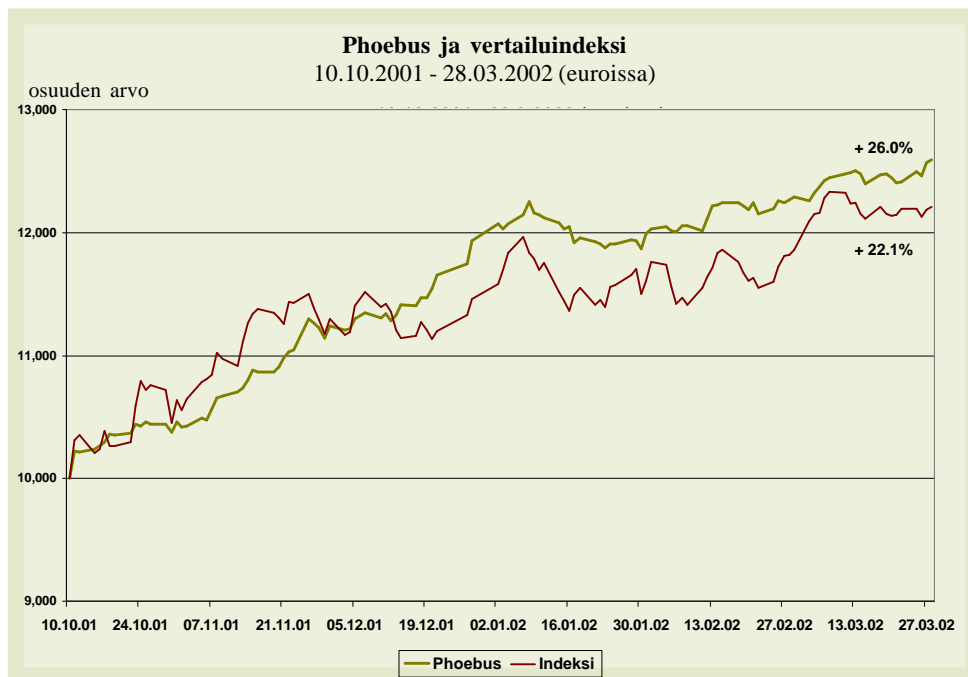


# PHOEBUS NELJÄNNESVUOSIKATSAUS 1Q 2002



## RAHASTON KEHITYS

Markkinoiden positiivinen vire jatkui ensimmäisellä neljänneksellä rahaston vertailuindeksin noustessa 6,5%. Tämä ei ehkä tunnu suurelta nousulta, mutta on noin kolme kertaa enemmän kuin osakemarkkinoiden voi normaalisti odottaa tuottavan. Muistakaa se.

Phoebus ei aivan pärjännyt markkinoille, vaan nousi 5,6%. Tämä ei jää viimeiseksi kerraksi kun en pysy markkinoiden tahdissa. Tavoitteeni toki on pärjätä markkinoita paremmin pitkällä tähtäimellä, mutta siitä, että tässä onnistuisin, ei ole mitään takeita. Päinvastoin, kertoimet ovat meitä vastaan, johtuen rahaston hallinnointipalkkiosta ja sen maksamista kaupankäynnin palkkioista.

Toiminnan alusta Phoebus on tuottanut 26,0% markkinoiden tuottaessa 22,1%.

## OSAKKEIDEN ARVOSTUS

Moni sijoittaja on kysynyt minulta mikä on Phoebusin salkun keskimääräinen P/E-luku, tai mitkä ovat tulosodotukseni yhtiöllemme kuluvalle vuodelle. Kun vastaan: "En tiedä", pettymys kuuluu joskus puhelimenkin läpi.

Tämä ei suinkaan tarkoita, etten olisi kiinnostunut osakkeidemme arvostuksesta. P/E-luku vain ei minusta ole kovin luotettava työkalu. Esimerkiksi käy hyvin kaksi sijoituksistamme: Suominen ja Tamfelt. Viime vuoden osakekohtaisen tuloksen perusteella Suominen P/E-luku on tällä hetkellä 12,2 ja Tamfeltin 13,8. Onko Suominen siis halvempi?

Suomisella, jonka markkina-arvo on 79me, on korollista nettovelkaa 50me. Tamfeltin markkina-arvo on 235me ja sen nettokassa on 14me. Jos ostaisimme koko yhtiöt, saisimme Tamfeltin mukana rahaa, kun taas Suomessa joutuisimme vastaamaan sen veloista. Todellisuudessa maksaisimme siis 129me Suomisesta ja 221me Tamfeltista.

Saisimme myös yhtiöiden liiketoiminnat, ja niiden tuottamat liiketulokset; viime vuonna Suomisella 12,2me ja Tamfeltilla 22,7me. Suhteessa liiketulokseen maksaisimme Tamfeltista siis 9,7 kertaa ja Suomisesta 10,6 kertaa. Kumpi olikaan halvempi?

Tällä esimerkillä haluan vain osoittaa P/E-luvun mielettömyyden yksittäisenä arvonmittarina. Arvostukseen vaikuttavat tuloksen ja velkaantumisen lisäksi ainakin tuloksen vaihtelut, kasvumahdollisuudet, sekä kasvun vaatimat investoinnit. Hyvä kirja arvostuksesta on McKinsey & Co:n "Valuation", jonka voi ostaa verkkosivuillemme [www.seligson.fi](http://www.seligson.fi).

Ja lopuksi vastaus: Luulen, että Suominen on selvästi halvempi kuin Tamfelt (joka ei sekään ole erityisen kallis). Suominen potentiaali parantaa tulosta vaikuttaa Tamfeltia huomattavasti paremmalta (koska 2001 oli Suomiselle huono ja Tamfeltille hyvä vuosi). Kummankin yhtiön kasvu on noin 6-7% vuodessa, ja liiketoiminnan riski on kummassakin alhainen.

Arvostusta tärkeämpää Phoebusin sijoituspäätökselle on kuitenkin, että 1) kummankin yhtiön markkina-asema on omalla alallaan vahva ja 2) kummallakin on erittäin pätevä yritysjohto. Kun olen vakuuttunut näistä, haluan vain varmistaa, että arvostus on suhteellisen järkevä. Siksi omistamme sekä Suominen että

Tamfeltin osakkeita, eikä minulle tulisi mieleenkään ruveta käymään niillä aktiivista kauppaa vain sen takia, että jompi kumpi lyhyellä aikavälillä on jonkin verran toista edullisempi.

## TULOSODOTUKSET

En myöskään käytä aikaani tulosennusteiden laatimiseen. Toki markkinat reagoivat voimakkaasti odotuksista poikkeaviin tuloksiin, ja ostoja tai myyntejä voisi ajoittaa täydellisesti jos pystyisi ennustamaan yhtiöiden tuloksia etukäteen. Oleellista tässä on kuitenkin se, että markkinoiden odotukset heijastuvat jo osakkeiden hintoihin. Lisäarvoa ennustamisesta saa vain, jos ennustaa muita paremmin. "Markkinat" koostuvat tuhansista älykkäistä ihmisistä, enkä näe mitään loogista syytä olettaa itse olevani niin paljon muita älykkäämpi, että ennustaminen toisi meille lisäarvoa.

Lisäksi kaupankäynti maksaa aina. Vaikka ennustukseni olisivatkin vähän parempia kuin muiden, ja tekisin niiden perusteella vähän enemmän hyviä kuin huonoja kauppia, oleellisinta on, että tekisin paljon kauppia. Meklarimme olisivat toki tästä mielissään, mutta Phoebusin päämäärä ei ole tuottaa meklareille lisäarvoa, vaan meille sijoittajille.

Yritän siis käyttää aikani hyvien yritysten löytämiseen. Kun olen vakuuttunut, että jokin yhtiö on markkina-asemaltaan poikkeuksellisen vahva, sillä on rehellinen, hyvä johto ja sen arvostus on järkevä, ostan meille yhtiön osakkeita. En silloin juurikaan välitä siitä, sojottavatko yhtiön tuloskäyrät lyhyellä aikavälillä taivaaseen vai siihen toiseen paikkaan.

## SIJOITUKSET

Ironista kyllä, rahaston suosio oli suurin syy sen markkinoita huonompaan kehitykseen alkuvuonna - saimme uutta rahaa nopeammin kuin ehdin ostaa osakkeita. Siksi käteisen osuus (19,3%) oli maaliskuun lopussa poikkeuksellisen korkea. Phoebus on osake- eikä yhdistelmärahasto, eikä meillä kuulu olla näin paljon sijoittamatonta rahaa. Mutta en myöskään usko epälikvidien osakkeiden haalimiseen markkinoilta väkisin nouseviin kursseihin. Ostan hyviä yhtiöitä lisää kun voin sen tehdä järkeviin hintoihin.

Uusi raha on myös syy siihen, että Tamfeltin paino rahastossa laski merkittävästi. Muita sijoituksiamme olen pääosin pystynyt lisäämään, mutta Tamfeltia en vielä. Tilanne korjaantuu ennen pitkää - osakkeiden huono likviditeetti nimittäin toimii kumpaankin suuntaan. Siksi onkin tärkeää, että Phoebus sijoittaa neljäsosan varoistaan ulkomaille; en haluaisi joutua väkisin myöskään myymään esimerkiksi Tamfeltia.

Uusia sijoituksia ovat Coca-Cola (USA) sekä Tomra (Norja). Molemmat ovat fantastisia yhtiöitä, jotka ovat viime vuosina halventuneet merkittävästi.

## OTTAKAA YHTEYTTÄ

Suuri kiitos teille, jotka lähettivät minulle palautetta edellisestä katsauksesta. Voin parantaa näitä vain jos te autatte minua siinä; kertokaa vapaasti mielipiteenne. Rahasto on olemassa osuudenomistajiaan varten.

Anders Oldenburg  
salkunhoitaja  
[anders.oldenburg@seligson.fi](mailto:anders.oldenburg@seligson.fi)



Phoebusin ehkä huonoimmin tunnettu sijoitus on **Suominen-yhtymä**, joka aikaisemmin oli osa Lassila & Tikanojaa. Olen aina pitänyt huonosti tunnetuista yhtiöistä -mitä harvempi analytiikko yhtiötä seuraa, sitä todennäköisemmin osake voi olla väärin hinnoiteltu. Suomisen analytiikkokäynnillä Nakkilassa viime joulukuussa oli itseni lisäksi 2-3 analytiikkaa ja pari rahoittajapankkien edustajaa. Tämä on yhtiö minun mieleeni.

Liiketoiminnaltaan Suominen on erittäin vahvalla pohjalla. Se on selvästi Euroopan suurin vesineulattujen kuitukankaiden tuottaja. Näitä materiaaleja käytetään mm vaipoissa, naisten siteissä, kosteuspyyhkeissä sekä haavanhoitotuotteissa. Lisäksi Suomisella on merkittävä asema Pohjoismaissa tiettyjen joustopakkausten toimittajana, lähinnä hygieniä- ja leipomoteollisuudelle sekä kaupalle. Kuitukankaat ovat kuitenkin selvästi Suomisen suurin liiketoiminta, johon yhtiö tulee fokuoitumaan entistä enemmän.

Materiaaliteollisuudessa ylivoimainen kilpailukyky syntyy vain tuotannon tehokkuudesta sekä innovatiivisesta tuotekehityksestä. Tehokkuuden saavuttamiseksi vaaditaan lähes aina suurta volyymia, joka Suomisella markkinajohtajana on. Kaikki tuotanto on keskitetty Nakkilaan, jonka ansiosta tehdas on Euroopan tehokkain. Innovatiivisuudesta Suomisella on paljon näyttöä; markkinajohtajana yhtiö toimii tiiviissä yhteistyössä asiakkaidensa kanssa, ja on viimeisen 10-15 vuoden aikana jatkuvasti pystynyt kehittämään uusia materiaalisovelluksia, jotka ovat tuoneet kasvua. Keskittynyt asiakaskunta on toki myös riski.

Suomisen kuitukangastoiminnan kasvu olikin mainio, yli 13% vuodessa, vuosina 1993-99. Markkinat ovat keskimäärin kasvaneet viimeisen 20 vuoden ajan vajaat 10% vuodessa, ja Suominen uskoo tämän jatkuvan lähitulevaisuudessa. Viimeisen kahden vuoden aikana liikevaihto on kuitenkin laskenut, mikä volyymista riippuvaisessa liiketoiminnassa on johtanut tulosmarginaalin puoliintumiseen.

Osasy tähän on ollut kilpailijoiden rakentama uusi kapasiteetti, mutta itse uskon, että vähintään yhtä tärkeää oli johdon resurssien kääntäminen Lassila & Tikanojan toiseen pääliiketoimintaan (Säkkiväline), merkittävän yritysjoston seurauksena. Kun Suominen on nyt itsenäistynyt, johdolla ei ole muita harrastuksia, vaan se voi käyttää aikansa liiketoiminnan hyvän tulostason palauttamiseen.

Johto onkin erinomainen, kuten Phoebusin sijoituksissa yleensä. Heikki Bergholm, joka oli L&T:n toimitusjohtaja, siirtyi yhtiöiden jakauduttua Suomisen hallituksen puheenjohtajaksi. Heikki (joka on vasta 46-vuotias) kuuluu minusta Suomen älykkäimpiin yritysjohtajiin, ja hänen uskonsa Suomiseen heijastuu ainakin siinä, että hän maaliskuun lopussa nosti omistuksensa 5,13 prosenttiin yhtiöstä. Myös Suomisen toimitusjohtaja Kari Parviainen (48) on kasvatettu vanhan Lassila & Tikanojan maanläheisessä hengessä, joskin hän on ehtinyt olla yhtiön palveluksessa vasta neljä vuotta.

Pidän Suomisen potentiaalia parantaa tulostaan ehkä parhaimpana kaikista Phoebusin sijoituskohteista. Hyvinä vuosina (1997-99) tulos ylsi noin euroon per osake. Viime vuonna se oli vain 0,41e. Aivan huipputuloksiin Suominen ei välttämättä lähivuosina yllä, mutta noin 0,60-0,80 euron tulos per osake on varmasti saavutettavissa, eli P/E on vain 6-8.

Kun vielä osinkotuotto on 8%, Suominen on minusta sijoituksena erittäin mielenkiintoinen. Yhtiössä on potentiaalia tulosparannukseen, se toimii kasvavilla markkinoilla ja sen johto on erinomainen. Ja mitä parasta, juuri kukaan ei edes tiedä, että se on olemassa!

Useimmat menestyneet sijoittajat noudattavat erilaisia strategioita, ja antavat erilaisia neuvoja. Yksi neuvo on kuitenkin kaikilla sama: Sijoita vain sellaisiin yhtiöihin, joiden liiketoiminnan ymmärrät poikkeuksellisen hyvin. Phoebusin suurin ulkomainen sijoitus **State Street Corporation** on minun tapani noudattaa tätä erinomaista neuvoa.

State Street on erikoistunut suurten instituutioiden varainhoitoon lähinnä indeksisijoituksina. Se on siis eräänlainen maailmanlaajuinen Seligson & Co, joskin sen hoidossa olevat 775 miljardia dollaria tekevät sen yli 2000 kertaa meitä suuremmaksi. Lisäksi State Street on merkittävä palveluntarjoaja muille varainhoitajille; sillä on säilytyksessä 6200 miljardia dollaria, ja se hoitaa päivittäin yli 7000 ulkopuolisen sijoitusrahaston arvonlaskentaa.

Yhtiön markkina-asema on poikkeuksellisen vahva. Suurten instituutioiden indeksisalkkujen hoitajana sen kanssa kilpailee oikeastaan vain Barclays Global Investors, joka on saman suuruinen, mutta on viime vuosina jatkuvasti menettänyt markkina-osuutta State Streetille. Säilyttäjänä ja ulkoistamispalvelujen tarjoajana muille varainhoitajille State Street on myös maailman kärkeijoukossa (kilpailijoinaan Bank of New York, Mellon Financial, JP Morgan Chase, Deutsche Bank ja Northern Trust).

Ulkoistettu varainhoito sinänsä on edelleen kasvua, mutta varsinkin indeksisijoittaminen on vasta kasvunsa alkuvaiheessa, erityisesti USA:n ulkopuolella. Viimeisen 9 vuoden aikana State Street on kasvattanut säilytettäviä varojaan 18% ja varainhoitoaan 24% vuodessa. Tuotot, tulos sekä tulos per osake ovat kaikki kasvaneet 16% vuodessa, eli nelinkertaistuneet 9 vuodessa. Yhtiön tavoitteena on jatkossakin kasvaa 12-13% inflaatiota nopeammin, joka on tämän kokoiselle yhtiölle toki haastavaa muttei mitenkään mahdotonta.

Suurin uhka piilee nähdäkseni yhtiön rakenteessa. Kaiken liiketoiminnan tärkeimpiä perussääntöjä on, ettei asiakkaiden kanssa kannata kilpailla. State Street kuitenkin tekee osin juuri tätä - lähes kaikki suuret varainhoitajat ovat sen asiakkaita säilytyspuolella, mutta kilpailevat sen kanssa varainhoidossa. Tähän saakka yhtälö on silti toiminut, koska State Street on keskittynyt indeksointipalvelujen tarjoamiseen instituutioille, kun suurin osa sen asiakkaista tarjoavat aktiivista salkunhoitoa piensijoittajille. Kokenut johto onnistuneen jatkossakin välttämään talleamasta asiakkaidensa varpaille.

Arvostus on myös haasteellinen, muttei järjetön. Nykyhinnalla (\$54) State Street arvostetaan alle P/E 25 kuluvan vuoden tulokselle (\$2,27). Viiteen vuoteen osaketta ei ole saanut ostaa tätä halvemmalla. Pitkän tähtäimen sijoittajalle, kuten meille, oleellista on, että State Street onnistuu tavoitteessaan kasvaa reaalisesti 12-13% vuodessa. Jos tämä toteutuu seuraavankin 10 vuoden ajan, osake on ollut varsinainen löytö. Moni sijoittaja varmaan kokee 15% kasvun tavanomaiseksi - se on kuitenkin kaikkea muuta! Itse asiassa vuosina 1980-99 vain 3% USA:n suurimmista yhtiöistä kasvoi yli 15% vuodessa.

Tässä mielestäni konkretisoituu suurten sijoittajien viisaus: Pysy lestissäsi. Minulla ei ole aavistustakaan siitä, mitkä teknologia-yhtiöt kasvavat 15% tai jäävät edes henkiin seuraavan 10 vuoden aikana. Mutta olen aivan vakuuttunut, että indeksisijoittamisen asema on vuonna 2012 vankistunut entisestään, ja uskon vakaasti, että State Street on vielä kehityksen kärjessä (samalla toki toivon, että me olemme kuroneet sen etumatkaa vähän kiinni).

**ERIKOISSIJOITUSRAHASTO PHOEBUS**

ARVOPAPERISIJOITUKSET 28.3.2002

	Määrä	Kurssi	Markkina- arvo EUR	Rahaston arvosta %
Tulikivi	20050	22.15	444,108	9.0%
Stockmann A&B	27000	14.05	379,406	7.7%
Exel	39200	9.60	376,320	7.7%
Instrumentarium	12000	29.00	348,000	7.1%
JW Suominen	63000	5.05	318,150	6.5%
Lassila & Tikanoja	12400	20.30	251,720	5.1%
Fiskars A	24850	9.10	226,135	4.6%
Tamfelt pref	7000	26.60	186,200	3.8%
Vacon	15200	11.50	174,800	3.6%
Jaakko Pöyry	3000	17.50	52,500	1.1%
<b>Kotimaiset osakkeet</b>			<b>2,757,339</b>	<b>56.1%</b>
State Street	3000	64.11	192,339	3.9%
Walmart de Mexico C	40000	3.31	132,286	2.7%
Merck & Co	2000	65.84	131,689	2.7%
Automatic Data Processing	2000	65.72	131,437	2.7%
Tomra	12000	10.65	127,852	2.6%
Coca-Cola	2000	59.96	119,922	2.4%
Air Liquide Japan (4086)	25000	4.53	113,233	2.3%
Robert Mondavi	2400	42.15	101,158	2.1%
McDonald's Japan (2702)	4000	24.25	96,995	2.0%
Baltika Brewery	4000	15.08	60,328	1.2%
<b>Ulkomaiset osakkeet</b>			<b>1,207,240</b>	<b>24.6%</b>
<b>Käteinen</b>			<b>950,689</b>	<b>19.3%</b>
<b>RAHASTON ARVO</b>			<b>4,915,267</b>	<b>100.0%</b>
Osuuksien lukumäärä (A-oikaistu)			390,267.56	
Arvo per A-osuus			12.595	