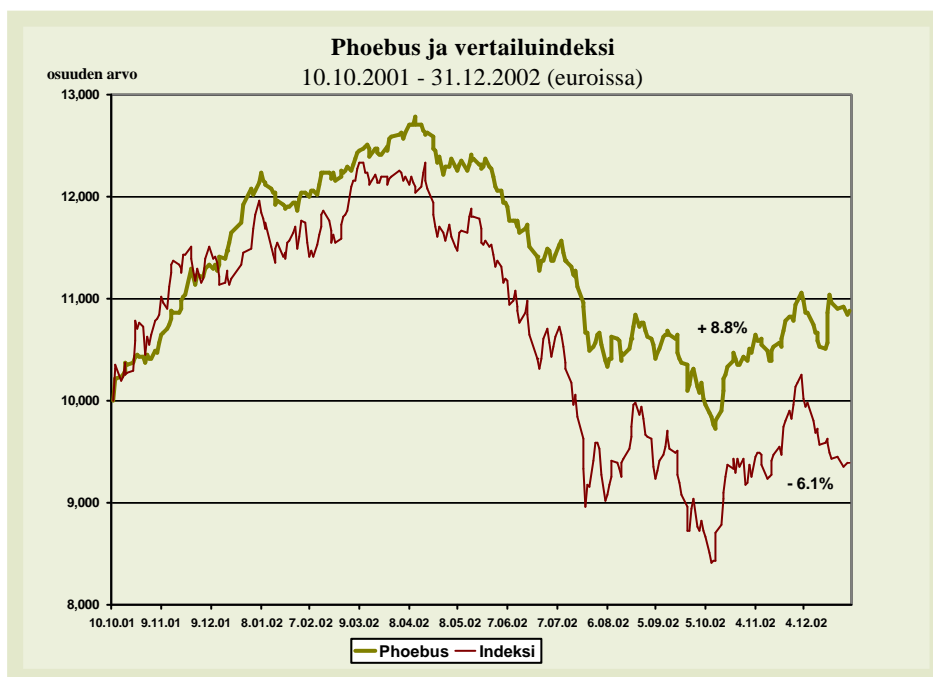


PHOEBUS NELJÄNNESVUOSIKATSAUS 4Q 2002



RAHASTON KEHITYS

Varallisuutemme on vaihteeksi kasvanut. Phoebus nousi viimeisellä neljänneksellä 7,4% markkinoiden noustessa 7,1%. Vaikka viime katsauksessa totesinkin, että osakkeiden ostaminen on järkevämpää kuin aikoihin niin älkää erehtykö kuvittelemaan, että tietäisin markkinoista jotain. Ajoitus oli vain sattumaa.

Phoeus kehittyi vuoden aikana 9,2% markkinoita paremmin, vaikka se laski -8,8%. Pyrin pitkällä aikavälillä markkinoita parempaan tuottoon, mutta ei ole mitään takeita, että siinä onnistuisin. Päinvastoin, kertoimet ovat meitä vastaan, lähinnä rahaston hallinnointipalkkiosta johtuen.

PHOEBUS JA VERTAILUINDEKSI

	Phoebus	Indeksi
4Q02	7.4%	7.1%
2002	-8.8%	-18.0%
Alusta	8.8%	-6.1%

PHOEBUS VS MARKKINAT: 1-0 (?)

Joku saattaa kuvitella, että yllä esitetyt luvut ovat osoitus menestymisestäämme. Näin ei kuitenkaan ole. Olen aikaisemmin todennut, että arvioin yhtiötämme - en niiden osakekursseja - noin 3-4 vuoden tähtäimellä.

Osakesijoittamisessa yhden vuoden jaksoa voisi verrata vaikka jääkiekko-ottelun ensimmäiseen erään. Vähimmäisjakso, jonka tuloksia jääkiekossa lasketaan, on ottelu. Relevantimpaa on kokonainen ottelusarja tai peräti kausi. Ensimmäisen ottelun ensimmäinen erä ei vielä kerro tällaisen sarjan lopputuloksesta mitään.

Jos normaalivuoden tuotto on "maali", Phoebus johtaa ensimmäisen erän jälkeen 1-0. Hyvä niin. Huomatkaa kuitenkin, että osakkeidemme riski on selvästi keskimääräistä pienempi. Siksi rahaston kuuluukin pärjätä hyvin laskevilla markkinoilla. Sen riskikorjattu tuotto on paljon huonompi kuin miltä luvut näyttävät ♥. Vielä ei kannata innostua.

NÄKEMIIN, OLLI

Edellisessä katsauksessa totesin, että Instrumentarium on eräs Suomen kautta aikojen suurimmista menestystarinoista ja kirjoitin: "Olli Riikkala on juuri sellainen yritysjohtaja, jonka haluan hoitavan rahojamme." Valitettavasti Olli ei enää niitä hoida. Myin Instrun osakkeemme joulukuussa GE:n tarjouksen julkistamisen jälkeen.

Sijoituksemme tuotti osinkoineen 72%. Silti osakkeiden myynti oli haikeaa - en helposti tule löytämään toista yhtä hyvää sijoituskohdetta Instrun tilalle. En myöskään ole vakuuttunut

siitä, että GE olisi Instrulle tai sen johdolle hyvä koti. Sen tiedän, että minne Olli tulevaisuudessa meneekin, hänen johtamansa yhtiön osakkeita kannattaa ostaa. En siis vielä suostu sanomaan Ollille hyvästi vaan "kunnes jälleen tapaamme".

SIJOTUKSET

Instrumentariumin poismenon ohella tärkein tapahtuma yhtiössämme vuoden viimeisellä neljänneksellä oli Suomisen toimitusjohtajan vaihto, Heikki Bergholmin otettua kapulan takaisin Kari Parviaiselta. Kuten 1Q02-katsauksessa totesin, luottamukseni Heikkiin on vankka. Heikin luottamus Suomiseen näkyy osakerekisteristä. Johdon vaihtuminen ei tässä tapauksessa ole uhka, vaan mahdollisuus. Olen entistä vakuuttuneempi Suomisesta sijoituskohteena.

Olen myös entistä vakuuttuneempi TietoEnatorista (enemmän seuraavalla sivulla), Exelistä, Fiskarsista, Tulikivestä, Lassila & Tikanojasta ja Vaconista. Jokainen näistä yhtiöistä on syksyllä pystynyt kääntämään tuloksensa kasvuun vaikka markkinat ovat edelleen erittäin heikot. Se osoittaa kurinalaista kustannusten seurantaa, joka on hyvin johdetun yhtiön tunnusmerkki.

Ylläolevalla en tarkoita, että irtisanomiset olisivat hyviä asioita. Päinvastoin, hyvä yritysjohtaja tuntee ehkä enemmän vastuuta henkilöstöä kuin osakkeenomistajia kohtaan. Realiteetit - tässä tapauksessa kysynnän puute - on kuitenkin pystyttävä tunnustamaan ja hyväksymään, niin vaikeaa kuin kustannusten leikkaus aina onkin. Strutsistrategia eli epämääräinen toive paremmasta huomisesta on yleensä varma tie tuohon.

Kestävä tulosparannus vaatii kuitenkin kysynnän kasvua, josta ei vielä ole juuri merkkejä. Minulla ei ole harmainta aavistusta milloin talous kääntyy, enkä juuri siitä välitä. Tiedän, että yhtiömme pärjäävät, suhdanteista huolimatta.

KOMMUNIKOINNISTAMME

Tämän vuoden aikana alamme julkaista yhteisen neljännesvuosikatsauksen kaikille rahastoillemme ja siihen sisältyy näkemykseni Phoebusista. En enää kirjoita erikseen lähetettäviä katsauksia. Niiden sijaan aion entistä aktiivisemmin kommunikoida kanssanne [www-sivujemme](http://www.seligson.fi) kautta.

Phoebusin omat sivut ovat jo olemassa (www.seligson.fi/phoebus) mutta niiden sisältö on vielä raakile. Auttakaa minua niiden tekemisessä. Otan erittäin mielelläni vastaan sisältö- ja kehitysehdotuksianne sähköpostitse. Kuten kaikki sijoitusrahastot, Phoebus on olemassa osuudenomistajiaan - eli teitä - varten. Te osaatte siksi parhaiten auttaa minua www-sivujen ja muun sijoittajainformaation kehittämisessä. Kertokaa mielipiteenne.

Anders Oldenburg
salkunhoitaja
anders.oldenburg@seligson.fi



Hyvä johto on ehdoton edellytys hyvälle sijoitukselle. TietoEnatorin toimitusjohtaja Matti Lehti valittiin äsken Talouselämässä Suomen rehellisimmäksi yritysjohtajaksi. Ellen olisi tuntenut häntä ennestään, viimeistään tämä saisi minut kiinnostumaan yhtiöstä. Olen kuitenkin tuntenut hänet kauan ja voin vakuuttaa, että nimitys tuskin olisi voinut mennä parempaan osoitteeseen.

Moni teistä varmasti silti ihmettelee mitä TietoEnator tekee salkussamme ottaen huomioon, että olen jatkuvasti kertonut miten en osaa sijoittaa teknologiaosakkeisiin tuotesyklien nopeuden aiheuttaman tulevan kilpailutilanteen ennustamisen epävarmuuden johdosta. TietoEnator ei kuitenkaan minusta ole teknologia-yhtiö, vaikka se usein sellaiseksi lasketaan.

Minusta yhtiön toimiala on pikemminkin "industrial outsourcing". Johtoajatuksena on auttaa asiakasyrityksiä niiden koko informaatioteknologian suunnittelussa ja käytännön toteutuksessa. Lisäksi TietoEnator toki myy vakioratkaisuja, jopa ohjelmistoja, mutta tämä osa toiminnasta on suhteellisen pieni. Yhtiö ei siis ole riippuvainen yksittäisistä teknologioista vaan sen kilpailuetu perustuu asiakkaiden tarpeiden ja ongelmien ymmärtämiseen ja henkilöstön kykyyn ratkaista ne kustannustehokkaasti.

Henkilöstön osaaminen pyritäänkin varmistamaan jatkuvalla koulutuksella (uskon, että TietoEnator on eräs Suomen eniten koulutukseen panostavia yhtiöitä) ja motivoinnilla. Huomatkaa, että TietoEnatorin kolme tavoitetta ovat kasvu (20%), kannattavuus (10%) ja "olla suosituin työnantaja". Viimeksi mainittu ei suinkaan ole vähäisin, vaan ehkä tärkein.

Vaikka useimmat analytytikot painottavat TietoEnatorin kasvua, yhtiön oma asenne kasvuun on erittäin realistinen. Johto suosii orgaanista kasvua sekä uusia ulkoistamiskumppanuuksia. Yritystojoja tehdään vain valikoiden ja niiden riskit ovat hyvin tiedossa. En usko, että TietoEnator tukehtuu kasvutavoitteisiinsa, kuten moni huonompi alan yhtiö on tehnyt.

En yleensä innostu kvartaalituloksista, mutta TietoEnator on lyhyelläkin tähtäimellä menossa oikeaan suuntaan. Liiketulos ennen liikearvojen poistoja (EBITA) laski vuoden 2002 ensimmäisellä neljänneksellä 8%, toisella 6% ja oli kolmannella sama kuin edellisvuonna. Kun viimeinen neljännes yleensä on sesonkimeieissä vuoden paras (ja se oli viime vuonna huono) pidän todennäköisenä, että vuoden 2002 tulos on markkinoiden odotuksia jonkin verran parempi. En kylläkään tule hirveästi huolestumaan vaikka näin ei olisi.

Arvostus on taas kohdallaan. Poislukien liikearvon poistot ja muut liiketoimintaan vaikuttamattomat tuloserät, TietoEnatorin voitto/osake ylittää 1,10 euroa vuodelle 2002. Yhtiön P/E-luku on siis noin 12. Näin nopeasti kasvavalle velattomalle yhtiölle tämä on halpaa. Markkinoiden reaktio vuoden 2002 paranevaan tuloskehitykseen on siis ollut vähintään yhtä käsittämätön kuin TietoEnatorin osakkeen arvostus oli vuosina 1998-2001.

En tiedä milloin sijoittajien suhtautuminen yhtiöön muuttuu myönteisemmäksi, mutta se tulee väistämättä ennemmin tai myöhemmin tapahtumaan. Kun yhtiön johto on poikkeuksellisen hyvä, orgaaninen kasvu on vahvaa (tässäkin markkinatilanteessa noin 7%) ja tuloskehitys on oikean suuntaainen, en koe tarvetta arvata miten muut sijoittajat käyttäytyvät.

Kun syksyllä juttelin Matti Lehden kanssa TietoEnatorin strategiasta, haasteista ja toiminnan painotuksista kysyin mikä hänen mielestään on toimialan toiseksi paras yhtiö. Hän vastasi Automatic Data Processing. Matti on selvästi yritysjohtaja Phoebusin makuun.

Ulkomaisten sijoitustemme ongelma on, etten juurikaan tapaa niiden johtoa. Siksi ne ovat meille aina epävarmempia kuin suomalaiset sijoituksemme. En myöskään koe järkeväksi reissata ympäri maailmaa, vaikka se kieltämättä voisi olla hauskaa. Se nimittäin vaatisi korkeampia hallinnointipalkkioita.

Käydessäni viimeksi Oulussa päätin kuitenkin piipahtaa Polargasissa, joka on Air Liquidin suomalainen tytäryhtiö. Yhtiön kulttuuri selviää usein jopa paremmin organisaation ruohonjuuritasolta kuin huippujohdon tapaamisissa. Olin tyytyväinen näkemääni.

Teollisuuskaasun tuotanto on lähellä unelmaani täydellisestä liiketoiminnasta. Se on huikean pääomavaltaista, joka luo ylitsepääsemättömän alalletulokynnyksen. Viisi suurryitystä - Air Liquide, BOC, Linde, Praxair ja Air Products - hallitsevatkin 2/3 maailman markkinoista. Air Liquide on näistä suurin. Kaasua ei kustannustehokkaasti voi kuljettaa yli 200km, jonka ansiosta toiminta on joka maassa käytännössä 2-3 suuren yhtiön oligopoli.

Suomi on tästä hyvä esimerkki. Noin 150 miljoonan euron markkinat ovat kolmen kauppa. AGA (Linde) hallitsee suvereenisesti markkinoita lähes 70% osuudella. Air Liquide, jonka markkinaosuus on 20%, on erikoistunut suurten teollisuuslaitosten palvelemiseen. Sen asiakkaita ovat mm. AvestaPolarit, Rautaruukki, Metsä-Botnia ja Kemira. Pullokaasuissa AGAn ainoa kilpailija on pieni Woikoski, jonka osuus kokonaismarkkinoista on noin 10%.

Teollisuuskaasun markkinat kasvavat noin 6-7% vuodessa, eli jonkin verran taloutta nopeammin. Tämä saattaa kuullostaa oudolta - monien suurten kaasunkuluttajien, kuten teräksen, peruskemikaalien tai paperimassan tuottajien tuotantohan ei juuri kasva. Kaasua kuitenkin käytetään yhä enemmän uusiin tarkoituksiin mm. elektroniikka- ja elintarviketeollisuudessa sekä sairaaloissa.

Seinälläni on kuva, joka muistuttaa minua Phoebusin tavoitteista. Tämä monetaristinen mestariteos esittää Air Liquidin osakekohtaisen tuloksen kasvua vuosina 1971-2001. Tällä jaksolla tulos on kolme kertaa laskenut, pari kertaa pysynyt tasaisena ja loput 25 vuotta noussut tasaisesti. Keskimäärin tulos on kasvanut 11,3% vuodessa, joka ei ehkä kuulosta kovin hurjalta. Se kuitenkin tarkoittaa, että tulos on tällä jaksolla 25-kertaistunut!

Air Liquidin suurin riski on ehkä juuri yhtiön ja toimialan erinomaisuus. "Lian hyvien" yhtiöiden ongelma on joskus, että johto laiskistuu ja tuloskasvu hiljalleen hautautuu byrokratian läskikerrosten alle. En täysin sulkisi tätä ilmiötä pois myöskään Air Liquidin kohdalla, mutta ainakaan vierailullani Oulussa en löytänyt mitään oireita byrokratisoitumisesta. Päinvastoin, löysin asiastaan intohimoisesti kiinnostuneita osajia.

Nykyisellä kurssilla (€124) yhtiön arvostus (P/E 18) on noin 20% alhaisempi kuin se on keskimäärin ollut viimeisen 10 vuoden aikana. Alhaisen inflaation maailmassa tuloskasvu tuskin ylittää aivan historiallisiin lukuihinsa, mutta osakekohtaisen tuloksen voi minusta realistisesti odottaa kasvavan 9-10% vuodessa. Kun tähän lisää 2,5% osinkotuoton, uskallan veikata sijoituksemme tuottavan pitkällä aikavälillä vähintään 11-12% vuodessa.

Moni sijoittaja varmasti hakee suurempia tuottoja. Barcelonan pörssin suojelepyhimys onkin osuvasti Nuestra Señora de la Esperanza (Toivon Madonna). Huipputuottoja osakkeista voi hyvin toivoa - yksittäisinä vuosina toivomukset voivat jopa toteutua - mutta kymmenien vuosien saatossa jokunen prosenttiyksikkö yli osakemarkkinoiden keskimääräisen 10% tuoton on erittäin hyvä saavutus. Ja Air Liquidella on kaikki edellytykset tuottaa se meille.

ERIKOISSIJOITUSRAHASTO PHOEBUS**ARVOPAPERISIJOITUKSET 31.12.2002**

	Määrä	Kurssi	Markkina- arvo EUR	Rahaston arvosta %
JW Suominen	95000	5.88	558,600	11.1%
Tulikivi	27500	20.10	552,750	11.0%
Stockmann A&B	34500	13.80	476,212	9.5%
Tamfelt pref	13700	28.00	383,600	7.6%
Exel	59000	6.36	375,240	7.5%
Tietoenator	27000	12.87	347,490	6.9%
Lassila & Tikanoja	20000	15.50	310,000	6.2%
Fiskars A	30050	7.80	234,390	4.7%
Vacon	18000	7.40	133,200	2.6%
Jaakko Pöyry	3000	15.00	45,000	0.9%
Kotimaiset osakkeet			3,416,482	67.9%
Merck & Co	2500	54.17	135,417	2.7%
State Street	3500	37.35	130,716	2.6%
Air Liquide	1000	127.00	127,000	2.5%
Tomra	20000	6.20	123,978	2.5%
Automatic Data Processing	2500	36.98	92,439	1.8%
Coca-Cola	2000	41.49	82,971	1.6%
Walmart de Mexico C	40533	1.85	75,089	1.5%
Tellabs	10000	7.05	70,461	1.4%
Robert Mondavi	2400	28.97	69,517	1.4%
McDonald's Japan (2702)	4000	14.95	59,793	1.2%
Ulkomaiset osakkeet			967,381	19.2%
YHTEENSÄ osakkeet			4,383,863	87.1%
Käteinen			648,323	12.9%
RAHASTON ARVO			5,032,186	100.0%
Osuuksien lukumäärä (A-oikaistu)			462,472.18	
Arvo per A-osuus			10.881	