23	-19	-25	27	43	31	3	-60	16	49	40	43	
Företagsköp	-25	-48	-7	-2	-1	0	4	-16	0	0	-13	-96	
Dividender	-6	-8	-9	-7	-9	-12	-17	-26	-28	-38	-120	-158	
Emission /återköp	1	1	0	0	0	2	4	134	5	7	151	153	
Öriga poster	-1	-2	-7	6	2	1	3	-8	-1	7	3	0	
Diff nettoskuld	-55	-76	-48	24	36	22	-4	24	-7	25	60	-59	

Värdering

Antal aktier	102.4	103.2	105.4	105.8	105.8	105.8	106.8	108.5	121.0	125.2	129.1		
Aktiekurs	2.79	2.78	3.78	1.79	3.51	3.40	5.99	11.18	10.65	15.52	24.05	48%	24%
Marknadsvärde	286	286	399	189	371	360	640	1213	1289	1942	3105		
EPS	0.17	0.22	0.28	0.25	0.30	0.39	0.51	0.71	0.68	0.86	1.31	28%	23%
Dividend	0.06	0.07	0.09	0.07	0.08	0.11	0.16	0.22	0.23	0.31	0.50	35%	24%
P/E	16.4	12.5	13.6	7.1	11.6	8.8	11.9	15.7	15.7	18.1	18.4		
EV/EBITA	11.7	10.8	12.5	8.8	9.8	7.7	9.1	11.4	12.2	13.5	13.7		
Direktavkastning	2%	3%	2%	4%	2%	3%	3%	2%	2%	2%	2%		



Verksamhet:

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

Bolaget som placering:

Exel sålde på våren 2008 sin Sport-verksamhet, som i tre år har förorsakat stora förluster. Samtidigt befordrades Vesa Korpimies, som länge har lett Exels industriverksamhet, till VD. Jag tycker att dessa förändringar är mycket positiva.

Konjunkturen medför dock utmaningar, speciellt då byggnationen minskar. Exel har också förlorat marknadsandelar som leverantör till vindkraftsindustrin och antennprofiler för basstationer. Vesa har alltså en hel del att göra.

Vår kapitalförvaltare:



Vesa Korpimies

född 1962
anställd sedan 1987
VD sedan 2008

www.exel.net

Phoebus ägande (31.7.2008)

Antal aktier: 115.868
Andel av bolaget: 0,97%
Vikt i fonden: 5,2%

Mer info i rapporten: 4/01, 2/05

EUR miljoner

	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	5år	10år
Resultaträkning													
Omsättning	24	25	25	30	34	48	50	51	57	84	91	14%	14%
EBITA	1	3	4	4	5	7	6	4	6	13	12		
Rörelsemarginal	2.6%	10.7%	13.9%	12.6%	14.8%	14.3%	11.5%	8.5%	10.3%	15.6%	13.6%	12%	13%

Balansräkning

NWC	2	2	2	3	4	8	9	9	9	10	14		
Fasta tillgångar	10	9	10	10	10	13	16	15	14	16	21		
Nettoskuld	8	8	6	6	4	9	11	8	5	6	8		
Eget kapital	4	4	5	8	10	13	14	15	18	20	27		
Sysselsatt kapital	12	12	12	14	15	22	25	23	23	26	35	10%	11%
Avk. syss. kap.	5%	23%	30%	28%	34%	32%	23%	19%	26%	51%	35%	31%	31%

Kassaflöde

Fritt kassaflöde			2	1	2	0	2	4	4	13	6		28
Företagsköp			0	-1	0	-3	-3	0	0	-7	-2		-12
Dividender			0	0	-1	-2	-2	-2	-1	-7	-4		-16
Emission /återköp			0	1	0	0	0	0	0	1	1		3
Öriga poster			0	-1	0	0	1	0	0	0	-4		-3
Diff nettoskuld			1	1	1	-4	-2	2	3	0	-3		0

Värdering

Antal aktier		10.5	10.5	10.5	10.5	10.5	10.6	10.7	11.0	11.5			
Aktiekurs		2.44	2.57	2.88	5.40	4.95	3.19	5.95	11.50	13.05			19%
Marknadsvärde		26	27	30	57	52	34	64	127	150			
EPS		0.21	0.23	0.34	0.43	0.36	0.26	0.37	0.80	0.77			12%
Dividend		0.05	0.09	0.15	0.19	0.18	0.10	0.65	0.35	0.40			16%
P/E		11.6	11.1	8.5	12.4	13.8	12.2	16.3	14.3	16.9			
EV/EBITA		9.1	8.7	6.8	9.6	11.0	9.7	11.7	10.1	12.8			
Direktavkastning			2%	3%	5%	4%	4%	3%	11%	3%	3%		



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 yt- och dekorationssten samt i mindre utsträckning övriga stenslag.

Vår kapitalförvaltare:



Heikki Vauhkonen

född 1970
anställd sedan 1997
VD sedan 2007

Bolaget som placering:

Verksamheten är inte fullt så cyklisk som man kunde tro, men nedgången i byggandet av småhus speciellt i Tyskland har minskat försäljningen. Även förändringen i distribution i Finland (från byggarvarhus till specialbutiker) har varit tung.

Kostnadsbesparingar från stängningen av fabriker i Suomussalmi och Kuhmo torde dock hålla resultatet på en acceptabel nivå i väntan på bättre tider. Traditionellt har ju Tulikivi i normala konjunkturlägen varit ett mycket lönsamt bolag.

www.tulikivi.com

Phoebus ägande (31.7.2008)

Antal aktier: 608.140
Andel av bolaget: 1,64%
Vikt i fonden: 5,2%

Mer info i rapporten: 2/02, 1/06

EUR miljoner

	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	5år	10år
Resultaträkning													
Omsättning	33	36	39	47	59	52	54	55	59	82	70	6%	8%
EBITA	6	6	5	7	7	4	5	5	6	8	1		
Rörelsemarginal	17.2%	15.7%	13.6%	15.4%	11.7%	6.7%	8.8%	9.6%	10.7%	10.0%	1.4%	8%	10%

Balansräkning

NWC	1	1	2	3	5	6	5	6	3	3	5		
Fasta tillgångar	16	17	19	21	23	21	20	20	22	41	40		
Nettoskuld	0	0	0	0	1	1	1	3	-1	13	18		
Eget kapital	16	19	20	24	27	26	24	23	26	31	28		
Sysselsatt kapital	17	19	21	24	28	27	26	26	25	43	45	11%	11%
Avk. syss. kap.	34%	31%	26%	30%	25%	13%	18%	20%	25%	19%	2%	15%	19%

Kassaflöde

Fritt kassaflöde		2	2	4	2	2	5	4	5	0	-2	13	25
Företagsköp		0	0	-2	-2	0	0	0	0	-13	0	-13	-17
Dividender		-1	-2	-2	-2	-3	-4	-5	-2	-3	-3	-17	-26
Emission /återköp		0	0	-1	1	0	0	0	0	2	0	2	3
Öriga poster		0	0	0	0	0	-1	0	0	0	0	-2	-2
Diff nettoskuld		0	0	0	-1	0	0	-1	4	-13	-5	-17	-17

Värdering

Antal aktier	35.4	35.4	35.4	35.3	35.8	36.4	36.4	36.4	36.4	37.1	37.1		
Aktiekurs	0.80	0.97	0.78	0.87	1.10	1.00	1.30	1.58	2.04	3.51	1.56	9%	7%
Marknadsvärde	28	34	27	31	39	36	47	58	74	130	58		
EPS	0.11	0.11	0.10	0.14	0.14	0.07	0.10	0.10	0.12	0.15	0.01		
Dividend	0.04	0.04	0.05	0.06	0.08	0.12	0.13	0.06	0.07	0.09	0.05	-17%	1%
P/E	7.2	8.7	7.6	6.1	8.1	14.0	13.5	15.4	17.0	22.8	nm		
EV/EBITA	5.1	6.0	5.2	4.3	5.8	10.7	10.3	11.3	11.7	17.4	nm		
Direktavkastning	5%	5%	7%	6%	7%	12%	10%	4%	3%	3%	3%		

TietoEnator ^{TE}

Verksamhet:

TietoEnator är Finlands ledande IT-servicebolag med en fjärdedel av marknaden. Bolaget har också en relativt stark position i Sverige med cirka 7% av marknaden. En femtedel av verksamheten finns utanför Norden.

Efter att internationaliseringsstrategin misslyckats har bolaget valt att fokusera på sina kärnområden, lett av en ny VD.

Vår kapitalförvaltare:



Hannu Syrjälä

född 1966
anställd sedan 2008
VD sedan 2008

Bolaget som placering:

Efter att Nordic Capitals bud föll har aktien glidit tillbaka till samma nivåer som före budet. Jag tycker dock fortfarande att bolaget är av bättre kvalitet än aktiemarknaden för tillfället verkar tro.

Hannu Syrjälä verkar ha höga ambitioner men fötterna stadigt på jorden. Det ser ut som om han skulle ha stabiliserat bolaget, och kostnadsbesparingarna verkar börja ge effekt. Den nya strategin torde inkludera divesteringar, som kan förstärka den redan nu goda balansräkningen.

www.tietoenator.com

Phoebus ägande (31.7.2008)

Antal aktier: 60.000
Andel av bolaget: 0,08%
Vikt i fonden: 5,0%

Mer info i rapporten: 4/02, 2/06

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:

Nye VD:n Kjell Forsén har gjort stora förändringar i Vaisalas sätt att driva sin verksamhet, så att bolaget skulle bli mer marknads- och tillväxtorienterat. Hittills har förändringarna synts främst i kostnaderna och belastat resultatet. Även den svaga dollarn belastar Vaisala.

Trots att bolaget är mycket lönsamt har det inte på flera år riktigt verkat nå upp till sin fulla potential. Förändringar behövs alltså. Förutom organisk tillväxt är också förvärv på Forséns agenda – även större förvärv. Detta ökar bolagets riskprofil som placering.

Vår kapitalförvaltare:



Kjell Forsén

född 1958
anställd sedan 2006
VD sedan 2006

www.vaisala.com

Phoebus ägande (31.7.2008)

Antal aktier: 25.000
Andel av bolaget: 0,14%
Vikt i fonden: 4,1%

Mer info i rapporten: 4/05

EUR miljoner

	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	5år	10år
Resultaträkning													
Omsättning	114	115	145	180	184	196	189	181	198	221	224	3%	7%
EBITA	30	23	31	35	34	30	29	27	30	39	35		
Rörelsemarginal	26.5%	20.2%	21.6%	19.4%	18.3%	15.3%	15.4%	14.7%	15.2%	17.5%	15.8%	16%	17%

Balansräkning

NWC	17	21	24	30	47	44	38	30	21	23	22		
Fasta tillgångar	27	26	39	46	49	58	57	50	54	60	56		
Nettoskuld	-35	-42	-47	-51	-43	-37	-45	-53	-80	-86	-98		
Eget kapital	79	89	110	127	138	139	139	133	154	170	176		
Sysselsatt kapital	44	47	63	76	95	102	95	80	74	83	78	-5%	6%
Avk. syss. kap.	69%	49%	50%	46%	35%	29%	31%	33%	40%	46%	45%	39%	39%

Kassaflöde

Fritt kassaflöde		14	18	16	6	18	14	30	37	28	28	137	208
Företagsköp		0	-12	-5	-4	-13	0	0	-3	-16	0	-19	-52
Dividender		-6	-6	-7	-12	-9	-10	-22	-13	-13	-16	-73	-113
Emission /återköp		0	0	1	0	2	0	0	9	6	0	16	19
Öriga poster		0	5	0	1	-4	3	0	-3	2	0	1	3
Diff nettoskuld		7	5	4	-8	-6	8	9	27	7	12	62	64

Värdering

Antal aktier	17.2	17.2	17.2	17.2	17.2	17.4	17.5	17.5	17.7	18.2	18.2		
Aktiekurs	19.34	17.66	19.37	29.50	27.30	22.98	24.50	18.20	24.00	33.07	35.60	9%	6%
Marknadsvärde	332	303	332	507	471	399	428	318	424	602	648		
EPS	1.17	0.99	1.31	1.55	1.43	1.19	1.01	1.13	1.41	1.46	1.42	4%	2%
Dividend	0.34	0.34	0.42	0.67	0.55	0.55	1.25	0.75	0.75	0.85	0.85	9%	10%
P/E	16.5	17.8	14.8	19.0	19.1	19.4	24.3	16.1	17.0	22.6	25.1		
EV/EBITA	9.8	11.3	9.1	13.1	12.8	12.1	13.2	9.9	11.4	13.4	15.6		
Direktavkastning	2%	2%	2%	2%	2%	2%	5%	4%	3%	3%	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 cellulos- 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%.

Den nya virafabriken i Kina förorsakar extra kostnader 2008 och marknadsläget har inte åtminstone förbättrats. Tamfelt har dock fortfarande lyckats väva ihop hyfsade resultat.

Jyrki Nuuttila pensionerar sig i slutet av 2008. Till hans efterträdare utnämnde styrelsen Reima Kerttula från Metso. Jag är förvånad att efterträdaren rekryterades externt.

Vår kapitalförvaltare:



Jyrki Nuuttila

född 1948
anställd sedan 1986
VD sedan 2005

www.tamfelt.fi

Phoebus ägande (31.7.2008)

Antal aktier: 80.401
Andel av bolaget: 0,29%
Vikt i fonden: 3,7%

Mer info i rapporten: 1/04, 3/07

EUR miljoner

	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	5år	10år
Resultaträkning													
Omsättning	102	103	110	124	131	126	126	134	140	155	168	6%	5%
EBITA	20	19	19	21	23	16	13	16	20	24	26		
Rörelsemarginal	20.0%	18.4%	17.4%	17.1%	17.4%	12.7%	10.0%	12.0%	14.5%	15.4%	15.5%	14%	15%

Balansräkning

NWC	20	25	31	32	32	30	22	21	25	20	25		
Fasta tillgångar	39	49	51	58	68	76	71	78	81	83	95		
Nettoskuld	-30	-22	-22	-24	-14	-3	0	11	6	-5	11		
Eget kapital	88	96	105	113	114	109	93	88	99	108	109		
Sysselsatt kapital	58	74	82	90	100	106	93	99	106	103	121	3%	8%
Avk. syss. kap.	35%	26%	23%	24%	23%	15%	14%	16%	19%	23%	21%	19%	20%

Kassaflöde

Fritt kassaflöde		-1	6	8	7	7	23	7	12	20	1	62	89
Företagsköp		0	0	0	0	0	0	0	-1	2	0	2	2
Dividender		-7	-8	-9	-11	-17	-29	-17	-9	-11	-17	-84	-135
Emission /återköp		0	0	0	0	0	5	0	1	0	0	6	6
Öriga poster		1	2	2	-5	-1	-1	0	2	0	-1	-1	-2
Diff nettoskuld		-7	0	1	-9	-11	-3	-11	4	11	-16	-14	-41

Värdering

Antal aktier	26.6	26.6	26.6	26.6	26.6	26.6	27.3	27.4	27.6	27.6	27.6		
Aktiekurs	8.10	7.00	7.50	5.99	8.83	9.67	9.27	7.98	8.05	10.65	11.10	3%	3%
Marknadsvärde	215	186	199	159	235	257	253	218	222	294	306		
EPS	0.61	0.56	0.54	0.59	0.64	0.48	0.34	0.47	0.52	0.66	0.76	10%	2%
Dividend	0.27	0.29	0.33	0.43	0.63	1.10	0.63	0.35	0.41	0.61	0.54	-13%	7%
P/E	13.3	12.4	13.9	10.1	13.8	20.2	27.0	16.8	15.5	16.2	14.7		
EV/EBITA	9.1	8.6	9.3	6.4	9.7	15.8	20.1	14.3	11.2	12.1	12.2		
Direktavkastning	3%	4%	4%	7%	7%	11%	7%	4%	5%	6%	5%		



Verksamhet:

I augusti 2008 har Stockmann totalt 12 varuhus, vars försäljningsareal är cirka 18 hektar. Av dessa är 7 i Finland, och fler kommer knappast att byggas. Expansionen sker i Ryssland (3 varuhus och 4 projekt) och i Baltikum (2 varuhus + 1 projekt).

Förutom varuhusen idkar Stockman klädeshandel i specialkedjorna Seppälä och Lindex samt distanshandel (Hobby Hall).

Vår kapitalförvaltare:



Hannu Penttilä

född 1953
anställd sedan 1978
VD sedan 2001

Bolaget som placering:

Stängningen av Smolenskaja-varuhuset i Moskva på våren 2008 belastar resultatet på kort sikt, men kommer snart att kompenseras då nya varuhus öppnas.

Förvärvet av damunderklädskedjan Lindex över trefaldigade Stockmanns investerade kapital. Jag har svårt att se hur Lindex skulle kunna ge motsvarande ökning i Stockmanns värde. Speciellt underlig känns affären därför att Stockmann har förbundit sig att investera en kvarts miljard i sina varuhus i Helsingfors och St Petersburg de närmaste åren. Mitt intresse för Stockmann har därför klart minskat.

www.stockmann.fi

Phoebus ägande (31.7.2008)

Antal aktier: 30.000
Andel av bolaget: 0,05%
Vikt i fonden: 3,7%

Mer info i rapporten: 3/03, 3/06

EUR miljoner

	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	5år	10år
Resultaträkning													
Omsättning	1161	1217	1320	1221	1282	1315	1413	1445	1543	1240	1398	1%	2%
EBITA	61	50	49	33	39	53	50	68	97	95	116		
Rörelsemarginal	5.3%	4.1%	3.7%	2.7%	3.1%	4.0%	3.6%	4.7%	6.3%	7.6%	8.3%	6.0%	4.9%

Balansräkning

NWC	62	93	59	78	97	95	90	97	102	69	32		
Fasta tillgångar	284	342	332	347	346	301	289	315	325	368	1335		
Nettoskuld	-18	-54	-114	-77	-64	-128	-168	-79	-79	-135	774		
Eget kapital	364	490	505	502	506	525	547	492	505	572	594		
Sysselsatt kapital	346	435	391	425	442	397	379	412	427	437	1367	28%	15%
Avk. syss. kap.	18%	11%	13%	8%	9%	13%	13%	17%	23%	22%	8%	14%	13%

Kassaflöde

Fritt kassaflöde		-42	34	-5	8	47	34	19	22	-5	-10	59	102
Företagsköp		-2	65	0	10	50	37	5	19	99	-852	-693	-570
Dividender		-22	-43	-31	-31	-31	-46	-123	-53	-60	-72	-354	-511
Emission /återköp		102	0	0	0	0	16	10	14	20	6	65	167
Öriga poster		1	4	-2	-1	-2	-1	1	-2	3	20	21	21
Diff nettoskuld		37	60	-37	-13	65	40	-89	-1	56	-908	-902	-791

Värdering

Antal aktier	46.7	49.5	51.4	51.2	51.0	51.0	52.2	52.9	54.1	55.3	56.1		
Aktiekurs	17.64	16.08	14.30	10.40	13.40	13.80	18.30	21.70	32.53	36.48	29.66	17%	5%
Marknadsvärde	824	796	735	533	683	703	956	1147	1759	2017	1664		
EPS	1.00	0.87	0.69	0.52	0.59	0.85	0.78	1.04	1.29	1.27	1.45	11%	4%
Dividend	0.47	0.84	0.60	0.60	0.60	0.90	1.35	1.00	1.10	1.30	1.35	8%	11%
P/E	17.7	18.4	20.7	20.2	22.9	16.2	23.4	20.8	25.2	28.8	20.5		
EV/EBITA	13.2	14.9	12.6	13.9	15.8	10.8	15.7	15.6	17.4	19.9	21.1		
Direktavkastning	3%	5%	4%	6%	4%	7%	7%	5%	3%	4%	5%		



VÅRA UTLÄNDSKA BOLAG





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.

Vår kapitalförvaltare:



Benoît Potier

född 1957
anställd sedan 1981
VD sedan 1997

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 Liquidess 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.

www.airliquide.com

Phoebus ägande (31.7.2008)

Antal aktier: 13.200
Andel av bolaget: 0,005%
Vikt i fonden: 7,0%

Mer info i rapporten: 4/02, 2/05, 1/08

EUR miljoner

	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	5år	10år
Resultaträkning													
Omsättning	5851	6087	6538	8099	8328	7900	8394	9376	10435	10949	11801	8%	7%
EBITA	800	871	964	1151	1215	1199	1235	1344	1518	1659	1794		
Rörelsemarginal	13.7%	14.3%	14.7%	14.2%	14.6%	15.2%	14.7%	14.3%	14.5%	15.2%	15.2%	15%	15%

Balansräkning

NWC	-314	-291	-336	-331	-293	-360	-234	-729	-2053	-1780	-2323		
Fasta tillgångar	6037	6612	8041	8254	8553	7834	7504	10235	12073	11788	13459		
Nettoskuld	1259	1677	2433	2280	2584	2022	1730	3790	3811	3441	4660		
Eget kapital + min	4464	4644	5272	5643	5676	5452	5539	5715	6209	6567	6476		
Sysselsatt kapital	5723	6321	7705	7923	8260	7474	7269	9505	10019	10008	11137	8%	7%
Avk. syss. kap.	15%	15%	13%	15%	15%	17%	18%	15%	16%	17%	16%	16%	16%

Kassaflöde

Fritt kassaflöde	-172	135	529	725	942	668	527	731	653	1468	4047	6206	
Företagsköp	-214	-319	-125	-372	-307	-75	-2037	87	-72	-1308	-3406	-4743	
Dividender	-193	-224	-248	-318	-366	-414	-336	-391	-432	-497	-2070	-3420	
Emission /återköp	-10	-94	-101	-242	-88	-139	-31	19	-23	-443	-617	-1152	
Öriga poster	171	-254	98	-97	381	251	-183	-466	244	-439	-593	-293	
Diff nettoskuld	-418	-756	153	-304	562	292	-2060	-20	369	-1219	-2638	-3401	

Värdering

Antal aktier	272.0	272.0	271.0	270.3	266.7	264.4	262.3	261.2	260.7	264.1	263.1		
Aktiekurs	38	43	50	54	54	48	52	56	67	82	93	14%	9%
Marknadsvärde	10301	11702	13628	14528	14336	12613	13628	14636	17531	21667	24370		
EPS	1.80	1.99	2.18	2.54	2.77	2.80	2.92	3.23	3.44	3.79	4.29	9%	9%
Dividend	0.64	0.73	0.79	1.00	1.07	1.20	1.20	1.45	1.59	1.82	2.05	11%	12%
P/E	21.1	21.7	23.0	21.2	19.4	17.0	17.8	17.3	19.5	21.7	21.6		
EV/EBITA	13.9	14.4	15.8	14.1	13.5	11.8	12.0	13.2	13.6	14.8	15.9		
Direktavkastning	2%	2%	2%	2%	2%	3%	2%	3%	2%	2%	2%		

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 18 år haft branschens nöjdaste kunder. Dess avkastning på eget kapital har i 36 år överstigit konkurrenternas.

Bolaget som placering:

Pär Boman har klart minskat Handelsbankens marknadsrisker genom att först sälja livförsäkraren SPP och sedan stänga tradingkontoret i New York. Jag tycker detta är positivt, även om det sannolikt försakade Lars Grönstedts avsked från ordförandeposten.

Den nästan årtiondelånga perioden utan kreditförluster håller på att ta slut även för nordiska banker. Traditionellt har Handelsbanken klarat sig bra i svårare konjunkturlägen, då dess kreditrisker har varit låga. Vi får hoppas att detsamma gäller även framöver.

Vår kapitalförvaltare:



Pär Boman

född 1961
anställd sedan 1991
VD sedan 2006

www.handelsbanken.se

Phoebus ägande (31.7.2008)

Antal aktier: 65.000
Andel av bolaget: 0,010%
Vikt i fonden: 6,5%

Mer info i rapporten: 4/03, 1/06, 2/08

SEK miljoner

	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	5år	10år
Resultaträkning													
Intäkter	15815	16837	17056	20680	21654	21664	22292	23981	26338	29560	27126	5%	6%
Resultat före skatt	8067	8007	8912	12001	11577	10829	11780	13520	15661	17164	14732		
Marginal	51.0%	47.6%	52.3%	58.0%	53.5%	50.0%	52.8%	56.4%	59.5%	58.1%	54.3%	56%	55%

Balansräkning

Utlåning	591	591	630	692	803	842	826	863	986	1103	1295		
Riskjusterad	415	443	482	542	611	641	630	658	769	876	1069		
Tier 1 kapital	26	28	31	35	37	41	46	50	58	59	66		
Tier 1 soliditet	6.2%	6.3%	6.5%	6.4%	6.1%	6.4%	7.3%	7.6%	7.6%	6.8%	6.1%		
Eget kapital	32	34	39	42	48	52	57	61	66	66	74	7%	9%
Avk. EK före skatt	25%	23%	23%	28%	24%	21%	21%	22%	24%	26%	20%	22%	23%

Kassaflöde

Företagsköp/-fsg		0	-1550	-7100	-2525	0	0	-1100	0	0	18200	17100	5925
Dividender		-1565	-1922	-2144	-2751	-3120	-3294	-3602	-4018	-4543	-5022	-20479	-31981
Emission /återköp		0	0	-2950	-46	0	0	-3426	-2468	-4362	-2208	-12464	-15460

Värdering

Antal aktier	714.7	714.7	714.7	693.2	693.4	693.4	693.4	669.6	656.5	634.2	624.2		
Aktiekurs	91.00	114.00	107.00	161.50	154.00	116.00	147.00	173.00	197.00	207.00	207.00	12%	9%
Marknadsvärde bn	65.0	81.5	76.5	112.0	106.8	80.4	101.9	115.8	129.3	131.3	129.2		
EPS	8.01	8.14	8.91	12.44	12.05	11.54	12.16	14.67	17.31	20.70	17.39	9%	8%
Dividend	2.17	2.67	3.00	4.00	4.50	4.75	5.25	6.00	7.00	8.00	13.50	23%	20%
P/E	11.4	14.0	12.0	13.0	12.8	10.1	12.1	11.8	11.4	10.0	11.9		
P/E före skatt	8.1	10.2	8.6	9.3	9.2	7.4	8.7	8.6	8.3	7.6	8.8		
Direktavkastning	2%	2%	3%	2%	3%	4%	4%	3%	4%	4%	7%		



Verksamhet:

Hennes & Mauritz mission är att erbjuda mode till bästa pris. Bolaget hade i slutet av räkenskapsåret 2007 1522 butiker i 28 länder. Målsättningen är att öka antalet butiker med 10-15% per år samtidigt som försäljningen i befintliga butiker ökar.

På våren 2008 köpte H&M det lilla bolaget Fabric Scandinavien för knappt en miljard kronor. Främst sker tillväxten dock organiskt.

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 fyrfaldigats (+16%/år) och resultatet åttafaldigats (+23%/år).

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

De nya koncepten (Fabric, COS, hemtextiler) kommer initieellt 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 (31.7.2008)

Antal aktier: 24.000
Andel av bolaget: 0,003%
Vikt i fonden: 5,1%

Mer info i rapporten: 4/06

SEK miljoner	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	30-Nov 2007	5år	10år
Resultaträkning													
Omsättning	18011	22541	27888	30454	39699	45522	48238	53695	61262	68400	78346	11%	16%
EBITA	2425	3327	4580	3767	5478	8259	9223	10667	13173	15298	18382		
Rörelsemarginal	13.5%	14.8%	16.4%	12.4%	13.8%	18.1%	19.1%	19.9%	21.5%	22.4%	23.5%	22%	19%
Balansräkning													
NWC	770	784	338	1473	302	-929	462	446	1078	1251	596		
Fasta tillgångar	1952	2508	3167	5055	6684	6538	6442	6712	8078	8033	10689		
Nettoskuld	-3752	-5114	-6789	-5361	-8445	-13480	-13194	-15051	-16768	-18495	-20808		
Eget kapital	6473	8406	10294	11890	15432	19088	20097	22209	25924	27779	32093		
Sysselsatt kapital	2722	3292	3505	6529	6987	5608	6903	7158	9156	9284	11285	15%	15%
Avk. syss. kap.	89%	101%	131%	75%	81%	131%	147%	149%	144%	165%	163%	152%	132%
Kassaflöde													
Fritt kassaflöde		1736	2846	-478	3852	6747	4847	6934	7613	10266	12449	42109	56812
Företagsköp		0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Dividender		-621	-828	-1117	-1117	-1448	-4965	-4965	-6620	-7861	-9515	-33927	-39058
Emission /återköp		0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Öriga poster		246	-343	168	349	-264	-168	-111	724	-678	-621	-853	-698
Diff nettoskuld		1362	1675	-1428	3084	5035	-286	1858	1717	1727	2313	7329	17057
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	89.25	150.25	270.00	169.00	213.00	191.00	176.50	216.00	253.00	319.00	399.00	16%	16%
Marknadsvärde	74	124	223	140	176	158	146	179	209	264	330		
EPS	2.04	2.76	3.72	3.08	4.61	6.87	7.72	8.79	11.17	13.05	16.42	19%	23%
Dividend	0.75	1.00	1.35	1.35	1.75	6.00	6.00	8.00	9.50	11.50	14.00	18%	34%
P/E	43.7	54.4	72.7	54.8	46.2	27.8	22.9	24.6	22.6	24.4	24.3		
EV/EBITA	28.9	35.8	47.3	35.7	30.6	17.5	14.4	15.3	14.6	16.0	16.8		
Direktavkastning	1%	1%	1%	1%	1%	3%	3%	4%	4%	4%	4%		



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 drygt 2.000 butiker betjänar cirka 275.000 professionella kunder.

Bolagets målsättning är att öppna 7-10% nya butiker årligen.

Bolaget som placering:

Under de senaste 10 åren har Fastenal vuxit 18% per år genom att öppna 13% nya butiker per år. Framöver tänker bolaget öppna 7-10% nya butiker årligen, och med de sparade pengarna anställa fler säljare till sina gamla butiker. På så vis hoppas bolaget växa i nästan samma takt som tidigare, men med högre lönsamhet.

Den svaga byggkonjunkturen i USA kommer på kort sikt sannolikt att bromsa Fastenals tillväxt. Men osäkerheten på marknaden är till vår fördel, eftersom vi kan köpa till aktier i detta fantastiska bolag till lägre priser. Konjunkturen kommer och går – fina bolag består.

Vår kapitalförvaltare:



Willard Oberton

född 1958
anställd sedan 1980
VD sedan 2002

www.fastenal.com

Phoebus ägande (31.7.2008)

Antal aktier: 25.000
Andel av bolaget: 0,017%
Vikt i fonden: 5,0%

Mer info i rapporten: 1/07

USD miljoner

	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	5år	10år
Resultaträkning													
Omsättning	398	503	618	756	818	905	995	1238	1523	1809	2062	18%	18%
EBITA	68	87	106	129	111	113	135	207	268	320	376		
Rörelsemarginal	17.1%	17.3%	17.1%	17.1%	13.6%	12.5%	13.6%	16.7%	17.6%	17.7%	18.3%	17%	17%

Balansräkning

NWC	121	142	163	218	222	286	309	413	486	621	670		
Fasta tillgångar	61	78	91	109	125	147	173	197	228	268	280		
Nettoskuld	16	2	-28	-33	-78	-67	-96	-74	-70	-34	-59		
Eget kapital	166	218	282	359	425	500	577	684	784	922	1010		
Sysselsatt kapital	182	219	254	327	347	433	481	610	713	888	951	17%	18%
Avk. syss. kap.	38%	40%	42%	40%	32%	26%	28%	34%	38%	36%	40%	36%	35%

Kassaflöde

Fritt kassaflöde		15	31	8	52	-16	36	2	63	24	170	295	386
Företagsköp		0	0	0	-14	21	0	0	0	0	0	0	7
Dividender		-1	-2	-3	-3	-4	-16	-30	-47	-61	-66	-220	-233
Emission /återköp		0	0	0	0	0	0	0	-19	-5	-87	-111	-111
Öriga poster		0	0	0	11	-13	9	7	-2	5	9	28	26
Diff nettoskuld		14	30	5	45	-11	29	-21	-4	-36	25	-7	75

Värdering

Antal aktier	151.8	151.8	151.8	151.8	151.8	151.8	151.8	152.0	151.5	151.2	150.6		
Aktiekurs	9.56	11.00	11.24	13.72	16.61	18.70	24.88	30.78	39.13	35.88	40.42	17%	16%
Marknadsvärde	1451	1669	1705	2082	2520	2837	3776	4678	5929	5424	6085		
EPS	0.27	0.35	0.43	0.53	0.46	0.47	0.55	0.86	1.10	1.32	1.55	27%	19%
Dividend	0.01	0.01	0.01	0.02	0.02	0.03	0.11	0.20	0.31	0.40	0.44	77%	56%
P/E	35.5	31.5	26.0	25.8	35.9	39.9	44.9	35.7	35.5	27.3	26.2		
EV/EBITA	21.5	19.2	15.8	15.8	21.9	24.5	27.2	22.2	21.9	16.9	16.0		
Direktavkastning	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	1%	1%	1%	1%		

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 18 år har Progressive varje år varit lönsammare än branschen. På 10 år har bolaget mer än fördubblat sin marknadsandel och dessutom expanderat till lastbilsförsäkringar, och därigenom vuxit 3,5 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.

Vår kapitalförvaltare:



Glenn Renwick

född 1955
anställd sedan 1986
VD sedan 2001

www.progressive.com

Phoebus ägande (31.7.2008)

Antal aktier: 55.000
Andel av bolaget: 0,008%
Vikt i fonden: 4,4%

Mer info i rapporten: 4/06

USD miljoner

	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	5år	10år
Resultaträkning													
Nettopremier	4235	4986	5731	6369	7187	8918	11383	13218	13805	14148	13900	9%	13%
Försäkringsresultat	280	423	105	-279	351	691	1458	1982	1655	1884	1027		
Combined Ratio %	93.4	91.5	98.2	104.4	95.1	92.3	87.2	85.0	88.0	86.7	92.6		
Resultat före skatt	579	661	407	36	588	981	1829	2451	2059	2433	1693		
Marginal	13.7%	13.3%	7.1%	0.6%	8.2%	11.0%	16.1%	18.5%	14.9%	17.2%	12.2%	16%	13%

Balansräkning

Nettoplaceringar	4518	4916	5393	6243	7142	8812	11055	11818	12995	13509	11997		
Fasta tillgångar	287	410	488	544	539	547	680	758	892	1174	1198		
Rörelseskuld "float"	2669	2769	3128	3917	4430	5592	6704	7420	7780	7836	8259		
Eget kapital	2136	2557	2753	2870	3251	3768	5031	5155	6108	6847	4936	6%	9%
Avk. EK före skatt	27%	26%	15%	1%	18%	26%	36%	48%	34%	36%	34%	37%	30%

Kassaflöde

Företagsköp/-fsg		0	-10	0	0	0	0	0	0	0	0	0	-10
Dividender		-18	-19	-20	-21	-21	-22	-23	-24	-25	-1407	-1500	-1599
Emission /återköp		-31	12	1	-94	-192	-267	-1577	-439	-1171	-1518	-4971	-5275

Värdering

Antal aktier	867.6	870.4	877.2	882.4	881.2	872.0	865.6	801.6	799.3	783.8	718.5		
Aktiekurs	9.99	14.12	6.10	8.64	12.44	12.41	20.90	21.21	29.20	24.22	19.16	9%	7%
Marknadsvärde bn	8.7	12.3	5.3	7.6	11.0	10.8	18.1	17.0	23.3	19.0	13.8		
EPS	0.46	0.52	0.33	0.02	0.47	0.77	1.41	2.06	1.74	2.10	1.65	17%	14%
Dividend	0.02	0.02	0.02	0.02	0.02	0.02	0.03	0.03	0.03	0.03	2.15	146%	60%
P/E	21.7	26.9	18.4	351.1	26.7	16.2	14.8	10.3	16.7	11.5	11.6		
P/E före skatt	15.0	18.6	13.1	211.7	18.7	11.0	9.9	6.9	11.3	7.8	8.1		
Direktavkastning	0.2%	0.1%	0.4%	0.3%	0.2%	0.2%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	11.2%		



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 2007 529 butiker (varav 30 i ett samföretag i Mexico) och 50 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.

Utrymme för tillväxt finns ännu i Nordamerika men framförallt utomlands. Hela 91% av Costcos butiker finns idag i Nordamerika, 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 (31.7.2008)

Antal aktier: 14.000
Andel av bolaget: 0,003%
Vikt i fonden: 3,5%

Mer info i rapporten: 1/07

USD miljoner	31-Aug											5år	10år
	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007		
Resultaträkning													
Omsättning	21874	24270	27456	32164	34797	38762	42546	48110	52952	60151	64400	11%	11%
EBITA	581	787	860	1037	992	1132	1157	1386	1474	1626	1609		
Rörelsemarginal	2.7%	3.2%	3.1%	3.2%	2.9%	2.9%	2.7%	2.9%	2.8%	2.7%	2.5%	3%	3%
Balansräkning													
NWC	-131	-173	-435	-697	-878	-787	-1126	-2008	-2238	-2387	-2793		
Fasta tillgångar	3366	3632	4189	5164	6207	6990	7480	7823	8427	9263	10282		
Nettoskuld	767	493	222	227	446	509	-201	-1809	-2692	-2268	-1134		
Eget kapital	2468	2966	3532	4240	4883	5694	6555	7625	8881	9143	8623		
Sysselsatt kapital	3235	3458	3754	4467	5329	6203	6354	5816	6190	6876	7490	4%	9%
Avk. syss. kap.	18%	23%	23%	23%	19%	18%	18%	24%	24%	24%	21%	22%	22%
Kassaflöde													
Fritt kassaflöde		195	258	-24	-281	-56	693	1554	709	556	683	4196	4288
Företagsköp		0	0	-52	0	0	0	-95	-4	0	0	-99	-151
Dividender		0	0	0	0	0	0	-92	-205	-230	-246	-773	-773
Emission /återköp		74	62	-1	62	67	35	125	146	-880	-1670	-2244	-1980
Öriga poster		5	-49	71	0	-73	-18	116	236	130	98	562	517
Diff nettoskuld		274	271	-5	-219	-63	710	1608	883	-424	-1134	1643	1901
Värdering													
Antal aktier	449.3	463.4	471.1	475.7	475.8	479.3	479.3	482.5	492.0	480.3	457.6		
Aktiekurs	18.03	23.53	37.38	34.44	37.41	33.41	32.25	41.17	43.40	46.79	61.75	13%	13%
Marknadsvärde	8102	10903	17608	16384	17801	16012	15458	19863	21354	22475	28259		
EPS	0.69	0.99	1.09	1.33	1.27	1.46	1.50	1.83	2.01	2.30	2.37	10%	13%
Dividend	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.20	0.43	0.49	0.55		
P/E	26.0	23.7	34.2	25.9	29.6	22.9	21.4	22.5	21.6	20.4	26.1		
EV/EBITA	15.3	14.5	20.7	16.0	18.4	14.6	13.2	13.0	12.7	12.4	16.9		
Direktavkastning	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	1%	1%	1%		



Verksamhet:

Automatic Data Processing är världens ledande leverantör av outsourcing-tjänster för personalhantering. Bolaget beräknar och betalar löner åt 33 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 16 miljarder dollar i kundmedel, så det drar nytta av högre räntor.

Den försämrade arbetsmarknaden i USA kommer att bromsa ADP:s tillväxt, men bolagets skarpare fokusering på sin kärnverksamhet torde samtidigt förbättra dess konkurrenskraft.

Vår kapitalförvaltare:



Gary C. Butler

född 1946
anställd sedan 1975
VD sedan 2006

www.adp.com

Phoebus ägande (31.7.2008)

Antal aktier: 20.000
Andel av bolaget: 0,004%
Vikt i fonden: 3,3%

Mer info i rapporten: 3/04, 3/06

USD miljoner	30-Jun												
	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	5år	10år
Resultaträkning													
Omsättning	4843	5456	6168	6854	7004	7147	7755	8499	8882	7800	8777	4%	6%
EBITA	870	1058	1261	1507	1673	1518	1438	1644	1679	1507	1726		
Rörelsemarginal	18.0%	19.4%	20.4%	22.0%	23.9%	21.2%	18.5%	19.3%	18.9%	19.3%	19.7%	19%	20%
Balansräkning													
NWC	-461	-356	-230	-221	-312	-719	-894	-902	-1213	-1194	-1136		
Fasta tillgångar	2419	2341	2492	2435	2767	3831	4295	4642	4697	4501	4615		
Nettoskuld	-1481	-2023	-2321	-2487	-2659	-2260	-2016	-2043	-2528	-1841	-1608		
Eget kapital	3439	4008	4583	4701	5114	5371	5418	5784	6012	5148	5087		
Sysselsatt kapital	1958	1985	2262	2214	2455	3112	3401	3741	3483	3307	3479	2%	6%
Avk. syss. kap.	44%	53%	56%	68%	68%	49%	42%	44%	48%	46%	50%	46%	51%
Kassaflöde													
Fritt kassaflöde		625	762	1002	1216	1421	1065	1059	1262	856	1054	5295	10321
Företagsköp		169	-161	-73	-213	-647	-268	-417	566	939	15	834	-90
Dividender		-181	-213	-248	-277	-285	-309	-345	-394	-1145	-549	-2741	-3945
Emission /återköp		15	-28	-717	-647	-846	-461	-401	-1036	-1556	-1265	-4719	-6942
Öriga poster		-85	-63	202	93	-43	-270	131	87	219	512	679	783
Diff nettoskuld		542	297	166	172	-399	-243	27	485	-687	-233	-651	127
Värdering													
Antal aktier	628.2	636.9	646.1	646.0	630.6	605.9	598.7	590.0	580.3	557.9	527.2		
Aktiekurs	35.11	42.71	52.37	48.91	43.12	33.86	41.88	41.97	45.35	48.47	41.64	4%	2%
Marknadsvärde	22056	27202	33836	31595	27191	20516	25076	24763	26317	27041	21953		
EPS	1.03	1.16	1.36	1.59	1.75	1.68	1.56	1.79	1.85	1.77	2.18	5%	8%
Dividend	0.26	0.30	0.34	0.40	0.45	0.48	0.54	0.61	0.71	5.80	1.10	18%	16%
P/E	34.0	36.8	38.4	30.8	24.7	20.2	26.8	23.5	24.5	27.4	19.1		
EV/EBITA	23.6	23.8	25.0	19.3	14.7	12.0	16.0	13.8	14.2	16.7	11.8		
Direktavkastning	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	2%	12%	3%		



Verksamhet:

Harley-Davidson är världens mest kända och världens klart största tillverkare av tunga motorcyklar. I USA är dess andel av marknaden för tunga över 651cc motorcyklar nästan 50%, i resten av världen knappa 10%.

Förutom sitt huvudmärke äger H-D sedan länge Buell och köpte år 2008 italienska MV Agusta (Agusta & Cagiva).

Bolaget som placering:

Lågkonjunkturen i USA har minskat efterfrågan på tunga motorcyklar och nedgången torde fortsätta. H-D påverkas på kort sikt också av att bolaget har valt att minska lagren i distributörsledet, vilket jag dock tycker att är ett vettigt beslut.

Det har också blivit svårare för H-D att återfinansiera sitt kundfinansbolag genom att värdepapperisera dess fordringar på marknaden.

Dessa konjunkturproblem har erbjudit oss möjligheten att köpa aktier i H-D till ett billigt pris. Konjunkturer kommer och går, men H-D:s mycket starka varumärke torde vara bestående.

Vår kapitalförvaltare:



James L. Ziemer

född 1950
anställd sedan 1969
VD sedan 2005

www.harley-davidson.com

Phoebus ägande (31.7.2008)

Antal aktier: 20.000
Andel av bolaget: 0,009%
Vikt i fonden: 3,0%

Mer info i rapporten: 3/07

USD miljoner

	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	5år	10år
Resultaträkning													
Omsättning	1763	2088	2483	2943	3407	4091	4624	5015	5342	5801	5727	7%	13%
EBITA	258	313	388	478	601	778	981	1173	1278	1392	1213		
Rörelsemarginal	14.6%	15.0%	15.6%	16.2%	17.6%	19.0%	21.2%	23.4%	23.9%	24.0%	21.2%	23%	21%

Balansräkning

NWC	55	123	180	86	50	232	177	295	528	605	626		
Fasta tillgångar	646	756	808	905	1074	1205	1458	1312	1509	1256	1344		
Nettoskuld	-127	-151	-173	-415	-633	-796	-1323	-1612	-1046	-897	-405		
Eget kapital	827	1030	1161	1406	1756	2233	2958	3218	3084	2757	2375		
Sysselsatt kapital	700	879	988	991	1124	1437	1635	1606	2037	1860	1970	7%	11%
Avk. syss. kap.	37%	36%	39%	48%	54%	54%	60%	73%	63%	75%	62%	66%	59%

Kassaflöde

Fritt kassaflöde		50	159	360	337	250	786	773	733	961	875	4128	5282
Företagsköp		0	0	151	-2	0	0	-10	0	0	1	-9	141
Dividender		-24	-27	-30	-35	-41	-59	-119	-174	-213	-261	-826	-984
Emission /återköp		-4	-121	-111	-83	-44	-85	-502	-1023	-936	-1132	-3678	-4041
Öriga poster		3	12	-128	1	-1	-116	147	-102	39	26	-6	-119
Diff nettoskuld		24	22	241	218	163	527	289	-566	-150	-491	-390	279

Värdering

Antal aktier	307.9	309.4	309.7	307.5	306.2	305.2	304.5	296.9	281.0	265.3	249.9		
Aktiekurs	13.51	23.60	32.01	39.75	54.31	46.20	47.53	60.75	51.49	70.47	46.71	0%	13%
Marknadsvärde	4160	7302	9914	12222	16632	14098	14471	18034	14470	18694	11672		
EPS	0.57	0.69	0.86	1.09	1.43	1.90	2.50	3.00	3.41	3.93	3.74	14%	21%
Dividend	0.07	0.08	0.09	0.10	0.12	0.14	0.20	0.41	0.63	0.81	1.06	51%	32%
P/E	23.9	34.2	37.1	36.3	38.0	24.3	19.0	20.3	15.1	17.9	12.5		
EV/EBITA	15.7	22.8	25.1	24.7	26.6	17.1	13.4	14.0	10.5	12.8	9.3		
Direktavkastning	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	1%	1%	1%	2%		



STATE STREET

Verksamhet:

State Street är världens ledande leverantör av outsourcing-tjänster för institutionella placerare. Bolaget förvarar värdepapper för över 15 triljoner dollar och förvaltar (främst i indexprodukter) nästan 2000 miljarder dollar. Varje dag beräknar State Street värdet för nästan hälften av alla placeringsfonder i USA.

Allt detta kräver avancerade IT-system.

Bolaget som placering:

State Street verkar i en bransch där storlek är styrka. Skalfördelarna gör det i praktiken omöjligt för nya konkurrenter att komma in i branschen. State Street har därför bara 5-6 globala konkurrenter. En fungerande outsourcing-relations byteskostnad är nästan alltid högre än den potentiella besparingen. Kundlojaliteten är därför hög.

Integreringen av det 2007 förvärvade Investor Financial Services har förlöpt väl. Däremot har placeringsriskerna förverkligats – State Street har haft problem både med sina egna och med kundernas ränteplaceringar. Förra året tvingades bolaget ersätta 600 miljoner dollar av sina kunders förluster.

I förhållande till övriga banker är dock State Streets risker ganska små och jag ser inte att finanskrisen skulle utgöra något överväldigande hot mot banken.

Vår kapitalförvaltare:



Ronald E. Logue

född 1946
anställd sedan 1990
VD sedan 2004

www.statestreet.com

Phoebus ägande (31.7.2008)

Antal aktier: 10.000
Andel av bolaget: 0,002%
Vikt i fonden: 2,9%

Mer info i rapporten: 1/02, 1/05, 4/07

USD miljoner

	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	5år	10år
Resultaträkning													
Intäkter	2342	2765	3119	3615	3914	3962	4453	4996	5499	6351	8394	16%	14%
Resultat före skatt	608	697	783	971	1085	1121	1237	1299	1458	1811	2159		
Marginal	26.0%	25.2%	25.1%	26.9%	27.7%	28.3%	27.8%	26.0%	26.5%	28.5%	25.7%	27%	27%

Balansräkning /verksamhet

Förvar (bn)	3903	4812	5952	6118	6203	6171	9370	9497	10121	11854	15299		
Förvaltning (bn)	390	485	667	711	775	763	1106	1354	1441	1749	1979		
Eget kapital	1847	2311	2652	3262	3845	4787	5747	6159	6375	7233	11299	19%	20%
Avk. EK före skatt	33%	30%	30%	30%	28%	23%	22%	21%	23%	25%	19%	22%	24%

Kassaflöde

Företagsköp/-fsg		0	1659	0	-176	570	-887	-100	-43	0	-4968	-5998	-3945
Dividender		-84	-93	-106	-127	-149	-179	-209	-232	-259	-301	-1180	-1739
Emission /återköp		-69	-125	5	-188	23	373	-65	-433	-175	3410	3110	2756

Värdering

Antal aktier	327.6	327.9	327.5	328.1	330.5	327.5	335.3	339.6	334.6	335.7	365.5		
Aktiekurs	29.10	35.06	36.53	62.11	52.25	39.00	52.08	49.12	55.44	67.44	81.20	16%	11%
Marknadsvärde	9531	11495	11964	20378	17268	12772	17464	16681	18552	22642	29678		
EPS	1.16	1.33	1.49	1.81	2.08	2.20	2.34	2.47	2.78	3.46	3.80	12%	13%
Dividend	0.22	0.26	0.30	0.35	0.41	0.48	0.56	0.64	0.72	0.80	0.88	13%	15%
P/E	25.1	26.4	24.5	34.2	25.1	17.8	22.3	19.9	20.0	19.5	21.4		
P/E före skatt	15.7	16.5	15.3	21.0	15.9	11.4	14.1	12.8	12.7	12.5	13.7		
Direktavkastning	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%		



Verksamhet:

Niscayah är en av världens ledande försäljare av säkerhetssystem, trots att dess andel av världsmarknaden bara är cirka 3%. Bolagets ställning är starkast inom bank- och detaljhandelsbranscherna. Bolaget är en systemintegrator som planerar, installerar, underhåller och övervakar sina kunders system, men som inte producerar komponenterna.

Niscayah hette tidigare Securitas Systems och var tidigare ett dotterbolag till Securitas AB

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.

Banker är en viktig kundgrupp och sektorns problem kommer att synas i Niscayahs resultat under en tid. Aktien har dock redan reagerat på detta – kanske till och med överreagerat.

Vår kapitalförvaltare:



Juan Vallejo

född 1957
anställd sedan 1990
VD sedan 2003

www.niscayah.com

Phoebus ägande (31.7.2008)

Antal aktier: 240.000
Andel av bolaget: 0,066%
Vikt i fonden: 1,7%

Mer info i rapporten: 2/07

SEK miljoner

	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	5år	10år
Resultaträkning													
Omsättning		2092	2897	3102	3388	3641	4026	4724	5805	6370	7260		15%
EBITA		194	271	151	218	301	434	554	588	630	658		
Rörelsemarginal		9.3%	9.4%	4.9%	6.4%	8.3%	10.8%	11.7%	10.1%	9.9%	9.1%		10%

Balansräkning

NWC						421	336	233	393	529	778		
Fasta tillgångar						979	954	2521	3038	3083	3482		
Nettoskuld						366	24	1235	1376	1385	1772		
Eget kapital						1034	1266	1519	2055	2227	2488		
Sysselsatt kapital						1400	1290	2754	3431	3612	4260		
Avk. syss. kap.						22%	34%	20%	17%	17%	15%		19%

Kassaflöde

Fritt kassaflöde							386	462	194	181	146		1368
Företagsköp							-44	-1673	-336	0	-344		-2396
Dividender							0	0	0	0	-146		-146
Emission /återköp							0	0	0	0	0		0
Öriga poster							0	0	0	-190	-43		-232
Diff nettoskuld			0	0	0	0	342	-1211	-141	-9	-387		-1406

Värdering

Antal aktier				365.1	365.1	365.1	365.1	365.1	365.1	365.1	365.1		
Aktiekurs									27.70	27.70	23.00		
Marknadsvärde									10112	10112	8396		
EPS				0.29	0.42	0.56	0.77	0.94	1.01	1.03	1.16		16%
Dividend									0.00	0.40	0.50		
P/E									27.3	26.9	19.9		
EV/EBITA									19.6	18.3	15.4		
Direktavkastning									0%	1%	2%		

Specialplaceringsfonden Phoebus

ANDELSÄGARENS MANUAL

Anders Oldenburg

31.1.2002

TILL ATT BÖRJA MED

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

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

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

Därför är det allra viktigaste då man väljer någon att förvalta ens pengar att kunden och förvaltaren är på samma våglängd. Endast en sådan verksamhetsmodell som kunden själv litar 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 röstningsmaskin, 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 (tvärtemot 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 indexplacerande 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 marknadens 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 marknadens avkastning ens på lång sikt. En duktig vädslagare 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
