
PHOEBUS

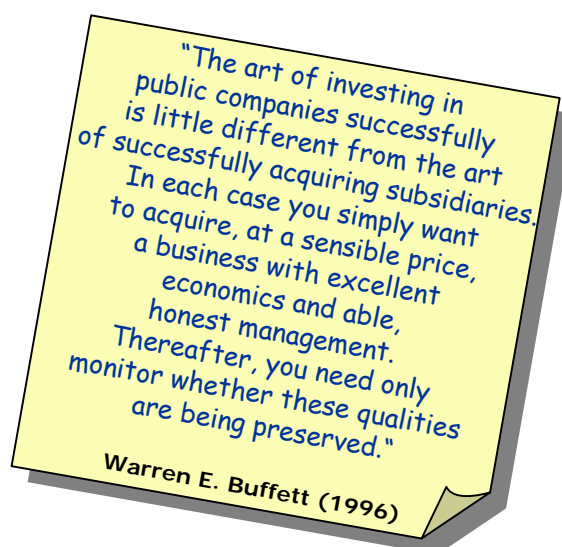
OSUUDENOMISTAJAN VUOSIKIRJA 2004



Yksinkertainen on tehokasta.

SISÄLTÖ

SALKUNHOITAJALTA	3
SIJOITUKSET	4
SIJOITUSFILOSOFIA	5
SIJOITTAMINEN JA SPEKULAATIO	7
RAHASTON ARVON KEHITYS	9
YHTIÖIDEMME KEHITYS	11
VARAINHOITAJAMME	13
TAULUKOIDEN LUKUOHJE	15
SUOMALAISET YHTIÖMME	17
Tulikivi	19
Exel	21
TietoEnator	23
Lassila & Tikanoja	25
Stockmann	27
Suominen	29
Chips	31
Nokian Tyres	33
Vacon	35
Tamfelt	37
Fiskars	39
ULKOMAISET YHTIÖMME	41
Handelsbanken	43
Air Liquide	45
Scania	47
State Street	49
Automatic Data Processing	51
Securitas	53
Tomra	55
Vestas	57
Wal-Mart de Mexico	59
Merck & Co	61
Mondavi	63
OSUUDENOMISTAJAN OPAS	64



SALKUNHOITAJALTA

Hyvät osuudenomistajat tai sellaiseksi aikovat,

Pidätte kädessänne Phoebusin ensimmäistä Vuosikirja – julkaisua. Jatkossa tarkoitukseni on päivittää kirja kerran vuodessa (keväällä).

MIKSI VUOSIKIRJA?

Phoebus on tavallinen osakerahasto, mutta tällaiset julkaisut eivät ole rahastoille tavanomaisia. Saanen siis aloittaa kertomalla miksi olen päätenyt Vuosikirjan tekemiseen (joku voisi argumentoida, että aikani olisi paremmin käytetty vaikkapa salkunhoitoon).

Ensinnäkin haluan, että meillä on sama informaatio. Salkunhoitajana itse luonnollisesti tiedän mihin olemme sijoittaneet ja miksi. Haluan, että tekin tiedätte. Teillä on siihen oikeus. Kyseessä on teidän rahanne. Pysin kertomaan teille kaiken, minkä itse haluaisin tietää jos roolimme olisivat päinvastaiset (te olisitte salkunhoitajia).

Toiseksi, Phoebus sijoittaa yhtiöihin. Se ei spekuloi osakkeissa. Rahastoille tyypilliset ”markkinakatsaukset” tai ”strategiaraportit” ovat minusta täysin hyödyttömiä. Oleellista on, miten yhtiöidemme liiketoiminta kehittyy. Sen kertominen on työlästä ja vaatii enemmän tilaa kuin osavuosisiraportteissamme on. Se ei kuitenkaan ole mikään syy jättää sitä kertomatta.

KESKITTYKÄÄ YHTIÖIHIMME

Osakesijoitukset onnistuvat jollain varmuudella vain, jos sijoittajan aikajänne on riittävän pitkä. Oma sijoitustyylini on muotoutunut vuosien varrella varsin pitkäjänteiseksi ja suosittelen samaa teille. Aina ei ole helppoa olla välittämättä kurssiheilahteluista, mutta keskittyminen yhtiöihin osakkeiden sijaan helpottaa sitä huomattavasti.

Olen siksi kerännyt Vuosikirjaan mahdollisimman paljon tietoja yhtiöistämme. Lainatakseni Charlie Mungeria (joka tosin puhui eri kirjasta):

”Not everyone will like it. It is pretty hard to understand everything, but if you can’t understand it, you can always give it to a more intelligent friend.”

Tai mikäli ette jaksata tutustua yhtiöiden numerotietoihin – joita Vuosikirjassa riittää – voitte hahmotella sijoitustoimintaamme seuraavasti:

Emme spekuloi papereilla, vaan olemme ostaneet liiketoimintoja. Omistamme osuuden jokaisesta yhtiöstä, johon olemme sijoittaneet. Jos Phoebusta tarkastelee ”konsernina” (omistusosuuksemme mukaan), se näyttää seuraavalta (30.4.2004):

- palveluksessamme on 78 henkilöä (joista 57 suomalaisissa yhtiöissämme)
- tuotimme viime vuonna mm. 282 vuolukiviunia, 3200 autonrengasta, 237 tonnia kuitukankaita ja 21.300 pulloa viiniä
- laskimme ja maksoimme 370 henkilön palkat ja säilytimme arvopapereita 200 miljoonan dollarin arvosta
- myymillämme automaateilla kerättiin 10,9 miljoonaa pulloa ja tölkkiä pois roskaamasta
- asentamamme tuulivoimalat vastasivat 730 kotitalouden koko sähköntarpeesta

KAIPAAN KOMMENTTEJANNE

Toivon, että Vuosikirja selittää mahdollisimman tarkasti miten Phoebus sijoittaa ja miksi. Teoksen lopussa on kopio Osuudenomistajan Oppaasta – lukekaa ainakin se, jos se ei ole teille ennestään tuttu.

Uusi julkaisu ei tietenkään ole heti täysin valmis – ei tämäkään. Täydellistä siitä ei varmasti ikinä tulekaan, mutta se toivottavasti paranee hieman joka vuosi. Teidän roolinne on siinä ratkaiseva. Kertokaa mielipiteenne.

Antoisia lukuhetkiä toivottaen,



Anders Oldenburg
salkunhoitaja
anders.oldenburg@seligson.fi



SIJOITUKSET

ARVOPAPERISIJOITUKSET 30.4.2004

	Osakkeita	Osakekurssi valuutta	euro	Markkina- arvo EUR	Osuus rahastosta
Tulikivi	197500		7.39	1 459 525	11.9%
Exel	86000		14.38	1 236 680	10.1%
Tietoenator	43000		25.02	1 075 860	8.8%
Lassila & Tikanoja	32900		27.85	916 265	7.5%
Stockmann A&B	47000		18.16	853 380	7.0%
JW Suominen	125000		5.65	706 250	5.8%
Chips B	21500		18.29	393 235	3.2%
Nokian Renkaat	5700		68.25	389 025	3.2%
Vacon	35500		10.90	386 950	3.2%
Tamfelt etu	30000		12.80	384 000	3.1%
Fiskars A	36000		10.20	367 200	3.0%
Kotimaiset osakkeet				8 168 370	66.7%
Handelsbanken B	29000	146.00	15.96	462 935	3.8%
Air Liquide	2700	146.20	146.20	394 740	3.2%
Scania B	15000	237.00	25.91	388 695	3.2%
State Street	7000	48.89	40.89	286 241	2.3%
Automatic Data Processing	7500	43.85	36.68	275 071	2.2%
Securitas	22000	110.50	12.08	265 799	2.2%
Tomra	75000	27.20	3.31	248 175	2.0%
Vestas	20000	92.00	12.36	247 270	2.0%
Walmart de Mexico C	71463	33.29	2.44	174 307	1.4%
Merck & Co	3000	46.98	39.29	117 882	1.0%
Robert Mondavi	3000	36.00	30.11	90 331	0.7%
Ulkomaiset osakkeet				2 951 447	24.1%
YHTEENSÄ osakkeet				11 119 817	90.7%
Käteinen				1 134 524	9.3%
RAHASTON ARVO				12 254 340	100.0%
Osuuksien lkm (A-korjattu)				720 099.25	
Arvo per A-osuus				17.018	

SIJOITUSKRITEERIT

Phoebus sijoittaa laadukkaiden yritysten osakkeisiin pitkällä tähtäimellä. Johtava ajatus on, että osake on osuus yrityksestä. Toisin sanoen osakkeita ostettaessa käytetään samoja arviointiperusteita kuin jos ostettaisiin koko yritys.

Sijoituskohteita valittaessa tärkeimmät kriteerit ovat:

PYSYVÄT KILPAILUEDUT

Jotta yritys olisi pitkällä tähtäimellä hyvä sijoitus, sen pääoman tuoton täytyy olla keskimääräistä parempi.

Tämä edellyttää, että yritys on selvästi kilpailijoitaan vahvempi esimerkiksi tavaramerkin, jakelukanavien, tuotekehityksen tai muiden perusvahvuuksien ansiosta. Parhaat yritykset luovat itselleen niin vahvoja kilpailuetuja, että alkavat vaikuttaa monopoleilta.

KASVUPOTENTIAALI

Pitkällä tähtäimellä yrityksen osakkeiden arvo seuraa läheisesti yhtiön tuloskehitystä. Yritys, joka ei kasva, voi olla erittäin hyvä sijoitus lyhyellä tähtäimellä, mutta on sitä harvoin pitkällä aikavälillä. Kasvu tuo myös omat riskinsä. Phoebus ei hae rakettimeista kasvua vaan yrityksiä, jotka hallitulla riskillä pystyvät laajentamaan liiketoimintaansa vähän nopeammin kuin mitä talous kasvaa. Ja jotka pystyvät siihen tulevaisuudessakin.

TASERAKENNE

Kasvu edellyttää aina investointeja. Rajattomakaan kasvumahdollisuudet eivät auta, jos yhtiön tase ei mahdollista kasvun rahoitusta. Tase heijastaa myös sijoituksen riskiä. Yrityksillä, joiden liiketoiminnan riski on korkea (esim. teknologia-yhtiöt), pitää olla erittäin vahva tase, kun taas tasaisemmin kehittyvä yhtiö (esim. panimo) voi ottaa vähän velkaakin. Koska osakesijoitus vastaa kokonaisen yrityksen ostoa, en pidä liian vahvoja taseita ongelmana. Sen sijaan kartan velkaantuneita yrityksiä.

JOHDON KYVYKKYYS

Jos sijoittaja ei itse hoida omistamaansa yritystä, yhtiön johto on tavallaan hänen varainhoitajansa. Hyvä johto voi tehdä huonostakin liikeideasta kelvollisen ja huono johto ajaa vahvimman yhtiön kriisiin. Johdon arviointi on vaikeaa, mutta se on valintatekijöistämme ehdottomasti tärkein.

Yritän kartoittaa johdon kyvyt esimerkiksi seuraavilla tekijöillä:

- pääoman tuotto ja tuoton tasaisuus
- perusvahvuuksien looginen kehittäminen
- integriteetti ja kommunikaation avoimuus
- muotivillitysten välttäminen ja itsenäisyys
- uuden johdon nousu yhtiön sisältä

Viime kädessä ainoa tapa saada luotettava kuva johdon kyvyistä on tavata heidät henkilökohtaisesti riittävän monta kertaa. Siksi Phoebus sijoittaa pääosin Suomeen. Laadukkaiden suomalaisten yhtiöiden määrä on kuitenkin rajallinen ja siksi Phoebus voi sijoittaa myös ulkomaille.

ARVOSTUS

Hyvän yhtiön löytäminenkin ei riitä; osake ei ole hyvä sijoitus, jos se ostetaan liian kalliilla. Arvostus on kuitenkin aina toissijainen kriteeri; Phoebus ei sijoita ikinä huonosti johdettuun yhtiöön, arvostuksesta riippumatta.

Maailmasta löytyy tarpeeksi hyviäkin yhtiöitä.

Osakkeen arvo on tulevien osinkojen nykyarvo. Arvostus on juuri näin yksinkertaista. Käytännössä arviointi on kuitenkin epävarmaa, joten arvioin yhtiöiden näkymiä mieluummin kriittisesti kuin liian optimistisesti. Tämä antaa sijoituksille turvamarginaalia.



" Always watch the company
and not the stock.
Stocks can move up and down
for all kinds of reasons
that have nothing to do with
the value of the business itself."
Pat Dorsey (2004)

Yritysten liiketoiminnan arvon kehitystä voi jotenkuten hahmottaa mutta osakekurssija kukaan ei osaa ennustaa. Ei ainakaan yllä olevan kuvan vihreää "kurssikäyrää", jonka olen tehnyt Microsoft Excel -ohjelman random-toiminnolla (trendi +10%, volatiliteetti 20%). Se on siis täysin sattumanvarainen – mutta näyttää silti melko tutulta, eikö vain?

SIJOITTAMINEN JA SPEKULOINTI

Kun ruotsalaiselta valmentajalta Curt Lundmarkilta jääkiekon MM-kisoissa kysyttiin mitä mieltä hän on tähtihökkääjä Peter Forsbergin pelistä hän vastasi: "Ooaa – jag tror att han gör det lite onödigt svårt för sig". Sama pätee yllättävän moneen osakesijoittajaan.

Minä yritän tehdä asiat helpoiksi. Osake on osuus yhtiöstä. Siksi osakkeen ostoon pätevät aivan samat kriteerit kuin kokonaisen yhtiön ostamiseen.

SIJOITAMME

Phoebusin sijoitusfilosofia lähtee siitä, että toimivassa markkinataloudessa vain kilpailukyysisimmät yhtiöt vaurastuvat pitkällä aikavälillä. Muut kuolevat pois. Siksi pyrin sijoittamaan vain sellaisiin yhtiöihin, joiden liiketoiminnan koen ymmärtäväni ja joilla mielestäni on selvät, pysyvät kilpailuedut.

Koska sijoitamme pitkäjänteisesti, ehkä vielä tärkeämpää on se, että yhtiössä on hyvä johto. Maailma muuttuu ja yhtiöiden on reagoitava muutoksiin. Emme tänään voi tietää miten maailma muuttuu. Siksi on oleellista, että yhtiöitämme johtavat sellaiset henkilöt, joiden arviointikykyyn luotan täysin.

Itsestään selvää on myös se, että johdon on nähtävä kaikki sijoittajat omistajina ja pyrittävä kommunikoimaan kaikkien omistajien kanssa yhtä avoimesti ja rehellisesti, olivat yhtiön näkyvät millaiset tahansa. Yhtiössä, jossa on vain yksi omistaja, tällainen kommunikointi on itsestäänselvyys (johto saa muuten potkut) mutta pörssi-yhtiöissä se on valitettavan harvinaista. Hyviä johtajia löytyy meille kuitenkin ihan riittävästi, joten huonojen kanssa onneksi emme joudu olemaan missään tekemisissä (paitsi että tämä on järkevää se tekee myös oman työni paljon hauskemaksi).

EMME SPEKULOI

Monet kokevat osakesijoittamisen vaikeaksi, koska pitävät järkevänä sijoittaa osakkeisiin vain silloin kun "markkinat ovat nousussa". Se ei ole sijoittamista, se on spekulointia.

Harhaluulo on sinänsä ymmärrettävä, koska pörssi on aina heilunut paljon ja se tulee aina heilumaan paljon. Suuret heilahtelut näkyvät talouslehtien otsikoissa ja peittävät alleen sen, että pitkällä aikavälillä osakekurssit seuraavat aina yhtiöiden liiketoiminnan kehitystä.

Vaikka heilahtelujen ennustaminen myy lehtiä (ja elättää osakevälittäjiä), se ei ole sijoittajalle järkevää. Kukaan ei voi tietää, mihin markkinat ovat lyhyellä tähtämellä menossa. Amerikkalaisen ekonomistin John Kenneth Galbraithin sanoin: "One of the greatest pieces of economic wisdom is to know what you do not know".

Tämä voi kuulostaa paradoksilta – miten ammattilaiset voivat olla osaamatta ammattiaan? – mutta se on looginen itsestäänselvyys kun sitä ajattelee riittävästi.

Jos markkinaheilahteluja voisi luotettavasti ennustaa, hyvä sijoittaja pärjäisi markkinoita paremmin. Kuka on se, joka jatkuvasti häviää rahansa? Mitä tapahtuu kun hän on hävinnyt kaikki rahansa?

Ja ennen kaikkea – missä on se sijoittaja, joka on voittanut? Jos hän olisi menestyksestään jokseenkin varma, hänhän voisi lainata äärettömiä määriä rahaa ja tienata itselleen triljoonia. Salkunhoitaja, joka väittää pystyvänsä ennustamaan markkinaliikkeitä ja suostuu kertomaan niistä asiakkailleen on siis harvinainen yhdistelmä selvänäkijää ja filantrooppia - tai väärässä.

TUOTTO-ODOTUS

Sijoittamisen ja spekuloinnin eroa voisi verrata pokerin ja ruletin pelaamiseen. Kummankin pelin tulos on sattumanvarainen, mutta ruletissa pelaaja häviää aina, pokerissa hyvä pelaaja voittaa pitkällä aikavälillä.

Sijoittamisessakin on riskinsä. Lyhyellä aikavälillä myös hyvien yhtiöiden osakkeet voivat laskea merkittävästi. Pitkillä jaksoilla osakemarkkinat kokonaisuudessaan ovat kuitenkin tuottaneet noin 10% vuodessa (toivon, että Phoebusin hyvät yhtiöt voisivat tuottaa hieman enemmän, mutta siitä ei ole mitään varmuutta).

Se tarkoittaa 10 vuodessa sijoituksen 2,5-kertaistumista. Eiköhän se riitä?

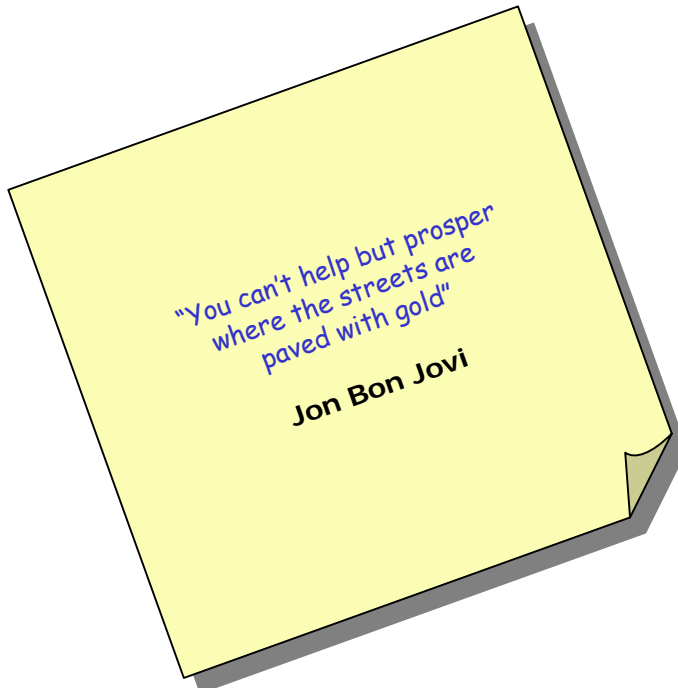
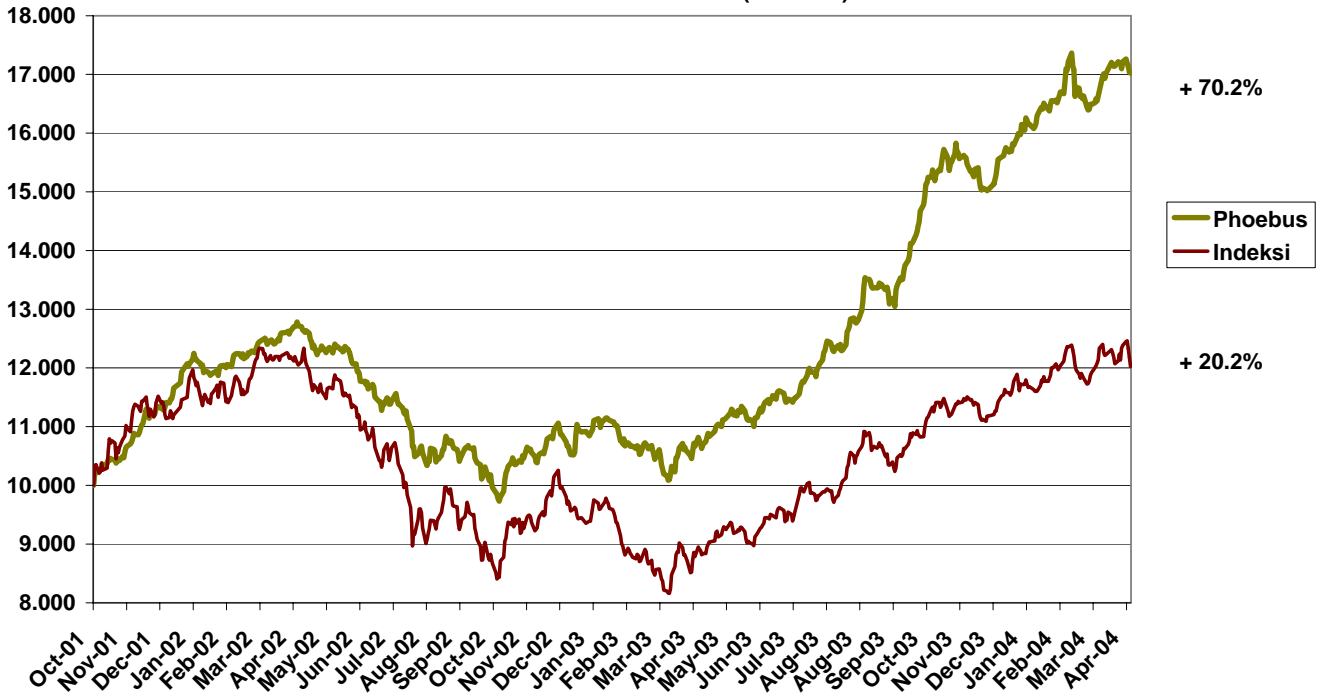
Harva sijoittaja on saanut tällaisia tuottoja. Useimmat ovat nakertaneet potentiaalisia tuottojaan turhalla spekuloinnilla, joka väärän ajoituksen riskin lisäksi aina rasittaa salkun tuottoa kaupankäyntikuluilla ja myyntivoittoveroilla.

Älkäämme tehkö asioita turhan vaikeiksi.

osuuden
arvo

Phoebus ja vertailuindeksi

10.10.2001 - 30.4.2004 (euroissa)



RAHASTON ARVON KEHITYS

Phoebus on nyt toiminut kaksi ja puoli vuotta. Rahaston arvon kehitys on ylittänyt viltimmät unelmani.

Toiminnan alusta huhtikuun 2004 loppuun Phoebus oli noussut 70% vertailuindeksiin noustua 20%. Viimeisen 12 kuukauden aikana vastaavat luvut ovat +53% ja +29%.

Älkää odottako tämän jatkuvan. Se ei ole normaalia.

Pyrin toki pitkällä aikavälillä markkinoita parempaan tuottoon, mutta ei ole mitään takeita, että siinä onnistuisin. Päinvastoin, kertoimet ovat meitä vastaan, lähinnä rahaston hallinnointipalkkiosta johtuen.

VERTAILUINDEKSI

Phoebusin vertailuindeksi on yhdistelmä
75% HEX-portfoliotuottoindeksi
25% MSCI World net return –indeksi (euroissa)

Molemmissa indekseissä osingot on (luonnollisesti) huomioitu. Indeksit rebalansoidaan vuosittain.

Olen pyrkinyt rakentamaan vertailuindeksiin, joka mahdollisimman tarkasti seuraa rahaston sijoituksia. Muu olisi itseni ja teidän huijaamista. Vertailuindeksiin suurin potentiaalinen ongelma on, että se sisältää vain isohkoja yhtiöitä, mutta Phoebus voi sijoittaa myös pienempiin yhtiöihin - ja usein sijoittaakin.

REALISTINEN TUOTTO-ODOTUS

Viimeksi kuluneen 12 kuukauden aikana *jokainen* Phoebusin suomalaisista sijoituksista on ylittänyt HEX-portfoliotuottoindeksiin kehityksen (paitsi Chips, jota ostin vasta viime syksynä). Tämä on selvä merkki siitä, että rahaston hyvä menestys ei ole mitenkään normaalia.

Pitkällä aikavälillä osakekurssit eivät tietenkään voi nousta nopeammin kuin yhtiöt kasvavat. Kurssinousun lisäksi sijoittaja saa toki myös osingot.

Mitä paremmin yhtiön pääoma tuottaa, sitä suurempaan osinkoon sillä on varaa (osingon on pitkällä aikavälillä oltava yhtä kuin pääoman tuotto miinus kasvu).

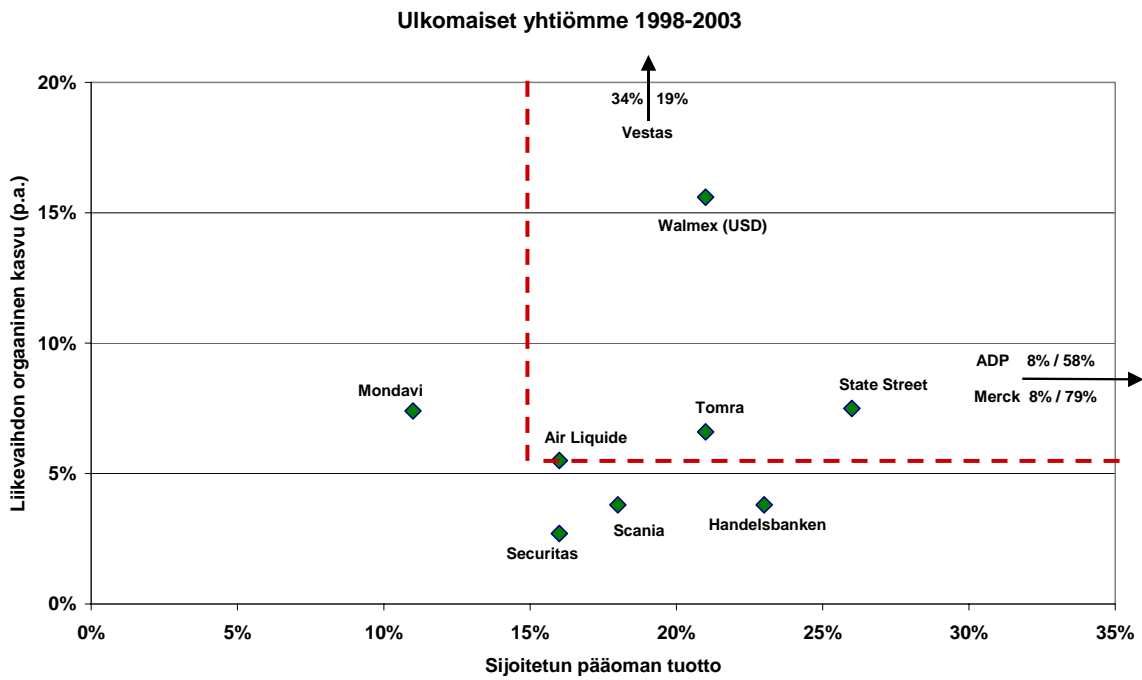
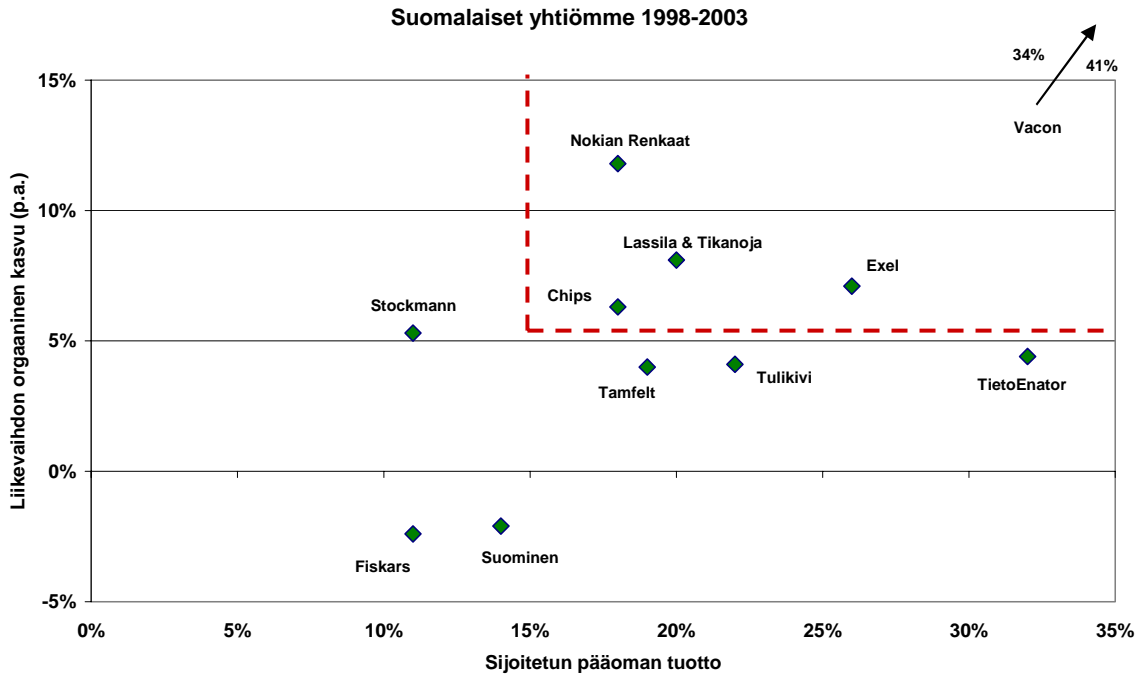
Yhtiöidemme todellinen kehitys – liiketoiminnan eikä osakekurssin mukaan mitattuna – on esitelty seuraavalla sivulla. Se kertoo potentiaalista, seuraavasti:

Kun yhtiöidemme pääoman tuotto tyypillisesti on 20-25% ja orgaaninen kasvu on 5-10%, osinkoja jää jaettavaksi noin 15% pääomasta (ilman yritysostoja). Arvostus on useimmissa tapauksissa noin 3 kertaa pääoma, jolloin teoreettiseksi osinkotuotoksi muodostuu noin 5%. Kun tähän lisää orgaanisen kasvun, tuotto-odotus on (optimistisesti laskettuna) 10% tai hieman sen yli.

Tästä on vielä syytä vähentää rahaston kulut (0,75% vuodessa + mahdollinen tuottosidonnainen palkkio).

(NYKYISTEN) SIOJITUSTEN KEHITYS 30.4.2003 - 30.4.2004 (euroissa, osinkoineen)

Rahasto		Suomalaiset osakkeet		Ulkomaiset osakkeet	
Phoebus	53%	Exel	137%	Vestas	75%
		Tulikivi	127%	Mondavi	39%
Vertailuindeksi	29%	Nokian Renkaat	93%	Scania B	36%
HEX portfoliotuotto	32%	TietoEnator	73%	State Street	31%
MSCI world net euro	22%	Lassila & Tikanoja	71%	ADP	22%
		Suominen	39%	Handelsbanken B	19%
		Tamfelt pref	36%	Securitas	16%
		Stockmann B	36%	Walmart de Mexico	10%
		Vacon	35%	Air Liquide	8%
		Fiskars	35%	Merck	-17%
		Chips B	27%	Tomra	-23%



YHTIÖIDEMME KEHITYS

Sijoitamme pitkällä tähtäimellä ja yritän sulkea mielestäni osakekurssien päivittäiset heilahtelut. Se ei aina ole helppoa, mutta se helpottuu huomattavasti kun käyttää energiansa nykyisten ja potentiaalisten salkkuyhtiöiden liiketoiminnan seurantaan.

Tämän Vuosikirjan tarkoitus on jakaa yhtiöseurantani tulokset kanssanne.

KANNATTAVUUS

Sijoitusfilosofiamme perusta on löytää sellaisia yhtiöitä, jotka pitkällä aikavälillä voivat olla erinomaisia sijoituksia. Ja pitää ne.

Jotta yhtiö voisi kehittyä pitkällä aikavälillä hyvin, sen pääoman tuoton on oltava kilpailijoita parempi. Siksi kannattavuus on ehkä tärkein seurattava asia.

Jokaisessa yhtiössä (paitsi epärehellisissä) tulos kuitenkin vaihtelee. On täysin normaalia, että loistavallakin yhtiöllä on väli vuosia, johtuen suhdanteista, kilpailijoiden toimista tai omista epäonnistumisista. Muistelkaa vaikka Nokian vuonna 1995.

Siksi en seuraa kvartaalituloksia tai edes vuosituloksia kovin tarkasti. Pysin mieluummin hahmottamaan trendinomaista kannattavuutta seuraamalla viiden vuoden keskiarvoja.

Toki lyhyen aikavälin ongelmia täytyy seurata, että ymmärtää mitä johto tekee niiden korjaamiseksi. Ellei johto tee mitään on syytä huolestua.

Vasemmalla on osoitettu suomalaisten ja ulkomaisten yhtiöidemme sijoitetun pääoman tuotto 1998-2003. Seuraan aina sijoitetun pääoman – en oman pääoman – tuottoa, jotta välttäisin niitä ongelmia, joita muuten syntyy ylivelkaantuneiden yhtiöiden osalta.

Kuten kuvat osoittavat, yhdenkään yhtiömme pääoma* ei ole tuottanut alle 10% (luku on ennen veroja). Hyvä taso on mielestäni 15-20%, johon ovat yltäneet 18/22 yhtiöstämme. Stockmannista en ole tippaakaan huolestunut. Muista kolmesta olen.

* Huomatkaa, että yritysostoja tekevissä yhtiöissä pääoman tuotto on riippuvainen kirjanpitoikätyännöstä.

KASVU

Toinen pitkäaikaisen sijoituksen onnistumisen ehdoton edellytys on kasvu.

Yhtiö, joka ei kasva, voi olla hyvä sijoitus vain niin kauan kuin sen suhteellinen arvostus nousee. Tätä voi jatkua joitakin vuosia, varsinkin alun perin halvassa osakkeessa, mutta se ei voi jatkua ikuisesti.

Sen sijaan yhtiössä joka kasvaa, arvostuksen (suhteessa liiketoiminnan volyymiin) ei tarvitse nousta, jotta osake olisi hyvä sijoitus. Sijoittajalle, joka ei myy osakkeitaan, kasvuyhtiö on siksi ainoa vaihtoehto.

Liian nopeasti kasvavat yhtiöt ovat silti usein ongelmallisia. Vain harvoissa tapauksissa ohjaukset pysyvät käsissä, jos yritys kasvaa jatkuvasti yli 20% vuodessa – pätevää henkilöstöä ei yksinkertaisesti ehdi palkata sellaisessa tahdissa. Eikä varsinkaan kouluttaa yhtiön kulttuuriin.

Kasvu tulee monessa muodossa. Yritysostot ovat mielestäni huonoin tapa kasvaa, koska myyjälle joutuu aina maksamaan jonkin odotusarvon ostettavan yrityksen tulevasta kehityksestä. Kun odotukset ovat usein liian optimistisia, yritysostot tuhoavat monesti enemmän arvoa kuin ne luovat.

Etsin yhtiöitä, joiden orgaaninen kasvu on hieman nopeampaa kuin talouden kasvu. Se tarkoittaa, että 5-10% riittää minulle hyvin.

Vasemmalla on osoitettu suomalaisten ja ulkomaisten yhtiöidemme orgaaninen kasvu 1998-2003 paikallisissa valuutoissa (paitsi Walmexin osalta US-dollareissa, koska Meksikolla on edelleen banaanivaluutta).

Ainoat kutistuneet yhtiöt ovat Fiskars ja Suominen, jotka myös kannattavuudeltaan ovat huonoimmat. Näitä on syytä seurata tarkasti.

Sen sijaan en ole erityisen huolissani siitä, että kuusi muuta yhtiötä ovat kasvaneet vain 3-4% viime vuosina. Jakso on ollut hankala, ja yhtiöiden fokus on ollut kulujen hallinnassa.

En myöskään ole kovin huolissani Vaconin ja Vestasin ripeästä kasvusta. Molemmat yhtiöt ovat osoittaneet hallitsevansa ripeän kasvuvauhtinsa erittäin hyvin.



“Yritän aina toimia niin,
etten alkaisi uskoa siihen,
mitä minä toivon”
Jari Sarjo



VARAINHOITAJAMME

Hyvä yritysjohto on aina pitkäjänteisen sijoituksen onnistumisen ehdoton edellytys.

Minun on täysin mahdotonta arvioida millaisessa ympäristössä yhtiömme toimivat vuonna 2014 tai millaisia uusia tuotteita ne siihen mennessä ovat tuoneet markkinoille. Joudun luottamaan siihen, että yritystemme johtajat tekevät järkeviä päätöksiä ja kehittävät yhtiötämme mahdollisimman hyvin.

Yritysjohtajat ovat siksi todelliset varainhoitajamme.

Vaikka arvioin aina osakesijoitusta kuten arvioisin yhtiötä jos ostaisin sen kokonaan, näiden vaihtoehtojen välillä on yksi erittäin merkittävä ero – en voi valita yhtiöidemme johtajia. Heidän on siis alusta alkaen oltava hyviä.

HYVÄN JOHDON TUNNUSMERKIT

Johtajien arviointi on subjektiivista. Eräs hyvän yhtiön yleisimpiä tunnusmerkkejä on kuitenkin se, että johto vaihtuu harvoin ja uusi johto nousee talon sisältä. Tällä varmistetaan parhaiten strategian jatkuvuus ja yrityskulttuurin säilyminen.

Ideaalijohtajamme on siis nuori – jotta hän voi kehittää yhtiötä vielä kauan – mutta kokenut (toiminut yhtiössä pitkään). Tämä kuullostaa harvinaiselta yhdistelmältä, ja se on. Yhtiöstämme Tulikivi, Exel ja Lassila & Tikanoja lähentelevät kuitenkin tällä mittarilla täydellisyyttä.

Kun joudun valitsemaan nuoruuden ja kokemuksen välillä, vie kokemus voiton aina. Ainoa edellytys on tällöin se, että yhtiön kulttuuri on sellainen, että seuraava johtajasukupolvi on jo yhtiön palveluksessa ja nousee aikanaan vetovastuuseen. Tämän arvioinnissa yhtiön historia antaa yleensä osviittaa tulevasta.

SUOMALAISET JOHTAJAMME

Suomalaisten yritysjohtajiemme keski-ikä on 51 vuotta. Nuorimmat löytyvät Tulikiveltä, Lassila & Tikanojasta, Vaconilta, Suomisesta ja Exelistä. Ainoa eläkeikä lähestyvä on Tamfeltin Risto Hautamäki.

Yhtiön palveluksessa johtajamme ovat olleet keskimäärin 14 vuotta. Pisimpään ovat viihtyneet Stockmannin Hannu Pentillä (26v), Chipsin Sture Carlson (25v), Lassila & Tikanojan Jari Sarjo (20v), Suomisen Heikki Bergholm (19v) ja Tulikiven Juha Sivonen (17v). Ainoa vielä testaamattomat kyvyt ovat Fiskarsin Heikki Allonen (1v) ja Vaconin Vesa Laisi (2v).

Yllättävää kyllä, yli puolet johtajista (6/11) on aikoinaan tullut talon ulkopuolelta. TietoEnator ja Exel eivät ehkä vielä silloin olleet hyviä yhtiöitä. Nyt ne ovat. Olen varma, että seuraava sukupolvi nousee talon sisältä. Fiskarsin, Vaconin ja Tamfeltin osalta en ole yhtä varma. Chipsissä hakuprosessi on meneillään (vaikka Sture Carlson ei vuosiin tule jäämään eläkkeelle) – saamme pian nähdä löytyykö talosta kykyjä. Uskon, että löytyy.

ULKOMAISET JOHTAJAMME

Ulkomaisten yhtiöidemme johtajat ovat hieman vanhempia. Keski-ikä (55v) nostavat amerikkalaiset yhtiömme, joissa nuorin johtaja on Mondavin Greg Evans – kaikki muut ovat yli 60v. Nuorimmat ulkomaiset löytyvät Euroopasta: Vestasin Svend Sigaard (47), Air Liquiden Benoît Potier (47) ja Tomran Erik Thorsen (48).

Ikä näkyy kokemuksessa, herrat ovat viihtyneet yhtiössään keskimäärin 23 vuotta. Kokeneimmat ovat Walmart de Mexicon Cesareo Fernandez (38v), State Streetin David Spina (35v) ja Scanian Leif Östling (32v). Ainoa, joka ei ole ollut yli 15 vuotta nykyisen työnantajansa palveluksessa on Merckin Ray Gilmartin, joka on myös 11 johtajastamme ainoa, joka on tullut talon ulkopuolelta.

Phoebus-johtajan tärkeimmät tuntomerkit ovat realismi ja itsenäinen ajattelu, sopiva määrä nöyryyttä, suuri kunnianhimo ja ehkä ennen kaikkea tiimijattelu. En edes muista kuinka usein olen saanut vastaukseksi ”minä tein virheen” tai ”tiimi on tehnyt hyviä asioita”. Ei koskaan päinvastoin.

Nämä herrat ovat kaiken muun lisäksi mukavia. Hymyilkää ja kiittäkää heitä, kun tapaatte. He ovat sen ansainneet.

EUR miljoonia

	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	5v	10v
Tuloslaskelma													
Liikevaihto	21	25	24	26	33	36	39	47	59	52	54	8%	10%
EBITA	2	3	1	3	6	6	5	7	7	4	5		
Marginaali	8.7%	10.5%	4.3%	11.0%	17.2%	15.7%	13.6%	15.4%	11.7%	6.7%	8.8%	11%	12%

Tase

NWC	1	2	2	1	1	1	2	3	5	6	5		
Käyttöomaisuus	15	13	14	15	16	17	19	21	23	21	20		
Nettovelka	3	4	6	3	0	0	0	0	1	1	1		
Oma pääoma	12	11	10	13	16	19	20	24	27	26	24		
Sijoitettu pääoma	15	15	17	15	17	19	21	24	28	27	26	7%	5%
SiPo tuotto	12%	18%	6%	19%	34%	31%	26%	30%	25%	13%	18%	22%	22%

Kassavirta

Vapaa kassavirta	0	-2	6	2	2	2	2	4	2	2	5	15	22
Yritysosotot	-1	0	-1	0	0	0	0	-2	-2	0	0	-4	-7
Osingot	0	-1	0	-1	-1	-2	-2	-2	-2	-3	-4	-12	-16
Annit /takaisinostot	0	0	1	0	0	0	0	-1	1	0	0	1	2
Muut erät	1	0	-2	1	0	0	0	0	0	0	-1	-1	0
Nettovelan muutos	-1	-2	4	2	0	0	0	0	-1	0	0	-1	2

Arvostus

Osakkeita	6.8	7.9	7.9	8.2	8.9	8.9	8.9	8.8	8.9	9.1	9.1		
Kurssi	2.88	2.66	1.05	1.63	3.20	3.86	3.10	3.49	4.40	4.00	5.18	6%	6%
Markkina-arvo	19	21	8	13	28	34	27	31	39	36	47		
EPS	0.14	0.19	0.03	0.23	0.44	0.44	0.41	0.57	0.55	0.29	0.38	-3%	11%
Osinko	0.07	0.07	0.03	0.10	0.17	0.17	0.20	0.23	0.30	0.47	0.51		
P/E	20.8	14.1	40.2	7.0	7.2	8.7	7.6	6.1	8.1	14.0	13.5		
EV/EBITA	12.1	9.5	13.9	5.5	5.1	6.0	5.2	4.3	5.8	10.7	10.3		
Osinkotuotto	2%	3%	3%	6%	5%	5%	7%	6%	7%	12%	10%		

TAULUKOIDEN LUKUOHJE

Seuraavassa esittelen lyhyesti yhtiötämme. Jokaisen yhtiön osalta löytyy taulukko, joka ensi katsomalla voi olla vaikea ymmärtää. Tämän ohjeen luettuane se ei toivottavasti sitä ole.

Sama data toki löytyy yhtiöiden vuosikertomuksissa. Niissä valitettavasti ei juuri katsota enempää kuin 5 vuotta taaksepäin, joka on minusta liian lyhyt jakso.

Olen siksi tässä tarkastellut viimeiset 10 vuotta (sikäli kuin minulla on tarvittava data). Yhtiö, joka koko sen ajan on ollut kilpailijoitaan kannattavampi tekee todennäköisesti jotain oikein.

Toinen heikkous yhtiöiden itsensä ilmoittamissa luvuissa on, että ne eivät ole keskenään vertailukelpoisia. Tässä esitetyt luvut ovat – olen pyrkinyt eliminoimaan kaikki epärelevantit erät, kuten kertaluonteiset tuotot ja kulut, goodwill-poistot ja muut kirjanpidon turhat kiemurat.

TULOSLASKELMA

Kasvu on Phoebusin tärkeimpiä sijoituskriteereitä. Lyhyellä tähtämellä tulos voi parantua ilman kasvua, mutta 10 vuoden tähtämellä tuloskasvu edellyttää myös **liikevaihdon** kasvua. Mieluiten orgaanista sellaista, yritysostojen sijaan.

EBITA eli liiketulos ennen goodwill-poistoja mittaa minusta parhaiten liiketoiminnan tulosta. Olen pyrkinyt eliminoimaan luvuista myös kertaluonteiset erät.

Tulosmarginaalin taso vaihtelee toimialoittain, eikä eri aloilla toimivia yhtiöitä voi verrata toisiinsa. Marginaalin tasaisuus ja trendinomainen kehitys kertovat minusta kuitenkin erittäin paljon yhtiön laadusta. Lisäksi syklisissä yhtiöissä kannattaa usein hahmottaa ”normaalitulosta” historiallisten keskimääräisten lukujen perusteella.

TASE

NWC eli nettokäyttöpääoma on se raha, jonka liiketoiminta sitoo varastoihin ja saamisiin. Kasvu sitoo aina investointien lisäksi käyttöpääomaa joten mitä pienempi sen tarve on, sen parempi.

Käyttöomaisuus (koneet, tehtaat yms) on toinen osa yrityksen sidottua pääomaa. Kasvu vaatii lisäinvestointeja.

Sijoitettu pääoma rahoitetaan joko **omalla pääomalla** tai **nettovelalla**, joten näiden summa on yhtä kuin nettokäyttöpääoma + käyttöomaisuus. Hyvässä yhtiössä sidottu pääoma kasvaa hieman hitaammin kuin liikevaihto.

Sijoitetun pääoman tuotto on EBITA suhteessa sijoitettuun pääomaan. Tämä on ehkä kaikkein tärkein yrityksen menestystä mittaava tunnusluku, koska se kertoo yrityksen liiketoiminnan generoiman ”koron” (ennen veroja) yrityksen koko pääomalle. Lisäksi se on periaatteessa vertailukelpoinen yli toimialojen.

KASSAVIRTA

Vapaa kassavirta on se osa tuloksesta, joka jää yhtiön kehittämiseksi tai sijoittajille jaettavaksi korkojen, verojen ja investointien jälkeen. Negatiivinen kassavirta useiden vuosien ajan on aina huono merkki, koska se kertoo siitä, ettei kannattavuus riitä rahoittamaan kasvua.

Yritysostot (/myynnit) kertoo paljonko yhtiö on maksanut ostamistaan yhtiöistä, mukaan lukien ostettujen yhtiöiden velat.

Osingot ja omien osakkeiden **takaisinostot** ovat rahan jakoa omistajille, **osakeannit** rahan keruuta omistajilta.

Yllä mainittujen erien summa on yhtä kuin yhtiön **nettovelan muutos**. Aina näin ei ole, johtuen satunnaisista eristä. ”**Muut erät**” ovat tällaisia.

ARVOSTUS

P/E on yhtiön osakekurssi suhteutettuna tulokseen per osake (**EPS**). Mitä korkeampi se on, sitä suuremmat ovat markkinoiden odotukset yhtiön tuloskasvun suhteen.

EV/EBITA on samantapainen mittari kuin P/E, mutta parempi, koska se huomioi myös yhtiön velat. **EV** on yhtiön kokonaisarvo (markkina-arvo + nettovelka) joka siis suhteutetaan liiketulokseen.

Huom! Pankkien (ja vakuutusyhtiöiden) osalta tunnusluvut ovat hieman erilaisia, koska liiketoiminnan luonne on erilainen. Esimerkiksi nettovelka on pankissa merkityksetön.



Exelin alppihiihtosauvat esittelyssä Levillä
Kuva: Aki Karihtala / Exel

Kuva: Tulikivi



SUOMALAISET YHTIÖMME



Kuva: Tulikivi

"Kiveen voi rakastua.
Ja se rakkaus on ikuista"

Matti Virtaala (2003)

Tulikiven suurin riski on ehkä se, että uuni on paitsi käyttöesine myös sisustuselementti. Ja muotihan tunnetusti muuttuu nopeasti. Yhtiö on kuitenkin tehnyt hyvää työtä mallistonsa jatkuvassa kehittämisessä.

Tulikivi näkee itsensä kivi-yhtiönä. Minä näen sen uuni-yhtiönä. Toistaiseksi tämä ei ole johtanut ristiriitoihin – yhtiö myönsi nopeasti itsekin, että rakennuskiviliiketoiminnan yritysostot olivat virhesijoitus. Kaikki yhtiöt tekevät virheitä, vain hyvä yhtiö tunnustaa ne nopeasti.



Liiketoiminta:

Noin 13 000 uunin vuosimyyynnillä Tulikiven osuus Euroopan varaa-
vien uunien markkinoista on yli puolet. Uunien lisäksi yhtiö myy
vuolukiveä verhou- ja rakennuskiveksi, sekä jonkin verran muita
kiviä. Yhtiö panostaa ennen kaikkea orgaaniseen kasvuun, joskin se
on myös tehnyt joitakin pieniä yritysostoja.

Yhtiö sijoituskohteena:

Liiketoiminta ei ole läheskään niin syklistä kuin voisi kuvitella, ja
Tulikivi on aina reagoinut nopasti toimintaympäristön muutoksiin;
laatu-yhtiön merkki. Muita hyviä puolia ovat loistava kannattavuus ja
vahva tase. Ennen kaikkea, yritysjohto on fantastinen.

Suurin kysymysmerkki on kasvu. Suomessa Tulikivi ei juurikaan pysty
enää kasvamaan. Siksi yhtiön on pystyttävä kasvamaan
vientimarkkinoillaan (lähinnä Saksassa) ja avaamaan uusia
markkinoita. Potentiaalia kyllä riittää, esimerkiksi USA:ssa ja
Venäjällä.

Varainhoitajamme:



Juha Sivonen

syntynyt 1962
yhtiössä vuodesta 1987
toimitusjohtaja 2001

www.tulikivi.com

Phoebusin omistus (30.4.2004)

Osakkeita:	197.500
Osuus yhtiöstä:	2,17%
Paino rahastossa:	11,9%

EUR miljoonia

	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	5v	10v
Tuloslaskelma													
Liikevaihto	21	25	24	26	33	36	39	47	59	52	54	8%	10%
EBITA	2	3	1	3	6	6	5	7	7	4	5		
Marginaali	8.7%	10.5%	4.3%	11.0%	17.2%	15.7%	13.6%	15.4%	11.7%	6.7%	8.8%	11%	12%

Tase

NWC	1	2	2	1	1	1	2	3	5	6	5		
Käyttöomaisuus	15	13	14	15	16	17	19	21	23	21	20		
Nettovelka	3	4	6	3	0	0	0	0	1	1	1		
Oma pääoma	12	11	10	13	16	19	20	24	27	26	24		
Sijoitettu pääoma	15	15	17	15	17	19	21	24	28	27	26	7%	5%
SiPo tuotto	12%	18%	6%	19%	34%	31%	26%	30%	25%	13%	18%	22%	22%

Kassavirta

Vapaa kassavirta	0	-2	6	2	2	2	2	4	2	2	5	15	22
Yritysostot	-1	0	-1	0	0	0	0	-2	-2	0	0	-4	-7
Osingot	0	-1	0	-1	-1	-2	-2	-2	-2	-3	-4	-12	-16
Annit /takaisinostot	0	0	1	0	0	0	0	-1	1	0	0	1	2
Muut erät	1	0	-2	1	0	0	0	0	0	0	-1	-1	0
Nettovelan muutos	-1	-2	4	2	0	0	0	0	-1	0	0	-1	2

Arvostus

Osakkeita	6.8	7.9	7.9	8.2	8.9	8.9	8.9	8.8	8.9	9.1	9.1		
Kurssi	2.88	2.66	1.05	1.63	3.20	3.86	3.10	3.49	4.40	4.00	5.18	6%	6%
Markkina-arvo	19	21	8	13	28	34	27	31	39	36	47		
EPS	0.14	0.19	0.03	0.23	0.44	0.44	0.41	0.57	0.55	0.29	0.38	-3%	11%
Osinko	0.07	0.07	0.03	0.10	0.17	0.17	0.20	0.23	0.30	0.47	0.51		
P/E	20.8	14.1	40.2	7.0	7.2	8.7	7.6	6.1	8.1	14.0	13.5		
EV/EBITA	12.1	9.5	13.9	5.5	5.1	6.0	5.2	4.3	5.8	10.7	10.3		
Osinkotuotto	2%	3%	3%	6%	5%	5%	7%	6%	7%	12%	10%		



Lumisählyä Levillä
Kuva: Aki Karihtala /Exel

"Nordic Walkingin lanseerausta
jatketaan uusissa kohdemaissa
aiemmin hyväksi koetulla
konseptilla. Saksankielinen
Eurooppa on jo hullaantunut
lajiin, ja kasvu jatkuu."

Ari Jokelainen (2003)

Perinteisiin urheiluvälineyhtiöihin verrattuna Exel on aivan omaa luokkaansa – onhan yhtiö jo kehittänyt kaksi täysin uutta urheilulajia viimeisen 15 vuoden aikana (salibandy ja sauvakävely). Urheilualan ongelmahan on se, että kasvu keskittyy lähes ainoastaan uusiin lajeihin.

Vaikka sauvakävely on juuri nyt fokuksessa, sählyssäkin riittää vielä kehittämistä. Exel onkin siinä onnellisessa asemassa, että sillä on enemmän hyviä ideoita kuin rahaa niiden toteuttamiseen.



Liiketoiminta:

Exel on Euroopan johtavia komposiittiprofiilien valmistajia. Se on oikeastaan kaksi yhtiötä yhdessä. Exel tunnetaan parhaiten *Sport*-liiketoiminnastaan, joka myy urheiluvälineitä. *Teollisuus*-liiketoiminta on kuitenkin suurempi, kannattavampi ja nopeammin kasvava.

Varainhoitajamme:



Ari Jokelainen

syntynyt 1955
yhtiössä vuodesta 1990
toimitusjohtaja 1990

Yhtiö sijoituskohteena:

Exelin menestys perustuu hyvin pitkälle innovatiivisuuteen. Osoituksia tästä ovat kävelysauvat, jotka ovat nousseet yhtiön suurimmaksi tuotteeksi. Myös teollisuuspuolella kasvu perustuu muiden materiaalien korvaamiseen komposiiteilla.

Innovatiivisuuden kääntöpuoli on riski. Kukaan ei tiedä kuinka kauan sauvakävelybuumi Keski-Euroopassa kestää tai leviääkö se muille alueille vai ei. Historiallisesti Exel on kuitenkin ollut erittäin taitava hoitamaan liiketoiminnan vaihtelut.

Exelin johto kuuluu Suomen ehdottomaan parhaimmiston.

www.exel.net

Phoebusin omistus (30.4.2004)

Osakkeita:	86.000
Osuus yhtiöstä:	1,61%
Paino rahastossa:	10,1%

EUR miljoonia

	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	5v	10v
Tuloslaskelma													
Liikevaihto	18	21	24	25	25	30	34	48	50	51	57	14%	12%
EBITA	0	1	1	3	4	4	5	7	6	4	6		
Marginaali	-0.2%	4.9%	2.6%	10.7%	13.9%	12.6%	14.8%	14.3%	11.5%	8.5%	10.3%	12%	11%

Tase

NWC	2	2	2	2	2	3	4	8	9	9	9		
Käyttöomaisuus	10	10	10	9	10	10	10	13	16	15	14		
Nettovelka	8	8	8	8	6	6	4	9	11	8	5		
Oma pääoma	4	4	4	4	5	8	10	13	14	15	18		
Sijoitettu pääoma	12	12	12	12	12	14	15	22	25	23	23	11%	7%
SiPo tuotto	0%	9%	5%	23%	30%	28%	34%	32%	23%	19%	26%	26%	23%

Kassavirta

Vapaa kassavirta					2	1	2	0	2	4	4	12	
Yrityssostot					0	-1	0	-3	-3	0	0	-6	
Osingot					0	0	-1	-2	-2	-2	-1	-7	
Annit /takaisinostot					0	1	0	0	0	0	0	1	
Muut erät					0	-1	0	0	1	0	0	1	
Nettovelan muutos					1	1	1	-4	-2	2	3	1	

Arvostus

Osakkeita					5.2	5.2	5.2	5.2	5.3	5.3	5.3		
Kurssi					4.88	5.13	5.75	10.80	9.90	6.38	11.90	18%	
Markkina-arvo					26	27	30	57	52	34	64		
EPS					0.42	0.46	0.68	0.87	0.72	0.52	0.73	10%	
Osinko					0.10	0.17	0.30	0.38	0.35	0.20	0.80		
P/E					11.6	11.1	8.5	12.4	13.8	12.2	16.3		
EV/EBITA					9.1	8.7	6.8	9.6	11.0	9.7	11.7		
Osinkotuotto					2%	3%	5%	4%	4%	3%	7%		



Matti Lehti
Kuva: TietoEnator

"TietoEnatorin strateginen siirtyminen ylemmäs arvoketjussa, syvemmälle asiakastoimialojen osaamisessa ja pidemmälle kansainvälisillä markkinoilla jatkui ilman u-käännöksiä vuoden 2003 aikana."

Matti Lehti (2003)

"Tietotehtaan rooli on yhä selvemmin muuttumassa atk-osaston korvaajaksi ja asiakkaan kumppaniksi. Tietotehdas on vastannut kumppanuuden haasteeseen valitsemalla linjakseen erikoistumisen toimialakohtaisiin asiantuntijapalveluihin."

Matti Lehti (1994)

Vaikka TietoEnator on vuosien saatossa muuttunut paljon, ja markkinaympäristö ehkä vielä enemmän, yhtiön strategian ydin on pysynyt samana jo 10 vuotta. Järjestelmällisyys – hyvässä mielessä – leimaakin mielestäni TietoEnatorin kaikkea toimintaa.

TietoEnator ^{TE}

Liiketoiminta:

TietoEnator on Pohjoismaiden johtava IT-palveluyritys, joka on kulkenut pitkän matkan, oltuaan vielä 1980-luvun alussa lähinnä Suomen Yhdyspankin sisäinen ATK-osasto.

Yhtiö on nostamassa rimaa entistä korkeammalle. Se on jo maailman johtava toimialakohtaisten ratkaisujen toimittaja metsäteollisuus-yrityksille ja pyrkii pitkällä aikavälillä samaan pankki- ja telekom-toimialoilla.

Yhtiö sijoituskohteena:

Kunnia TietoEnatorin menestyksestä kuuluu ennen kaikkea Matti Lehdelle, joka mielestäni on Suomen paras yritysjohtaja. Hänet valittiin vuonna 2003 myös Talouselämä -lehdessä Suomen rehellisimmäksi johtajaksi.

Kansainvälinen kasvu tuo uutta potentiaalia, mutta myös uusia riskejä. Matka tulee todennäköisesti olemaan mutkainen, mutta luottamukseni yhtiön johtoon on vankka.

Varainhoitajamme:



Matti Lehti

syntynyt 1947
yhtiössä vuodesta 1989
toimitusjohtaja 1989

www.tietoenator.com

Phoebusin omistus (30.4.2004)

Osakkeita:	43.000
Osuus yhtiöstä:	0,05%
Paino rahastossa:	8,8%

EUR miljoonia

	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	5v	10v
Tuloslaskelma													
Liikevaihto	139	165	193	345	409	473	1229	1120	1135	1271	1374	24%	26%
EBITA	8	12	18	34	49	75	115	92	135	130	143		
Marginaali	5.6%	7.3%	9.2%	9.7%	12.0%	15.9%	9.3%	8.2%	11.9%	10.2%	10.4%	10%	10%
Tase													
NWC	1	-9	-43	-11	-14	-6	43	54	-12	37	34		
Käyttöomaisuus	47	47	123	117	131	147	260	264	310	476	431		
Nettovelka	1	-15	-33	-24	-36	-21	-62	-41	-190	51	-13		
Oma pääoma + väh	47	54	113	131	153	162	365	359	488	462	479		
Sijoitettu pääoma	48	38	80	107	117	141	304	318	298	513	466	27%	26%
SiPo tuotto	16%	32%	22%	31%	42%	53%	38%	29%	45%	25%	31%	32%	34%
Kassavirta													
Vapaa kassavirta		21	50	-8	23	39	87	59	163	52	123	483	609
Yritystotot/-myynnit		-5	-77	3	-7	-12	-23	-7	85	-195	-27	-167	-265
Osingot		-2	-3	-4	-8	-16	-26	-34	-40	-83	-41	-224	-257
Annit /takaisinostot		1	50	0	0	-28	3	-33	-20	1	0	-50	-27
Muut erät		1	-4	0	4	1	1	-6	-37	-17	9	-49	-47
Nettovelan muutos		16	18	-9	12	-16	41	-21	149	-241	64	-7	14
Arvostus													
Osakkeita	37.4	37.9	52.3	52.7	52.8	53.3	77.0	83.6	83.3	82.9	82.9		
Kurssi	2.03	2.04	4.06	10.90	17.18	38.18	62.00	30.30	29.75	13.00	21.70	-11%	27%
Markkina-arvo	76	77	213	575	907	2037	4771	2534	2479	1078	1799		
EPS	0.21	0.27	0.28	0.45	0.65	1.03	1.03	0.81	1.19	1.14	1.28	4%	20%
Osinko	0.05	0.07	0.11	0.16	0.30	0.49	0.49	0.49	1.00	0.50	0.50		
P/E	9.7	7.5	14.4	24.2	26.2	36.9	60.1	37.6	25.1	11.5	17.0		
EV/EBITA	9.8	5.1	10.1	16.4	17.8	26.8	41.1	27.0	16.9	8.7	12.5		
Osinkotuotto	2%	4%	3%	1%	2%	1%	1%	2%	3%	4%	2%		



Rengaskierrätystä
Kuva: Lassila & Tikanoja

*"Kasvamme sekä organisesti että
yrityksostoin. Erityistä huomiota
kiinnitämme orgaaniseen kasvuun.
Tulemme kasvamaan myös ulkomailla.
Ympäristönhuolto sekä kiinteistöjen
ja laitosten ylläpitopalvelut tarjoavat
runsaasti kasvun mahdollisuuksia.
Emme suunnittele diversifioitumista
muille aloille."*

Juhani Maijala & Jari Sarjo (2003)

Jätteiden hyötykäyttö on vahvassa kasvussa. Rengaskierrätys oli L&T:n ensimmäisiä askeleita tällä saralla, jo 1996.



Liiketoiminta:

Lassila & Tikanoja on Suomen johtava jätehuolto- ja kierrätysyhtiö noin 20% markkinaosuudella sekä kolmanneksi suurin siivous- ja kiinteistöhoitoyhtiö 12% osuudella. Lisäksi yhtiö on johtava toimija tietyillä kapeilla teollisuuspalvelujen alueilla.

Markkinat kaikilla toimialoilla kasvavat lisääntyvän ulkoistamisen tahdissa. Yhtiön pyrkii lisäksi kasvamaan Baltiassa ja Venäjällä.

Yhtiö sijoituskohteena:

L&T:n strategia jätehuollossa on kasvattaa kierrätystoimintaa investoimalla erilaisiin uusiin hyötykäyttölaitoksiin, kuten polttoainetta valmistaviin kierrätyslaitoksiin. Tämä on markkinajohtajalle melko matalariskinen ajatus, koska jätevirta on taattu omasta takaa – jätevirran kate vain paranee kun tavara hyödynnetään sen sijaan, että se työnnettäisiin kaatopaikalle. Samalla suuret investoinnit nostavat alalletulokynnystä.

Lisäpotentiaalia tulee idästä. Pidän yhtiötä eräänä lupaavimmista sijoituksistamme pitkällä aikavälillä. Tänä vuonna tuloksen parantaminen tosin voi olla tiukkaa, koska 2003 oli poikkeuksellisen hyvä vuosi.

Varainhoitajamme:



Jari Sarjo

syntynyt 1957
yhtiössä vuodesta 1984
toimitusjohtaja 1997

www.lassila-tikanoja.fi

Phoebusin omistus (30.4.2004)

Osakkeita: 32.900
Osuus yhtiöstä: 0,21%
Paino rahastossa: 7,5%

EUR miljoonia

	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	5v	10v
Tuloslaskelma													
Liikevaihto			76	89	101	118	146	211	246	267	306		21%
EBITA			6	8	10	11	12	23	32	33	43		
Marginaali			7.6%	9.1%	9.5%	9.6%	8.1%	10.7%	12.9%	12.3%	14.2%		12%
Tase													
NWC						-6	-11	-11	-14	-17	-21		
Käyttöomaisuus						39	57	175	167	177	194		
Nettovelka						-38	-25	92	73	73	78		
Oma pääoma						71	71	73	80	86	96		
Sijoitettu pääoma						33	46	164	153	159	173		39%
SiPo tuotto						34%	26%	14%	21%	21%	25%		20%
Kassavirta													
Vapaa kassavirta							-5	8	26	20	22		72
Yrityssostot							0	-117	0	-10	-11		-138
Osingot							-8	-8	-8	-9	-12		-45
Annit /takaisinostot							0	0	0	0	0		0
Muut erät							0	-1	1	-1	-3		-4
Nettovelan muutos							-13	-117	19	0	-4		-116
Arvostus													
Osakkeita						15.1	15.2	15.8	15.8	15.8	15.8		
Kurssi									18.00	15.50	27.50		
Markkina-arvo									285	245	435		
EPS						0.54	0.61	0.56	0.89	1.29	1.87		25%
Osinko								0.50	0.60	0.75	1.20		
P/E									14.0	11.3	14.7		
EV/EBITA									11.3	9.7	11.8		
Osinkotuotto									3%	5%	4%		



Stockmann Mega 1, Moskova
Kuva: Stockmann

"Tavoitteena on, että vuoteen
2008 mennessä vähintään kolmannes
konsernin myynnistä ja
tuloksesta tulee ulkomailta."

Hannu Penttilä (2003)

*Stockmannin toisen täysmittaisen tavaratalon avaus Moskovassa 17. huhti-
kuuta 2004 oli suurmenestys. Seuraava tavaratalo Moskovassa avataan
loppuvuonna 2004. Lisää seurannee piakkoin.*



Liiketoiminta:

Stockmannilla on toukokuussa 2004 yhteensä 10 tavarataloa, joiden myyntipinta-ala on noin 14 hehtaaria. Näistä 4 on ulkomailla ja viides avataan vuoden lopussa.

Tavaratalot (kiinteistöineen) tuovat 70-80% konsernin tuloksesta ja edustavat vielä suurempaa osaa yhtiön arvosta. Muut liiketoiminnot (vaatekauppa, etäkauppa, autokauppa) ovat marginaalisia.

Yhtiö sijoituskohteena:

Stockmann on jo kauan ollut tasaisen kannattava. Sen kasvu on kuitenkin ollut melko hidasta.

Tämä on muuttumassa yhtiön löydettyä IKEAn kanssa toimivan laajennusmallin Venäjällä. Tänä vuonna avataan kaksi tavarataloa Moskovassa, ja lisää seurannee piakkoin.

Kasvun kiihdyttäminen lisää toki myös riskejä, mutta Stockmann on mielestäni aiemmin ollut hieman ylivarovainen, joten se on tässä tapauksessa hyvä asia.

Varainhoitajamme:



Hannu Penttilä

syntynyt 1953
yhtiössä vuodesta 1978
toimitusjohtaja 2001

www.stockmann.fi

Phoebusin omistus (30.4.2004)

Osakkeita: 47.000
Osuus yhtiöstä: 0,09%
Paino rahastossa: 7,0%

EUR miljoonia

	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	5v	10v
Tuloslaskelma													
Liikevaihto	624	766	877	1037	1161	1217	1320	1221	1282	1315	1413	3%	9%
EBITA	18	36	42	46	61	50	49	33	39	53	50		
Marginaali	2.9%	4.8%	4.8%	4.5%	5.3%	4.1%	3.7%	2.7%	3.1%	4.0%	3.6%	3.4%	4.0%
Tase													
NWC	35	47	38	54	62	93	59	78	97	95	90		
Käyttöomaisuus	188	196	226	257	284	342	332	347	346	301	289		
Nettovelka	-48	-49	-45	-20	-18	-54	-114	-77	-64	-128	-168		
Oma pääoma	271	291	310	331	364	490	505	502	506	525	547		
Sijoitettu pääoma	223	243	265	310	346	435	391	425	442	397	379	-3%	5%
SiPo tuotto	8%	15%	16%	15%	18%	11%	13%	8%	9%	13%	13%	11%	13%
Kassavirta													
Vapaa kassavirta		10	12	-16	6	-42	34	-5	8	47	34	118	88
Yritystotot/-myynnit		0	0	7	6	-2	65	0	10	50	37	162	173
Osingot		-10	-15	-17	-18	-22	-43	-31	-31	-31	-46	-181	-263
Annit /takaisinostot		0	0	1	1	102	0	0	0	0	16	16	120
Muut erät		0	-1	1	4	1	4	-2	-1	-2	-1	-2	3
Nettovelan muutos		1	-3	-25	-2	37	60	-37	-13	65	40	114	120
Arvostus													
Osakkeita	46.3	46.6	46.6	46.7	46.7	49.5	51.4	51.2	51.0	51.0	52.2		
Kurssi	8.30	11.73	11.78	14.27	17.64	16.08	14.30	10.40	13.40	13.80	18.30	3%	8%
Markkina-arvo	385	547	549	666	824	796	735	533	683	703	956		
EPS	0.42	0.64	0.73	0.78	1.00	0.87	0.69	0.52	0.59	0.85	0.78	-2%	6%
Osinko	0.21	0.31	0.36	0.39	0.47	0.84	0.60	0.60	0.60	0.90	1.35		
P/E	19.8	18.3	16.2	18.3	17.7	18.4	20.7	20.2	22.9	16.2	23.4		
EV/EBITA	18.8	13.7	12.1	13.9	13.2	14.9	12.6	13.9	15.8	10.8	15.7		
Osinkotuotto	2%	3%	3%	3%	3%	5%	4%	6%	4%	7%	7%		



"Suomisen tavoitteena on kasvaa
kaikilla toimialoillaan markkinoiden
kasvua nopeammin - kasvattaa
markkinaosuuksiaan yhdessä
johtavien asiakkaidensa kanssa.

Vuonna 2002 asetimme tavoitteeksi
kaksinkertaistaa liikevaihtomme
175 miljoonasta eurosta
350 miljoonaan euroon
vuoteen 2010 mennessä."

Heikki Bergholm (2003)

*Suomisella on todella paljon tekemistä, jotta se saavuttaisi pitkän
aikavälin tavoitteensa. Luotan silti edelleen vahvasti yhtiön johtoon.*



Liiketoiminta:

Suominen on 45.000 tonnin kapasiteetilla Euroopan johtavia vesineulattujen kuitukankaiden tuottajia, erityisesti yhtiöille jotka tekevät pyyhkimistuotteita, hygieniatuotteita ja haavanhoitotuotteita.

Yhtiö integroitui eteenpäin ostamalla syksyllä 2003 Euroopan kolmanneksi suurimman kosteuspyyhkeiden tuottajan Codin.

Toinen tukijalka on joustopakkausissa, joissa yhtiö on pienehkö mutta johtavassa asemassa Suomessa ja Ruotsissa.

Yhtiö sijoituskohteena:

Olen kauan pitänyt Suomista erittäin kilpailukykyisenä ja hyvin johdettuna yhtiönä. Siksi on hieman häiritsevää, että kuitukankaiden liikevaihto on vuodesta 1997 tasaisesti laskenut ja viime vuoden tulos oli huonoin 12 vuoteen.

Codi voi tuoda tähän parannusta konsernin sisäisten kuitukangastoimitusten kasvaessa. Toisaalta eteenpäin integrointi on aina suuri riski, koska yhtiö alkaa kilpailla asiakkaidensa kanssa.

Luotan silti vahvasti Suomisen johtoon. Heikki Bergholm omistaa yli miljoona osaketta, joten hän ajattelee varmuudella omistajien etuja.

Varainhoitajamme:



Heikki Bergholm

syntynyt 1956
yhtiössä vuodesta 1985
toimitusjohtaja 1986

www.suominen.fi

Phoebusin omistus (30.4.2004)

Osakkeita:	125.000
Osuus yhtiöstä:	0,53%
Paino rahastossa:	5,8%

EUR miljoonia

	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	5v	10v
Tuloslaskelma													
Liikevaihto	109	136	155	163	180	177	178	181	174	175	180	0%	5%
EBITA	12	16	18	22	29	25	27	16	12	17	12		
Marginaali	10.6%	11.4%	11.8%	13.6%	16.3%	13.9%	15.0%	9.0%	7.0%	10.0%	6.5%	9%	11%

Tase

NWC					6	7	17	12	17	12			
Käyttöomaisuus					119	115	103	99	90	138			
Nettovelka					74	62	58	50	43	80			
Oma pääoma					51	60	62	61	65	71			
Sijoitettu pääoma					125	122	120	111	107	150		4%	
SiPo tuotto					20%	22%	14%	11%	16%	8%		14%	

Kassavirta

Vapaa kassavirta							20	10	16	14	17	77	
Yrityssostot							0	0	0	0	-53	-53	
Osingot							-8	-8	-8	-6	-22	-52	
Annit /takaisinostot							0	0	0	0	21	21	
Muut erät							0	2	0	0	0	2	
Nettovelan muutos							12	4	8	7	-37	-6	

Arvostus

Osakkeita					19.6	19.7	20.6	20.6	20.6	20.6	23.7		
Kurssi									4.62	4.62	6.56		
Markkina-arvo									95	95	155		
EPS					0.88	0.69	0.79	0.49	0.32	0.53	0.27	-17%	
Osinko					0.39	0.39	0.39	0.31	1.08	0.30			
P/E									14.6	8.8	24.1		
EV/EBITA									11.9	7.9	20.1		
Osinkotuotto									7%	23%	5%		



" Våra tillväxtmål på den ryska marknaden är att fördubbla våra volymer under en tvåårsperiod.

Vår utmaning är stor och potentialen är stor för att skapa ett långsiktigt mervärde för hela koncernen."

Sture Carlson (2003)

Perunalastut ja muut snacks-tuotteet ovat luksustuotteita. Siksi markkinat kasvavat edelleen jonkin verran jopa Pohjoismaissa (paitsi Norjassa).

Venäjällä kasvupotentiaali on lähes rajaton. Markkinat ovat tänään vain noin 100 miljoonaa euroa, kun ne Pohjoismaissa ovat 500 miljoonaa. Chipsin markkinaosuus Venäjällä (10%) voi myös kasvaa paljon.



Liiketoiminta:

Chips hallitsee noin 40% Pohjoismaiden snacks-markkinoista, ja on markkinajohtaja Suomessa, Ruotsissa ja Tanskassa sekä vahva kakkonen Norjassa. Lisäksi se on markkinajohtaja Latviassa ja osti vuonna 2003 pienen yhtiön Venäjällä.

Chipsillä on myös vahva asema tietyissä pakastetuissa elintarvikkeissa Suomessa ja Ruotsissa. Niiden vaikutus tulokseen on kuitenkin marginaalinen.

Yhtiö sijoituskohteena:

Paikallisesti vahva elintarvikebrändi - erityisesti pitkälle jalostetuissa tuotteissa - on erittäin kannattava ja asiakasuskollisuus on korkea. Sen sijaan myynnin kasvattaminen on yleensä haasteellista.

Chips on hyvä yhdistelmä tasaisuutta (Pohjoismaissa) ja kasvua (Baltiassa ja erityisesti Venäjällä). Riskit Venäjällä ovat toki suuret, mutta luotan vahvasti Chipsin erittäin kokeneeseen johtoon.

Varainhoitajamme:



Sture Carlson

syntynyt 1947
yhtiössä vuodesta 1979
toimitusjohtaja 1979

www.chips.fi

Phoebusin omistus (30.4.2004)

Osakkeita: 21.500
Osuus yhtiöstä: 0,12%
Paino rahastossa: 3,2%

EUR miljoonia

	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	5v	10v
Tuloslaskelma													
Liikevaihto	78	97	106	117	112	115	129	153	247	269	298	21%	14%
EBITA	7	10	11	13	14	13	19	18	27	32	36		
Marginaali	9.3%	10.7%	10.7%	11.4%	12.4%	11.2%	14.9%	11.6%	10.9%	11.9%	11.9%	12%	12%

Tase

NWC		2	2	2	1	3	3	11	11	17	20		
Käyttöomaisuus		54	59	49	50	54	111	136	136	142	157		
Nettovelka		-3	-3	-15	-19	-16	32	54	50	49	57		
Oma pääoma + väh		59	64	67	70	73	83	94	96	110	121		
Sijoitettu pääoma		56	61	52	51	57	115	148	147	159	178	25%	
SiPo tuotto		19%	20%	27%	29%	25%	17%	12%	18%	20%	20%	18%	19%

Kassavirta

Vapaa kassavirta			2	10	6	0	-3	-7	11	5	15	21	
Yritystotot/-myynnit			0	8	0	0	-55	-18	0	0	-17	-90	
Osingot			-5	-7	-8	-8	-16	-11	-9	-10	-18	-65	
Annit /takaisinostot			0	0	0	0	13	0	0	0	10	24	
Muut erät			4	0	6	4	13	15	1	3	2	34	
Nettovelan muutos			1	12	4	-4	-48	-22	3	-1	-8	-75	

Arvostus

Osakkeita	16.0	16.0	16.0	16.0	16.0	16.0	16.7	16.7	16.7	16.8	17.4		
Kurssi	4.27	5.85	5.92	10.55	14.07	14.07	16.66	12.96	15.00	14.00	16.25	3%	14%
Markkina-arvo	68	94	95	169	226	226	279	217	251	235	283		
EPS		0.32	0.43	0.52	0.59	0.53	0.77	0.70	0.72	0.86	0.84	10%	
Osinko	0.21	0.32	0.43	0.47	0.53	1.02	0.67	0.54	0.60	1.06	0.50		
P/E		18.2	13.8	20.3	23.8	26.5	21.7	18.6	21.0	16.3	19.3		
EV/EBITA		9.0	8.1	11.6	14.8	16.1	16.2	17.1	12.9	10.8	12.1		
Osinkotuotto	5%	5%	7%	4%	4%	7%	4%	4%	4%	8%	3%		



The cat and Nokian NRZi
Kuva: Nokian Tyres

"Nokian Renkaat on tällä hetkellä vedenjakajalla, laajentumassa vahvasta pohjoismaisesta rengasyhtiöstä myös merkittäväksi itäisen alueen toimijaksi.

Voimme vain ennakoida, mitkä ottamistamme askeleista kantavat pisimmälle, sillä päätöstemme todelliset vaikutukset näkyvät vasta tulevaisuudessa. Sen tiedämme, että pikavoittoja ei ole odotettavissa."

Kim Gran (2003)

Pohjoismaissakin on vielä tilaa kasvaa, erityisesti kesärenkaissa, mutta Venäjä ja muu itä-Eurooppa tulevat ratkaisemaan Nokian Renkaiden kasvuvauhdin (ja kannattavuuden) seuraavan 10 vuoden ajan.

Pietarin tehdas on mitoitettu noin 8 miljoonan renkaan tuotantoon. Tavoitteet ovat kunnianhimoisia, mutta mielestäni täysin realistisia.



Liiketoiminta:

Nokian Renkaat on Pohjoismaiden johtavia rengasvalmistajia noin 25% markkinaosuudella. Yhtiö on keskittynyt talvirenkaisiin, joissa sen osuus markkinoista on 30%, sekä high-performance-luokan kesärenkaisiin. Tuotanto vuonna 2003 oli 5,4 miljoonaa rengasta.

Uusi tehdas, jonka tuotannon on määrä käynnistyä vuonna 2005, on rakenteilla Pietarissa Venäjällä.

Yhtiö sijoituskohteena:

Laajentuminen Venäjälle ei ole sujunut ilman takapakkia. Osakemarkkinat pelästyivät pahasti kun yhteistyö venäläisen Amtel-yhtiön kanssa loppui alkuvuonna 2004. Riskejä on varmasti jatkossakin.

Vaikka riskit ovat suuret, yhtiö on mielestäni poikkeuksellisen hyvin hoidettu, kuten pääoman tuottokin osoittaa. Vuotuinen henkilöstön tuottavuuskasvun tavoite on 7%, joka toteutuessaan antaa paljon liikkumavaraa tuloksen parantamiseksi. Ja se on yleensä toteutunut.

Varainhoitajamme:



Kim Gran

syntynyt 1954
yhtiössä vuodesta 1994
toimitusjohtaja 2000

www.nokiantyres.com

Phoebusin omistus (30.4.2004)

Osakkeita: 5.700
Osuus yhtiöstä: 0,05%
Paino rahastossa: 3,2%

EUR miljoonia

	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	5v	10v
Tuloslaskelma													
Liikevaihto	144	164	187	193	212	251	323	399	423	479	529	16%	14%
EBITA	16	17	20	24	28	35	45	46	57	67	85		
Marginaali	10.8%	10.5%	10.9%	12.3%	13.1%	14.0%	14.1%	11.6%	13.6%	14.0%	16.2%	14%	13%

Tase

NWC			29	35	40	54	77	97	85	84	94		
Käyttöomaisuus			64	72	85	140	214	252	259	249	253		
Nettovelka			32	35	40	94	170	218	194	158	136		
Oma pääoma			61	72	85	100	121	131	149	175	211		
Sijoitettu pääoma			93	107	125	194	291	349	343	334	347	12%	
SiPo tuotto				22%	22%	22%	18%	16%	13%	17%	20%	25%	18%

Kassavirta

Vapaa kassavirta				0	0	-23	-19	-25	27	43	31		58
Yrityssostot				0	0	-25	-48	-7	-2	-1	0		-58
Osingot				-4	-5	-6	-8	-9	-7	-9	-12		-44
Annit /takaisinostot				0	1	1	1	0	0	0	2		3
Muut erät				0	0	-1	-2	-7	6	2	1		0
Nettovelan muutos				-3	-4	-55	-76	-48	24	36	22		-42

Arvostus

Osakkeita	10.0	10.0	10.1	10.1	10.2	10.3	10.5	10.6	10.6	10.6	10.7		
Kurssi			7.40	16.52	27.89	27.75	37.82	17.90	35.09	33.99	59.90		17%
Markkina-arvo			75	168	286	286	399	189	371	360	640		
EPS			1.18	1.42	1.70	2.22	2.79	2.51	3.03	3.86	5.05		18%
Osinko			0.40	0.49	0.59	0.73	0.85	0.65	0.83	1.11	1.56		
P/E			6.3	11.7	16.4	12.5	13.6	7.1	11.6	8.8	11.9		
EV/EBITA			5.2	8.5	11.7	10.8	12.5	8.8	9.8	7.7	9.1		
Osinkotuotto			5%	3%	2%	3%	2%	4%	2%	3%	3%		



Kuva: Vacon



Liiketoiminta:

Vacon on pieni, mutta ainutlaatuinen yhtiö. Se keskittyy ainoastaan taajuusmuuttajiin (sähkömoottorin portaaton tehonsäätö), joissa sen osuus maailmanmarkkinoista on noin 2% - markkinajohtaja ABB on yli kuusi kertaa suurempi.

Vacon on kuitenkin ainoa fokusoitunut yhtiö alalla ja uskoo itse vahvasti ylivoimaisuuteensa. Suurin osa henkilöstöstä tulee nimenomaan ABB:ltä, joten heidän pitäisi tietää.

Yhtiö sijoituskohteena:

Pieni kasvuyhtiö on aina sijoituksena suuri riski. Vacon eroaa kuitenkin edukseen useimmista kasvuyhtiöistä siinä, että se on koko toimintansa aikana ollut erittäin kannattava ja sen henkilöstöllä on pitkä kokemus alalla.

Keväällä 2004 solmittu OEM-sopimus amerikkalaisen Rockwell Automationin kanssa on erittäin merkittävä. Rockwell on maailman kolmanneksi suurin taajuusmuuttajayhtiö.

Varainhoitajamme:



Vesa Laisi

syntynyt 1957
yhtiössä vuodesta 2002
toimitusjohtaja 2002

www.vacon.com

Phoebusin omistus (30.4.2004)

Osakkeita: 35.500
Osuus yhtiöstä: 0,23%
Paino rahastossa: 3,2%

EUR miljoonia

	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	5v	10v
Tuloslaskelma													
Liikevaihto				8	17	26	44	65	91	97	112		34%
EBITA				1	3	3	6	8	10	10	12		
Marginaali				7.3%	15.3%	12.5%	13.6%	12.5%	11.5%	10.2%	10.5%		11%
Tase													
NWC							7	11	10	9	8		
Käyttöomaisuus							4	12	16	17	18		
Nettovelka				3	2	7	5	4	3	-1	-6		
Oma pääoma				1	2	4	7	18	23	27	32		
Sijoitettu pääoma				3	4	11	11	22	26	26	26		19%
SiPo tuotto				18%	62%	29%	53%	36%	39%	38%	46%		41%
Kassavirta													
Vapaa kassavirta								-5	3	7	8		12
Yrityssostot								0	0	0	0		0
Osingot								-1	-2	-2	-3		-8
Annit /takaisinostot								7	0	0	0		7
Muut erät								0	0	0	0		0
Nettovelan muutos								1	1	4	5		11
Arvostus													
Osakkeita				11.7	11.7	11.7	11.7	13.7	15.2	15.2	15.2		
Kurssi								8.30	9.33	7.40	9.80		
Markkina-arvo								114	141	112	148		
EPS				0.03	0.14	0.16	0.33	0.41	0.45	0.43	0.50		25%
Osinko				0.00	0.01	0.03	0.07	0.14	0.16	0.17	0.55		
P/E								20.4	20.7	17.2	19.5		
EV/EBITA								14.5	13.9	11.2	12.0		
Osinkotuotto								2%	2%	2%	6%		



Märkävirojen kudonta (Juankoski)
Kuva: Tamfelt

"Tamfeltilla on viiden hengen hallitus, joka on toiminut hyvin. En näe mitään syytä, miksi hallitus pitäisi jakaa eri valiokuntiin näin pienessä yhtiössä. On parempi, että jokainen jäsen paneutuu kaikkiin asioihin."

Mikael von Frenckell (2003)

Arvostan itsenäistä ajattelua. Tamfeltin hallitus on pitkään osoittanut olevansa poikkeuksellisen hyvä käyttämään maalaisjärkeä, kuten yllä oleva hallituksen puheenjohtajan toteamus osoittaa.

Liiketoiminta on myös hyvissä käsissä. Tulos on viime vuosina pudonnut, mutta käänne parempaan tapahtui 2003 lopussa ja positiivinen suunta on vahvistunut alkuvuonna 2004.



Liiketoiminta:

Tamfelt on johtava paperikoneiden kudostuottaja. Se tekee märkä- ja kuivatusviroja, puristinhuopia ja belttejä paperiteollisuudelle sekä suodatinkankaita lähinnä sellu- ja kaivosteollisuudelle. Vaikka yhtiö ei ole iso – se on kotimarkkinoillaan Euroopassa noin 12% markkinaosuudella vasta 5. suurin alallaan – se on jatkuvasti kuulunut alansa kannattavimpiin yrityksiin maailmassa. Yhtiö panostaa organiseen kasvuun eikä juuri tee yritysostoja.

Yhtiö sijoituskohteena:

Kudosten menekki riippuu paperiteollisuuden käyntiasteista. Tamfeltin suhdanneherkkyys on kuitenkin pieni verrattuna sen asiakkaisiin. Huonoimmillaankin liiketulosmarginaali on ollut noin 10%.

Vahva tase ja korkea osinkotuotto vähentävät myös sijoituksen riskiä. Suurin kysymysmerkki on kasvu – vaikka Tamfelt on hieman voittanut markkinaosuutta, sen kasvu on 1993-2003 ollut vain 5% vuodessa. Arvostus ei myöskään tällä hetkellä ole aivan halpa.

Varainhoitajamme:



Risto Hautamäki

syntynyt 1945
yhtiössä vuodesta 1995
toimitusjohtaja 1995

www.tamfelt.fi

Phoebusin omistus (30.4.2004)

Osakkeita: 30.000
Osuus yhtiöstä: 0,17%
Paino rahastossa: 3,1%

EUR miljoonia

	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	5v	10v
Tuloslaskelma													
Liikevaihto	78	76	84	89	102	103	110	124	131	126	126	4%	5%
EBITA	7	8	12	15	20	19	19	21	23	16	13		
Marginaali	9.4%	10.3%	14.2%	16.7%	20.0%	18.4%	17.4%	17.1%	17.4%	12.7%	10.0%	15%	15%

Tase

NWC	27	25	13	16	20	25	31	32	32	30	22		
Käyttöomaisuus	35	32	32	35	39	49	51	58	68	76	71		
Nettovelka	4	-5	-23	-26	-30	-22	-22	-24	-14	-3	0		
Oma pääoma	58	62	68	77	88	96	105	113	114	109	93		
Sijoitettu pääoma	63	57	45	51	58	74	82	90	100	106	93	5%	4%
SiPo tuotto	12%	14%	27%	29%	35%	26%	23%	24%	23%	15%	14%	19%	22%

Kassavirta

Vapaa kassavirta		9	20	6	8	-1	6	8	7	7	23	50	93
Yritysosotot		0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Osingot		-2	-3	-4	-6	-7	-8	-9	-11	-17	-29	-74	-96
Annit /takaisinostot		0	0	0	0	0	0	0	0	0	5	5	5
Muut erät		2	1	1	2	1	2	2	-5	-1	-1	-3	3
Nettovelan muutos			9	18	3	4	-7	0	1	-9	-11	-3	-22

Arvostus

Osakkeita	17.6	17.6	17.6	17.7	17.7	17.7	17.7	17.7	17.7	17.7	18.2		
Kurssi	5.78	4.60	4.20	7.65	12.15	10.50	11.25	8.99	13.25	14.50	13.90	6%	9%
Markkina-arvo	102	81	74	136	215	186	199	159	235	257	253		
EPS	0.32	0.30	0.50	0.74	0.91	0.85	0.81	0.89	0.96	0.72	0.52	-9%	5%
Osinko	0.13	0.17	0.22	0.37	0.41	0.44	0.50	0.65	0.95	1.65	0.95		
P/E	18.0	15.3	8.4	10.3	13.3	12.4	13.9	10.1	13.8	20.2	27.0		
EV/EBITA	14.5	9.8	4.3	7.4	9.1	8.6	9.3	6.4	9.7	15.8	20.1		
Osinkotuotto	2%	4%	5%	5%	3%	4%	4%	7%	7%	11%	7%		



Kuvat: Fiskars

FISKARS

Liiketoiminta:

Fiskars on maailman johtava puutarhatyökalujen ja saksien valmistaja. Sen liiketoiminta, Fiskars Brands, on pääosin USA:ssa, josta se myös johdetaan.

Suomen konsernijohdon tehtävä on lähinnä hallinnoida kiinteistöjä ja sijoituksia.

Yhtiö sijoituskohteena:

Olen lähes kymmenen vuotta odottanut sitä päivää, jolloin Fiskars vihdoon jaetaan selvästi kahtia: pörssilistattuun (amerikkalaiseen) kulutustavarayhtiöön (joka on loistava) ja suomalaiseen holding-yhtiöön (jolla on pitkät perinteet, mutta ei kuulu pörssiin).

Tämä ei näytä tapahtuvan. Päinvastoin, Fiskars päätti huhtikuussa 2004 lisätä omistustaan Wärtsilässä, joka mielestäni on askel täsmälleen väärään suuntaan. Yhtiön asema salkussamme on tämän jälkeen kyseenalainen.

Varainhoitajamme:



Heikki Allonen

syntynyt 1954
yhtiössä vuodesta 2003
toimitusjohtaja 2003

www.fiskars.fi

Phoebusin omistus (30.4.2004)

Osakkeita:	36.000
Osuus yhtiöstä:	0,07%
Paino rahastossa:	3,0%

EUR miljoonia

	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	5v	10v
Tuloslaskelma													
Liikevaihto			390	352	478	562	665	824	762	726	620		2%
EBITA			45	42	61	68	59	53	57	61	41		
Marginaali			11.5%	11.8%	12.9%	12.1%	8.9%	6.4%	7.5%	8.4%	6.6%		8%
Tase													
NWC			91	61	141	161	223	293	254	184	158		
Käyttöomaisuus			93	99	217	213	310	333	335	280	174		
Nettovelka			0	-116	21	28	150	229	182	35	-17		
Oma pääoma			184	276	337	347	383	397	407	429	348		
Sijoitettu pääoma			184	160	357	375	533	626	589	464	332		-2%
SiPo tuotto			24%	26%	17%	18%	11%	8%	10%	13%	12%		11%
Kassavirta													
Vapaa kassavirta				47	-53	4	-50	-58	61	102	50		106
Yritystotot/-myynnit				121	-101	-6	-103	-22	0	0	0		-126
Osingot				-9	-13	-15	-17	-17	-17	-17	-60		-128
Annit /takaisinostot				-6	0	1	0	0	0	0	0		0
Muut erät				-37	30	10	48	17	4	61	62		191
Nettovelan muutos				115	-136	-7	-122	-79	48	147	52		45
Arvostus													
Osakkeita	58.1	57.2	56.0	55.0	55.4	55.1	55.4	55.4	55.4	55.4	55.4		
Kurssi	4.91	5.35	4.75	7.74	13.23	13.86	13.00	7.40	8.50	7.80	9.40		-7% 7%
Markkina-arvo	285	306	266	425	733	764	720	410	471	432	520		
EPS			0.38	0.40	0.58	0.61	0.45	0.24	0.35	0.54	0.37		-9%
Osinko	0.06	0.11	0.17	0.24	0.28	0.31	0.31	0.31	0.31	1.10	0.31		
P/E			12.5	19.5	22.7	22.8	28.6	30.6	24.5	14.3	25.2		
EV/EBITA			5.9	7.4	12.3	11.6	14.8	12.1	11.4	7.6	12.2		
Osinkotuotto	1%	2%	4%	3%	2%	2%	2%	4%	4%	14%	3%		

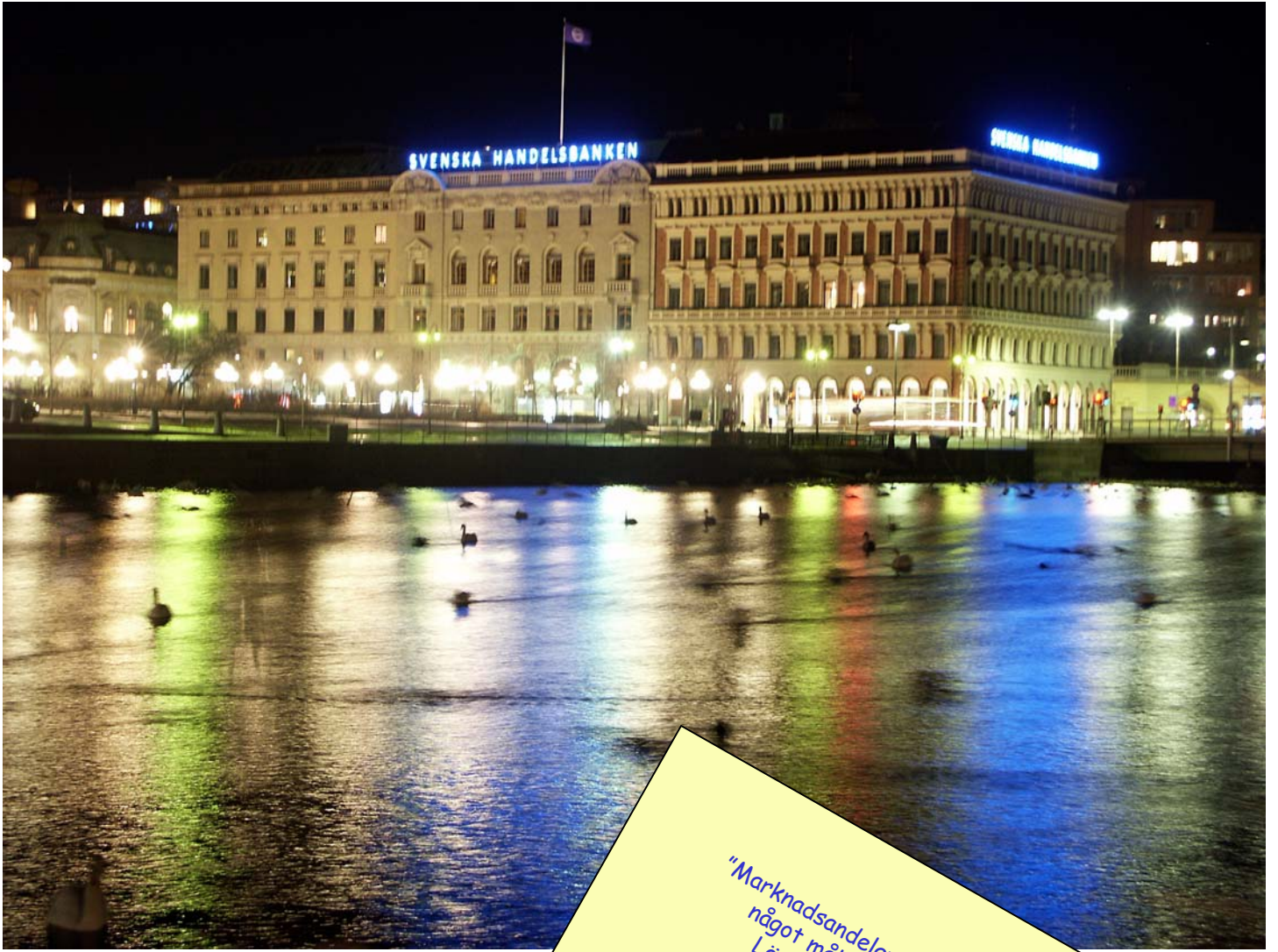


Tuulimyllyjä Black Banks, Ireland
Kuva: Vestas

Scania R420, Sweden
Photo: Jonas Nordin
Copyright: Scania AB



ULKOMAISET YHTIÖMME



Handelsbanken, Stockholm
Photo: Alexander V Dokukin
Copyright: Svenska Handelsbanken AB

"Marknadsandelar är inte
något mål för oss.
Lönsamhet är.
Lönsamheten når vi genom
att ha lägre kostnader
och nöjdare kunder."

Lars O. Grönstedt (2003)

Kannattavuus on aina ollut Handelsbankenille ylpeyden aihe, myös juuri avatuissa konttoreissa. Siksi en ole kovin huolissani siitä, että uusperustanta vaikuttaa olevan kasvussa.

Handelsbanken

Liiketoiminta:

Handelsbanken on yleispankki, jonka osuus Ruotsin asuntolainamarkkinoista on noin 30% ja osuus yrityslainamarkkinoista hieman korkeampi. Jokainen sen konttoreista toimii paikallispankin tavoin. Tämä on osoittautunut erittäin toimivaksi malliksi, joka yhdistää kustannustehokkuuden ja asiakashyödyn.

Handelsbankenilla on jo 14 vuotta ollut alan tyytyväisimmät asiakkaat. Sen pääoman tuotto on 32 vuotta ylittänyt kilpailijoiden vastaavan.

Yhtiö sijoituskohteena:

Handelsbanken on tylsä osake. Sen liiketoiminta on niin tasaisen kannattavaa, että spekuloijat eivät koskaan tunnu kiinnostuvan osakkeesta. Se on mielestäni hyvä asia.

Kasvu on suurin kysymysmerkki. Toistaiseksi SHB on onnistunut pienin yritysostoin ja orgaanisen kasvun turvin saavuttamaan noin 20% tuotoistaan Ruotsin ulkopuolelta. Tahti kiihtyy lähivuosina; SHB on tähän saakka avannut 6-7 konttoria vuodessa mutta ambitioitaso on nostettu 15-20 uuteen konttoriin vuodessa.

Alhaisimmat kustannukset ja tyytyväisimmät asiakkaat on vahva yhdistelmä. Muuta en juuri yhtiöltämme kaipaa, varsinkaan kun johtokin on aivan loistava.

Varainhoitajamme:



Lars O. Grönstedt

syntynyt 1954
yhtiössä vuodesta 1983
toimitusjohtaja 2001

www.handelsbanken.se

Phoebusin omistus (30.4.2004)

Osakkeita: 29.000
Osuus yhtiöstä: 0,004%
Paino rahastossa: 3,8%

SEK miljoonia

	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	5v	10v
Tuloslaskelma													
Tuotot	13095	12622	13438	14549	15815	16837	17056	20680	21654	21664	22130	6%	5%
Tulos ennen veroja	724	4107	5080	6765	8067	8007	8912	12001	11577	10829	11780		
Marginaali	5.5%	32.5%	37.8%	46.5%	51.0%	47.6%	52.3%	58.0%	53.5%	50.0%	53.2%	53%	49%

Tase (miljardeja)

Antolainaus	242	253	263	281	591	591	630	692	803	842	826		
Riskikorjattu				258	415	443	482	542	611	641	642		
Tier 1 pääoma				26	26	28	31	35	37	41	46		
Tier 1 vakavaraisuus				10.0%	6.2%	6.3%	6.5%	6.4%	6.1%	6.4%	7.1%		
Oma pääoma	20802	22771	25949	27549	32353	34431	38570	42466	48112	52192	56835	11%	11%
OPO tuotto pretax	3%	18%	20%	25%	25%	23%	23%	28%	24%	21%	21%	23%	23%

Kassavirta

Yritysostot/-myynnit		0	0	0	-22870	0	-1550	-7100	-2525	0	0	-11175	-34045
Osingot		-470	-701	-3877	-1208	-1565	-1922	-2144	-2751	-3120	-3294	-13231	-21052
Annit /takaisinostot		0	737	2	0	0	0	-2950	-46	0	0	-2996	-2257

Arvostus

Osakkeita	684.3	684.3	684.3	714.7	714.7	714.7	714.7	693.2	693.4	693.4	693.4		
Kurssi	37.68	32.70	46.00	65.00	91.00	114.00	107.00	161.50	154.00	116.00	147.00	5%	15%
Markkina-arvo bn	25.8	22.4	31.5	46.5	65.0	81.5	76.5	112.0	106.8	80.4	101.9		
EPS	0.70	5.42	5.48	6.90	8.01	8.14	8.91	12.44	12.05	11.54	12.16	8%	33%
Osinko	0.67	1.00	1.25	1.67	2.17	2.67	3.00	4.00	4.50	4.75	5.25		
P/E	54.1	6.0	8.4	9.4	11.4	14.0	12.0	13.0	12.8	10.1	12.1		
P/E ennen veroja	35.6	5.4	6.2	6.9	8.1	10.2	8.6	9.3	9.2	7.4	8.7		
Osinkotuotto	2%	3%	3%	3%	2%	2%	3%	2%	3%	4%	4%		



Photo: Air Liquide

" Le marché des gaz est quasi illimité,
puisqu'il n'a pour limites que celles
de notre imagination. La molécule
d'oxygène n'a pas changé depuis
la nuit des temps. Mais que
d'évolutions dans ses usages ! "

Benoît Potier (2003)

Teollisuuskaasualalle on tyypillistä, että tuotantolaitokset rakennetaan asiakasyhtiön tehdasalueelle. Asiakasta ei juuri voi menettää, mikäli ei töpeksi aivan mahdottomasti.

Vaikka prosessiteollisuus ei juuri kasva, kaasun käyttö kasvaa jatkuvasti uusien sovellusten myötä. Air Liquiden myynnistä 30% muodostui viime vuonna sovelluksista, joita ei edes tunnettu 10 vuotta sitten.



Liiketoiminta:

Air Liquide on noin 21% markkinaosuudella maailman johtava teollisuuskaasuyritys (mm. happi, typpi, vety). Viisi suuryritystä (Air Liquide, BOC, Linde, Air Products ja Praxair) hallitsevat noin 70% maailman markkinoista ja ala on useimmissa maissa oligopoli, koska kaasua ei kustannustehokkaasti voi kuljettaa yli 200 kilometriä.

Keväällä 2004 Air Liquide osti saksalaisen Messer Griesheimin liiketoiminnot noin 2,7 miljardilla eurolla.

Yhtiö sijoituskohteena:

Teollisuuskaasuala on lähellä unelmaani täydellistä liiketoiminnasta. Pääomavaltaisuus tekee alalletulon mahdottomaksi ja kaasun lyhyet kuljetusvälit pitävät kilpailun oligopolistisena. Tämä näkyy tasaisena kannattavuutena – 30 vuoden aikana tulos on kolme kertaa laskenut!

Messer Griesheimin osto on melko iso ja voi siksi olla riski tulokselle lyhyellä tähtäimellä. Air Liquidella on kuitenkin paljon kokemusta yritysostoista ja myös alan luonne vähentää riskiä siitä, että asiakkaat siirtyisivät kilpailijoille yrityskaupan yhteydessä.

Varainhoitajamme:



Benoît Potier

syntynyt 1957
yhtiössä vuodesta 1981
toimitusjohtaja 1997

www.airliquide.com

Phoebusin omistus (30.4.2004)

Osakkeita: 2.700
Osuus yhtiöstä: 0,003%
Paino rahastossa: 3,2%

EUR miljoonia

	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	5v	10v
Tuloslaskelma													
Liikevaihto	4631	4841	4907	5242	5851	6087	6538	8099	8328	7900	8394	7%	6%
EBITA	570	616	662	680	800	871	964	1151	1215	1199	1235		
Marginaali	12.3%	12.7%	13.5%	13.0%	13.7%	14.3%	14.7%	14.2%	14.6%	15.2%	14.7%	15%	14%

Tase

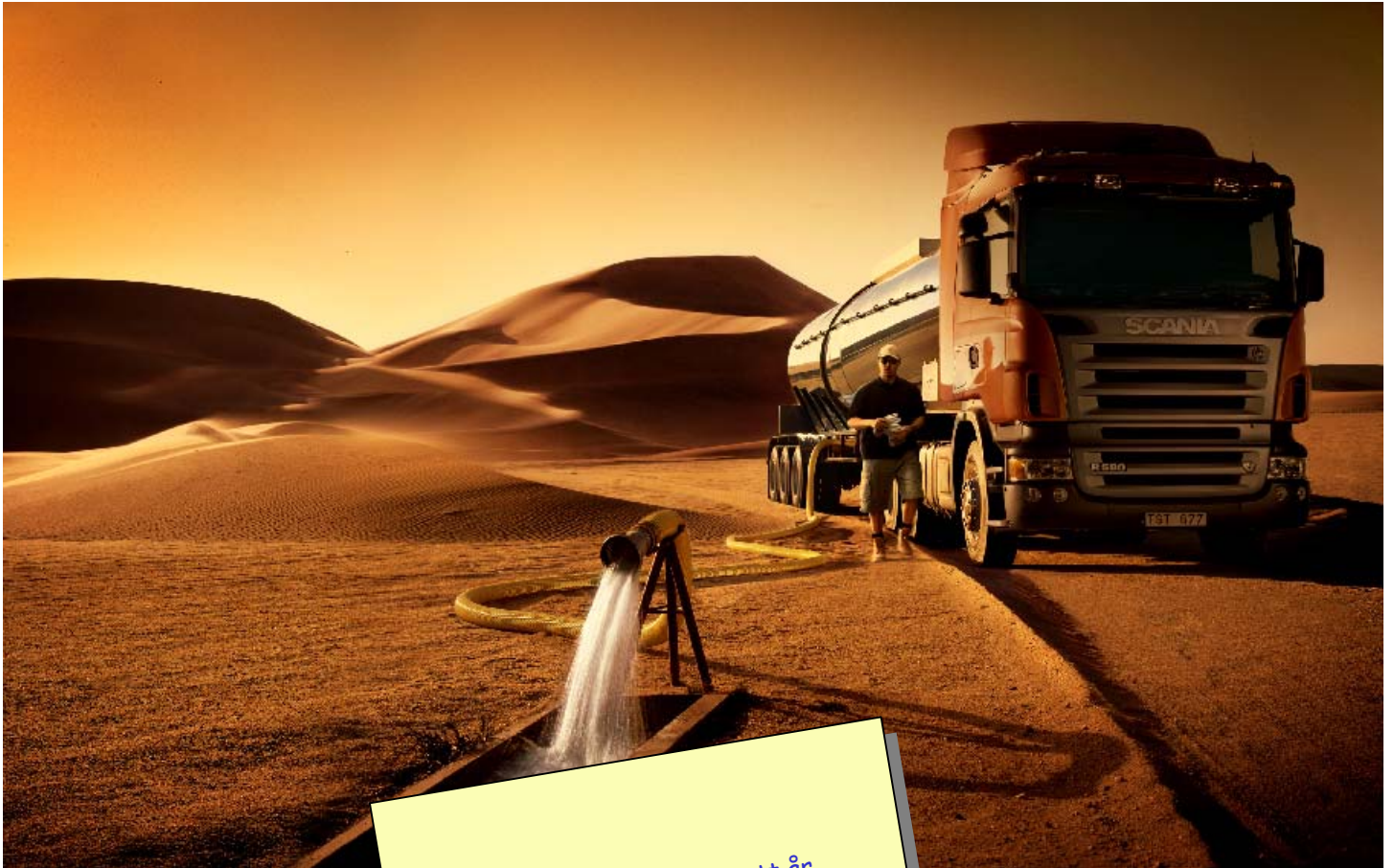
NWC	-378	-270	-200	-226	-314	-291	-336	-331	-293	-360	-234		
Käyttöomaisuus	4306	4319	4358	5082	6037	6612	8041	8254	8553	7834	7504		
Nettovelka	468	642	525	842	1259	1677	2433	2280	2584	2022	1730		
Oma pääoma +väh	3461	3407	3632	4015	4464	4644	5272	5643	5676	5452	5539		
Sijoitettu pääoma	3929	4049	4158	4857	5723	6321	7705	7923	8260	7474	7269	3%	6%
SiPo tuotto	15%	16%	17%	15%	15%	14%	13%	15%	15%	17%	18%	16%	15%

Kassavirta

Vapaa kassavirta	253	211	-12	-131	-172	135	529	725	942	668	2999	3148	
Yritystot/-myynnit	-559	-117	-158	-95	-214	-319	-125	-372	-307	-75	-1198	-2341	
Osingot	-129	-146	-152	-174	-193	-224	-248	-318	-366	-414	-1571	-2365	
Annit /takaisinostot	106	124	17	14	-10	-94	-101	-242	-88	-139	-664	-414	
Muut erät	156	45	-11	-32	171	-254	98	-97	381	251	380	709	
Nettovelan muutos	-174	117	-317	-417	-418	-756	153	-304	562	292	-53	-1262	

Arvostus

Osakkeita	97.7	99.3	100.9	102.1	102.2	102.2	101.8	101.5	100.2	99.3	98.5		
Kurssi	78	73	81	89	101	115	134	143	143	127	138	4%	6%
Markkina-arvo	7633	7211	8138	9060	10301	11702	13628	14528	14336	12613	13628		
EPS	3.47	3.86	4.15	4.30	4.79	5.29	5.81	6.76	7.38	7.46	7.76	8%	8%
Osinko	1.26	1.39	1.39	1.52	1.70	1.93	2.09	2.66	2.84	3.20	3.20		
P/E	22.5	18.8	19.4	20.6	21.1	21.7	23.0	21.2	19.4	17.0	17.8		
EV/EBITA	13.7	12.1	12.5	13.5	13.6	14.7	16.0	14.0	13.4	11.7	12.0		
Osinkotuotto	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	3%	2%		



The driver. Walvis bay, Namibia.
Photo: Bo Hylén
Copyright: Scania CV AB

"Framför oss väntar ett år
som har förutsättningar
att bli det mest spännande
i Scantias historia."

Leif Östling (2003)

Scanian uusi R-sarja on vasta neljäs tuotesukupolvi viimeisen neljännesvuosisadan aikana. Yleensä uudet tuotteet tarkoittavat – pienellä viiveellä – korkeampaa markkinaosuutta ja parempia katteita.



Liiketoiminta:

Scania on täysin fokusoitunut raskaisiin (>16tn) kuorma-autoihin – niiden valmistukseen, myyntiin, rahoitukseen ja huoltoon. Vaikka yhtiön osuus maailman 600.000 raskaan rekan myynnistä on vain 8%, se on maailman viiden suuren valmistajan joukossa.

Tuotannon tehokkuus erottaa Scanian muista. Yhtiö on jo 15 vuotta jatkuvasti ollut pääkilpailijoitaan kannattavampi.

Yhtiö sijoituskohteena:

Rekkojen myynti on syklistä puuhaa, jota huolto osittain tasoittaa. Kuten alla olevat luvut osoittavat, tulos heiluu silti melko paljon.

Sykli on paranemassa, ja Scania on juuri tuonut markkinoille uuden R-sarjan autonsa. Lähivuodet näyttävät siksi hyviltä. Itse asiassa erittäin hyviltä, jos yritysjohtoon on uskominen.

Yhtiö on viimeksi tehnyt tappiota vuonna 1934.

Varainhoitajamme:



Leif Östling

syntynyt 1945
yhtiössä vuodesta 1972
toimitusjohtaja 1989

www.scania.com

Phoebusin omistus (30.4.2004)

Osakkeita: 15.000
Osuus yhtiöstä: 0,008%
Paino rahastossa: 3,2%

SEK miljoonia

	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	5v	10v
Tuloslaskelma													
Liikevaihto	17967	24088	31148	28794	33304	37509	38662	45859	48310	46140	50581	6%	11%
EBITA	971	3731	5011	2787	2716	3251	4655	4623	2089	3548	4759		
Marginaali	5.4%	15.5%	16.1%	9.7%	8.2%	8.7%	12.0%	10.1%	4.3%	7.7%	9.4%	9%	10%

Tase

NWC		1132	2524	2086	2999	2946	5112	5277	1738	-192	-1219		
Käyttöomaisuus		11501	12408	13529	15098	16074	17146	18285	22361	21947	22937		
Nettovelka		6805	6836	6475	7744	7169	8710	7864	8104	4824	3467		
Oma pääoma		5828	8096	9140	10353	11851	13548	15698	15995	16931	18251		
Sijoitettu pääoma		12633	14932	15615	18097	19020	22258	23562	24099	21755	21718	3%	
SiPo tuotto		30%	34%	18%	15%	18%	22%	20%	10%	18%	24%	18%	20%

Kassavirta

Vapaa kassavirta		678	1004	-46	1985	838	2882	3020	3187	2935	12862		
Yrityssostot		-91	-121	-483	5	-1121	-457	-929	1165	-26	-1368		
Osingot		-800	-1100	-1100	-1100	-1300	-1400	-1400	-700	-1100	-5900		
Annit /takaisinostot		0	0	0	0	0	0	0	0	0	0		
Muut erät		182	578	360	-315	42	-179	-931	-372	-452	-1892		
Nettovelan muutos		-31	361	-1269	575	-1541	846	-240	3280	1357	3702		

Arvostus

Osakkeita	200.0	200.0	200.0	200.0	200.0	200.0	200.0	200.0	200.0	200.0	200.0		
Kurssi		180.00	170.50	179.00	150.00	306.50	210.00	192.00	168.50	203.00		6%	
Markkina-arvo		36000	34100	35800	30000	61300	42000	38400	33700	40600			
EPS		12.18	15.58	9.09	8.80	10.37	14.86	14.37	4.74	10.95	15.17	8%	
Osinko		5.50	5.50	5.50	6.50	7.00	7.00	3.50	5.50	6.00			
P/E		11.6	18.8	20.3	14.5	20.6	14.6	40.5	15.4	13.4			
EV/EBITA		8.4	14.3	15.6	11.1	14.6	10.4	19.6	10.0	8.6			
Osinkotuotto		3%	3%	3%	4%	2%	3%	2%	3%	3%			

Global Reach



ABP



California Public Employees'
Retirement System



Mitsui Asset



General Electric



Merrill Lynch



Old Mutual



Ontario Teachers' F
Plan Board



Pacific Investment
Management Company
(PIMCO)



The Pension Fund of the
Canton of Zurich



The Government Pension
Investment Fund (GPIF)



MLC Investment Management



Scottish Widows



Swedish National
Pension Fund

Wagen AG

"The only guidance
I like to give analysts is:
'Make sure you have
two square meals a day
and get a good night's sleep'"

David A. Spina (2003)

State Streetin kansainvälistyminen eteni aimo harppauksen vuonna 2003 sen ostettua Deutsche Bankin globaalit säilytysliiketoiminnot 1,25 miljardilla dollarilla. Toistaiseksi integrointi näyttää sujuneen hyvin.

Yritystuesta huolimatta vasta 33% tuotoista tulee USA:n ulkopuolelta. Viisi vuotta sitten tämä osuus tosin oli vain 23% ja kasvu jatkuu.



STATE STREET
For Everything You Invest In™

Liiketoiminta:

State Street on maailman johtavia institutionaalisten sijoittajien ulkoistuspalveluiden tuottajia. Se säilyttää arvopapereita lähes 10 triljoonan dollarin edestä ja sen varainhoidossa (lähinnä indeksituotteissa) on yli 1000 miljardia dollaria. Päivittäin se laskee arvot lähes joka toiselle amerikkalaiselle sijoitusrahastolle.

Kaikki tämä edellyttää hyviä tietojärjestelmiä.

Yhtiö sijoituskohteena:

State Street toimii alalla, jolla suuruus on voimaa. Skaalaeduct estävät käytännössä uusien kilpailijoiden alalletulon. Yhtiöllä onkin käytännössä vain 5-6 vartenotettavaa globaalia kilpailijaa.

Hyvin toimivan ulkoistuskumppanuuden vaihtokustannus on asiakkaan kannalta lähes aina kalliimpi kuin potentiaaliset säästöt. Asiakasuskollisuus on siksi korkea.

State Streetin suurin haaste on globalisoitua, suurin osa toiminnasta on vielä USA:ssa. Yhtiö osti viime vuonna Deutsche Bankin säilytysliiketoiminnan ja integrointi näyttäisi onnistuneen. Lähiajan näkymät ovat varsin hyvät, DB:n synergioiden ja osakemarkkinoiden toipumisen ansiosta.

Varainhoitajamme:



David A. Spina

syntynyt 1942
yhtiössä vuodesta 1969
toimitusjohtaja 2000

www.statestreet.com

Phoebusin omistus (30.4.2004)

Osakkeita: 7.000
Osuus yhtiöstä: 0,002%
Paino rahastossa: 2,3%

USD miljoonia

	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	5v	10v
Tuloslaskelma													
Tuotot	1212	1423	1575	1882	2342	2765	3119	3615	3914	3962	4453	10%	14%
Tulos ennen veroja	313	365	401	484	608	697	783	971	1085	1121	1237		
Marginaali	25.8%	25.7%	25.5%	25.7%	26.0%	25.2%	25.1%	26.9%	27.7%	28.3%	27.8%	27%	27%

Tase /liiketoiminta

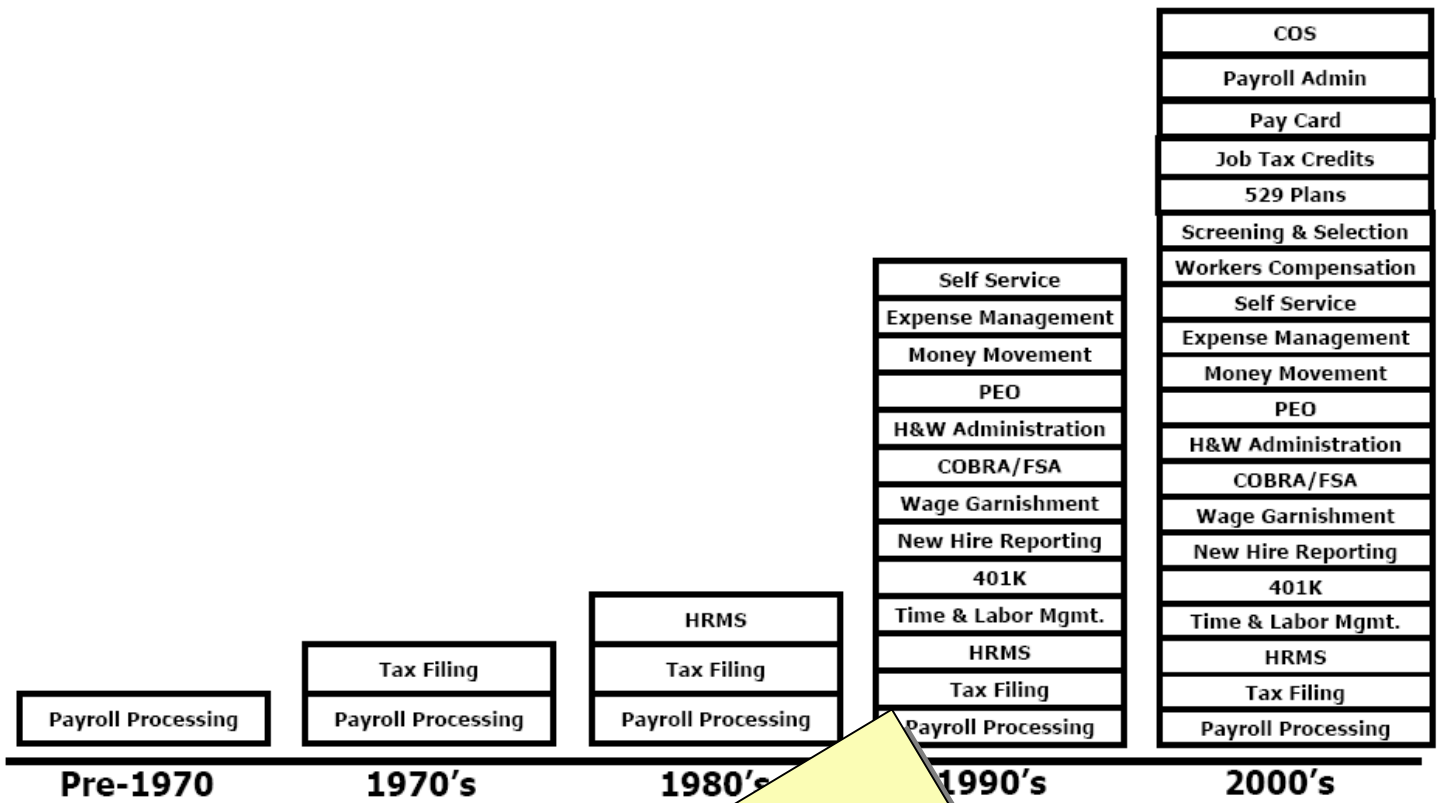
Säilytys (bn)	1684	1728	2278	2942	3903	4812	5952	6118	6203	6171	9370		
Varainhoito (bn)	111	142	161	227	292	390	485	667	711	775	763		
Oma pääoma	1125	1284	1483	1618	1847	2311	2652	3262	3845	4787	5747	20%	18%
OPo tuotto pretax	28%	28%	27%	30%	33%	30%	30%	30%	28%	23%	22%	26%	27%

Kassavirta

Yritysosotot/-myynnit			0	0	0	0	1659	0	-176	570	-825	1228	
Osingot			-56	-61	-69	-84	-93	-106	-127	-149	-179	-654	
Annit /takaisinostot			-12	-119	-94	-69	-125	5	-188	23	373	88	

Arvostus

Osakkeita	332.6	333.8	335.4	328.8	327.6	327.9	327.5	328.1	330.5	327.5	335.3		
Kurssi	9.38	7.16	11.25	16.16	29.10	35.06	36.53	62.11	52.25	39.00	52.08	8%	19%
Markkina-arvo	3118	2388	3773	5311	9531	11495	11964	20378	17268	12772	17464		
EPS	0.57	0.66	0.74	0.89	1.16	1.33	1.49	1.81	2.08	2.20	2.34	12%	15%
Osinko	0.13	0.15	0.17	0.19	0.22	0.26	0.30	0.35	0.41	0.48	0.54		
P/E	16.5	10.9	15.3	18.1	25.1	26.4	24.5	34.2	25.1	17.8	22.3		
P/E ennen veroja	10.0	6.5	9.4	11.0	15.7	16.5	15.3	21.0	15.9	11.4	14.1		
Osinkotuotto	1%	2%	2%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%		



"We've been tightening our belts long enough. Our markets are too good and our associates are too valuable to hold off on further investment. So, while the timing of the recovery remains unclear, now is the time to take aggressive steps to position us for the future."
 Arthur F. Weinbach (2003)

Useimpien muiden Phoebus -yhtiöiden tavoin ADP kehittää toimintaansa pitkäjänteisesti. Yhtiö ajattelee vuosikymmeniä, ei kvartaaleja.



Liiketoiminta:

Automatic Data Processing on maailman johtava yritysten henkilöstönhallinnan ulkoistuspalveluiden tuottaja. Se laskee ja maksaa palkat noin 30 miljoonalle työntekijälle. Sen lisäksi se on merkittävä arvopaperikauppojen, autokauppojen ja vakuutuskorvausten prosessoija.

Kaikki tämä edellyttää hyviä tietojärjestelmiä. ADP onkin hyvin samankaltainen yhtiö kuin State Street, vain hieman eri alalla.

Yhtiö sijoituskohteena:

ADP on 3-4 kertaa suurempi kuin lähin kilpailijansa, mikä näkyy kannattavuudessa. Yhtiön läpi kulkee (viiveellä) jatkuvasti noin 12 miljardia dollaria asiakasvaroja.

Liiketoiminta on viime vuosina kärsinyt laskevasta työllisyydestä ja alhaisesta korkotasosta. Muutos parempaan voi tapahtua melko nopeasti USA:n talouden vahvistuessa.

ADP:n suurin haaste on kansainvälistyä. Liiketoiminnasta vasta neljännes on USA:n ulkopuolella.

Varainhoitajamme:



Arthur F. Weinbach

syntynyt 1943
yhtiössä vuodesta 1980
toimitusjohtaja 1996

www.adp.com

Phoebusin omistus (30.4.2004)

Osakkeita: 7.500
Osuus yhtiöstä: 0,001%
Paino rahastossa: 2,2%

USD miljoonia	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	30-Jun	5v	10v
Tuloslaskelma														
Liikevaihto	2223	2469	2894	3567	4110	4843	5456	6168	6854	7004	7147		8%	12%
EBITA	406	467	559	665	782	870	1058	1261	1507	1673	1518			
Marginaali	18.3%	18.9%	19.3%	18.6%	19.0%	18.0%	19.4%	20.4%	22.0%	23.9%	21.2%		22%	21%
Tase														
NWC	-58	-82	-1	-109	-363	-461	-356	-230	-221	-312	-719			
Käyttöomaisuus	1015	1086	1206	1735	1931	2419	2341	2492	2435	2767	3831			
Nettovelka	-537	-687	-892	-690	-1093	-1481	-2023	-2321	-2487	-2659	-2260			
Oma pääoma	1494	1691	2097	2315	2661	3439	4008	4583	4701	5114	5371			
Sijoitettu pääoma	957	1004	1204	1626	1568	1958	1985	2262	2214	2455	3112		10%	13%
SiPo tuotto	42%	47%	46%	41%	50%	44%	53%	56%	68%	68%	49%		58%	53%
Kassavirta														
Vapaa kassavirta		371	330	490	822	656	625	762	1002	1216	1421		5026	7695
Yritystotot/-myynnit		-81	-107	-473	-115	-279	169	-161	-73	-213	-647		-925	-1981
Osingot		-76	-89	-112	-130	-153	-181	-213	-248	-277	-285		-1204	-1764
Annit /takaisinostot		-51	86	-120	-56	40	15	-28	-717	-647	-846		-2223	-2324
Muut erät		-13	-15	12	-117	124	-85	-63	202	93	-43		104	95
Nettovelan muutos		150	205	-202	403	388	542	297	166	172	-399		778	1722
Arvostus														
Osakkeita	598.0	595.1	608.6	615.9	620.1	628.2	636.9	646.1	646.0	630.6	605.9			
Kurssi	11.00	12.30	14.71	18.26	22.44	35.11	42.71	52.37	48.91	43.12	33.86		-1%	12%
Markkina-arvo	6578	7320	8952	11246	13915	22056	27202	33836	31595	27191	20516			
EPS	0.49	0.56	0.65	0.74	0.86	1.03	1.16	1.36	1.59	1.75	1.68		10%	13%
Osinko	0.12	0.14	0.16	0.19	0.22	0.26	0.30	0.34	0.40	0.45	0.48			
P/E	22.4	21.9	22.7	24.7	26.0	34.0	36.8	38.4	30.8	24.7	20.2			
EV/EBITA	14.9	14.2	14.4	15.9	16.4	23.6	23.8	25.0	19.3	14.7	12.0			
Osinkotuotto	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%			



Photo: Foto Malmen, Linköping
Copyright: Securitas AB

"Som alltid är vår strategi tvådelad
- att ta den tid som krävs för att
uppvisa stark organisk utveckling och,
när detta skett, få mer effekt ur
Securitas-modellen genom att förvärva
nya verksamheter när rätt tillfälle
uppstår."

Thomas Berglund (2003)

Securitas kasvoi yrittösostoilla jo 70 vuotta sitten. Vuonna 1934 perustettu Hälsingborgs Nattvakt oli nopeasti muuttunut Förenade Svenska Vakt AB -yhtiöryppääksi. Viimeksi kuluneen 10 vuoden aikana Securitas on käyttänyt yli 20 miljardia kruunua yrittösostoihin.

Liiketoiminta ei ole vuosien saatossa paljon muuttunut. Kulkuvälineet ovat tosin hieman kehittyneet.



Liiketoiminta:

Securitas on maailman johtava vartiointiyritys, joka hallitsee noin 8% maailman markkinoista. Sen asema ydinmarkkinoillaan (pois lukien järjestelmät sekä USA:n ja Euroopan ulkopuolinen maailma) on vielä vahvempi, noin 17% osuudella.

Yhtiö on kasvanut voimakkaasti yritysostoin.

Yhtiö sijoituskohteena:

Lähinnä yritysostoin kasvavat yhtiöt ovat aina riskipitoisia, erityisesti silloin kun ne kasvavat niin nopeasti kuin Securitas. Suoranaisten kirjanpitojen lisäksi (jotka ilmenevät lähes ainoastaan tällaisissa yhtiöissä) ongelmat liittyvät yrityskulttuurin ja johtamisjärjestelmien rakentamiseen kasvun tahdissa.

Securitas on minusta kuitenkin poikkeus. Yhtiöllä vaikuttaa olevan erittäin hyvä johto, joka ymmärtää ongelmat ja ratkaisee ne ennen kuin etenee seuraavaan yritysostoon. Osakemarkkinat ovat tällä hetkellä hieman eri mieltä kuin minä.

Varainhoitajamme:



Thomas Berglund

syntynyt 1952
yhtiössä vuodesta 1985
toimitusjohtaja 1993

www.securitasgroup.com

Phoebusin omistus (30.4.2004)

Osakkeita: 22.000
Osuus yhtiöstä: 0,006%
Paino rahastossa: 2,2%

SEK miljoonia

	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	5v	10v
Tuloslaskelma													
Liikevaihto	6011	6844	7309	9074	10763	13710	25646	40807	60364	65685	58850	34%	26%
EBITA	369	483	549	688	778	1003	1631	2560	3855	4458	3732		
Marginaali	6.1%	7.1%	7.5%	7.6%	7.2%	7.3%	6.4%	6.3%	6.4%	6.8%	6.3%	6%	7%

Tase

NWC				-742	-558	-526	-915	-453	-3126	-3376	-2403		
Käyttöomaisuus				3513	4456	8296	12036	22931	27645	24926	22687		
Nettovelka				739	1533	2419	2053	12419	12583	9887	9083		
Oma pääoma				2033	2365	5351	9069	10059	11936	11663	11201		
Sijoitettu pääoma				2771	3898	7770	11121	22478	24519	21550	20284	21%	
SiPo tuotto				25%	20%	13%	15%	11%	16%	21%	18%	16%	

Kassavirta

Vapaa kassavirta					271	517	1301	812	4529	2648	1252	10541	
Yritysostot					-1132	-3713	-3701	-10944	-3002	-1710	-1308	-20664	
Osingot					-175	-201	-277	-356	-428	-542	-730	-2333	
Annit /takaisinostot					46	2562	3437	0	379	157	0	3972	
Muut erät					195	-51	-394	123	-1642	2143	1590	1820	
Nettovelan muutos					-794	-886	366	-10366	-164	2696	804	-6663	

Arvostus

Osakkeita	283.6	297.0	297.0	297.0	297.0	313.6	355.8	365.1	365.1	376.7	382.4		
Kurssi	19.75	16.75	26.25	49.65	60.00	126.00	154.00	175.00	199.00	104.00	97.00	-5%	17%
Markkina-arvo	5601	4974	7796	14745	17819	39516	54792	63897	72660	39176	37094		
EPS	1.04	1.03	1.39	1.62	1.89	2.17	3.38	4.20	6.14	7.04	6.22	23%	20%
Osinko	0.38	0.42	0.50	0.60	0.69	0.85	1.00	1.20	1.50	2.00	2.00		
P/E	19.0	16.2	18.9	30.6	31.7	58.2	45.6	41.7	32.4	14.8	15.6		
EV/EBITA				22.5	24.9	41.8	34.9	29.8	22.1	11.0	12.4		
Osinkotuotto	2%	2%	2%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	2%	2%		



Tomran uusi Recycling Center -konsepti
Kuva: Tomra

"We believe this will be
the beginning of a new chapter
in the development of our business.
A chapter that will place us on
two strong business legs,
one in the deposit world and
one in the nondeposit world."

Erik Thorsen (2003)

Tähän saakka Tomra on kilpaillut vain niillä markkinoilla, joilla on toimivat pullo- ja tölkipanttijärjestelmät. Noin 85% juomien kulutuksesta tapahtuu kuitenkin maissa, joissa pantteja ei ole.

Sen sijaan, että Tomra odottaisi näiden maiden siirtyvän panttijärjestelmiin, se on kehittämässä uutta Recycling Center -ratkaisua, joka onnistuessaan laajentaa kasvupotentiaalia merkittävästi.



Liiketoiminta:

Tomra on ylivoimaisesti maailman johtava juomapakkausten kierrättäjä. Sen 50.000 asennettua keräyslaitetta edustaa yli 80% maailman asennuksista. Silti Tomran koneet keräävät vuosittain "vain" noin 26 miljardia pulloa ja tölkkiä – kulutus on noin 800 miljardia kappaletta vuodessa.

Tomra on tähän saakka keskittynyt maihin, joissa käytössä on pullopantti. Yhtiö on nyt kehittämässä toimintaa myös muissa maissa.

Yhtiö sijoituskohteena:

Pullo- tai tölkipantti on aina poliittinen päätös, ja siksi arvaamaton. Tämä on viime vuosina näkynyt erityisen hyvin Saksassa, jossa uusi järjestelmä on jatkuvasti viivästynyt, haitaten Tomraa merkittävästi.

Pitkällä aikavälillä trendi on kuitenkin selvä, vahva ja varma: Pakkauksia heitetään kadun varteen entistä vähemmän. Tällaisen osakkeen ihanteellinen hankinta-ajankohta on silloin, kun poliittinen riski on toteutunut ja sijoittajat ovat epävarmoja. Eli juuri nyt.

Varainhoitajamme:



Erik Thorsen

syntynyt 1956
yhtiössä vuodesta 1986
toimitusjohtaja 1996

www.tomra.com

Phoebusin omistus (30.4.2004)

Osakkeita: 75.000
Osuus yhtiöstä: 0,042%
Paino rahastossa: 2,0%

NOK miljoonia

	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	5v	10v
Tuloslaskelma													
Liikevaihto	303	386	501	784	1201	1456	2169	2718	2924	2674	2463	11%	23%
EBITA	22	47	84	152	206	335	404	497	397	368	242		
Marginaali	7.4%	12.2%	16.8%	19.4%	17.2%	23.0%	18.6%	18.3%	13.6%	13.8%	9.8%	15%	16%

Tase

NWC	67	76	110	94	149	326	356	594	325	284	364		
Käyttöomaisuus	100	189	313	513	836	1055	1229	1443	1825	1341	1323		
Nettovelka	28	56	27	103	-56	97	-20	-673	-641	-964	-1025		
Oma pääoma	139	209	395	504	1041	1284	1604	2709	2791	2588	2713		
Sijoitettu pääoma	167	265	423	607	985	1381	1585	2036	2150	1624	1687	4%	26%
SiPo tuotto	13%	18%	20%	25%	21%	24%	26%	24%	18%	23%	14%	21%	21%

Kassavirta

Vapaa kassavirta	-14	-47	23	25	29	228	-87	505	348	149	1142	1158
Yritystotot/-myynnit	-43	-26	-79	-185	-177	-41	-43	-368	-12	0	-465	-975
Osingot	-7	-9	-9	-11	-16	-21	-33	-36	-36	-45	-170	-223
Annit /takaisinostot	46	139	9	378	59	53	1086	122	14	0	1274	1905
Muut erät	-9	-28	-19	-48	-48	-102	-269	-254	9	-43	-659	-812
Nettovelan muutos	-27	28	-76	159	-154	117	653	-32	323	61	1123	1054

Arvostus

Osakkeita	118.3	132.3	149.1	150.2	155.5	163.5	166.0	170.0	177.7	178.4	178.5		
Kurssi	3.88	3.83	12.63	24.88	41.25	62.50	68.00	171.00	86.00	45.10	40.10	-8%	26%
Markkina-arvo	458	506	1883	3737	6412	10222	11287	29065	15283	8047	7157		
EPS	0.16	0.25	0.42	0.68	0.84	1.33	1.81	2.08	1.85	1.65	1.01	-5%	20%
Osinko	0.04	0.05	0.06	0.08	0.10	0.13	0.20	0.20	0.20	0.25	0.30		
P/E	23.9	15.3	30.1	36.6	48.8	47.0	37.5	82.1	46.6	27.3	39.8		
EV/EBITA	21.7	11.9	22.7	25.2	30.8	30.8	27.9	57.2	36.9	19.3	25.4		
Osinkotuotto	1%	1%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	1%	1%		



Horns Reef wind farm (160 MW)
Copyright: Vestas A/S

"At the end of 2002, wind power represented approximately 0.5 per cent of the total global production of electricity. Vestas considers it realistic to expect that the share of global electricity production covered by wind power will increase to approximately 5 per cent over the next 10 years."

Vestas Annual Report (2003)

Kovin moni yhtiö ei uskalla ennustaa markkinoidensa 10-kertaistuvan 10 vuodessa. Vestas ei välttämättä ole yli-optimistinen, markkinat ovat itse asiassa 17-kertaistuneet edellisellä 10 vuoden jaksolla.

Tuulivoimaa kritisoidaan joskus siitä, että humisevien siipien alla ei ole kiva asua. Yksi ratkaisu tähän on offshore-asennukset, joissa Vestas on edelläkävijä.



Liiketoiminta:

Vestas on maailman johtava tuulimyllyjen toimittaja. Viime vuonna sen globaali markkinaosuus oli 22% - se myi 1812MW uutta kapasiteettia. Ala kasvaa erittäin nopeasti, viimeisen 10 vuoden aikana globaali kysyntä on 17-kertaistunut.

Vuoden 2003 lopussa Vestas päätti ostaa tanskalaisen kilpailijansa NEG Miconin. Yritysosto toteutui huhtikuussa 2004.

Yhtiö sijoituskohteena:

Tuulivoiman kilpailukyky perustuu toistaiseksi tukiaisiin, jotka ovat poliittisia päätöksiä ja siksi arvaamattomia. Viime vuosina alan kasvu on hidastunut tukiaisten epävarmuuden takia.

Pitkällä aikavälillä trendi on kuitenkin selvä: tuulivoimaa käytetään enemmän. Tällaisen osakkeen ihanteellinen hankinta-ajankohta on silloin, kun poliittinen riski on toteutunut ja sijoittajat ovat epävarmoja.

Ongelma on NEG-osto, joka lyhyellä aikavälillä tulee varmasti rasittamaan kannattavuutta ja aiheuttamaan analyytikoille pettymyksiä.

Varainhoitajamme:



Svend Sigaard

syntynyt 1957
yhtiössä vuodesta 1987
toimitusjohtaja 2002

www.vestas.com

Phoebusin omistus (30.4.2004)

Osakkeita: 20.000
Osuus yhtiöstä: 0,019%
Paino rahastossa: 2,0%

EUR miljoonia

	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	5v	10v
Tuloslaskelma													
Liikevaihto	91	124	203	253	263	381	633	868	1281	1395	1653	34%	34%
EBITA	5	8	11	15	19	32	65	94	134	75	76		
Marginaali	5.6%	6.3%	5.2%	6.1%	7.2%	8.4%	10.3%	10.9%	10.4%	5.4%	4.6%	8%	7%

Tase

NWC	5	24	44	45	38	9	69	143	283	518	456		
Käyttöomaisuus	24	29	42	47	50	72	103	152	237	322	385		
Nettovelka	5	23	52	53	51	-14	25	80	-47	244	228		
Oma pääoma	24	31	34	39	37	94	148	215	567	596	613		
Sijoitettu pääoma	29	53	86	92	88	80	172	295	520	840	841	60%	40%
SiPo tuotto	18%	15%	14%	19%	23%	47%	48%	40%	29%	9%	9%	19%	20%

Kassavirta

Vapaa kassavirta	-21	-30	3	16	33	-44	-52	-141	-269	66	-439	-438
Yritysostot/-myynnit	0	0	0	0	0	-7	-1	284	0	-34	241	241
Osingot	0	0	0	0	0	-8	-8	-14	-21	-11	-63	-63
Annit /takaisinostot	0	0	0	0	32	4	4	0	2	0	10	42
Muut erät	3	1	-3	-15	-1	17	3	-3	-2	-5	9	-6
Nettovelan muutos	-18	-29	-1	1	65	-39	-55	126	-291	17	-241	-223

Arvostus

Osakkeita	102.0	102.0	102.0	102.0	102.0	103.9	104.6	104.8	105.0	105.0	105.0		
Kurssi					3.77	4.60	17.67	59.09	30.85	9.44	13.07	23%	
Markkina-arvo					384	478	1848	6192	3239	991	1372		
EPS	0.03	0.04	0.04	0.08	0.12	0.24	0.49	0.72	0.88	0.44	0.34	7%	28%
Osinko	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.08	0.13	0.20	0.10	0.00		
P/E					32.6	18.9	35.8	82.6	35.2	21.4	38.2		
EV/EBITA					21.1	12.2	22.6	52.7	20.9	16.5	21.1		
Osinkotuotto					0%	0%	0%	0%	1%	1%	0%		

WAL★MART

Precios
bajos

i Siempre!

"Our commitment to our shareholders is to protect and grow the value of the assets they have entrusted us, regardless of the share each one holds in the company's equity."

Cesareo Fernandez (2003)

Walmex on nykyään liiketoiminnallisesti täysin integroitu Wal-Martiin.
Everyday Low Prices.

Siitä huolimatta, yhtiö on hyvin tietoinen siitä, että sillä on myös vähemmistöomistajia. En pidä Wal-Martin enemmistöomistusta minkäänlaisena ongelmana.



Liiketoiminta:

Walmart de Mexico (Walmex) on Meksikon suurin päivittäistavara-kauppaketju, jolla on noin 2,2 miljoonaa neliometriä myyntialaa 372 myymälässä ympäri maata.

Yhtiö tunnettiin aiemmin nimellä Cifra, kunnes amerikkalainen Wal-Mart osti sen enemmistön vuonna 1997. Tänä päivänä yhtiö on käytännössä täysin integroitu Wal-Martiin.

Yhtiö sijoituskohteena:

Kuten USA:ssa, Wal-Martin liiketoimintakonsepti on osoittautunut erittäin toimivaksi Meksikossa. Kasvu on käytännössä niin ripeää kuin mihin yhtiöllä on velkaantumatta varaa – miljardin US-dollarin kassa vähentää merkittävästi sijoituksen riskiä.

On hyvä muistaa, että Meksiko on edelleen kehittyvä talous. Vuoden 1994 kaltainen talouskriisi voisi toistuessaan aiheuttaa paljon tuhoa, niin yhtiölle kuin varsinkin sijoituksemme arvolle.

Varainhoitajamme:

Cesareo Fernandez

syntynyt 1944
yhtiössä vuodesta 1966
pääjohtaja 1999

www.walmartmexico.com.mx

Phoebusin omistus (30.4.2004)

Osakkeita: 71.463
Osuus yhtiöstä: 0,002%
Paino rahastossa: 1,4%

MXN miljoonia

	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	5v	10v
Tuloslaskelma													
Liikevaihto	14230	18234	25983	30814	39245	51475	60776	73947	88541	105806	120553	19%	24%
EBITA	792	1080	702	1138	1510	1920	3056	3915	5115	6315	7378		
Marginaali	5.6%	5.9%	2.7%	3.7%	3.8%	3.7%	5.0%	5.3%	5.8%	6.0%	6.1%	6%	5%

Tase

NWC	-741	-329	-206	84	-1788	-3018	-3401	-9699	-8712	-8739	-10724		
Käyttöomaisuus	6080	9372	12719	14961	18021	21930	24963	28449	32161	36872	40849		
Nettovelka	-1940	-1709	-3093	-4584	-6495	-7543	-9302	-11997	-9399	-9768	-11764		
Oma pääoma	7279	10752	15606	19629	22728	26456	30864	30746	32848	37901	41889		
Sijoitettu pääoma	5339	9043	12513	15045	16233	18912	21562	18749	23449	28133	30125	10%	19%
SiPo tuotto	15%	12%	6%	8%	9%	10%	14%	21%	22%	22%	24%	21%	17%

Kassavirta

Vapaa kassavirta						2973	3389	4409	752	2080	4935	15565	
Yrityssostot						0	0	0	0	0	0	0	
Osingot						0	0	0	-2070	-250	-1677	-3997	
Annit /takaisinostot						-2021	-1689	-1268	-627	-683	-823	-5090	
Muut erät						96	59	-447	-652	-778	-439	-2257	
Nettovelan muutos						1048	1759	2694	-2597	369	1996	4221	

Arvostus

Osakkeita	4809	4809	4809	4809	4809	4656	4536	4474	4444	4462	4433		
Kurssi	8.30	8.46	6.95	8.55	18.08	12.18	18.04	17.70	21.51	20.17	30.24	20%	14%
Markkina-arvo	39915	40684	33423	41117	86947	56710	81829	79190	95587	89997	134051		
EPS	0.17	0.18	0.31	0.36	0.44	0.55	0.78	0.80	0.94	1.11	1.23	18%	22%
Osinko	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.45	0.31	0.37	0.44		
P/E	50.0	46.4	22.3	23.9	40.9	22.2	23.3	22.2	22.8	18.2	24.6		
EV/EBITA	47.9	36.1	43.2	32.1	53.3	25.6	23.7	17.2	16.8	12.7	16.6		
Osinkotuotto	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	3%	1%	2%	1%		

“As we envision the environment in which pharmaceutical companies will be operating in the years ahead, we believe—and we’re hardly alone in this belief—that those companies that develop competitively priced, novel medicines that demonstrably improve the health and well-being of patients will prosper.”

– Raymond V. Gilmartin



“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.”

George W. Merck (1950)

Merck & Co on mielestäni aina ollut lääkeyhtiöistä eettisimpiä. Se lopettaa mieluummin itse kehitysprojektejaan ajoissa kuin joutuu myöhemmin vetämään tuotteita markkinoilta, eikä muutenkaan ole juuri eksynyt opportunistisille oikoteille.



Liiketoiminta:

Merck & Co on maailman kolmanneksi suurin lääkeyhtiö, joskin sen globaali markkinaosuus on vain hieman alle 5%. Viisi suurinta lääkettä edustavat kahta kolmasosaa myynnistä.

Merck keskittyy nykyään täysin lääkkeisiin, jaettuaan jakelutoimintansa Medcon osakkailleen vuoden 2003 syksyllä.

Suurimman tuotteen – kolesterolilääke Zocor joka edustaa 22% Merckin myynnistä – patenttisuojia umpeutuu kesäkuussa 2006.

Yhtiö sijoituskohteena:

Arvostan suuresti Merckin itsenäistä ajattelua – analytiikot ovat jo vuosia vaatineet siltä yritysostoja, mutta Merck on pysynyt orgaanisen kasvun strategiassaan.

Zocorin patenttisuojan hämmöttävä loppu on todella suuri riski, joka minusta kuitenkin enimmäkseen jo näkyy Merckin hinnassa. Yhtiön suurin ongelma lienee sen byrokraattisuus.

Lääkevalmistus on sikäli vaikea toimiala, että yhtiön menestys ei aina tarkoita, että johto olisi hyvä. Toimiala antaa nimittäin toistaiseksi lähes kaikille yhtiöille mahdollisuudet toimia erittäin kannattavasti.

Varainhoitajamme:



Raymond V. Gilmartin

syntynyt 1940
yhtiössä vuodesta 1994
toimitusjohtaja 1994

www.merck.com

Phoebusin omistus (30.4.2004)

Osakkeita: 3.000
Osuus yhtiöstä: 0,000%
Paino rahastossa: 1,0%

USD miljoonia (Medco Health 1993-2002 eliminoitu)

	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	5v	10v
Tuloslaskelma													
Liikevaihto	10202	10866	10954	12661	13972	15095	17294	20010	21199	21446	22486	8%	8%
EBITA	3914	4599	4771	5181	5542	6307	7863	8765	9417	9209	8598		
Marginaali	38.4%	42.3%	43.5%	40.9%	39.7%	41.8%	45.5%	43.8%	44.4%	42.9%	38.2%	43%	42%

Tase

NWC						-4159	-4479	-3762	-4163	-6442	-6946		
Käyttöomaisuus						11484	13150	14975	17378	19258	21119		
Nettovelka						-3118	-1961	-2282	-1405	-3678	-5318		
Oma pääoma +väh						10443	10632	13495	14619	16493	19492		
Sijoitettu pääoma						7325	8671	11213	13215	12816	14173	14%	
SiPo tuotto						98%	99%	85%	76%	77%	64%	79%	

Kassavirta

Vapaa kassavirta						4366	3954	6002	8013	6325	28661		
Yritysosot /myynnit						0	1500	-634	0	-92	774		
Osingot						-2590	-2798	-3145	-3192	-3250	-14975		
Annit /takaisinostot						-3259	-2905	-3590	-1773	-1646	-13173		
Muut erät						325	570	489	-776	304	913		
Nettovelan muutos						-1157	321	-878	2273	1641	2200		

Arvostus

Osakkeita	2332	2558	2527	2490	2470	2441	2405	2353	2322	2277	2253		
Kurssi	14.25	16.37	28.90	35.82	48.60	68.67	63.53	88.94	55.86	53.78	46.20	-8%	12%
Markkina-arvo bn	33.2	41.9	73.0	89.2	120.0	167.6	152.8	209.3	129.7	122.5	104.1		
EPS	1.17	1.25	1.39	1.56	1.76	1.99	2.46	2.80	3.04	2.98	2.93	8%	10%
Osinko	0.52	0.57	0.62	0.71	0.85	0.95	1.10	1.21	1.37	1.41	1.45		
P/E	12.2	13.1	20.8	23.0	27.6	34.6	25.8	31.7	18.4	18.0	15.8		
EV/EBITA						22.9	17.5	21.7	12.7	12.1	10.9		
Osinkotuotto	4%	3%	2%	2%	2%	1%	2%	1%	2%	3%	3%		



"To be a leader,
a company must be willing
to do things
DIFFERENTLY."

Mondavi Annual Report (2002)

Pidän Mondavissa erityisesti siitä, että yhtiö on toimialansa innovatiivisin. Käydessäni Bordeauxissa oli ilo huomata, että jopa ranskalaiset ovat luopuneet fermentoinnista tammitynnyreissä ja siirtyneet Mondavin keksimään teollisesti kontrolloituun prosessiin terästyynnyreissä.

Innovatiivisuus johtuu yhtiön pitkäjänteisyydestä, joka on perheomistuksen ansiota. Mondavi ei ajattele seuraava vuosineljänneestä, se ajattelee seuraavaa neljännesvuosisataa.



Liiketoiminta:

Mondavi on maailman johtavia viinintuottajia. Silti sen 9,7 miljoonan laatikon vuosituotanto edustaa vain 0,4% maailman viinituotannosta – ala on harvinaisen fragmentoitunut verrattuna muihin kulutustuotteisiin.

Yhtiön asema on todellisuudessa hieman vahvempi kuin luvut osoittavat, koska se keskittyy premium-viineihin. Silti Mondavi ei ole markkina-asemaltaan muiden Phoebus-yhtiöiden luokkaa.

Yhtiö sijoituskohteena:

Kova kilpailu näkyy kannattavuudessa. Pääoman tuotto ei ole koskaan ollut loistava, ja se on viime vuosina entisestään heikentynyt viinin ylitarjonnan vuoksi. Eniten minua huolestuttaa jatkuvasti negatiivinen kassavirta.

Ostin Mondavia koska pidin sitä erittäin halpana - en siksi, että se olisi poikkeuksellisen laadukas. Hinta on osin korjaantunut ja yhtiön oikeutus pysyä salkussamme onkin hieman kyseenalainen.

Varainhoitajamme:



Gregory Evans

yhtiössä vuodesta 1983
toimitusjohtaja 2001

www.robertmondavi.com

Phoebusin omistus (30.4.2004)

Osakkeita: 3.000
Osuus yhtiöstä: 0,018%
Paino rahastossa: 0,7%

USD miljoonia	30-Jun											5v	10v
	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003		
Tuloslaskelma													
Liikevaihto	168	167	199	241	301	317	356	407	481	441	453	7%	10%
EBITA	23	23	38	49	73	62	70	82	100	85	69		
Marginaali	13.7%	13.6%	19.1%	20.2%	24.3%	19.5%	19.7%	20.1%	20.7%	19.3%	15.3%	19%	19%
Tase													
NWC	89	98	108	141	184	263	278	304	379	404	404		
Käyttöomaisuus	103	115	135	175	211	239	275	351	383	467	459		
Nettovelka	95	107	118	128	173	231	249	308	360	441	411		
Oma pääoma	97	106	125	188	221	272	304	348	402	431	451		
Sijoitettu pääoma	192	213	243	316	395	502	554	656	763	872	862	11%	16%
SiPo tuotto	12%	11%	16%	15%	19%	12%	13%	13%	13%	10%	8%	11%	12%
Kassavirta													
Vapaa kassavirta	-11	-12	-45	-36	-85	-17	-57	-58	-1	26	-107	-295	
Yritystotot/-myynnit	0	0	0	0	7	0	0	-3	12	25	34	41	
Osingot	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Annit /takaisinostot	0	0	38	3	2	1	2	7	2	2	15	58	
Muut erät	-1	0	-3	-13	18	-3	-3	1	10	-23	-19	-17	
Nettovelan muutos	-12	-11	-10	-46	-57	-19	-58	-53	23	30	-77	-212	
Arvostus													
Osakkeita	10.4	12.7	12.8	15.2	15.7	15.8	15.9	16.0	16.3	16.4	16.4		
Kurssi	11.25	7.88	17.50	31.50	47.25	28.38	36.38	30.69	40.54	34.23	25.02	-2%	8%
Markkina-arvo	117	100	224	479	740	450	577	491	662	561	409		
EPS	0.83	0.75	1.39	1.65	2.43	1.90	2.17	2.54	2.95	2.37	1.80	-1%	8%
Osinko	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00		
P/E	13.5	10.5	12.6	19.1	19.4	14.9	16.7	12.1	13.7	14.5	13.9		
EV/EBITA	9.2	9.1	9.0	12.4	12.5	11.0	11.8	9.7	10.2	11.7	11.9		
Osinkotuotto	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%		

Erikoissijoitusrahasto Phoebus

OSUUDENOMISTAJAN OPAS

Anders Oldenburg

31.1.2002

ALUKSI

Toivotan kaikki osuudenomistajamme, tai sellaisiksi aikovat, tervetulleiksi. Olen laatinut tämän osuudenomistajan oppaan teitä varten - jotta ymmärtäisitte millä keinoilla Phoebus pyrkii tavoitteeseensa ja pystyisitte arvioimaan kuinka se siinä onnistuu.

Monelle pistää varmasti silmään, että tämä opas on kirjoitettu "minä"- eikä tavanomaisessa "me"-muodossa. Siihen on yksinkertainen syy: Vastuu Phoebusin sijoitustoiminnasta on minulla. Phoebus pyrkii olemaan mahdollisimman avoin, enkä halua siirtää vastuuta jonkin fiktiivisen "me" -ryhmän harteille (vaikka se olisi helpompaa). Meni syteen tai saveen, saatte tyytyä minuun.

Toisten ihmisten rahojen hoitaminen on luottamustehtävistä ehkä vastuullisin. Se on myös vaativimpia ammatteja mitä löytyy, koska (varsinkin osakesijoituksissa) tuloksia voi luotettavasti arvioida vasta vuosien päästä, mutta osakkeiden arvonmuutoksia voi silti tarkastella päivittäin. Vaikeusastetta lisää, että päivittäisiä tuloksia tuijottamalla varainhoidosta ei ainakaan synny hyvää jälkeä - pelkästään kaupankäynnin kuluja ja riekaleisia hermoja.

Siksi varainhoitajan valinnassa tärkeintä on, että asiakas ja varainhoitaja ovat samalla "aaltopituudella". Vain sellainen toimintamalli, johon asiakas itse uskoo, voi luoda tarvittavan luottamuksen asiakkaan ja hänen varainhoitajansa välillä. Ja vain luottamus antaa varainhoitajalle pitkän sijoitushorisontin edellyttämän työrauhan. Aivan sama pätee rahaston kautta hoidettuun varallisuuteen - siksi tämä opas.

PHOEBUSIN TOIMINTAPERIAATTEET

1.

Sijoitan pitkäjänteisesti. "Jos et aio omistaa osaketta 10 vuotta, älä edes kuvittele omistavasi sitä 10 minuuttia."*

Ostaessani osakkeen ajattelen ostavani pienen osuuden yhtiöstä. Kenellekään täysijärkiselle yrittäjälle ei tulisi mieleenkään käydä jatkuvasti kauppaa omistamallaan yrityksillään. Ei myöskään Phoebusille. En usko osaavani ennustaa lyhyen aikavälin kurssikehitystä - se riippuu enemmän psykologisista tekijöistä kuin yrityksen kehityksestä. Hyvin johdetusta firmasta on myös tyhmä luopua vain, koska sen hinta on hieman noussut. Myyn osakkeitamme vasta jos hinta muodostuu järjettömäksi.

Tämä "trading-aversio" saattaa joskus rajoittaa Phoebusin kehitystä. En edes yritä "surffata" muodissa olevien osakkeiden mukana, vaikka se joskus voisi onnistuakin. Luonteelleni ei yksinkertaisesti sovi tehdä tappioita omistamalla sellaisia osakkeita, joihin en pitkällä tähtäimellä usko. En myöskään aktiivisesti käy kauppaa niillä osakkeilla, joita omistamme. Uskon vankasti, että kaupankäynnin palkkioiden minimointi on pitkässä juoksussa meille kaikille parhaaksi.

* Warren Buffett

2.

Arvioin sijoituksiamme yrityksen kehityksen - en osakkeen kurssikehityksen - perusteella. Pitkällä aikavälillä nämä aina seuraavat toisiaan.

Haen hyvin johdettuja yhtiöitä, jotka ovat omalla alallaan selkeitä markkinajohtajia. En välitä siitä, ovatko osakkeet muodissa vai ei. Useimmiten ne eivät ole muodissa - koska haluan ostaa ne järkeviin hintoihin silloin kun muut sijoittajat eivät niistä välitä. Lyhyellä tähtäimellä tämä todennäköisesti tarkoittaa, että Phoebus voi kehittyä - ja monesti kehittyäkin - täysin eri tavalla kuin osakemarkkinat. Varsinkin voimakkaasti nousevilla markkinoilla on mahdollista, ja jopa todennäköistä, että rahasto jää markkinoiden kehityksestä jälkeen. Se ei kuitenkaan mielestäni ole oleellista. Sen sijaan oleellista on, etteivät sijoituskohteinamme olevien yritysten todellinen kehitys - esimerkiksi tuloksella mitaten - jää pidemmällä aikavälillä kansantalouden ja muiden vastaavien yhtiöiden kasvua huonommaksi. Jos näin käy, olen tehnyt virheen.

3.

Pyrin markkinoita parempaan tuottoon suhdannesyklin yli. Mittaan sijoitustoiminnan onnistumista 3-5 vuoden jaksoissa.

Arvioin siis osakesijoituksiamme yritysten tuloskehityksellä, joka vaatii vähintään 3 vuoden tarkasteluvälin ollakseen mielekäästä. Haluaisin, että te osuudenomistajat arvioisitte Phoebusin sijoitustoiminnan onnistumista samalla kärsivällisyydellä. Pyrin pitkällä aikavälillä markkinoita* parempaan tuottoon. Yksittäisistä villityksistä en välitä - ne syntyvät ja hiipuvat yleensä noin 3 vuoden kuluessa. En myöskään huolestu elleivät sijoituksemme seuraa yleistä kurssikehitystä jyrkästi nousevilla markkinoilla, kunhan ne eivät myöskään laske yhtä paljon huonoilla markkinoilla. Keskimäärin osakemarkkinat laskevat joka neljäs vuosi. Phoebusin kehitystä arvoitaessa on oleellista, että tarkastelujaksoon sisältyy niin nousu- kuin laskukausia. Amerikkalainen professori, sijoittaja ja kirjoittaja Ben Graham on sanonut, että osakemarkkinat ovat lyhyellä aikavälillä äänestyskone mutta pitkällä tähtäimellä vaaka. Phoebus pyrkii punnitsemaan jokaisen sijoituksensa pitkän aikavälin edellytyksiä. Emme osallistu sijoittamisen muoti-trendeihin. Phoebus-rahastossa on tuottosidonnainen palkkio (vuodesta 2004 alkaen), joka perustuu edellisen 3 vuoden keskimääräiseen tuottoon. Tämä ei ole sattumaa - mielestäni rahaston kehitystä on syytä tarkastella vähintään 3 vuoden jaksoissa, jotta tuuri ei sekoittuisi rahaston sijoitustoiminnan todelliseen onnistumiseen.

4.

Kartan riskiä. Pääoman säilyttäminen on tärkeämpää kuin maksimaalinen tuotto. Arvostan sellaisia yrityksiä, jotka kasvavat rajatulla riskillä.

Jännitys saattaa muussa elämässä olla joskus tarpeen, mutta sijoitustoiminnan pitää mielestäni olla kannattavaa eikä jännittävä. Kartan määrätietoisesti riskiä, ja arvostan varovaisesti johdettuja yhtiöitä. Joskus kuulee puhuttavan "liian vahvoista taseista". Minä en sellaisia tunne. On toki olemassa huonoja yhtiöitä, joiden kasvu ei yllä kansantalouden kasvuun, ja jotka investointikohteiden puutteessa keräävät kassansa rahaa. Sellaiset eivät sovi Phoebusiin (yleensä ne lopulta tuhoavat rahat johonkin tyhmään yrityskauppaan). Sen sijaan hyvä yhtiö, joka kasvaa taloutta nopeammin mutta ylläpitää vahvaa tasetta, ei ole sijoituksena minulle ongelma. En hae sijoitustoimintaan "vipua" ostamalla velkaantuneita yhtiöitä - velka voi lyhyellä aikavälillä lisätä oman pääoman tuottoa, mutta pitkällä aikavälillä se lähes aina rajoittaa yrityksen kehitystä ja kasvua. Ottamatta riskiä ei kuitenkaan voi saavuttaa parempaa tuottoa kuin riskitön korko. Phoebus on osakerahasto, ja sijoittaa pääsääntöisesti rahansa osakkeisiin. Jos saatte minut kiinni rahat kassassa (osakesalkun hoitajan osalta sama kuin housut kintuissa), se johtuu vain siitä, etten ole löytänyt sopivia ostokohteita. Osakkeemme ovat tyypillisesti epäliikvidejä, enkä aio lähteä niitä väkisin repimään ellen voi ostaa niitä järkeviin hintoihin. Mieluummin odotan. Kärsivällisyys on hyve.

* Phoebusin vertailuindeksi on 75% HEX-portfolioindeksi ja 25% MSCI World Free -indeksi (molemmat osinkokorjattuina).

5.

Pyrin kommunikoimaan avoimesti. Haluan, että osuudenomistajat ymmärtävät miksi sijoitan niihin yhtiöihin joita omistamme, ja otan mielelläni vastaan sekä kysymyksiä että kritiikkiä.

Vaadin sijoituskohteidemme johdolta poikkeuksellisen avointa kommunikaatiota, ehdotonta rehellisyyttä sekä itsenäistä ajattelua. En tietenkään voi vaatia yhtään vähempää itseltäni. Mikään kysymys ei voi olla liian vähäpätöinen tai "liian tyhmä" ettei sitä voisi minulle esittää. Käytännön syistä meidän on helpointa kommunikoida sähköpostitse. Kysymyksiä tai kommentteja voi lähettää suoraan minulle osoitteeseen anders.oldenburg@seligson.fi Soittaakin tietysti voi, mutta sähköpostin etu on, että olen aina sen kautta tavoitettavissa (joskin viiveellä) - luurin päähän voi olla vaikea aina ehtiä. Sähköposti jää myös parhaiten muistiin. Pyrin keräämään parhaat palautteet nettisivuille kaikkien kiinnostuneiden tietoon. Otan erityisen suurella kiitoksella vastaan kaikki sellaiset ehdotukset, jotka auttavat meitä parantamaan palveluamme.

6.

Istumme samassa veneessä. Omasta varallisuudestani merkittävä osa on sijoitettu Phoebusiin. Jos epäonnistumme, kärsin siitä eniten itse.

Koen toisten ihmisten rahojen hoidon erittäin vastuullisena ja tiedän, että kaikki kollegani Seligsonilla kokevat samoin. Pyrin välttämään tästä vastuusta johtuvia tyhmiä päätöksiä - kuten liian vähäistä tai liian suurta riskinottoa - sillä, että itse sijoitan Phoebusiin. Merkittävä osa varallisuudestani on tässä rahastossa (poiketen suosituksistamme; katso kohta 7), ja hoidan rahastoa kuin hoitaisin omaa salkkuani. Haluan asettaa teidät Phoebusin osuudenomistajina samalle viivalle itseni kanssa. Maksan samat palkkiot kuin muut osuudenomistajat - toki omistan osan Seligson & Co:sta, joten emme ole täysin samalla viivalla. Tällä rakenteella pääsemme kuitenkin erittäin lähelle optimitilannetta, joka on partnership eikä tuottaja-asiakassuhde.

7.

Phoebus ei ole kokonaisratkaisu. Järkevä sijoittaja käyttää sitä pienenä osana muuten hyvin hajautettua (indeksi)osakesalkkua.

Kustannuksilla on merkitystä. Sijoitusrahastojen tuotot eivät keskimäärin pärjää vertailuindeksilleen, koska niiden kustannukset ovat korkeat, eivätkä ne *ennen kustannuksia* juurikaan saavuta markkinoita parempia tuottoja. Tämä on selkeästi todistettu fakta, niin Suomessa kuin muuallakin. Järkevän sijoittajan on siksi syytä suosia indeksisijoittamista. Tästä ei pidä vetää (sinänsä loogista) johtopäätöstä, etten itse ole järkevä sijoittaja. Sen sijaan tästä seuraa, että Phoebus ja/tai muut aktiiviset rahastot voivat olla järkeviä vain, jos niillä on selkeä sijoitusfilosofia, joka poikkeaa merkittävästi indeksistä, ja hyödyntää jotain markkinoilla esiintyvää tehottomuutta. Phoebus pyrkii hyödyntämään markkinoiden pitkäjänteisyyden puutetta. Yhä useampi sijoittaja operoi nykyään sopolilauman tavoin niissä osakkeissa, jotka ovat muodissa. Tämä on sinänsä loogista, kun esimerkiksi rahastot kilpailevat uusista sijoittajista, jotka muodostavat sijoituspäätöksensä (lyhyen) historiallisen tuoton perusteella. Se kuitenkin jättää useita erittäin hyviä - mutta epämuodikkaita - yrityksiä huomiotta. Phoebus sijoittaa juuri näihin. Kyseessä ovat usein pienet yhtiöt, joista suuret salkunhoitajat eivät ole kiinnostuneita. Phoebusin "tyyliriski" (small-cap) on jo tästä syystä merkittävä. Lisäksi hajautus tulee yleensä olemaan huono, koska 1) hyviä mutta halpoja yhtiöitä ei ole rajattomasti ja 2) sijoitan vain sellaisiin yhtiöihin, joiden liiketoiminnan perusteet koen ymmärtäväni, ja käsityskykyni on valitettavan rajallinen. Phoebus ei siis hajauta salkkuun kovinkaan tehokkaasti, eikä sitä pidä käyttää koko osakesalkun rakentamiseksi, vaan muuten hyvin hajautetun salkun pieneksi lisämausteeksi.

8.

Joillekin Phoebus ei yksinkertaisesti sovi.

Valistunut lukija kysyy (viimeistään) tässä vaiheessa: Miksi en sijoittaisi pelkästään indeksirahastoihin? Tämä onkin erittäin hyvä kysymys, jonka (akateemista) vastausta on haettu viimeiset 25 vuotta - siinä kuitenkaan onnistumatta. Itse sijoitan Phoebusiin vain, koska puhdas indeksointi on minusta tylsää. Uskon, että Phoebus sopii nimenomaan sellaisille sijoittajille, jotka minun laillani kokevat, että yrityksissä on eroja, ja hyvin johdettujen yritysten todennäköisyys olla pitkällä aikavälillä myös keskimääräistä parempia sijoituskohteita on suuri. Mutta on ainakin kaksi sijoittajaryhmää, joille Phoebus todennäköisesti ei sovi: a) Täysin rationaaliset sijoittajat, joille vain tuotolla on merkitystä. Olen melko vakuuttunut, että puhdas indeksisijoittaminen on tälle ryhmälle paras vaihtoehto, koska sen tuotto on täysin ennakoitavissa (suhteessa markkinoiden tuottoon, joskaan ei absoluuttisissa prosenteissa). Ei ole mitään syytä ottaa salkunhoitajariskiä - ei edes minun osaltani - ellei välitä yksittäisistä sijoituskohteistaan tai sijoitusfilosofiasta. b) Erittäin lyhytjänteiset sijoittajat, jotka päivittäin tai viikoittain arvioivat sijoitustensa onnistuneisuutta. Phoebusin "trading-aversio" ja muutenkin laiska ote markkinoihin ei todennäköisesti sovi näiden sijoittajien arvomaailmaan. Tällekin ryhmälle indeksirahasto on paras vaihtoehto salkun peruspilariksi, yhdistettynä omaan aktiiviseen kaupankäyntiin (pienellä osalla salkkua). Tämän oppaan tarkoitus on esitellä Phoebusin sijoitustyyli mahdollisimman avoimesti. En pysty muokkaamaan sijoitustyyliäni kulloisenkin markkinatilanteen mukaiseksi, osuudenomistajien enemmistön haluamaksi enkä miksikään muuksi. Siksi tyyliini on syytä tutustua ennen sijoituspäätöksen tekoa. Sen sijaan voin yrittää vaikuttaa siihen, ketkä valikoituvat Phoebusin osuudenomistajiksi. Tämän oppaan avulla tarkoitukseni on tehdä juuri se.

LOPUKSI

En voi luvata, että Phoebus onnistuisi ylittämään markkinatuottoa edes pitkällä aikavälillä. Hyvä vedonlyöjä oivaltaa nopeasti, että kertoimet ovat meitä vastaan (suurin syy siihen on hallinnointipalkkio). Voin kuitenkin luvata - ja lupaan - että itse kärsin vähintään yhtä paljon kuin te, jos emme onnistu. Lupaan myös, että meillä on edessämme mielenkiintoinen matka, jonka vaiheet pyrin jakamaan kanssanne niin avoimesti kuin suinkin pystyn.

Anders Oldenburg
salkunhoitaja
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 RAHASTOYHTIÖ OYJ

Mannerheimintie 4, FIN-00100 Helsinki puh. (09) 6817 8200 fax (09) 6817 8222 sähköposti info@seligson.fi

www.seligson.fi
