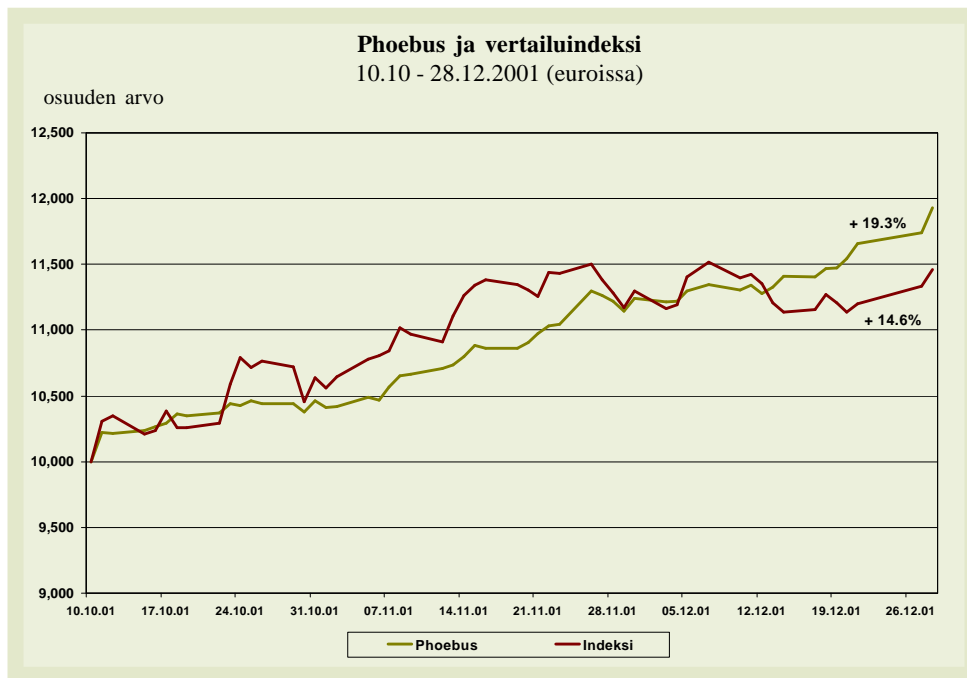


PHOEBUS NELJÄNNESVUOSIKATSAUS 4Q 2001



RAHASTON KEHITYS

Olipa huikea syksy! Lokakuun 10. päivästä, jolloin Phoebus aloitti toimintansa, vuoden loppuun rahaston vertailuindeksi nousi 14,6%. Phoebus kehittyi vielä tätäkin paremmin, nousten kokonaiset 19,3%. Toivon hartaasti, ettei kukaan teistä kuvittele, että tällainen markkinakehitys voisi jatkua kovin kauan, tai peräti olisi normaalia. Normaalia minusta on, että osakkeet tuottavat pitkällä tähtäimellä noin 10% vuodessa, eli saman verran kuin osinkotuotto lisättyinä yritysten tulokasvulla.

Phoebus toki pyrkii jatkossakin pärjäämään markkinoita paremmin *pitkällä tähtäimellä*, mutta siitä, että tässä onnistuisin, ei ole mitään takeita. Päinvastoin, älykäs sijoittaja huomaa vähän aikaa asiaa mietittyään, että kertoimet ovat itse asiassa meitä vastaan, johtuen rahaston hallinnointipalkkiosta ja sen maksamista kaupankäynnin palkkioista.

SIJOTUSFILOSOFIA

Erinomaisessa kirjassaan "Made In America: My Story" edesmennyt Sam Walton, maailman suurimman kauppaketjun Wal-Martin perustaja, kertoo seuraavan tarinan:

"I don't subscribe much to any of these fancy investment theories, and most people seem surprised to learn that I've never done much investing in anything except Wal-Mart. I believe the folks who've done the best with Wal-Mart stock are those who have studied the company, who have understood our strengths and our management approach, and who, like me, have just decided to invest with us for the long run.

We have a group of longtime investors in Scotland who have done it better maybe than anybody. Back in the early days of our growth, the Stephens people took us to London, where we first attracted the interest of these folks. They told us right off that they believed in investing for the long term. They said that as long as they felt good about the basics of the company, and had confidence in the management, they wouldn't be buying and selling the way many of these fund managers do. Man, they were talking my language."

He puhuivat myös Phoebusin kieltä. Paras tapa parantaa kertoimia onnistumisemme puolesta, on käydä omistamillamme osakkeilla mahdollisimman vähän kauppaa, jolloin maksamme myös mahdollisimman vähän palkkioita. Sijoitan rahojamme vain sellaisiin yhtiöihin, joita aion pitää ikuisesti. Aina ei tietenkään lopulta näin käy - hyvienkin yhtiöiden johto vaihtuu joskus huonompaan, tai yhtiö jää epähuomiossaan jonkin uuden trendin jalkoihin, joka vie sen kilpailukyvyyn. Hyvin johdetuissa yrityksissä näitä epäonnistumisia on kuitenkin keskimääräistä selvästi vähemmän, ja siksi osta-ja-pidä -sijoitusstrategian täytyy aina perustua siihen, että sijoitetaan vain poikkeuksellisen hyvin johdettujen yhtiöiden osakkeisiin.

SIJOTUKSET

Vaikka Sam Walton oli tyypillinen Phoebus-mies, emme omista Wal-Martin osakkeita. Tämä johtuu yksinkertaisesti siitä, että pidän niitä yliarvostettuina, vaikka ihailen yhtiötä suuresti. Hyvänsä yhtiön osake ei ole hyvä sijoitus - ainakaan keskipitkällä aikavälillä - jos siitä maksaa aivan liikaa. Wal-Martin osake maksaa tätä kirjoittaessani 60 dollaria, joka suhteessa vuoden 2001 ennustettuun osakekohtaiseen tulokseen (1,49) vastaa P/E-lukua 40. Hyvä yhtiö joka kasvaa nopeasti voi kyllä olla tämän arvoinen, mutta se ei jätä paljon turvamarginaalia.

Olen sen sijaan juuri sijoittanut 2% varoistamme Wal-Mart de Mexican osakkeisiin. Walmex on Wal-Martin meksikolainen tytäryhtiö, joka aikaisemmin tunnettiin nimellä Cifra. Jo ennen kuin Wal-Mart osti yhtiön vuonna 1997, se oli Meksikon johtava kauppaketju. Sen markkina-asema on kuitenkin vahvistunut entisestään Wal-Martin omistuksessa, joka näkyy kiihtyvänä kasvuna ja nousevina tulosmarginaaleina. Vuonna 2001 Walmexin liikevaihto kasvoi noin 15% liiketuloksen kasvaessa 23%. Walmexin P/E-luku on kuitenkin noin 40% alhaisempi kuin emonsa (eli noin 24 vuoden 2001 tulokselle).

Ei ole mitään epäselvyyttä siitä, etteikö Walmexin kulttuuri ja johtamistapa heijastaisi Wal-Martin arvoja. Näin ollen, ainoat asiat jotka vaikuttavat valintaan näiden osakkeiden välillä ovat 1) suhteellinen arvostus ja 2) suhteellinen kasvu tulevaisuudessa. Wal-Mart on USA:n markkinoilla saavuttanut jo sellaisen aseman, että sen kasvu väkisin hidastuu. Toki yhtiö voi vielä kauan kasvaa melko voimakkaasti laajentamalla Eurooppaan, Aasiaan ja Etelä-Amerikkaan, kun taas Walmex on rajattu toimimaan ainoastaan Meksikossa. En silti näe syytä miksei Walmex voisi kasvaa vähintään Wal-Martin vauhtia, ja itse asiassa vähemmällä riskillä, koska kasvu tapahtuu sen kotimarkkinoilla, missä se on markkinajohtaja. Näin ollen, 40% alemmalla arvostuksella valinta oli mielestäni suhteellisen helppo.

Vastaava teema pätee joihinkin muihinkin sijoituksiimme. Japani on mielestäni tällä hetkellä niin syvällä, että sen osakemarkkinoiden potentiaali on ehkä maailman paras, kunhan tunnelin päässä alkaa näkyä edes vähän valoa. En tunne japanilaisten yritysten kulttuuria tai johtoa, joten ostin meille McDonald's Japanin ja Air Liquide Japanin osakkeita (olisitte ainakin tässä vaiheessa rikkaampia ellen olisi niitä ostanut). Vastaavasti ainoa venäläinen sijoituksemme, Baltika-panimo Pietarissa, oli tapa ostaa lähes koko Hartwallin potentiaali alle puoleen Hartwallin osakkeen hinnasta.

Enimmäkseen sijoitamme kuitenkin Suomeen. Pyrin pitämään ainakin 75% sijoituksistamme suomalaisissa yhtiöissä. Tähän on yksinkertainen syy: en tunne muualla maailmassa toimivien yhtiöiden johtoa yhtä hyvin kuin suomalaisten, enkä usko, että ikinä voisinkaan tuntea, vaikka yrittäisin. Ainoat syyt miksi Phoebus yleensäkin sijoittaa myös ulkomaille ovat 1) likviditeetti (suomalaisia sijoituksiamme on vaikea tarvittaessa myydä), 2) hyvien suomalaisten sijoituskohteiden rajallinen määrä sekä 3) salkunhoitajan mielenterveys (olen seurannut suomalaisia yhtiöitämme enimmäkseen yli 10 vuotta, ja ilman uusia haasteita tästäkin työstä muodostuisi äärettömän tylsä; uskookaa tai älkää).

KERTOKAA MIELIPITEENNE

Tämä on Phoebusin ensimmäinen neljännesvuosikatsaus. Olen yrittänyt tuoda esille niitä asioita, joita itse pidän tärkeinä. En jaksa höpistä markkinoista, koska sijoitan hyvin *yrityksiin*, enkä yritä surffata viimeisiä trendejä. Kertokaa minulle mitä piditte tästä katsauksesta, ja miten haluaisitte kehittää näitä jatkossa. Lupaan yrittää parhaani niin sijoitustoiminnassamme, kuin siitä teille tiedottamisessa.

Anders Oldenburg
salkunhoitaja
anders.oldenburg@seligson.fi

Phoebusin toistaiseksi surkeimpia sijoituksia on ollut suomalainen komposiittisten erikoisprofiilien valmistaja Exel. Rahaston aloituspäivästä vuoden loppuun sen kurssi nousi kylläkin 11%, mutta on vuodenvaihteen jälkeen laskenut 6% yhtiön kerrottua, että vuoden 2001 tulos ei aivan yltänyt odotuksiin.

Samalla Exel on sijoituksistamme ehkä se, johon luotan eniten. Toimitusjohtaja, 46-vuotias Ari Jokelainen, on toiminut Exelissä vuodesta 1990, jolloin yhtiö oli Neste Oy:n omistuksessa ja tappiollinen. Arin johdolla Exelistä tuli ensin tunnettu urheiluvälineiden valmistaja, ja se on sittemmin kasvanut Euroopan johtavaksi hiili- ja lasikuituprofiilien valmistajaksi, jonka kannattavuus ja kasvu jättävät muille toivomisen varaa. Ari on siitä erikoinen yritysjohtaja, etten ole ikinä kuullut hänen syyttävän muita omista möhläilyistään - tosin niitä ei ole monta ollut - eikä hän yleensä sorru liian ruusuisten tulevaisuudenkuvan kertomiseen analytikoille.

Visioita kyllä riittäisi. Exel on nuori ja dynaaminen yritys, jonka perusvahvuus on innovatiivisuus ja asiakkaan tarpeiden ymmärtäminen. Yhtiö ei tee standardituotteita, vaan jokainen sovellus on räätälöity tietyille asiakkaille. Koska jokaisen profiilin valmistuksessa käytetään ainutlaatuista muottia, jonka asiakas yleensä rahoittaa, asiakassuhteet tyypillisesti kestävät yhtä kauan kuin ne lopputuotteet, joihin profiili tarvitaan, ovat hengissä.

Tässä ympäristössä voisi kuvitella, että uusien asiakkaiden hankinta on vaikeaa. Exelin markkinat kuitenkin kasvavat, koska sen käyttämät materiaalit korvaavat hitaasti perinteisiä materiaaleja kuten puuta ja terästä eri sovelluksissa. Kasvu riippuukin ennen kaikkea Exelin kyvystä keksiä uusia tuotealueita, joilla komposiitit voivat tarjota asiakkaille sellaista mitä perinteiset materiaalit eivät. Exel on asettanut itselleen tavoitteeksi kasvaa 15% vuodessa, jonka yhtiö on ylittänyt vuosina 1997-2001 (jolloin kasvu on ollut 18%). Lähitulevaisuudessa esimerkiksi paperikoneiden telojen puhdistukseen käytettävät kaavinterät sekä öljynporaussauttojen kiinnitysaijerit tuovat mielenkiintoisia uusia kasvumahdollisuuksia.

Voimakkaasta kasvupyrkimyksestä huolimatta Exelin riskiprofiili on melko alhainen. Tase on kunnossa, eikä johto ole antanut kasvun paisuttua velkaa. Kasvu on lähinnä orgaanista, uusista tuotteista lähtöisin, eikä johto todennäköisesti sorru tyhmiin yritysostoihin. Toki Exel yrittää kasvaa myös yritysostoin, mutta ne tulevat jatkossakin olemaan pieniä ja tarkkaan harkittuja.

Voimakkaasti nousseista raaka-ainekustannuksista ja sisäisestä tehottomuudesta johtuen osakekohtainen tulos laski viime vuonna noin neljänneksen noin 0,61 euroon. P/E-luku on siis noin 15. Vaikka moni asia meni Exeliltä viime vuonna pieleen, käyttökate oli 16-17% liikevaihdosta, joka kertoo yhtiön vahvuudesta. Minulla ei ole aavistustakaan mikä Exelin P/E-luvun pitäisi olla, mutta ajattelen osakkeen potentiaalia seuraavasti:

Jos Exel onnistuu kasvamaan 15% vuodessa (joka uusien tuotteiden valossa on haasteellista muttei epätodennäköistä), ja tekee normaalia 18-20% käyttökateä vuonna 2005, se tekisi silloin tulosta 1,25-1,50 euroa per osake. Jos sijoittajat ovat valmiit maksamaan P/E 15, joka suurin piirtein vastaa normaalitasoa yhtiölle jonka kasvu on 15% vuodessa, osake voisi maksaa noin 20 euroa 4 vuoden päästä. Kun tähän lisätään vuotuinen noin 4% osinkotuotto, osakkeen vuosituotoksi muodostuu 25%. Tämä ei ole tarkkaa matematiikkaa, mutta kertoo minulle, että osakkeessa on turvamarginaalia suhteessa 10-15% tuottovaatimukseeni (vaikka osakkeesta maksettaisiin vain P/E 10, sen vuosituotto olisi 13%). Ja kun yhtiö on muuten hyvä, ja yritysjohto loistava, tämä riittää minulle.

Kun jätin Alfred Bergin vuonna 1998, sain läksiäislahjaksi T-paidan, jonka selkään oli kirjattu amerikkalaisen cowboy-humoristi Will Rogersin sitaatti: "When a stock doubles, sell it." Tästä syntyneeseen luonnolliseen vastakysymykseen "What if it doesn't double?", kollegojeni ja Willin neuvo oli hyvin lakoninen: "Don't buy it".

Olen yrittänyt osittain noudattaa tätä neuvoa Baltikan kohdalla. Ostin osakkeet lokakuussa hintaan 5,60 dollaria, ja niiden arvo ylittää tänään 11 dollaria. En ole kuitenkaan halunnut niitä varsinaisesti myydä, vaan olen epäsuorasti vähentänyt omistustamme niin, etten ole ostanut niitä lisää vaikka rahastoon on virrannut uutta rahaa.

Baltika ei ehkä heti tunnu maailman parhaimpiin kuuluvalta yritykseltä, erityisesti kun se toimii Venäjän villeillä markkinoilla. Kyseessä on kuitenkin Hartwall-riski vähän eri muodossa, joka minusta oli - ja edelleen on - järkevämpi kuin ostaa Hartwallia. Baltikahan on Hartwallin Baltic Beverages Holding -osakkuusyhtiön suurin panimo.

Baltikalla oli alunperin yksi panimo Pietarissa, jonka tuotanto oli 61 miljoonaa litraa vuodessa kun BBH osti Baltikan vuonna 1993. Sen lisäksi, että Pietarin panimon tuotanto on noussut yli kymmenkertaiseksi, Baltika on viime vuosina ostanut BBH:lta kaksi muuta panimoa, ja Baltikan kokonaistuotanto vuonna 2000 oli yli miljardi litraa olutta. Yhtiön keskimääräinen vuosikasvu on ollut 50% vuosina 1993-2000.

Ja kasvu jatkuu. Baltikalla on tänään noin 20% Venäjän olutmarkkinoista (BBH:n koko osuus on 30%). Kehittyneillä markkinoilla suurimmalla merkillä on yleensä 40-60% markkinoista; USA (Budweiser) ja Suomi (Hartwall) ovat tästä hyviä esimerkkejä. Lisäksi oluen kulutus per capita Venäjällä on edelleen vain 44 litraa vuodessa, eli puolet Suomen tasosta. Markkinoiden kasvu siis voi jatkua voimakkaana kauan.

Silti, potentiaali ei edes Venäjällä ole rajaton. Kulutus per capita tuskin nousee vielä Suomen tasolle, koska ihmisillä yksinkertaisesti ei ole rahaa kuluttaa. Siksi minusta oli rohkaisevaa, että Baltika viime syksynä osti Krinitsa-panimon Minskissä, jolla on noin 21% osuus Valko-Venäjän markkinoista. Myös BBH:n päätös myydä Tula-panimo lähellä Moskovaa Baltikalle osoittaa 1) BBH:n luottavan Baltikan johtoon ja 2) Baltikan olevan ydinroolissa BBH:n Venäjän toiminnassa.

Perinteisin Phoebus-arvoin Baltikan arvioinnin tärkein kohta olisi yhtiön pääjohtaja Taimuraz Bolloev. Häntä en ole vielä koskaan tavannut. Sen sijaan olen varma siitä, että Hartwall yrittää siirtää toimintatapojaan - joista pidän - kaikkiin BBH-panimoihin. Mitään varmuutta siitä, että BBH olisi osannut siirtää näitä arvojaan esimerkiksi Baltikalle ei toki ole, mutta jos tämä on epäonnistunut, Hartwall on vielä suurempi riskisijoitus kuin Baltika - kyseessähän on sama liiketoiminta.

Baltika on siis hyvä vaihtoehto Hartwallille. Kun ostin Baltikaa, sen markkina-arvo oli USD 670m. Hartwallin arvostus (19 euroa) vastasi silloin USD 1920m arvoa koko BBH:lle. Kun muistaa, että BBH omistaa panimoistaan keskimäärin vain 75%, ja että Baltika muodostaa 60% BBH:sta, oli helppo laskea, että Baltika maksoi suoraan Venäjällä alle puolet siitä, mihin sitä Hartwallin kautta arvostettiin. Kurssi on siitä tuplaantunut, mutta Hartwall on myös noussut, joten Baltika on edelleen 40% halvempi.

Hyvinkin osakkeen potentiaali on kuitenkin rajallinen, ja osakkeen nousua 100% kahdessa kuukaudessa on minusta syytä olla varuillaan. Siksi olen seurannut T-paidassani olevaa neuvoa, enkä enää lisännyt omistustamme vaikka edelleen pidän Baltikasta.

ERIKOISSIJOITUSRAHASTO PHOEBUS

ARVOPAPERISIJOITUKSET 28.12.2001

| Osake | Määrä | Kurssi | Markkina- arvo EUR | Rahaston arvosta % |
|----------------------------|-------|--------|-----------------------|-----------------------|
| Stockmann A&B | 15000 | 13,34 | 200 120 | 11,0% |
| Tamfelt etu | 6200 | 26,50 | 164 300 | 9,1% |
| Tulikivi | 6900 | 21,50 | 148 350 | 8,2% |
| Exel | 14000 | 9,90 | 138 600 | 7,6% |
| JW Suominen | 23800 | 5,80 | 138 040 | 7,6% |
| Instrumentarium | 3000 | 45,80 | 137 400 | 7,6% |
| Fiskars A | 11500 | 8,50 | 97 750 | 5,4% |
| Lassila & Tikanoja | 4000 | 17,80 | 71 200 | 3,9% |
| Vacon | 6200 | 9,20 | 57 040 | 3,1% |
| Jaakko Pöyry | 3000 | 16,00 | 48 000 | 2,6% |
| Kotimaiset osakkeet | | | 1 200 800 | 66,2% |
| Merck & Co | 700 | 67,82 | 47 477 | 2,6% |
| Automatic Data Processing | 700 | 67,78 | 47 445 | 2,6% |
| State Street | 700 | 59,05 | 41 338 | 2,3% |
| Air Liquide Japan (4086) | 9000 | 4,58 | 41 210 | 2,3% |
| Baltika Brewery | 4000 | 10,00 | 39 982 | 2,2% |
| McDonald's Japan (2702) | 1400 | 28,48 | 39 868 | 2,2% |
| Robert Mondavi | 800 | 44,08 | 35 262 | 1,9% |
| Ulkomaiset osakkeet | | | 292 582 | 16,1% |
| Käteinen | | | 319 204 | 17,6% |
| RAHASTON ARVO | | | 1 812 586 | 100,0% |
| Osuuksien lukumäärä | | | 151 930,47 | |
| Arvo per osuus | | | 11,930 | |
