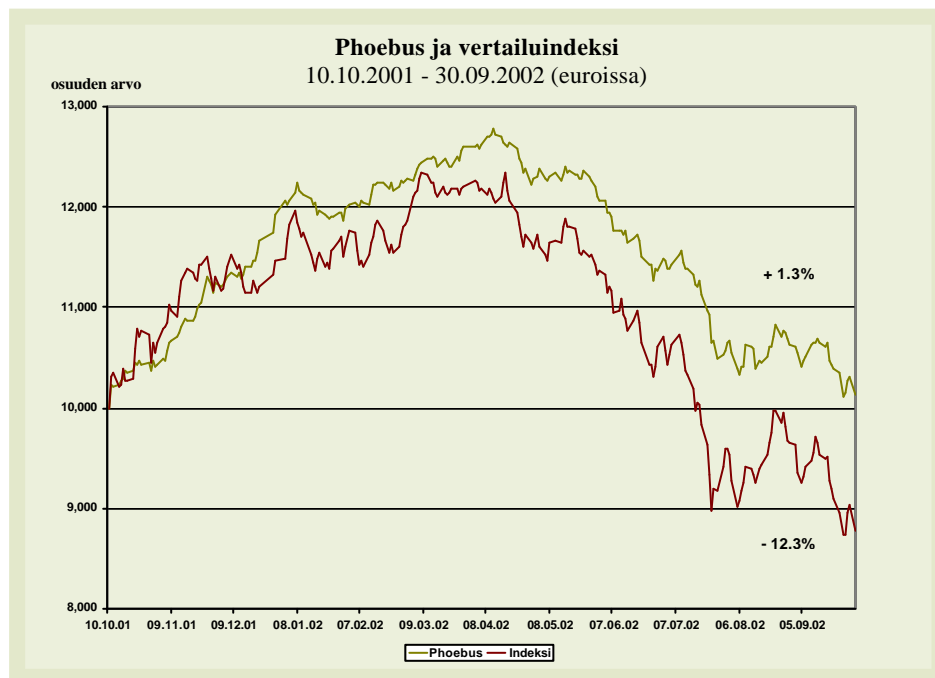


PHOEBUS NELJÄNNESVUOSIKATSAUS 3Q 2002



RAHASTON KEHITYS

Vaurautemme valitettavasti väheni taas kolmannella neljänneksellä Phoebusin laskiessa 10,9%. Tästä noin -2,5% johtui päätöksestäni keväällä ostaa TietoEnatoria ja Tellabsia (liian aikaisin) ja loput markkinoiden laskusta. Iloinen uutinen on, että rahasto omista toimistani huolimatta pärjasi paremmin kuin markkinat, jotka laskivat 17,3%. Yhtiömme ovat hyviä ja kannattavia ja tällaisten osakkeiden heilahtelut ovat yleensä pienempiä kuin markkinoiden liikkeet.

Silti ei ole mitään takeita siitä, että Phoebus pitkällä tähtäimellä pärjaisi markkinoita paremmin, vaikka siihen pyrin. Päinvastoin, kertoimet ovat meitä vastaan, johtuen rahaston hallinnointipalkkiosta ja sen maksamista kaupankäynnin palkkioista.

Vajaan vuoden toimintansa aikana Phoebus on tuottanut +1,3% vaikka markkinat ovat laskeneet 12,3%.

SIOJITTAMINEN HUONOINA AIKOINA

Jyvät erottuvat akanoista huonoina aikoina. Tämä pätee yrityksiin, mutta se pätee yhtä lailla sijoittajiin. Parhaiten onnistuvat yleensä ne sijoittajat, jotka laativat itselleen sopivan sijoitus suunnitelman - ja pysyvät suunnitelmassaan tapahtui markkinoilla mitä tahansa.

On kuitenkin erittäin vaikeaa innostua osakesijoittamisesta kun kurssit vain laskevat. Jonkin aikaa jaksaa sijoittaa lisää halventuneisiin yhtiöihin, mutta vähän ajan päästä tulee väkisinkin tunne, ettei tässä voi olla mitään järkeä. Juuri se tunne on sijoittajan pahin vihollinen.

Ne meistä, jotka sijoittavat osakkeisiin, muistavat tämän tunteen vuosilta 1989-1992 ja 1983-1985. Todelliset veteraanit varmasti kokivat saman myös 1969-1974, mutta itse luin silloin vielä Aku Ankkaa pörssi sivujen sijaan. Näitä jaksoja siis tulee epäsuunnollisin väliajoin. Miten silloin pitäisi käyttäytyä?

Itse pyrin sulkemaan markkinat pois ja keskittymään yhtiöihin, niin hyvinä kuin huonoina aikoina. Minua kiinnostaa onko yhtiö kilpailukykyinen, onko johto pätevä ja osakasystävällinen ja mahdollistaako osakkeen hinta hyvän tuoton pitkällä aikavälillä (vähintään 3-4 vuoden tähtäimellä mutta mieluummin 10-15 vuotta). Siksi luen paljon vuosikertomuksia, enkä juuri katso Reuters-päätettä.

Oleellista tietenkä on, että sijoittaja jo hyvinä aikoina mieltää osakesijoitusten riskit niin, että liian suuri osa hänen kokonaisvarallisuudestaan ei ole osakkeissa. Silloin on huonompien aikojen koittaessa helpompi toimia järkevästi - eli ostaa lisää osakkeita. Ja osakkeiden varovainen ylipainotus on aina järkevää kun (muiden) sijoittajien veri virtaa kaduilla - viimeistään siinä vaiheessa kun erinomaisten yhtiöiden osinkotuotot ylittävät pitkät korot ja yhtiöiden arvostus on selvästi alle pitkäaikaisten keskiarvojen.

En ole varma olemmeko vielä ihan siinä tilanteessa, mutta osakesijoittajalle nykyhetki on pitkiin aikoihin paras tehdä uusia sijoituksia. Pitäkää se mielessä. Ja lukekaa yhtiöidemme vuosikertomuksia. Se auttaa nukkumaan paremmin (varsinkin jos lukee myös taseen liitetiedot).

SIOJITUKSET

Jotkut osuudenomistajat ovat lähestyneet minua kysyen, olenko ostanut lisää eniten laskeneita osakkeitamme, kuten TietoEnatoria ja Exeliä. Tämä ilahduttaa minua, koska teen juuri niin, ellei minulla ole syytä tunnustaa tehneeni virhettä kun alunperin ostin kyseisen yhtiön osakkeita. Näissä kahdessa en usko tehneeni.

Olen hiljalleen lisännyt omistustamme varsinkin TietoEnatorissa. Lyhyellä tähtäimellä se on ollut virhe - osake on edelleen laskenut - mutta olen vakuuttunut Matti Lehden taidoista yritysjohtajana sekä yhtiön laadukkuudesta. Vaikka kurssi laski toisen neljänneksen tuloksen julkistamisen jälkeen, tulos oli minusta jopa yllättävän hyvä. Markkinat ovat siis mielestäni tällä kertaa väärässä.

Sen sijaan en ole sijoittanut muihin teknologiaosakkeisiin. En ymmärrä toimialaa riittävästi. Tämä on merkittävä haitta juuri nyt, koska halvimmat osakkeet löytyvät (suurten) teknologiayhtiöiden joukosta. Mutta en ole vakuuttunut siitä, että kukaan osaa ennustaa näiden yhtiöiden kilpailukykyä pitkälle tulevaisuuteen. Tuotteiden elinkaari on siihen liian lyhyt. Yhtiö, joka tänään on johtava, voi huomenna olla kuollut. Sijoitan mieluummin yhtiöihin, joiden tiedän olevan edelleen alansa markkinajohtajia kymmenenkin vuoden päästä.

Olen taas myynyt osakkeita! Tällä kertaa se ei ollut synty, koska minulla ei ollut vaihtoehtoa. Japanilaisen teollisuus- kaasuyhtiön Air Liquide Japanin emoyhtiö Air Liquide tarjoutui syyskuussa ostamaan Japanin tytäryhtiönsä koko osakekannan, joten myin osakkeemme. Sijoitus ei ollut loistava, mutta tuotti meille osinkoineen +4%, joka verrattuna markkinoiden kehitykseen on tyydyttävää.

Teollisuuskaasu on toimialana aina kiehtonut minua (uskokaa tai älkää). Markkinat kasvavat jonkin verran taloutta nopeammin uusien sovelluksien myötä. Vuosina 1994-2002 markkinakasvu on ollut noin 7% vuodessa. Toiminta sitoo huomasti pääomaa, joten alalietulokynnys on korkea. Viisi suurinta yritystä hallitsevatkin 2/3 maailman markkinoista. Air Liquide on maailman ykkönen.

Kaasun kuljettaminen on hankalaa ja raaka-aine on yleensä ilma. Siksi suurin osa tuotannosta tapahtuu laitoksissa, jotka sijaitsevat asiakkaan tehtaiden välittömässä yhteydessä. Kun Air Liquide tuottaa vaikkapa Raahessa kaasua, joka kulkee putkessa Rautaruukin terästehtaaseen, asiakkaan menettää vain, jos möhlii pahasti. Tämä on siis luonnollinen monopoli. Sen todistaa myös alan kannattavuus, joka monen vuosikymmenen ajan on ollut tasaisen loistava.

Sijoittaessani Air Liquide Japaniin vaihtoehtona oli tietenkin sijoittaa suoraan Air Liquideen. Japanin yhtiö oli kuitenkin merkittävästi halvempi. Emoyhtiön kurssi on siitä laskenut noin 15% samaan aikaan kun saimme +4% tuoton Japanin yhtiöstä, joten sijoitin myynnistä saamamme rahat emoyhtiöön. Olemme edelleen mukana tällä kiehtovalla toimialalla.

Anders Oldenburg
salkunhoitaja
anders.oldenburg@seligson.fi



Ostamme yrityksiä - emme osakkeita. Siksi yllä oleva logo sopii paljon paremmin kuvaamaan sijoitustamme **Instrumentariumiin** kuin yhtiön oma logo; onhan Datex-Ohmeda selvästi yhtiön tärkein liiketoimintayksikkö ja sen koko tulevaisuus.

Se on myös eräs Suomen kautta aikojen suurimmista menestystarinoista. Kun Instrun nykyinen toimitusjohtaja Olli Riikkala aloitti Datexin johdossa 1982, sen liikevaihto oli 20-30 miljoonaa markkaa. Kun hänestä vuonna 1997 tuli koko Instrun ykkösmies, Datexin liikevaihto hipoi jo miljardia markkaa - ja kasvu oli ollut lähes kokonaan orgaanista vain parin pienen yritysoston tukemana!

Tämän jälkeen Olli on jälleen näyttänyt osaamisensa, tällä kertaa konsernin rakenteen kehityksessä. Vuonna 1996 Instru oli jäykkä, vanhanaikainen ja huonosti johdettu monialayhtiö, jolla oli sellaisia kummallisuuksia kuin hallintoneuvosto ja eri osakesarjat. Ollin aikana ydintoimintaa on vahvistettu yritysostoin, muut liiketoiminnat on myyty (viimeisimpänä näistä optiikkaryhmä viime kuussa) ja kummallisuudet on lopetettu.

Olli Riikkala on juuri sellainen yritysjohtaja, jonka haluan hoitavan rahojamme.

Tänään Datex-Ohmedan liikevaihto lähenee miljardia euroa. Se on maailman ykkönen potilasvalvontalaitteissa ja nukutuskoneissa, joita käytetään sairaaloiden leikkaussaleissa. Tämän aseman piti aikaisemmin suurella marginaalilla Hewlett-Packard (joka myi liiketoiminnan pari vuotta sitten Philipsille). Kun pieni yhtiö Suomesta lyö tällaisen jättiläisen laudalta kymmenessä vuodessa, tuo pieni yhtiö on poikkeuksellisen hyvä.

Vaikka maailman ykköstitä on jo saavutettu kasvupotentiaalia riittävä edelleen. Ensinnäkin terveydenhuollon markkinat kasvavat jonkin verran kansantaloutta nopeammin väestön ikääntyessä ja vaurastuessa. Toiseksi Datex-Ohmeda on vielä pieni tekijä muissa sairaalan osissa kuin leikkaussaleissa. Pelkästään tehohoidon markkinat ovat lähes kaksinkertaiset leikkaussaleihin verrattuna. Lisäksi sairaaloiden informaatiojärjestelmien markkinat, joilla Datexin Deio-yksikkö on johtava, ovat vasta kehityksessä.

Instrumentariumiin toki liittyy tavanomista enemmän riskejä. Toiminnan luonteesta johtuen tulos vaihtelee melko paljon neljännesten välillä, koska yksittäiset toimitukset ovat isoja ja katteet korkeat. Analytiikat ovat siksi harvoin oikeassa, vaan pettyvät ja yllätyvät iloisesti vuorotellen (joka johtaa suurehkoihin kurssiheilahteluihin). Kasvu perustuu osittain yritysostoihin, joiden integrointi aina kestää oman aikansa. Ja valuttakurssien heilahtelu vaikuttaa edelleen, joskin dollariherkkyyden pienentyminen sitä mukaa kuin USA:n osuus tuotannosta on kasvanut.

Arvostus ei myöskään enää ole aivan halpa, mutta pidän Instrua edelleen järkevästi arvostettuna viimeisten vuosien kurssinoususta huolimatta. Ennen heinäkuussa ostetun Spacelabsin vaikutusta lukuihin Instrun bruttoarvo (markkina-arvo + velka) on 9-10 kertaa sen liiketulos, joka vastaa P/E-lukua 13-14. Tämä on nopeahkosti kasvavalle yhtiölle suhteellisen matala. Lisäksi Spacelabs-kaupan hinta oli sen verran edullinen, että sen tuloksen ei tarvitsse edes nousta muun konsernin tasolle jotta kauppa osoittautuisi hyväksi.

Olli Riikkalalla on tapana sanoa, että "terveydenhuolto on ikuisesti kasvava ala". Näin ei kaikkien toimijoiden osalta suinkaan ole, mutta Datex-Ohmeda on jo näyttänyt kyntensä ja olen vakuuttunut, että Ollin johdolla paras on vasta edessä.



Yhtiötä on monenlaisia. Pari viikkoa sitten satuin näkemään **Merck & Co:n** päättäjän haastattelun, jossa hän viittasi yhtiön kulttuuriin näin: "Jos luet Pfizerin vuosikertomuksen, he puhuvat halustaan tulla maailman arvostetuimmaksi yhtiöksi. Meidän julkaisumme kertoo halustamme parantaa sairauksia. Näin on aina ollut".

Tarkkaan ottaen, Merckin vuosikertomuksessa on sen pitkäaikaisen toimitusjohtajan George W. Merckin sitaatti vuodelta 1950: "*We try never to forget that medicine is for the people. It is not for the profits. The profits follow, and if we have remembered that, they have never failed to appear. The better we have remembered that, the larger they have been.*" Tämä on toimintafilosofia jonka ymmärrän.

Se on myös filosofia, joka on tehnyt Merckista ehkä maailman parhaan lääkeyhtiön. Kirjassaan "Built to Last: Successful Habits of Visionary Companies" konsultti Jim Collins kertoo mitkä seikat hänen mielestään erottavat parhaat yhtiöt muista (niille, jotka eivät jaksa kirjaa lukea, vastaus on yrityskulttuuri) ja toteaa Merckin osalta juuri jatkuvan fokuksen sairauksien parantamiseen olevan ehkä tärkein ero muihin lääkeyhtiöihin. Sijoittajalle ero merkitsee turvallisuutta - Merck ei tule tekemään tyhmiä yritysostoja.

Siksi on säälillä, että juuri Merck on saanut oman osansa viime aikojen kriittisestä kirjanpidon oikeellisuudesta ja yritysjohton rehellisyydestä. Merckin osalta kritiikki on suuntautunut sen tytär-yhtiön Medco Health Solutionsin tapaan kirjata tiettyjä läpimenoeriä liikevaihtoonsa, joka saa liikevaihton näyttämään todellista suuremmalta. Tuloksen kannalta käytäntö on kuitenkin epärelevantti - läpimenoeriä näkyy kuluissa yhtä suurena kuin liikevaihdossakin (Suomessakin esimerkiksi mainostoimistot, lääkejelijat ja sopimusvalmistajat kirjaavat merkittäviä läpimenoeriä liikevaihtoonsa).

Toinen syy markkinoiden epäuskoon on, että Merck oli kesällä listaamassa Medco Healthin erillisenä yhtiönä, mutta pörssin alavire esti suunnitelman toteutumisen. Ei varmaankaan ole Merckin johdon vika että pörssi ei nouse, joten en pidä tätä epäonnistumisena. Päinvastoin on hyvä merkki, että Merck keskittyy lääkkeisiin - en ole ikinä ymmärtänyt mitä yhtiö tekee jakeluliiketoiminnalla.

Suurin syy osakekurssin laskulle on kuitenkin joidenkin lääkkeiden patenttisuojan umpeutuminen, jonka johdosta kuluvan vuoden tulos ei nouse. Suurin ongelma liittyy AstraZenecan mahahaavälääke Loseciin, jota Merck myy USA:ssa. Ensi vuonna Merck toki uskoo tuloksensa taas kasvavan noin 10%.

Viimeisen 15 vuoden aikana tulos on keskimäärin kasvanut 15% vuodessa. Ongelmien takia Merckin P/E nykykurssilla (\$46) on vain 14,7 joka on näin nopeasti kasvavalle lähes velattomalle yhtiölle alhainen. Kun osinkotuotto vielä ylittää 3% arvostus antaa sijoitukselle todellisen turvamarginaalin. Merck maksoi 90 dollaria pari vuotta sitten, joka oli minusta hieman liikaa, mutta 70-80 dollarin hinta ei olisi yhtiölle kohtuuton lyhyelläkään aikavälillä.

Läkeyhtiöiden kurssit reagoivat yleensä voimakkaammin uusiin tuotteisiin. Vuosina 1995-2001 Merck toi markkinoille 17 uutta lääketta. Vuosille 2002-2006 suunnitellaan 11 lanseerausta, joista 8 edustaa täysin uutta lääketiedettä yli 20 miljoonan potilaan markkinoille (per lääke). Kasvupotentiaalia siis näyttää riittävän ja olen vakuuttunut, että Merck & Co on näillä hinnoilla erinomainen sijoitus, jonka riskitaso on suhteellisen alhainen.

ERIKOISSIJOITUSRAHASTO PHOEBUS

ARVOPAPERISIJOITUKSET 30.9.2002

	Määrä	Kurssi	Markkina- arvo EUR	Rahaston arvosta %
Tulikivi	27500	19.00	522,500	11.4%
JW Suominen	95000	5.25	498,750	10.9%
Stockmann A&B	34500	12.33	425,470	9.3%
Tamfelt pref	13700	26.50	363,050	7.9%
Exel	52200	6.50	339,300	7.4%
Instrumentarium	12000	24.90	298,800	6.5%
Lassila & Tikanoja	19000	15.11	287,090	6.3%
Tietoenator	22000	11.63	255,860	5.6%
Fiskars A	30000	7.82	234,600	5.1%
Vacon	15200	6.76	102,752	2.2%
Jaakko Pöyry	3000	13.00	39,000	0.9%
Kotimaiset osakkeet			3,367,172	73.6%
State Street	3500	39.18	137,120	3.0%
Air Liquide	1000	123.90	123,900	2.7%
Merck & Co	2500	46.99	117,471	2.6%
Coca-Cola	2000	49.25	98,507	2.2%
Tomra	15000	6.26	93,941	2.1%
Automatic Data Processing	2500	35.80	89,512	2.0%
Walmart de Mexico C	40533	2.16	87,584	1.9%
McDonald's Japan (2702)	4000	20.36	81,428	1.8%
Robert Mondavi	2400	30.98	74,352	1.6%
Tellabs	10000	4.53	45,302	1.0%
Ulkomaiset osakkeet			949,119	20.7%
YHTEENSÄ osakkeet			4,316,291	94.3%
Käteinen			261,771	5.7%
RAHASTON ARVO			4,578,062	100.0%
Osuuksien lukumäärä (A-oikaistu)			451,758.52	
Arvo per A-osuus			10.134	