
PHOEBUS

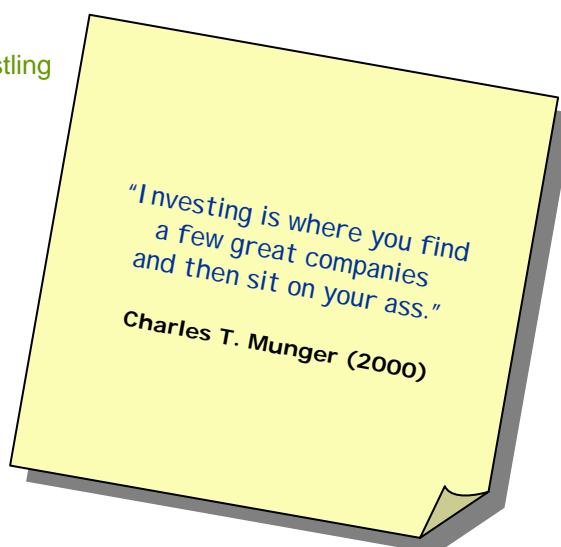
OSUUDENOMISTAJAN VUOSIKIRJA 2005



Yksinkertainen on tehokasta.

SISÄLTÖ

SALKUNHOITAJALTA	3
SIJOITUKSET	4
SIJOITUSFILOSOFIA	5
RAHASTON ARVON KEHITYS	7
YHTIÖIDEMME KEHITYS	9
OSTOT JA MYYNNIT	11
VARAINHOITAJAMME	13
KUSTANNUKSILLA ON MERKITYSTÄ	15
MARKKINAT KUUMEESSA?	17
TAULUKOIDEN LUKUOHJE	19
SUOMALAISET YHTIÖMME	21
Exel	23
TietoEnator	25
Tulikivi	27
Lassila & Tikanoja	29
Stockmann	31
Vacon	33
Puuhamaa	35
Nokian Tyres	37
Fiskars	39
Suominen	41
Tamfelt	43
ULKOMAISET YHTIÖMME	45
Handelsbanken	47
Air Liquide	49
Scania	51
Haastattelussa Scanian Leif Östling	52
State Street	57
Automatic Data Processing	59
Securitas	61
Tomra	63
Vestas	65
Wal-Mart de Mexico	67
OSUUDENOMISTAJAN OPAS	68



SALKUNHOITAJALTA

Hyvät osuudenomistajat (tai sellaiseksi aikovat),

Pidätte käsissänne Phoebusin toista Vuosikirjaa. Ensimmäisestä sain viime vuonna paljon kommentteja. Kiitos niistä! Näitä ei voi kirjoittaa norsunluutornista.

ASIAKASPALVELUA VAI MYYNTIÄ?

Moni palautteen antaja hämmästeli sitä, että panostamme niin paljon olemassa olevien asiakkaiden informoimiseen. Useimpien rahastoyhtiöiden myyntiesitteet kun kiiltävät huomattavasti enemmän kuin salkkuraportit. Tätä on syytä hetken miettiä.

En ole koskaan ymmärtänyt yhtiöitä, jotka asettavat uudet asiakkaat vanhojen edelle. Uusi asiakashan ei edes ole vielä asiakas. Vanha on. Kumpaa on syytä palvella paremmin?

Tämä looginen kuperkeikka on tuttu monelta alalta. Suuret teleoperaattorit ovat jopa perustaneet "kakkosbrändejä", joilla myyvät palvelut uusille asiakkailleen selvästi huokeammalla kuin vanhoille, lojaaleille asiakkailleen. "Rehellisesti", kuten eräs niistä mainostaa?

Teleoperaattorit eivät olekaan pitäneet asiakkaitaan. Esimerkiksi Saunalahden asiakasvaihuvuus ("churn") on yli 50% vuodessa. Yhtiö kyllä kasvaa nopeasti, mutta luoko se myös arvoa? Ei tietenkään (paitsi jos se jatkossa pystyy paremmin pitämään asiakkaansa).

Phoebus pyrkii sijoittamaan laadukkaisiin yhtiöihin. Ne ajattelevat asiasta toisin. Lainatakseni Svenska Handelsbankenin toimitusjohtajaa Lars Grönstedtiä (2001):

"Den som är sparsam är också rädd om sina kunder. Det är bättre att behålla en nöjd kund än att bygga sin verksamhet på att ständigt behöva skaffa nya kunder för att man på något vis har slitit ut de gamla."

Jos tämä Vuosikirja auttaa houkuttelemaan myös uusia asiakkaita, hyvä niin. Sen pääasiallinen tarkoitus on kuitenkin palvella juuri teitä, jotka olette jo sijoittaneet Phoebusiin.

PITKÄJÄNTEINEN OMISTAJA

Helsingin Sanomissa oli 20.3.2005 artikkeli sijoittajayrittäjä Ilkka Brotheruksesta (joka tunnetaan parhaiten Sini-tuotteen omistajana). Luin artikkelin suurella mielenkiinnolla, koska Brotherus ajattelee sijoittamista hyvin samalla tavoin kuin minä teen:

"Yrittäjän näkökulma sijoittamiseen on sellainen, että minä en laske osakkeiden lukua enkä päivän arvoa. Mielessäni on kuvitteellinen, omistusosuuteni kokoinen yritys esimerkiksi kiinteistötekniikka- ja rakennuskonserni YIT:stä".

Me emme omista yhtään Brotheruksen yritystä, mutta jaamme saman arvomaailman. En olisi voinut kuvailla Phoebusin sijoitusfilosofiaa paremmin itse.

Brotherus kertoo myös, että hän ei omista sijoitusrahastoja, koska ei silloin tiedä mihin hänen rahansa on sijoitettu. Tämän Vuosikirjan tarkoituksena on varmistaa, että teillä ei ole samaa huolta.

LOPUKSI

En voi vastustaa pienen aasinsillan rakentamista kahden yllä olevan otsikon välille, lainaamalla Handelsbankenin ex-toimitusjohtajaa Arne Mårtenssonia (1999):

"Företagens relationer till sina kunder borde vara det viktigaste kriteriet för den som köper aktier långsiktigt."

Vuosikirja on hieman laajempi kuin viime vuonna (mm. rahaston kuluista on tarkempi erittely). Se toivottavasti paranee hieman joka vuosi. Teidän roolinne on siinä edelleen ratkaiseva. Kertokaa mielipiteenne.

Antoisia lukuhetkiä toivottaen,



salkunhoitaja
anders.oldenburg@seligson.fi



SIJOITUKSET

ARVOPAPERISIJOITUKSET 31.3.2005

	Osakkeita	Osakekurssi valuutta	euro	Markkina- arvo EUR	Osuus rahastosta
Exel	160000		12.83	2,052,000	13.0%
Tietoenator	52000		26.36	1,370,720	8.7%
Tulikivi	219400		6.20	1,360,280	8.6%
Lassila & Tikanoja	91200		14.61	1,332,432	8.4%
Stockmann A&B	51000		25.92	1,322,141	8.4%
Vacon	57000		13.56	772,920	4.9%
Puuhamaa	14000		41.23	577,220	3.7%
Nokian Renkaat	40000		12.44	497,720	3.2%
Fiskars A	50400		9.15	461,160	2.9%
Suominen	125000		3.61	451,250	2.9%
Tamfelt etu	50000		8.30	415,000	2.6%
Kotimaiset osakkeet				10,612,843	67.2%
Handelsbanken B	48000	167.00	18.25	876,137	5.6%
Air Liquide	3500	143.10	143.10	500,850	3.2%
Scania B	15000	299.50	32.73	491,024	3.1%
State Street	11000	43.51	33.56	369,170	2.3%
Automatic Data Processing	10000	44.99	34.70	347,025	2.2%
Securitas	28000	112.50	12.30	344,291	2.2%
Tomra	85000	28.50	3.47	294,952	1.9%
Vestas	24000	83.00	11.14	267,411	1.7%
Walmart de Mexico	72601	39.08	2.69	195,269	1.2%
Ulkomaiset osakkeet				3,686,128	23.4%
YHTEENSÄ osakkeet				14,298,971	90.6%
Käteinen				1,487,250	9.4%
RAHASTON ARVO				15,786,221	100.0%
Osuuksien lkm (A-korjattu)				793,664.31	
Arvo per A-osuus				19.890	

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 monopoleilla.

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 rakettimeaista 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. teknologiayhtiöt), pitää olla erittäin vahva tase, kun taas tasaisemmin kehittynyt 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 kelpollisen 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 löytäminenäkään 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.

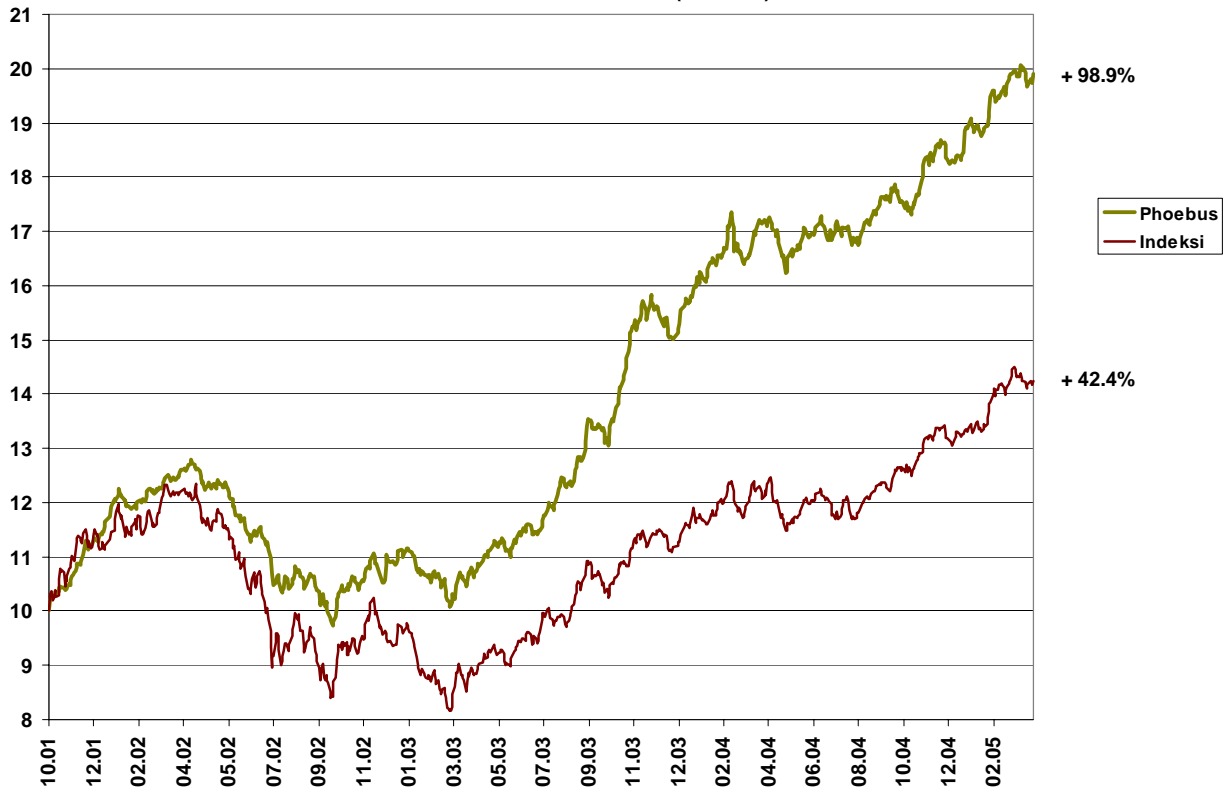
Maailmasta löytyy tarpeeksi hyviäkin yhtiöitä.

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.

osuuden
arvo

Phoebus ja vertailuindeksi

10.10.2001 - 31.3.2005 (euroissa)



"In a bull market, one must avoid the error of the preening duck that quacks boastfully after a torrential rainstorm, thinking that its paddling skills have caused it to rise in the world."

Warren E. Buffett (1997)

RAHASTON ARVON KEHITYS

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

Toiminnan alusta maaliskuun 2005 loppuun Phoebus oli noussut 99% vertailuindeksiin noustua 42%. Viimeisen 11 kuukauden aikana (edellisen Vuosikirjan ilmestymisestä) Phoebus on kuitenkin tuottanut hieman markkinoita huonommin (+17% vs +18%).

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.

VAIN YLITUOTTO TUO LISÄARVOA

Kuulen silloin tällöin sijoittajien kiittävän minua Phoebusin hyvästä arvonnoususta. Kiitokset ovat toki mukavia, mutta näissä tapauksissa valitettavasti en ole niitä ansainnut. Markkinoiden noustessa lähes kaikkien rahastojen arvot nousevat. Se ei mitenkään ole salkunhoitajien ansiota.

Viimeiset 11 kuukautta ovat tästä hyvä esimerkki. Phoebus on kyllä noussut hyvin, mutta vertailuindeksi on noussut vielä enemmän. Sijoittaja olisi siis saanut paremman tuoton sijoittamalla indeksirahastoon, joka sijoittaa Phoebusin vertailuindeksiin mukaisesti (olettaen, että indeksirahaston kulut olisivat pienemmät kuin mitä Phoebus on markkinoille hävinnyt).

On kuitenkin syytä myös muistaa, että osakkeiden hinnanmuutokset eivät aina lyhyellä tähtämellä erityisen hyvin mittaa yhtiöiden arvonmuutoksia. Pitkällä aikavälillä nämä vääjäämättä seuraavat toisiaan.

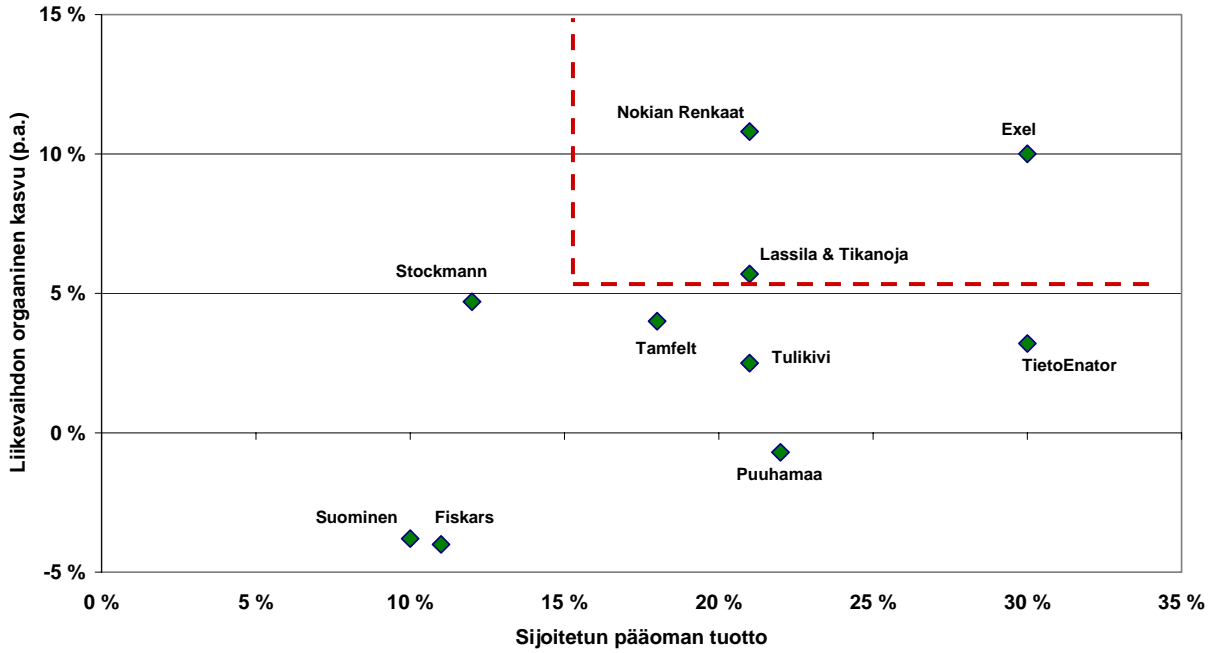
Siksi olen seuraavalla sivulla yrittänyt esitellä yhtiöidemme todellista kehitystä – liiketoiminnan eikä osakekurssin mukaan mitattuna. Se on todellisuutta.

Olen erittäin tyytyväinen yhtiöidemme kehitykseen, paria poikkeusta lukuunottamatta. Kurssit heiluvat: osin syystä, enimmäkseen sattumanvaraisesti. Mutta yritysjohtajat – todelliset varainhoitajamme – tekevät hyvää työtä.

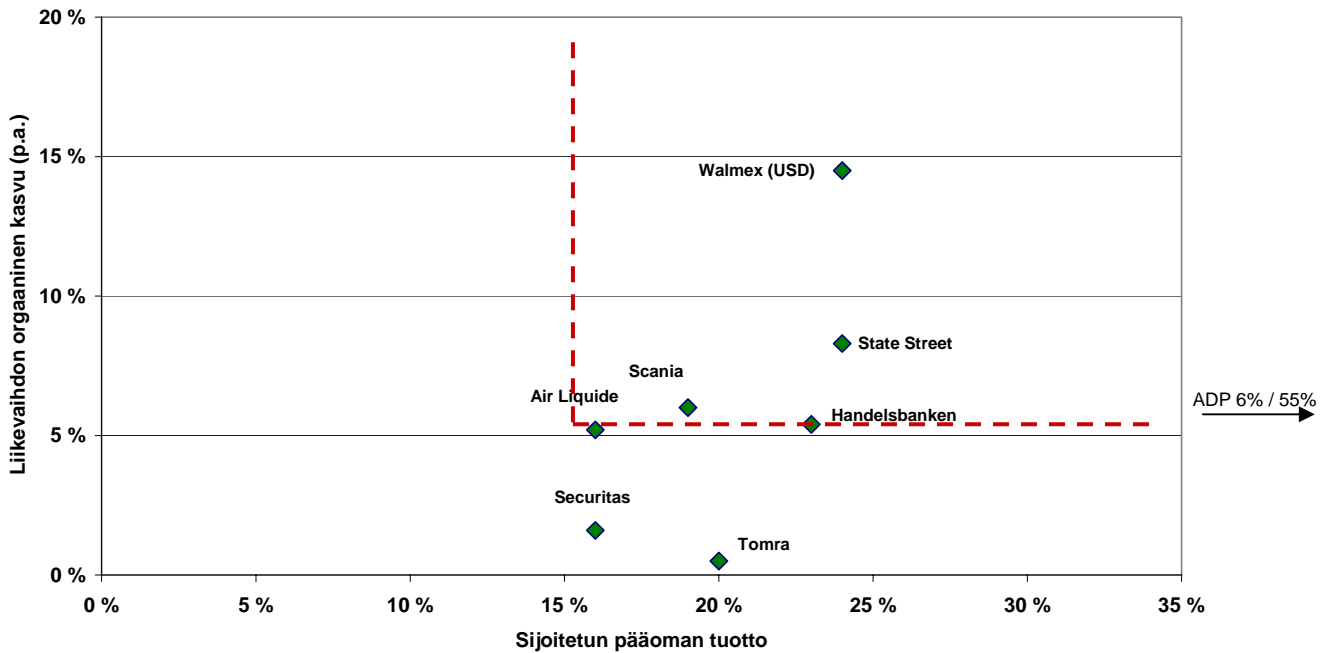
(NYKYISTEN) SIOITUSTEN KEHITYS 30.4.2004 - 31.3.2005 (euroissa, osinkoineen)

Rahasto		Suomalaiset osakkeet		Ulkomaiset osakkeet	
Phoebus	17%	Nokian Renkaat	82%	Scania	29%
		Exel	82%	Handelsbanken	14%
Vertailuindeksi	18%	Stockmann	54%	Walmart de Mexico	12%
HEX portfoliotuotto	24%	Fiskars	40%	Air Liquide	9%
MSCI world net euro	4%	Vacon	28%	Tomra	5%
		Lassila & Tikanoja	18%	Securitas	2%
		TietoEnator	11%	Vestas	1%
		Tamfelt	1%	ADP	-4%
		Tulikivi	-16%	State Street	-17%
		Suominen	-31%		

Suomalaiset yhtiömme 1999-2004



Vestas **◆**
24% / 13%
Ulkomaiset yhtiömme 1999-2004



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

Sijoitusfilosofiani 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. Pyrin mieluummin hahmottamaan trendinomaista kannattavuutta seuraamalla viiden vuoden keskiarvoja.

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

Vasemmalla on osoitettu suomalaisten ja ulkomaisten yhtiöidemme sijoitetun pääoman tuotto 1999-2004. 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 16/20 yhtiöstämme. Stockmannista en ole tippaakaan huolestunut. Muista kolmesta olen.

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

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 jatkaa joitakin vuosia, varsinkin alun halvassa osakkeessa, mutta se ei voi jatkaa ikuisesti.

Sen sijaan yhtiössä joka kasvaa, arvostuksen (suhteessa liiketoiminnan volyyymiin) 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 ohjaket 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 1999-2004 paikallisissa valuutoissa (paitsi Walmexin osalta US-dollareissa, koska Meksikolla on edelleen banaanivaluutta).

Yhtiöstämme Fiskars ja Suominen, joiden kannattavuus on huono, ovat myös kutistuneet. Näitä on syytä seurata tarkasti. Puuhamaa ei myöskään ole kasvanut, mutta on sijoituksena "defensiivisempi" kuin muut (erittäin alhainen arvostus kompensoi heikkoa orgaanista kasvua).

Sen sijaan en ole erityisen huolissani siitä, että viisi muuta yhtiötä ovat kasvaneet vain 0-4% 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 kovan kasvuvauhtinsa hyvin.

ARVOPAPERIKAUPAT 30.4.2004 - 31.3.2005 (euroissa)

OSTOT

Puuhamaa	560 560
Handelsbanken	338 749
Carrefour	267 908
Vacon	246 748
Lassila & Tikanoja	244 985
Tietoenator	205 606
Chips	152 930
Tulikivi	141 844
State Street	138 984
Automatic Data Processing	83 007
Stockmann	74 869
Air Liquide	73 884
Securitas	71 576
Tamfelt	42 008
Vestas	40 320
Tomra	33 314
Nokian Tyres	17 038

Yhteensä 2 734 331

MYYNNIT

Chips	685 115
Carrefour	281 046
Nokian Tyres	204 896
Exel	204 008
Robert Mondavi	94 995
Merck & Co	74 362
Vestas	23 472

Yhteensä 1 567 894

OSTOT JA MYYNNIT

Pyrin käymään osakkeillamme mahdollisimman vähän kauppaa. Tämä siitä yksinkertaisesta syystä, että turhat kaupat maksavat varmuudella, mutta niiden vaikutus rahaston tuottoon on kaikkea muuta kuin varma.

MYYNNIT

Myynti osakkeita lähinnä seuraavista syistä:

- Huomaan erehtyneeni ja yhtiön laatu ei vastaakaan alkuperäisiä odotuksiani.
- Omistamamme osakkeen kurssi nousee niin paljon nopeammin kuin muiden osakkeidemme kurssit, että yhtiön paino salkussa muodostuu ylisuureksi.
- Omistamamme yhtiön hinta nousee älyttömän korkeaksi.
- Yhtiöstä tehdään julkinen ostotarjous.
- Tarvitsemme rahaa lunastuksiin.

Viime Vuosikirjan kirjoittamisen (30.4.2004) jälkeen olen myynyt seitsemän yhtiömme osakkeita, näistä neljä kokonaan (katso taulukko vasemmalla).

Myyneistämme kolme (Carrefour, Mondavi ja Merck) selittyvät virhearvioinneillani. Minun ei olisi koskaan pitänyt ostaa niitä.

Mondavia minun ei myöskään olisi pitänyt niin hätiköiden myydä. Menetin luottamukseni yhtiöön sen päätettyä keskittyä halvemman hintaluokan viineihin. Sen kilpailija Constellation Brands ilmeisesti näki asiat samoin kuin minä (väärä strategia, mutta paljon arvoa) ja osti koko Mondavin vain joitakin viikkoja myyntimme jälkeen. Hosumiseni maksoi meille paljon.

Chips ostettiin myös pörssistä. Omistimme sitä vain reilun vuoden ja olisin mielelläni omistanut sitä kauemmin, mutta norjalaisen Orklan ostaessa koko Chipsin minunkin oli pakko myydä osakkeemme.

Exel on ollut parhaita sijoituksiamme ja sen paino on noussut turhan suureksi. Myin siksi pienen osan omistuksestamme. En pidä yhtiötä järjettömän hintaisena, joten kyseessä oli vain riskienhallintatoimenpide.

Myös Nokian Renkaiden vähentäminen oli riskien hallintaa. Yhtiön paino salkussa on pienehkö, mutta sen johdon valitsema riskitaso on erittäin suuri, joten painon pitääkin olla pieni.

Vestas näkyy myös myyntilistalla, mutta kyseessä ei varsinaisesti ollut myynti. Yhtiö keräsi keväällä vuosi sitten rahaa osakeannilla ja neutralisoin lisäsijoituksemme myymällä osan osakkeistamme.

OSTOT

Normaalitilanteessa Phoebusiin virtaa hiljalleen sijoittajilta lisää rahaa (joskus myös uusilta sijoittajilta). Jotta kaikkien osuudenomistajien osuus salkussamme olevista yhtiöistä pysyisi samana, minun pitäisi ostaa kaikkien yhtiöiden osakkeita samassa suhteessa kuin niitä on salkussa. Ellen osta, vanhat sijoittajat tavallaan myyvät osakkeitaan uusille sijoittajille.

En kuitenkaan aina osta kaikkia osakkeita. Tämä on minun pääasiallinen tapani käydä "näkemyskauppaa". Se on siitä hyvä tapa, että se ei maksa mitään (palkkioiden muodossa; epäonnistuneiden näkemysten muodossa se voi toki maksaa).

Ostot kertovat siis eniten kun vertaa lisäsijoituksiani yhtiöidemme painoon salkussa.

Olen ostanut merkittävästi lisää Handelsbankenin osakkeita joka heijastaa sitä, että pidän pankin hintaa melko houkuttelevana suhteessa sen arvoon. Olen myös lisännyt Vaconia melko paljon.

Vastaavasti huomaatte, että en ole ostanut osakettakaan lisää neljästä salkkuyhtiöstämme (Suominen, Fiskars, Scania ja Wal-Mart de Mexico). Kahden ensin mainitun kohdalla olen tyytymätön kannattavuuteen, kahden jälkimmäisen kohdalla arvostukseen.

Joskus toki yhtiöt myös vaihtuvat. Ainoa uusi yhtiömme on Tervakosken Puuhamaa, joka on myös suurin ostomme. Tämä on sikäli normaalia, että uuden yhtiön kohdalla alkuostojen on oltava sen verran isoja, että yhtiön paino salkussa kasvaa merkittäväksi. En siis välttämättä usko voimakkaimmin juuri Puuhamaahan, vaikka olen käyttänyt kaikkein eniten rahaa juuri sen osakkeisiin.



JOHDON PALKAT, PALKKIOT JA OSAKEOMISTUS SEKÄ HALLITUKSEN PALKKIOT 2004

Yhtiö	Palkka	Bonus*	Yhteensä	Osakkeita*	Hpj	jäsenet	Hallitus
Exel	na	na	244,617	163400	34,500	48,440	82,940
Tietoenator	416,561	119,709	536,270	55000	48,000	133,464	181,464
Tulikivi	132,750	23,129	155,879	25000	73,320	102,587	175,907
Lassila & Tikanoja**	na	na	369,413	9600	161,982	88,500	250,482
Stockmann	na	na	385,169	439	62,500	203,750	266,250
Vacon	na	na	210,256	0	24,000	82,000	106,000
Puuhamaa	68,000	0	68,000	91908	0	0	0
Nokian Renkaat	263,000	176,000	439,000	0	na	na	170,000
Fiskars	252,100	35,000	287,100	21355	59,350	249,650	309,000
Suominen	na	na	247,436	1717994	30,000	78,750	108,750
Handelsbanken**	732,240	0	732,240	600	1,136,612	463,934	1,600,546
Air Liquide	863,000	1,238,000	2,101,000	5397	229,000	476,000	705,000
Scania	550,303	1,992,652	2,542,955	113025	81,967	327,869	409,836
State Street	707,574	3,901,511	2,542,955	63905	0	811,538	811,538
Automatic Data	672,885	2,152,114	2,824,998	1550796	0	562,308	562,308
Securitas	1,256,831	65,574	1,322,404	503216	87,432	240,437	327,869

* Bonus ei sisällä optioita. Osakeomistus sisältää vain omistetut osakkeet, ei optioita tai vastaavia lupauksia.

** Lassila & Tikanojassa (2004) ja Handelsbankenissa hallituksen puheenjohtaja on päätoiminen

VARAINHOITAJAMME

Hyvä yritysjohto on aina pitkäjänteisen sijoituksen onnistumisen ehdoton edellytys. Ehdoton.

Minun on täysin mahdotonta arvioida millaisessa ympäristössä yhtiömme toimivat vuonna 2015 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.

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 kuulostaa harvinaiselta yhdistelmältä; ja se on. Yhtiöstämme Tulikivi, Exel ja Lassila & Tikanoja lähentelevät kuitenkin tällä mittarilla täydellisyyttä.

JOHDON VAIHDOKSET 2004

Yllättävän monen salkkuyhtiömme johto vaihtui viime vuonna. Vain Tamfeltin Risto Hautamäen ja State Streetin David Spinan jääminen eläkkeelle oli jotenkin odotettua (joskin nopea päätöstahti yllätti), kuten heidän seuraajiansa Jyrki Nuutilan ja Ron Loguen tulo talon sisältä. Muut vaihdokset olivat yllättäviä.

Erityisesti minua harmitti nuorten pohjoismaisten kykyjen lähtö. Sekä Vestasin Svend Sigaard (48) että Tomran Erik Thorsen (49) saivat tarpeekseen. Kummassakin tapauksessa uusi johto tulee talon ulkopuolelta (Ditlev Engel Hempeliltä ja Amund Skarholt Bravidalta, oltuaan kauan Securitaksella). Molemmat asiat ovat jossain määrin huolestuttavia, joten näitä yhtiöitä on syytä pitää silmällä tavanomaista tarkemmin.

Wal-Mart de Mexicon Cesareo Fernandez jätti ohjakset kakkosmiehelleen Eduardo Castro-Wrightille siirtyessään eläkkeelle. Castro-Wright lähti miltei heti USA:han emon palvelukseen, mutta se lienee normaalia urakiertoa. Eduardo Solorzano tulee hänkin talon sisältä.

JOHDON PALKAT

Vastakkaisen sivun taulukossa on tietoja yhtiöidemme palkoista ja johdon omistuksesta 2004. Taulukko ei kerro aivan koko totuutta, koska optiot puuttuvat johtajien palkkioista. Pitkän aikavälin palkkiojärjestelmät kun on vaikea jakaa yksittäiselle vuodelle.

Omistuksista jätin tahallani optiot pois. Johdon kiinnostus yhtiönsä osaketta kohtaan ei minulle selviä siitä, onko hänellä optioita vai ei. Jos johtaja sen sijaan konvertoi optionsa **ja pitää osakkeet**, se kertoo jotain.

Taulukon tulkitsemisesta voi olla monta mieltä. Yksittäisen yhtiön yksittäisenä vuonna maksama palkka ei kerro juuri mitään. Minä yrittän miettiä seuraavasti:

- Ahneus on pahe. Suomen parhaiten palkatut pörssiyritysten johtajat tienasivat viime vuonna yli miljoona euroa. Yksi meidän johtajistamme pääsi puoleen siitä (ja Matti Lehti on sen ansainnut). Myöskään suhteettomia bonuksia suomalaiset johtajamme eivät saa.
- Hallitusten palkkiot kertovat jotain yhtiön yleisestä tehokkuudesta. Fiskarsia ja Stockmannia lukuunottamatta suomalaisten yhtiöidemme hallitukset ovat erittäin kustannustehokkaita.
- Onko johto oikeasti sitoutunut yhtiöön pitkäjänteisenä sijoituksena (osakeomistus) vai rahastaako vain mahdollista kurssinousua (optiot)? Ainakin Erkki Mattila, Heikki Bergholm, Ari Jokelainen, Matti Lehti ja Juha Sivonen ovat omistajia.

Ulkomaisten yhtiöidemme johtajien palkat ovat huimaavia, ainakin suomalaisen mittapuun mukaan. Hyvät yhtiöt ovat kuitenkin myös ulkomailla tehokkaita – esimerkkinä Handelsbanken, joka ei maksa johdolle bonuksia (hyvä suoritus kuuluu työn kuvaan).

Ihmettelenkin, mistä "bonuksia" maksetaan? Wall Street Journal tutki äskettäin* 350 suurta yritystä USA:ssa (keskimääräinen palkka oli USD 6,5 miljoonaa optioineen). Näistä 327 maksoi vuonna 2004 johdolle bonuksia (317 maksoi lisäksi optioita yms). Näyttää siis siltä, että 93% USA:n yritysjohtajista pärjäsikin keskimääräistä paremmin 2004. Olemmeko löytäneet myyttisen Lake Wobegonin?

Lopuksi provosoiva ajatus – pitääkö suuren firman johdolle maksaa enemmän? Eikö suuressa firmassa vain ole useampia johtajia, ei ahkerampia?

ERIKOISSIJOITUSRAHASTO PHOEBUS - TUNNUSLUKUJA 2001-2004

Perustiedot	laskenta	2001*	2002	2003	2004
1 Rahaston arvo 1.1.		0	1 812 786	5 032 186	10 436 814
2 Merkinnät		1 618 061	3 773 366	2 941 245	2 011 024
3 Lunastukset		0	25 960	206 292	632 052
4 Nettomerkinnät		1 618 061	3 747 406	2 734 953	1 378 973
5 Tuotonmaksu		0	21 300	28 300	49 987
6 Arvonnousu		194 725	- 506 706	2 697 976	2 254 027
7 Rahaston arvo 31.12.	1+4-5+6	1 812 786	5 032 186	10 436 814	14 019 827
8 Osuuksia (A-korjattu)		151 948	462 472	682 422	759 861
9 Arvo per A-osuus		11.930	10.881	15.294	18.451
10 Osuudenomistajia		29	89	149	262
11 Keskimääräinen rahaston arvo		243 583	4 707 413	7 349 910	12 490 817
12 Ostot		1 289 230	4 121 471	4 004 089	1 986 244
13 Myynnit		0	626 941	807 136	373 960
14 Kaupankäynti yhteensä		1 289 230	4 748 412	4 811 225	2 360 204
15 Hallinnointipalkkio		3 045	58 843	91 874	93 681
16 Tuottosidonnainen palkkio		0	0	0	149 382
17 Pankkikulut		1 000	2 462	4 965	2 804
18 Kaupankäyntikulut		1 698	8 582	7 602	2 865
19 Merkintäpalkkiot		0	12 348	8 120	9 673
Tunnusluvut	laskenta	2001*	2002	2003	2004
20 Kiinteä hallinnointipalkkio	15/11	1.25%	1.25%	1.25%	0.75%
21 Tuottosidonnainen palkkio	16/11	-	-	-	1.20%
22 Pankkikulut	17/11	0.41%	0.05%	0.07%	0.02%
23 Total Expense Ratio TER	20+21+22	1.66%	1.30%	1.32%	1.97%
24 Kaupankäyntikulut	18/11	0.70%	0.18%	0.10%	0.02%
25 TKA	23+24	2.36%	1.48%	1.42%	1.99%
26 Kommissio/kauppa	18/14	0.13%	0.18%	0.16%	0.12%
27 Kiertonopeus (Rata/Suomi)	[14-(2+3)]/11	-1.35	0.20	0.23	-0.02
28 Kiertonopeus (Ruotsi)	min(12,13)/11	0.00	0.13	0.11	0.03
29 Kaupankäynti/Keskikoko	14/11	5.29	1.01	0.65	0.19
30 Rahaston tuotto	9/9(t-1)	19.30%	-8.79%	40.55%	20.64%
31 Vertailuindeksi tuotto**		14.58%	-18.04%	19.96%	17.65%
32 Rahaston ylituotto	30-31	4.72%	9.25%	20.59%	2.99%

* 10.10. - 31.12. 2001

** Vertailuindeksi on 75% HEX portfoliotuottoindeksi, 25% MSCI AC World Net Return (molemmissa osingot mukana)

KUSTANNUKSILLA ON MERKITYSTÄ

Vastakkaisella sivulla on taulukko, josta löytyvät Phoebusin tärkeimmät tunnusluvut. Ensi näkemällä taulukko voi tuntua vaikealta, mutta halusin liittää sen tähän, jotta ymmärrätte miten neljännesvuosikatsauksissa esitetyt luvut on laskettu.

Sekä ennen kaikkea mitä ne merkitsevät.

PALKKIOT

Phoebusin kiinteä hallinnointipalkkio – kehittyi rahasto miten tahansa – on 0,75% rahaston arvosta eli viime vuonna 93.681 euroa. Säilytyksestä ei peritä eri palkkiota vaan rahastoyhtiö kattaa säilytysyhteisön (Svenska Handelsbankenin) kulut omasta tuloksestaan.

Jos Phoebus kehittyy hyvin, rahastoyhtiö perii lisäksi tuottosidonnaisen palkkion. Se on 20% siitä tuotosta, joka ylittää Phoebusin vertailuindeksin tuoton kolmen vuoden keskiarvona, viime vuonna 149.382 euroa.

Huomatkaa, että tämä mittaa Phoebusin lisäarvoa. Kuka tahansa voi saada (lähes) markkinatuoton sijoittamalla indeksirahastoon. Lisäarvoa syntyy vain, jos Phoebus kehittyy markkinoita paremmin.

Tämä on monelle yllättävän vaikea ymmärtää. Sijoittajat ovat usein tyytyväisiä kunhan rahasto vain nousee. Se on ymmärrettävää, mutta tavoite on silloin liian vaatimaton.

On jopa rahastoja, joiden "lisäarvopalkkio" määräytyy absoluuttisen tuoton mukaan. Tämä on minusta hieman samaa kuin, että maksaisi kesämökistä lisävuokraa jos aurinko sattuu loman aikana paistamaan.

MUUT KULUT

Kuten me muutkin, rahasto maksaa lisäksi erinäisiä pankkikuluja, joista suurimmat johtuvat kauppojen selvityksestä. Yhteensä pankkikulut olivat viime vuonna 2.804 euroa.

Hallinnointipalkkioiden ja pankki- yms kulujen yhteislukua kutsutaan nimellä **TER – Total Expense Ratio**. Tämä on Sijoitusrahastoyhdistyksen (SRY) määritelmä, jonka Rahoitustarkastus (RATA) on hyväksynyt.

Se on kuitenkin harhaanjohtava.

Total Expense Ratio on kaikkea muuta kuin "Total", siitä puuttuu nimittäin kuluerä, joka useissa rahastoissa on erittäin merkittävä: kaupankäynnin palkkiot.

Yritän käydä mahdollisimman vähän kauppaa. Phoebusin kaupankäyntikulut olivat viime vuonna vain 2.865 euroa. Phoebus on kuitenkin poikkeus.

Ruotsissa käytetään lukua **TKA** (Totalkostnadsandel), joka on TER + kaupankäynnin kulut. Se on rehellisesti "Total" ja olemme halunneet tuoda sen myös Suomeen.

Phoebuksen TKA, eli salkunhoidon kokonaiskustannus, oli viime vuonna 1,99%.

KIERTONOPEUS

Useimmat rahastoyhtiöt eivät kerro kaupankäynnin kulujaan – oletettavasti, koska suurin osa päättyy saman organisaation toiseen taskuun oman välityksliikkeen ansiosta. SRY ja RATA ovat hyväksyneet tämän, mutta päättäneet, että kiertonopeus on julkaistava. Oletus on, että suuri kiertonopeus kertoo isoista kuluista.

Kiertonopeuden laskentaohje on kuitenkin järjetön. Suomen kaavan mukaan (rivi 27), Phoebusin kiertonopeus oli viime vuonna negatiivinen (koska tein vähemmän kauppooja Phoebusin osakkeilla kuin osuudenomistajat Phoebusin osuuksilla).

Suhtautukaa siis kiertonopeuslukuun roskana ja pyytäkää rahastoyhtiötänne sen sijaan kertomaan, kuinka paljon kaupankäynti on euroissa maksanut. He hoitavat teidän rahojanne, joten teillä on oikeus avoimeen tiedonantoon.

SALKUNHOITAJAN KANNUSTIMET

Jos salkunhoitajaa palkitaan rahaston kasvattamisesta, hänestä tulee hyvä myyjä. Jos hän hyötyy rahaston tuotosta, hänestä tulee salkunhoitaja. Sijoittajan on siksi hyvä ymmärtää salkunhoitajan insentiivit.

Minun palkkani riippuu eniten rahaston tuotosta (mutta se riippuu myös rahaston koosta).

Kiinteä palkkani (viime vuonna 4.000 euroa/kk) riippuu Phoebusin koosta. Lisäksi saan 25% (ennen veroja ja sosiaalikuluja) Phoebusin tuottosidonnaisesta palkkiosta.



Ovis canadensis

39,8 °C



Ovis aries

39,0 °C



Bos taurus

38,5 °C



Lemmus lemmus

37,8 °C



Homo sapiens

36,8 °C



Loxodonta africana

35,9 °C



Erinaceus europaeus

35,5 °C

35,0 °C

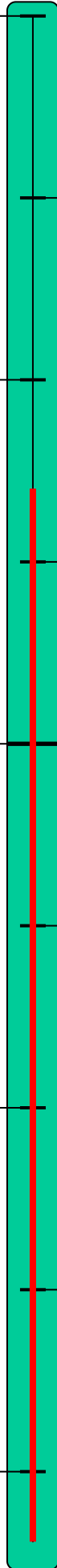


Ursus maritimus

32,0 °C



Ornithorhynchus anatinus



MARKKINAT KUUMEESSA?

Perinteisesti osakemarkkinoiden tilaa kuvataan kahdella eläimellä: Härällä, joka symbolisoi nousevien markkinoiden voimaa, ja karhulla, joka kuvastaa laskevien markkinoiden julmuutta sijoittajalle. "Bull market" ja "bear market" ovat niin yleisiä käsitteitä, että jokainen sijoittaja varmasti on niihin törmännyt.

Olen tässä yrittänyt kuvastaa eri markkinatilanteita hieman useammalla elukalla. Ellei kirjoitus muuten ole hyödyksi, oheisen "kuumemittarin" osoittama, kunkin eläimen normaali ruumiinlämpö, voi olla hauska tietää vaikka seuraavilla cocktail-kutsuilla.

MARKKINAPSYKOLOGIA

Useimmat sijoittajat ovat tyytyväisiä kurssien noustessa ja hermostuvat kurssien laskiessa. Tämä on aika tyhmää, kun sitä tarkemmin miettii. Useimmat sijoittajathan ovat netto-ostajia. Spekulantin osalta tilanne voi olla toinen.

Itse viihdyn markkinoilla parhaiten, kun koen kurssit järkeviksi. Silloin romahduksen vaara ei ole iso. Mitä korkeammalle arvostukset nousevat, sitä suuremmiksi riskit kasvavat. Arvostusta voi siis ajatella hieman kuumemittarin tavoin. Korkea lukema ei ole terveellinen.

Markkinatunnelmien kääntyessä positiivisiksi, sijoittajat alkavat usein rationaalisen toiminnan sijaan käyttäytyä populilauman tavoin. Muodissa olevat osakkeet nousevat vauhdilla (mutta kaikki osakkeet eivät ole kalliita).

Seuraavassa vaiheessa lähes kaikki osakkeet nousevat vauhdilla. Silloin ollan jo härkämarkkinoilla. Arvostukset alkavat tuntua vaarallisen korkeilta.

Kun tämä on jatkunut aikansa, arvostukset irtoavat joskus täysin reaali maailmasta. Sijoittaja, joka toimii rationaalisesti, alkaa tuntea itsensä melko lammasmaiseksi (ääritapaus on vuorilammasta).

Muistatko, mitä Michael Douglasin hahmo Gordon Gekko elokuvassa Wall Street sanoi spekulanttien massoista? "They're sheep. Sheep get slaughtered."

Hän oli aivan oikeassa (vaikka tarkoitti eri asiaa). Spekulointi voimakkaasti yliarvostetuilla markkinoilla on varma tapa menettää rahansa.

Heikoilla markkinoilla tilanne on käänneinen. Ensi vaiheessa sijoittajat tulevat yhä harkitsevammiksi (kuten

norsut). Jossain vaiheessa osakkeet alkavat tuntua vaarallisilta ja spekulantit käpertyvät suojamuurinsa taakse eivätkä tee mitään. Silloin olemme siilimarkkinoilla.

Viime vaiheessa kiinnostuksen aste on suurin piirtein sama kuin talviunessa olevalla jääkarhulla. Pitkäjänteisen sijoittajan paras kaveri on sympaattinen vesinokkaeläin. Siitä ei edes oikein tiedetä, onko se nisäkäs vai ei.

MISSÄ OLEMME NYT?

Väitän, että siirryimme populivaiheen ohi suurin piirtein vuodenvaihteessa 2004-2005. Siihen saakka arvostukset olivat enimmäkseen järkeviä, joskin suosituimpien osakkeiden hinnat olivat melko korkeat.

Tällä hetkellä osakkeet ovat yksiselitteisesti kalliita, ainakin Suomessa. Pörssi on noussut, juuri kukaan ei näe osakkeissa riskejä ja uusia kurssiennätyksiä tehdään viikoittain. Ylikuumeneminen on siis selvää. Vielä se ei kuitenkaan ole yhtä pahaa kuin esimerkiksi 1999-2000.

Muualla maailmassa tilanne on normaalimpi. Ero johtunee siitä, että suomalaiset yhtiöt ovat jonkin aikaa jakaneet poikkeuksellisen isoja osinkoja valmistautuessaan verouudistukseen.

Muistakaa, että voin myös olla täysin väärässä.

MITÄ TÄMÄ TARKOITAA?

Intuitiivinen johtopäätös tuntuisi olevan, että osakkeisiin ei kannata sijoittaa, jos ympäristö ei ole luokiteltavissa vähintään talviuneksi. Se on väärä johtopäätös.

Osakkeet eivät vain heilu, ne myös pitkällä aikavälillä tuottavat enemmän kuin riskittömät sijoitukset. Siksi markkinoilta pois jättäytyvä sijoittaja voi hävitä, vaikka olisi oikeassa, jos korjaus ei tapahdu riittävän nopeasti. Eikä kukaan voi etukäteen edes tietää olevansa oikeassa.

Phoebus on aina osakemarkkinoilla, koska se on osake-rahasto. Tällaisina aikoina yritän olla ottamatta turhia riskejä. Se – ja markkinatilanne – tarkoittaa, että potentiaali on rajallisempi kuin vaikkapa vuosi sitten.

Suurin potentiaali on heikoimmilla markkinoilla. Odotan siksi innolla vesinokkaeläinmarkkinoita. Valitettavasti luulen, että saan odottaa niitä melko kauan.

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	4	2	2	5	15	22
Yritysostot		-1	0	-1	0	0	0	-2	-2	0	0	-4	-7
Osingot		0	-1	0	-1	-1	-2	-2	-2	-3	-4	-12	-16
Annit /takaisinostot		0	0	1	0	0	0	-1	1	0	0	1	2
Muut erät		1	0	-2	1	0	0	0	0	0	-1	-1	0
Nettovelan muutos			-1	-2	4	2	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 luettuanne se ei toivottavasti sitä ole.

Sama data toki löytyy yhtiöiden vuosikertomuksista. 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.



Kuva: Exel

Kuva: Tulikivi



SUOMALAISET YHTIÖMME



"Suurten kansainvälisten asiakkaiden kiinnostuessa komposiittimateriaaleista vaaditaan pultrusioyrityksiltä yhä vakaampaa taloudellista tilannetta.

Tähän haasteeseen Exel on pystynyt hyvin vastaamaan, sillä konsernin vakavaraisuus ja hyvä kannattavuus viime vuosien aikana on luonut uskottavuutta suurtenkin asiakkaiden silmissä."

Vtj Vesa Korpimies (2004)

Exel mielletään kävelysauvojensa ansiosta usein urheiluvälineyhtiöksi. Teollisuuspuoli on kuitenkin isompi, kannattavampi ja nopeammin kasvava.

Perinteisesti suurin tuoteryhmä on ollut gsm-antennien suojaprofiilit. Viime vuonna tuulivoimalasiipien profiilit olivat nopeimmin kasvava tuoteryhmä. Tänä vuonna tärkein uusi tuoteryhmä on 8 profiilia MAN:in uuteen Lion's Regio -bussiin. Lähivuosien jännittävin kehityshanke on syvän meren öljynporauksen tuoteryhmä.



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 käänköpuoli 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 parhaimmistoon.

www.exel.net

Phoebusin omistus (31.3.2005)

Osakkeita: 160.000
Osuus yhtiöstä: 1,45%
Paino rahastossa: 13,0%

Lisätietoja katsauksessa: 4/2001

EUR miljoonia

	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	5v	10v
Tuloslaskelma													
Liikevaihto	21	24	25	25	30	34	48	50	51	57	84	20%	15%
EBITA	1	1	3	4	4	5	7	6	4	6	13		
Marginaali	4.9%	2.6%	10.7%	13.9%	12.6%	14.8%	14.3%	11.5%	8.5%	10.3%	15.6%	12%	12%

Tase

NWC	2	2	2	2	3	4	8	9	9	9	10		
Käyttöomaisuus	10	10	9	10	10	10	13	16	15	14	16		
Nettovelka	8	8	8	6	6	4	9	11	8	5	6		
Oma pääoma	4	4	4	5	8	10	13	14	15	18	20		
Sijoitettu pääoma	12	12	12	12	14	15	22	25	23	23	26	12%	8%
SiPo tuotto	9%	5%	23%	30%	28%	34%	32%	23%	19%	26%	51%	30%	28%

Kassavirta

Vapaa kassavirta				2	1	2	0	2	4	4	13		23
Yritysosotot				0	-1	0	-3	-3	0	0	-7		-13
Osingot				0	0	-1	-2	-2	-2	-1	-7		-13
Annit /takaisinostot				0	1	0	0	0	0	0	1		2
Muut erät				0	-1	0	0	1	0	0	0		1
Nettovelan muutos				1	1	1	-4	-2	2	3	0		-1

Arvostus

Osakkeita		10.5	10.5	10.5	10.5	10.5	10.6	10.7	11.0				
Kurssi		2.44	2.57	2.88	5.40	4.95	3.19	5.95	11.50		32%		
Markkina-arvo		26	27	30	57	52	34	64	127				
EPS		0.21	0.23	0.34	0.43	0.36	0.26	0.37	0.80		19%		
Osinko		0.05	0.09	0.15	0.19	0.18	0.10	0.65	0.35				
P/E		11.6	11.1	8.5	12.4	13.8	12.2	16.3	14.3				
EV/EBITA		9.1	8.7	6.8	9.6	11.0	9.7	11.7	10.1				
Osinkotuotto		2%	3%	5%	4%	4%	3%	11%	3%				

THE WORLD'S
LEADING PROVIDER OF
HIGH-VALUE-ADDED IT SERVICES IN
SELECTED VERTICAL MARKETS

Vision

GROWTH 20%
PROFIT OVER 13%
PREFERRED EMPLOYER

Goals

GLOBAL LEVERAGE
OF VERTICAL EXPERTISE
SOLUTIONS
PARTNERSHIPS

Strategy

BUILDING THE INFORMATION SOCIETY

Mission

CUSTOMER BENEFIT
PERSONAL GROWTH

Values

"Vuosi 2004 oli TietoEnatorissa suurten muutosten aikaa ja muutos jatkuu alkaneena vuonna.

Yhtiön tavoitehorisontti on siirretty Pohjoismaiden mestaruudesta valittujen painopistealueiden maailmanmestaruuteen."

Matti Lehti (2004)

Korkeammat ambitiot merkitsevät suurempaa potentiaalia, mutta myös suurempia riskejä. TietoEnator on kuitenkin erittäin johdonmukaisesti johdettu yritys, joten uskon ohjasten pysyvän vankasti kokeneen johdon käsissä.

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 (31.3.2005)

Osakkeita: 52.000
Osuus yhtiöstä: 0,07%
Paino rahastossa: 8,7%

Lisätietoja katsauksessa: 4/2002

EUR miljoonia

	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	5v	10v
Tuloslaskelma													
Liikevaihto	165	193	345	409	473	1229	1120	1135	1271	1374	1525	4%	25%
EBITA	12	18	34	49	75	115	92	135	130	143	171		
Marginaali	7.3%	9.2%	9.7%	12.0%	15.9%	9.3%	8.2%	11.9%	10.2%	10.4%	11.2%	10%	11%

Tase

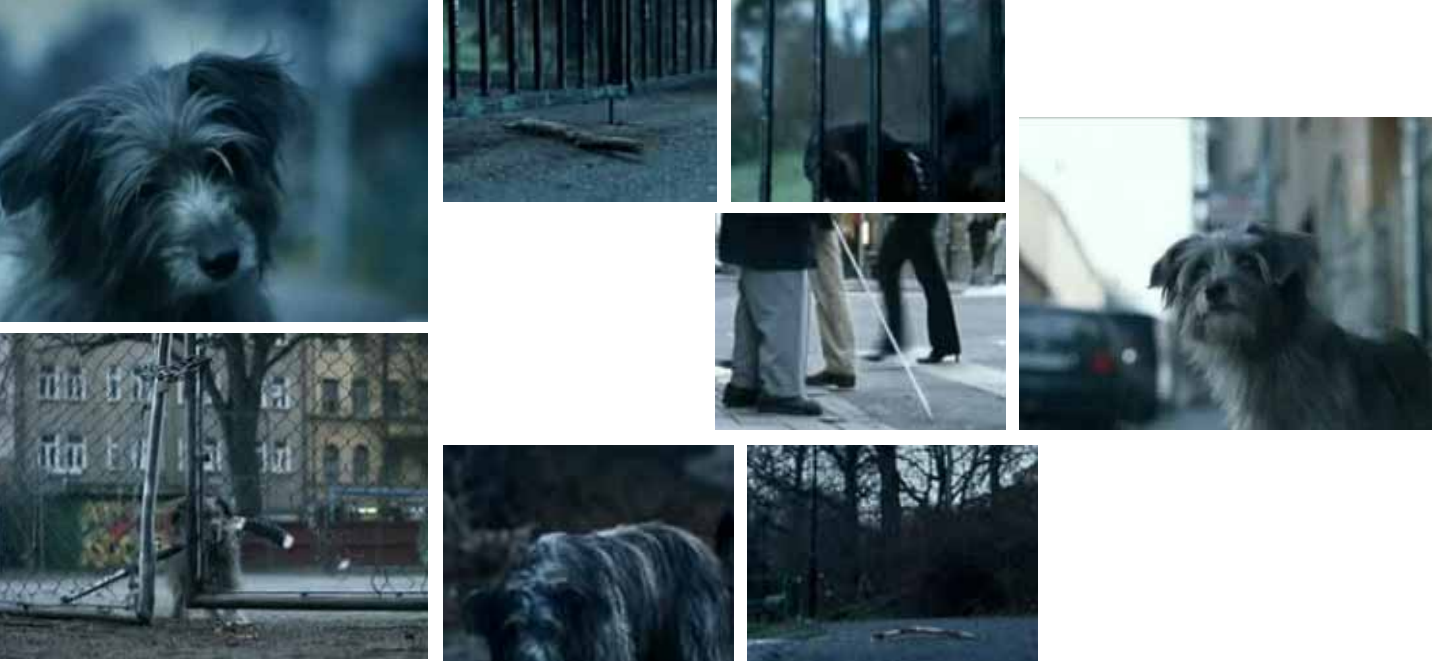
NWC	-9	-43	-11	-14	-6	43	54	-12	37	34	155		
Käyttöomaisuus	47	123	117	131	147	260	264	310	476	431	480		
Nettovelka	-15	-33	-24	-36	-21	-62	-41	-190	51	-13	69		
Oma pääoma + väh	54	113	131	153	162	365	359	488	462	479	566		
Sijoitettu pääoma	38	80	107	117	141	304	318	298	513	466	634	16%	32%
SiPo tuotto	32%	22%	31%	42%	53%	38%	29%	45%	25%	31%	27%	30%	32%

Kassavirta

Vapaa kassavirta		50	-8	23	39	87	59	163	52	123	94	491	682
Yritysosot/-myynnit		-77	3	-7	-12	-23	-7	85	-195	-27	-5	-149	-265
Osingot		-3	-4	-8	-16	-26	-34	-40	-83	-41	-81	-279	-336
Annit /takaisinostot		50	0	0	-28	3	-33	-20	1	0	-97	-150	-125
Muut erät		-4	0	4	1	1	-6	-37	-17	9	7	-43	-41
Nettovelan muutos		18	-9	12	-16	41	-21	149	-241	64	-82	-131	-84

Arvostus

Osakkeita	37.9	52.3	52.7	52.8	53.3	77.0	83.6	83.3	82.9	82.9	78.7		
Kurssi	2.04	4.06	10.90	17.18	38.18	62.00	30.30	29.75	13.00	21.70	23.40	-18%	28%
Markkina-arvo	77	213	575	907	2037	4771	2534	2479	1078	1799	1843		
EPS	0.27	0.28	0.45	0.65	1.03	1.03	0.81	1.19	1.14	1.28	1.58	9%	19%
Osinko	0.07	0.11	0.16	0.30	0.49	0.49	0.49	1.00	0.50	1.00	1.00		
P/E	7.5	14.4	24.2	26.2	36.9	60.1	37.6	25.1	11.5	17.0	14.8		
EV/EBITA	5.1	10.1	16.4	17.8	26.8	41.1	27.0	16.9	8.7	12.5	11.2		
Osinkotuotto	4%	3%	1%	2%	1%	1%	2%	3%	4%	5%	4%		



Mainoselokuva: Tulikivi



Nelivuotias pyreneittenpaimenkoira Kiwi etsimässä itselleen keppiä Tulikiven mainoselokuvassa "Koska maailma on kylmä".

Mainos liittyy uuteen brändistrategiaan Suomessa. Yhtiö keskittyy vuodesta 2005 vain yhteen merkkiin – Tulikivi. Aiemmin päämerkki oli käytössä vain K-Raudassa, muut jakelijat myivät Mittakivi -tuotteita.



Liiketoiminta:

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

Yhtiö sijoituskohteena:

Tulikiven liiketoiminta ei ole läheskään niin syklistä kuin voisi kuvitella ja yhtiö on aina reagoinut nopeasti 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 nykyisillä vientimarkkinoillaan ja avaamaan uusia markkinoita. Vuoden 2005 suurimmat haasteet ulkomailla ovat Saksan jakelun uudistaminen sekä toiminnan aloitus Venäjällä. Kotimaassa brändiuudistus ja jakelukanavien kehitys on niinkään merkittävä haaste.

Varainhoitajamme:



Juha Sivonen

syntynyt 1962
yhtiössä vuodesta 1987
toimitusjohtaja 2001

www.tulikivi.com

Phoebusin omistus (31.3.2005)

Osakkeita: 219.400
Osuus yhtiöstä: 2,41%
Paino rahastossa: 8,6%

Lisätietoja katsauksessa: 2/2002

EUR miljoonia

	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	5v	10v
Tuloslaskelma													
Liikevaihto	25	24	26	33	36	39	47	59	52	54	55	7%	8%
EBITA	3	1	3	6	6	5	7	7	4	5	5		
Marginaali	10.5%	4.3%	11.0%	17.2%	15.7%	13.6%	15.4%	11.7%	6.7%	8.8%	9.6%	10%	11%

Tase

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

Kassavirta

Vapaa kassavirta	0	-2	6	2	2	2	4	2	2	5	4	17	26
Yritysosot	-1	0	-1	0	0	0	-2	-2	0	0	0	-4	-5
Osingot	0	-1	0	-1	-1	-2	-2	-2	-3	-4	-5	-15	-20
Annit /takaisinot	0	0	1	0	0	0	-1	1	0	0	0	1	2
Muut erät	1	0	-2	1	0	0	0	0	0	-1	0	-1	-2
Nettovelan muutos	-1	-2	4	2	0	0	0	-1	0	0	-1	-3	1

Arvostus

Osakkeita	7.9	7.9	8.2	8.9	8.9	8.9	8.8	8.9	9.1	9.1	9.1		
Kurssi	2.66	1.05	1.63	3.20	3.86	3.10	3.49	4.40	4.00	5.18	6.32	15%	9%
Markkina-arvo	21	8	13	28	34	27	31	39	36	47	58		
EPS	0.19	0.03	0.23	0.44	0.44	0.41	0.57	0.55	0.29	0.38	0.41	0%	8%
Osinko	0.07	0.03	0.10	0.17	0.17	0.20	0.23	0.30	0.47	0.51	0.23		
P/E	14.1	40.2	7.0	7.2	8.7	7.6	6.1	8.1	14.0	13.5	15.4		
EV/EBITA	9.5	13.9	5.5	5.1	6.0	5.2	4.3	5.8	10.7	10.3	11.3		
Osinkotuotto	3%	3%	6%	5%	5%	7%	6%	7%	12%	10%	4%		



Punnitusta Oulun uudella kierrätyslaitoksella
(huomaa auton merkki!)
Kuva: Lassila & Tikanoja

"Investoinnit Suomeen ja lähialueille
sekä uusien toimipisteiden avaaminen
ulkomailla kiihdyttävät
Lassila & Tikanojan kasvua.

Yhtiön tavoitteena on kasvaa
pitkällä aikavälillä yli
kymmenen prosenttia vuodessa.
Lähivuosina liikevaihdon odotetaan
kuitenkin kasvavan nopeammin."

Juhani Maijala & Jari Sarjo (2004)

Jätteiden hyötykäyttö on vahvassa kasvussa. Siksi Lassila & Tikanoja investoi voimakkaasti uusiin käsittelylaitoksiin Suomessa.

Kun yhtiö samalla on laajentumassa myös itään, kasvupanostukset ovat lähivuosina poikkeuksellisen suuret. Se rajoittaa lähiajan tulokset, mutta antaa erittäin hyvän pohjan tulevaisuudelle.



Liiketoiminta:

Lassila & Tikanoja on Suomen johtava jätehuolto- ja kierrätysyhtiö noin 18% markkinaosuudella sekä toiseksi 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 sijoitussistamme pitkällä aikavälillä. Lähivuosina suuret investoinnit tulevat rasittamaan tuloskehitystä.

Varainhoitajamme:



Jari Sarjo

syntynyt 1957
yhtiössä vuodesta 1984
toimitusjohtaja 1997

www.lassila-tikanoja.fi

Phoebusin omistus (31.3.2005)

Osakkeita: 91.200
Osuus yhtiöstä: 0,24%
Paino rahastossa: 8,4%

Lisätietoja katsauksessa: 4/2003

EUR miljoonia

	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	5v	10v
Tuloslaskelma													
Liikevaihto		76	89	101	118	146	211	246	267	306	337		18%
EBITA		6	8	10	11	12	23	32	33	43	44		
Marginaali		7.6%	9.1%	9.5%	9.6%	8.1%	10.7%	12.9%	12.3%	14.2%	12.9%		13% 12%

Tase

NWC					-6	-11	-11	-14	-17	-21	-21		
Käyttöomaisuus					39	57	175	167	177	194	212		
Nettovelka					-38	-25	92	73	73	78	60		
Oma pääoma					71	71	73	80	86	96	131		
Sijoitettu pääoma					33	46	164	153	159	173	191		33%
SiPo tuotto					34%	26%	22%	21%	21%	25%	23%		21%

Kassavirta

Vapaa kassavirta						-5	8	26	20	22	23		100
Yritysosot						0	-117	0	-10	-11	-17		-155
Osingot						-8	-8	-8	-9	-12	-35		-72
Annit /takaisinostot						0	0	0	0	0	49		49
Muut erät						0	-1	1	-1	-3	-3		-7
Nettovelan muutos						-13	-117	19	0	-4	17		-85

Arvostus

Osakkeita					32.8	33.1	34.5	34.5	34.5	34.5	34.5		38.1
Kurssi									8.26	7.12	12.62		13.13
Markkina-arvo									285	245	435		501
EPS					0.25	0.28	0.26	0.41	0.59	0.63	0.86		0.80 25%
Osinko								0.23	0.28	0.34	1.01		0.25
P/E									14.0	11.3	14.7		16.5
EV/EBITA									11.3	9.7	11.8		12.9
Osinkotuotto									3%	5%	8%		2%

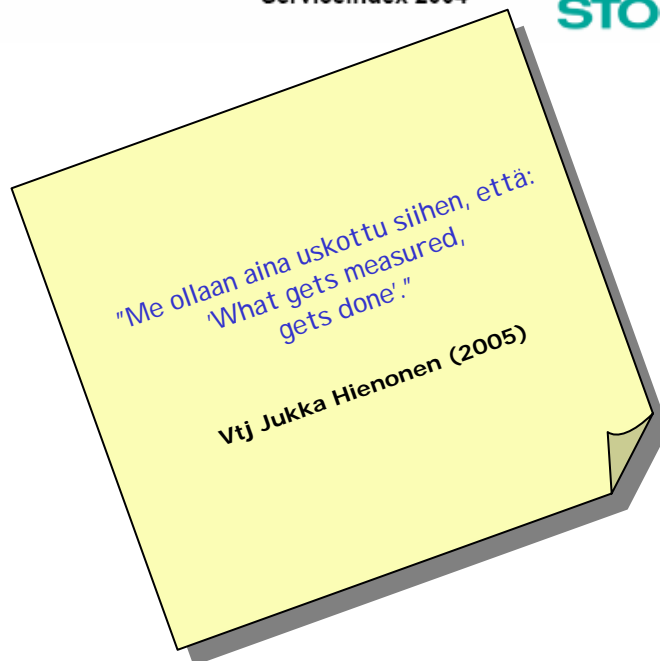


Palvelutasovertilu 2002-2004

Serviceindexjämförelse 2002-2004



STOCKMANN



Stockmann on tosissaan panostanut palvelutasonsa parantamiseen viime vuosina. Vuodesta 1997 tavarataloissa on tehty 9000 kirjallisesti arvioitua "Mystery Shopping" -koeostokäyntiä, joiden perusteella muodostetaan palvelutasoindeksi.

Tämä indeksi – joka kahdessa vuodessa on noussut tasolta 59 tasolle 71 (maksimi on 100) – on henkilöstön kannustepalkkiojärjestelmän perustana.



Liiketoiminta:

Stockmannilla on huhtikuussa 2005 yhteensä 11 tavarataloa, joiden myyntipinta-ala on noin 15 hehtaaria. Näistä 6 on Suomessa ja seitsemäs avataan vuoden lopussa Vantaan Jumboon.

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. Viime vuonna avattiin kaksi tavarataloa Moskovassa ja lisää seurannee piakkoin.

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

Varainhoitajamme:



Hannu Penttilä

syntynyt 1953
yhtiössä vuodesta 1978
toimitusjohtaja 2001

www.stockmann.fi

Phoebusin omistus (31.3.2005)

Osakkeita: 51.000
Osuus yhtiöstä: 0,10%
Paino rahastossa: 8,4%

Lisätietoja katsauksessa: 3/2003

EUR miljoonia

	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	5v	10v
Tuloslaskelma													
Liikevaihto	766	877	1037	1161	1217	1320	1221	1282	1315	1413	1445	2%	7%
EBITA	36	42	46	61	50	49	33	39	53	50	68		
Marginaali	4.8%	4.8%	4.5%	5.3%	4.1%	3.7%	2.7%	3.1%	4.0%	3.6%	4.7%	3.7%	4.0%

Tase

NWC	47	38	54	62	93	59	78	97	95	90	97		
Käyttöomaisuus	196	226	257	284	342	332	347	346	301	289	315		
Nettovelka	-49	-45	-20	-18	-54	-114	-77	-64	-128	-168	-79		
Oma pääoma	291	310	331	364	490	505	502	506	525	547	492		
Sijoitettu pääoma	243	265	310	346	435	391	425	442	397	379	412	1%	5%
SiPo tuotto	15%	16%	15%	18%	11%	13%	8%	9%	13%	13%	17%	12%	13%

Kassavirta

Vapaa kassavirta	12	-16	6	-42	34	-5	8	47	34	19	103	97	
Yritysosot/-myynnit	0	7	6	-2	65	0	10	50	37	5	102	177	
Osingot	-15	-17	-18	-22	-43	-31	-31	-31	-46	-123	-261	-376	
Annit /takaisinotot	0	1	1	102	0	0	0	0	16	10	26	129	
Muut erät	-1	1	4	1	4	-2	-1	-2	-1	1	-5	4	
Nettovelan muutos	-3	-25	-2	37	60	-37	-13	65	40	-89	-35	30	

Arvostus

Osakkeita	46.6	46.6	46.7	46.7	49.5	51.4	51.2	51.0	51.0	52.2	52.9		
Kurssi	11.73	11.78	14.27	17.64	16.08	14.30	10.40	13.40	13.80	18.30	21.70	9%	6%
Markkina-arvo	547	549	666	824	796	735	533	683	703	956	1147		
EPS	0.64	0.73	0.78	1.00	0.87	0.69	0.52	0.59	0.85	0.78	1.04	9%	5%
Osinko	0.31	0.36	0.39	0.47	0.84	0.60	0.60	0.60	0.90	1.35	1.00		
P/E	18.3	16.2	18.3	17.7	18.4	20.7	20.2	22.9	16.2	23.4	20.8		
EV/EBITA	13.7	12.1	13.9	13.2	14.9	12.6	13.9	15.8	10.8	15.7	15.6		
Osinkotuotto	3%	3%	3%	3%	5%	4%	6%	4%	7%	7%	5%		



Tuotantojohtaja Jari Koskinen (toinen vas) esittelee Vaasan tehdasta analytikoille Capital Markets Day –tapahtumassa vuonna 2001
Kuva: Vacon

"Asiakkaamme Eaton Corporationin
solmima jakelijasopimus
Johnson Controlsin kanssa avaa
uusia markkinoita Pohjois-Amerikan
talotekniikkamarkkinoilla.

Suuri merkitys jatkossa tulee
olemaan myös yhteistyöllämme
Rockwell Automationin kanssa."

Vesa Laisi (2004)

Vaconilla on tähän saakka ollut vain yksi tehdas, Vaasassa. Vuonna 2004 avattu Suzhoun tehdas Kiinassa pystyy jatkossa toimittamaan myös osan pohjois-amerikkalaisten asiakkaiden tuotteista, joka osaltaan vähentää Vaconin dollariherkkyyttä.



Liiketoiminta:

Vacon on pieni, mutta ainutlaatuinen yhtiö. Se keskittyy ainoastaan taajuusmuuttajiin (sähkömoottorin portaaton tehonsäätö), joissa sen osuus maailmanmarkkinoista on 3% - markkinajohtaja ABB on yli viisi kertaa suurempi.

Vacon on kuitenkin ainoa fokusoitunut yhtiö alalla ja uskoo itse vahvasti ylivoimaisuuteensa. Perustajat tulevat 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.

Dollarin heikentyminen on hankaloittanut toimintaa, mutta Vacon pyrkii vähentämään valuuttariskejään kasvattamalla uuden Kiinan tehtaan toimituskykyä aiemmin suunniteltua nopeammin.

Varainhoitajamme:



Vesa Laisi

syntynyt 1957
yhtiössä vuodesta 2002
toimitusjohtaja 2002

www.vacon.com

Phoebusin omistus (31.3.2005)

Osakkeita: 57.000
Osuus yhtiöstä: 0,37%
Paino rahastossa: 4,9%

Lisätietoja katsauksessa: 4/2004

EUR miljoonia

	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	5v	10v
Tuloslaskelma													
Liikevaihto		3	8	17	26	44	65	91	97	112	129	24%	
EBITA		0	1	3	3	6	8	10	10	12	15		
Marginaali		-6.7%	7.6%	15.1%	12.2%	13.6%	12.5%	11.5%	10.2%	10.7%	11.6%	11%	11%

Tase

NWC		1	2	3	7	7	11	10	9	8	6		
Käyttöomaisuus		2	2	2	4	4	12	16	17	18	17		
Nettovelka		2	3	3	7	5	4	3	-1	-6	-12		
Oma pääoma		0	1	2	4	7	18	23	27	32	35		
Sijoitettu pääoma		3	3	5	11	11	22	26	26	26	23	15%	
SiPo tuotto		-8%	18%	52%	28%	53%	36%	39%	38%	46%	64%	45%	43%

Kassavirta

Vapaa kassavirta			0	0	-5	4	-5	3	7	8	12	24	
Yritysosot			0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	
Osingot			0	0	0	0	-1	-2	-2	-3	-8	-16	
Annit /takaisinostot			0	0	0	-1	7	0	0	0	1	8	
Muut erät			0	0	0	0	0	0	0	0	1	0	
Nettovelan muutos			0	0	-5	3	1	1	4	5	5	16	

Arvostus

Osakkeita		11.7	11.7	11.7	11.7	13.7	15.2	15.2	15.2	15.3			
Kurssi						8.30	9.33	7.40	9.80	11.78			
Markkina-arvo						114	141	112	148	180			
EPS			0.03	0.14	0.16	0.33	0.41	0.45	0.43	0.52	0.66	14%	
Osinko			0.00	0.01	0.03	0.07	0.14	0.16	0.17	0.55	0.35		
P/E						20.4	20.7	17.2	19.0	17.9			
EV/EBITA						14.5	13.9	11.2	11.8	11.3			
Osinkotuotto						2%	2%	2%	6%	3%			



"Toivotan rahastosi ja Sinut
sen edustajana tervetulleeksi
Puuhamaan osakkeenomistajaksi.

Toivon, että olet tehnyt hyvät kaupat
- eikä pelkästään toivo, vaan yritän
parhaani, että näin kävisi - samoin
kuin tekevät muutkin meikäläiset."

Erkki Mattila (2005)



Liiketoiminta:

Puuhamaa -konserni operoi (vesi)huvipuistoja Tervakoskella (Puuhamaa), Mikkelissä (Visulahti), Espoossa (Serena) ja Vaasassa (Wasalandia ja Tropiclandia). Yhteensä näissä käy noin miljoona asiakasta vuodessa.

Yhtiö sijoituskohteena:

Etabloituneiden huvipuistojen kasvu rajoittuu hinnankorotuksiin, jotka seuraavat suurin piirtein inflaatiota. Kävijämäärät heiluvat jonkin verran säiden mukaan, mutta eivät juurikaan trendinomaisesti kasva.

Lisäkasvua voi silti syntyä joko uusista puistoista – 10 vuodessa Puuhamaa on kasvanut kahdesta puistosta neljään – tai miksei jopa läheisille liiketoiminta-alueille, joilla voidaan hyödyntää yhtiön erittäin vahvoja brändejä. Johto on hyvä ja luotan yrittäjäomistajien kykyyn kehittää Puuhamaata pitkäjänteisesti.

Varainhoitajamme:



Erkki Mattila

syntynyt 1951
yhtiössä vuodesta 1984
toimitusjohtaja 1984

www.puuhamaa.fi

Phoebusin omistus (31.3.2005)

Osakkeita: 14.000
Osuus yhtiöstä: 3,54%
Paino rahastossa: 3,7%

Lisätietoja katsauksessa: 1/2005

EUR miljoonia

	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	30.4. 2004	30.10. 12kk	5v	10v
Tuloslaskelma														
Liikevaihto	4.9	6.0	4.6	3.7	4.5	9.0	9.8	9.4	13.3	13.7	13.6	12.7	5%	8%
EBITA	0.5	1.6	1.4	0.9	1.4	1.5	2.3	1.5	2.6	2.7	2.5	1.7		
Marginaali	10.1%	26.2%	30.3%	23.5%	31.4%	16.3%	23.9%	16.1%	19.3%	19.4%	18.3%	13.6%	17%	20%

Tase

NWC	-0.1	0.3	0.0	0.7	-0.2	-0.2	-0.3	-0.1	0.0	-0.2	0.1			
Käyttöomaisuus	2.4	2.6	2.7	2.6	11.7	12.8	12.4	12.2	11.9	11.8	13.0			
Nettovelka	-0.9	-0.5	-1.6	-1.4	0.9	3.0	1.7	1.5	0.4	-0.9	0.4			
Oma pääoma + väh	3.3	3.5	4.2	4.7	10.6	9.6	10.4	10.5	11.5	12.5	12.7			
Sijoitettu pääoma	2.3	2.9	2.6	3.3	11.5	12.7	12.1	12.1	11.9	11.6	13.1			
SiPo tuotto	21%	53%	53%	26%	12%	12%	19%	13%	21%	23%	19%		22%	19%

Kassavirta

Vapaa kassavirta		0.9	1.4	0.1	2.0	1.0	2.0	0.8	1.8	2.1	0.3		7.0	12.4
Yritysosotot		-0.3	0.0	0.0	-8.4	-1.4	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0		0.0	-10.2
Osingot		-0.3	-0.4	-0.3	-0.5	-0.7	-0.7	-0.7	-0.7	-0.8	-1.6		-4.5	-6.7
Annit /takaisinotot		-0.7	0.0	0.0	4.7	-1.1	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0		0.0	2.9
Muut erät		0.0	0.1	0.0	-0.1	0.0	0.0	0.1	0.1	0.0	0.0		0.2	0.2
Nettovelan muutos		-0.4	1.1	-0.2	-2.2	-2.2	1.3	0.2	1.1	1.3	-1.3		2.7	-1.3

Arvostus

Osakkeita	0.400	0.320	0.320	0.320	0.423	0.395	0.395	0.395	0.395	0.395	0.395	0.395		
Kurssi	8.75	10.76	15.49	28.59	58.87	28.50	38.00	26.10	32.50	32.00	41.50	40.00	1%	15%
Markkina-arvo	3.5	3.4	5.0	9.1	24.9	11.3	15.0	10.3	12.8	12.7	16.4	15.8		
EPS	1.14	3.83	3.50	2.50	3.25	2.14	3.69	2.29	4.09	4.34	4.37	3.15	-3%	-2%
Osinko	0.77	1.18	1.09	1.60	1.77	1.77	1.77	1.77	2.00	4.00	2.00			
P/E	7.7	2.8	4.4	11.4	18.1	13.3	10.3	11.4	8.0	7.4	9.5	12.7		
EV/EBITA	5.1	1.9	2.4	9.0	18.2	9.7	7.1	7.8	5.2	4.4	6.7			
Osinkotuotto	9%	11%	7%	6%	3%	6%	5%	7%	6%	13%	5%			

SALES DEVELOPMENT IN RUSSIA



Kuva: Nokian Tyres

"Uskon, että Nokian Renkailla on hyvät edellytykset todelliseksi kansainväliseksi yritykseksi.

Suuntamme on selvä. Olemme valmiita ja innokkaita matkaan."

Kim Gran (2004)

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

Innokkuutta yhtiöllä riittää. Toivottavasti riittää myös malttia.

NOKIAN TYRES

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 2004 oli 5,9 miljoonaa rengasta.

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

Yhtiö sijoituskohteena:

Laajentuminen Venäjälle ei ole sujunut ilman takapakkeja. Osakemarkkinat pelästyivät pahasti, kun yhteistyö venäläisen Amtel-yhtiön kanssa loppui alkuvuonna 2004. Riskejä on varmasti tiedossa jatkossakin. Venäjän tehtaan rakennusprojektin lisäksi yhtiö on miettimässä yritysostoa Itä-Euroopassa sekä omaa jakelua USA:ssa.

Suurimpana riskinä näen, että osakemarkkinoiden odotukset ovat parina viime vuonna karanneet taivasiin. Yhtiö ei ole juuri pyrkinyt hillitsemään analyyttikkojen ruusunpunaisia raportteja. Ylioptimismi kostautuu osakemarkkinoilla usein – olen siksi hieman vähentänyt omistustamme.

Varainhoitajamme:



Kim Gran

syntynyt 1954
yhtiössä vuodesta 1994
toimitusjohtaja 2000

www.nokiantyres.com

Phoebusin omistus (31.3.2005)

Osakkeita: 40.000
Osuus yhtiöstä: 0,03%
Paino rahastossa: 3,2%

Lisätietoja katsauksessa: 3/2004

EUR miljoonia

	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	5v	10v
Tuloslaskelma													
Liikevaihto	164	187	193	212	251	323	399	423	479	529	602	13%	14%
EBITA	17	20	24	28	35	45	46	57	67	85	119		
Marginaali	10.5%	10.9%	12.3%	13.1%	14.0%	14.1%	11.6%	13.6%	14.0%	16.2%	19.7%	15%	15%

Tase

NWC	29	35	40	54	77	97	85	84	94	144			
Käyttöomaisuus	64	72	85	140	214	252	259	249	253	267			
Nettovelka	32	35	40	94	170	218	194	158	136	144			
Oma pääoma	61	72	85	100	121	131	149	175	211	267			
Sijoitettu pääoma	93	107	125	194	291	349	343	334	347	411	7%		
SiPo tuotto		22%	22%	22%	18%	16%	13%	17%	20%	25%	29%	21%	20%

Kassavirta

Vapaa kassavirta			0	0	-23	-19	-25	27	43	31	3	79
Yritysostot			0	0	-25	-48	-7	-2	-1	0	4	-6
Osingot			-4	-5	-6	-8	-9	-7	-9	-12	-17	-53
Annit /takaisinostot			0	1	1	1	0	0	0	2	4	5
Muut erät			0	0	-1	-2	-7	6	2	1	3	5
Nettovelan muutos			-3	-4	-55	-76	-48	24	36	22	-4	30

Arvostus

Osakkeita	100.0	100.9	101.4	102.4	103.2	105.4	105.8	105.8	105.8	106.8	108.5	
Kurssi		0.74	1.65	2.79	2.78	3.78	1.79	3.51	3.40	5.99	11.18	24%
Markkina-arvo		75	168	286	286	399	189	371	360	640	1213	
EPS		0.12	0.14	0.17	0.22	0.28	0.25	0.30	0.39	0.51	0.71	21%
Osinko		0.04	0.05	0.06	0.07	0.09	0.07	0.08	0.11	0.16	0.22	
P/E		6.3	11.7	16.4	12.5	13.6	7.1	11.6	8.8	11.9	15.7	
EV/EBITA		5.2	8.5	11.7	10.8	12.5	8.8	9.8	7.7	9.1	11.4	
Osinkotuotto		5%	3%	2%	3%	2%	4%	2%	3%	3%	2%	



Kuvat: Fiskars

FISKARS

Liiketoiminta:

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

Suomen konsernijohdon tehtävä on lähinnä hallinnoida kiinteistöjä ja sijoituksia.

Varainhoitajamme:



Heikki Allonen

syntynyt 1954
yhtiössä vuodesta 2003
toimitusjohtaja 2003

Yhtiö sijoituskohteena:

Fiskarsin potentiaali piilee mielestäni edelleen siinä, että yhtiön loistava kulutustavaraliiketoiminta (Fiskars Brands) erotettaisiin sen kiinteistö- ja arvopaperiomistuksista. Tämä vain ei näytä tapahtuvan.

Kulutustavarayhtiön johtaja Bill Denton erosi yllättäen viime syksynä, vain neljän vuoden jälkeen. Uusi johtaja Jim Purdin tulee talon sisältä.

Fiskars tiedotti huhtikuussa, että kevään tärkeä sesonki oli laimea. Tämä voi olla säästä johtuvaa (kuten yhtiö kertoo), mutta se asettaa Fiskarsin aseman salkussamme hieman kyseenalaiseksi, erityisesti kun kannattavuus on viime vuosina muutenkin ollut heikohko.

www.fiskars.fi

Phoebusin omistus (31.3.2005)

Osakkeita: 50.400
Osuus yhtiöstä: 0,07%
Paino rahastossa: 2,9%

Lisätietoja katsauksessa: 1/2003

EUR miljoonia

	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	5v	10v
Tuloslaskelma													
Liikevaihto		390	352	478	562	665	824	762	726	620	597		-2%
EBITA		45	42	61	68	59	53	57	61	41	47		
Marginaali		11.5%	11.8%	12.9%	12.1%	8.9%	6.4%	7.5%	8.4%	6.6%	7.9%		7%

Tase

NWC	91	61	141	161	223	293	254	184	158	132		
Käyttöomaisuus	93	99	217	213	310	333	335	280	174	179		
Nettovelka	0	-116	21	28	150	229	182	35	-17	-110		
Oma pääoma	184	276	337	347	383	397	407	429	348	422		
Sijoitettu pääoma	184	160	357	375	533	626	589	464	332	311		-10%
SiPo tuotto	24%	26%	17%	18%	11%	8%	10%	13%	12%	15%		11%

Kassavirta

Vapaa kassavirta		47	-53	4	-50	-58	61	102	50	63	219	
Yritysosotot/-myynnit		121	-101	-6	-103	-22	0	0	0	0	-22	
Osingot		-9	-13	-15	-17	-17	-17	-17	-60	-72	-183	
Annit /takaisnostot		-6	0	1	0	0	0	0	-1	0	-1	
Muut erät		-37	30	10	48	17	4	61	62	103	248	
Nettovelan muutos		115	-136	-7	-122	-79	48	147	52	94	260	

Arvostus

Osakkeita	80.1	78.4	77.0	77.5	77.2	77.5	77.5	77.5	77.5	77.5	77.4		
Kurssi	3.82	3.39	5.53	9.45	9.90	9.29	5.29	6.07	5.57	6.71	7.90	-3%	8%
Markkina-arvo	306	266	425	733	764	720	410	471	432	520	611		
EPS		0.27	0.28	0.42	0.43	0.32	0.17	0.25	0.39	0.27	0.31		-1%
Osinko	0.08	0.12	0.17	0.20	0.22	0.22	0.22	0.22	0.79	0.94	0.30		
P/E		12.5	19.5	22.7	22.8	28.6	30.6	24.5	14.3	25.2	25.1		
EV/EBITA		5.9	7.4	12.3	11.6	14.8	12.1	11.4	7.6	12.2	10.7		
Osinkotuotto		2%	4%	3%	2%	2%	4%	4%	14%	14%	4%		



"Vuonna 2004 emme saavuttaneet
itsellemme asettamiimme tavoitteita:
liikevaihto pieneni ja tulos heikkeni.

Syyt ovat olleet sekä ulkoisia
että sisäisiä."

Heikki Bergholm (2004)

Suomisen heikko kannattavuus saa varmasti monet kyseenalaistamaan sen mitä yhtiö tekee salkussamme. Pidän Heikki Bergholmia hyvänä yritysjohtajana (hän on realistinen) ja haluan ensin nähdä miten yhtiö pärjää normaalimmassa ympäristössä – öljyn ja muovien hintojen tasaannuttua – ennen kuin vedän tarvittavat johtopäätökset.



Liiketoiminta:

Suominen on 45.000 tonnin kapasiteetilla pieni tekijä maailman kuitukangasmarkkinoilla (0,7% osuudella) mutta vahvempi vesi-neulatuissa kuitukankaissa (globaali markkinaosuus noin 6%).

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:

Vesineullattujen kuitukankaiden kapasiteetti on kasvanut viime vuosina voimakkaasti (Euroopassa, USA:ssa ja Aasiassa) samalla kun halpa dollari on tyrehtyttänyt viennin USA:han. Tästä johtuva ylitarjonta on pitänyt hinnat alhaalla, vaikka raaka-aineiden hinnat ovat nousseet voimakkaasti. Lisäksi Codi on pärjännyt huonosti.

Sopii kysyä, onko Suominen puhdas bulkkituottaja ja jos on, onko se alansa kustannustehokkain. Ainakaan 1990-luvun puolenvälin loistotuloksia ei todennäköisesti vähään aikaan nähdä. Pidän yhtiön johtoa hyvänä, mutta en ole aivan varma, onko Suominen enää kilpailukyvyllään sen luokan yritys, joka sopii salkkuumme.

Varainhoitajamme:



Heikki Bergholm

syntynyt 1956
yhtiössä vuodesta 1985
toimitusjohtaja 1986

www.suominen.fi

Phoebusin omistus (31.3.2005)

Osakkeita: 125.000
Osuus yhtiöstä: 0,53%
Paino rahastossa: 2,9%

Lisätietoja katsauksessa: 1/2002

EUR miljoonia

	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	5v	10v
Tuloslaskelma													
Liikevaihto	136	155	163	180	177	178	181	174	175	180	233	6%	6%
EBITA	16	18	22	29	25	27	16	12	17	12	7		
Marginaali	11.4%	11.8%	13.6%	16.3%	13.9%	15.0%	9.0%	7.0%	10.0%	6.5%	2.9%	7%	10%

Tase

NWC					6	7	17	12	17	12	24		
Käyttöomaisuus					119	115	103	99	90	138	132		
Nettovelka					74	62	58	50	43	80	96		
Oma pääoma					51	60	62	61	65	71	61		
Sijoitettu pääoma					125	122	120	111	107	150	157	5%	
SiPo tuotto					20%	22%	14%	11%	16%	8%	4%	10%	

Kassavirta

Vapaa kassavirta					20	10	16	14	17	-2	55		
Yritysosotot					0	0	0	0	-53	0	-53		
Osingot					-8	-8	-8	-6	-22	-14	-58		
Annit /takaisinostot					0	0	0	0	21	0	21		
Muut erät					0	2	0	0	0	0	1		
Nettovelan muutos					12	4	8	7	-37	-17	-34		

Arvostus

Osakkeita		19.6	19.7	20.6	20.6	20.6	20.6	23.7	23.7				
Kurssi							4.62	4.62	6.56	4.04			
Markkina-arvo							95	95	155	96			
EPS		0.88	0.69	0.79	0.49	0.32	0.53	0.27	0.08	-36%			
Osinko			0.39	0.39	0.39	0.31	1.08	0.59	0.00				
P/E						14.6	8.8	24.1	48.8				
EV/EBITA							11.9	7.9	20.1	28.4			
Osinkotuotto							7%	23%	9%	0%			



Kiinan tehdas
Kuva: Tamfelt

"Vaikka sisäinen kasvu on
prioriteeteissamme ensimmäisenä,
Kiina on on kuitenkin markkina-alue,
jossa läsnäoloamme täytyy tavalla
tai toisella lisätä."

Jyrki Nuutila (2004)

*Tamfelt on toiminut jo useita vuosia Kiinassa, mutta toiminta on edelleen
pientä. Maailman uusista paperikoneista noin 60% rakennetaan
lähivuosina Kiinaan, joten alueella olisi syytä olla vahva läsnäolo.*



Liiketoiminta:

Tamfelt on johtava paperikoneiden kudostuottaja. Se tekee märkä- ja kuivatusviiroja, 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 orgaaniseen 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 1994-2004 ollut vain 5,8% vuodessa.

Toimitusjohtaja Risto Hautamäki siirtyi Metsoon, mutta johdon vaihdos tuskin on riski, Jyrki Nuutila on ollut talossa jo 19 vuotta.

Varainhoitajamme:



Jyrki Nuutila

syntynyt 1948
yhtiössä vuodesta 1986
toimitusjohtaja 2005

www.tamfelt.fi

Phoebusin omistus (31.3.2005)

Osakkeita: 50.000
Osuus yhtiöstä: 0,18%
Paino rahastossa: 2,6%

Lisätietoja katsauksessa: 1/2004

EUR miljoonia

	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	5v	10v
Tuloslaskelma													
Liikevaihto	76	84	89	102	103	110	124	131	126	126	134	4%	6%
EBITA	8	12	15	20	19	19	21	23	16	13	16		
Marginaali	10.3%	14.2%	16.7%	20.0%	18.4%	17.4%	17.1%	17.4%	12.7%	10.0%	12.0%	14%	15%

Tase

NWC	25	13	16	20	25	31	32	32	30	22	21		
Käyttöomaisuus	32	32	35	39	49	51	58	68	76	71	78		
Nettovelka	-5	-23	-26	-30	-22	-22	-24	-14	-3	0	11		
Oma pääoma	62	68	77	88	96	105	113	114	109	93	88		
Sijoitettu pääoma	57	45	51	58	74	82	90	100	106	93	99	4%	6%
SiPo tuotto	14%	27%	29%	35%	26%	23%	24%	23%	15%	14%	16%	18%	22%

Kassavirta

Vapaa kassavirta		20	6	8	-1	6	8	7	7	23	7	51	90
Yritysostot		0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Osingot		-3	-4	-6	-7	-8	-9	-11	-17	-29	-17	-83	-111
Annit /takaisinostot		0	0	0	0	0	0	0	0	5	0	5	5
Muut erät		1	1	2	1	2	2	-5	-1	-1	0	-6	0
Nettovelan muutos		18	3	4	-7	0	1	-9	-11	-3	-11	-33	-15

Arvostus

Osakkeita	26.4	26.4	26.6	26.6	26.6	26.6	26.6	26.6	26.6	27.3	27.4		
Kurssi	3.07	2.80	5.10	8.10	7.00	7.50	5.99	8.83	9.67	9.27	7.98	1%	10%
Markkina-arvo	81	74	136	215	186	199	159	235	257	253	218		
EPS	0.20	0.33	0.49	0.61	0.56	0.54	0.59	0.64	0.48	0.34	0.47	-3%	9%
Osinko	0.11	0.14	0.24	0.27	0.29	0.33	0.43	0.63	1.10	0.63	0.35		
P/E	15.3	8.4	10.3	13.3	12.4	13.9	10.1	13.8	20.2	27.0	16.8		
EV/EBITA	9.8	4.3	7.4	9.1	8.6	9.3	6.4	9.7	15.8	20.1	14.3		
Osinkotuotto	4%	5%	5%	3%	4%	4%	7%	7%	11%	7%	4%		



81x V80 – 1.8MW High Winds, California
Courtesy of Vestas Wind Systems A/S

Scania P230, Sweden
Photo: Dan Boman
Copyright: Scania AB

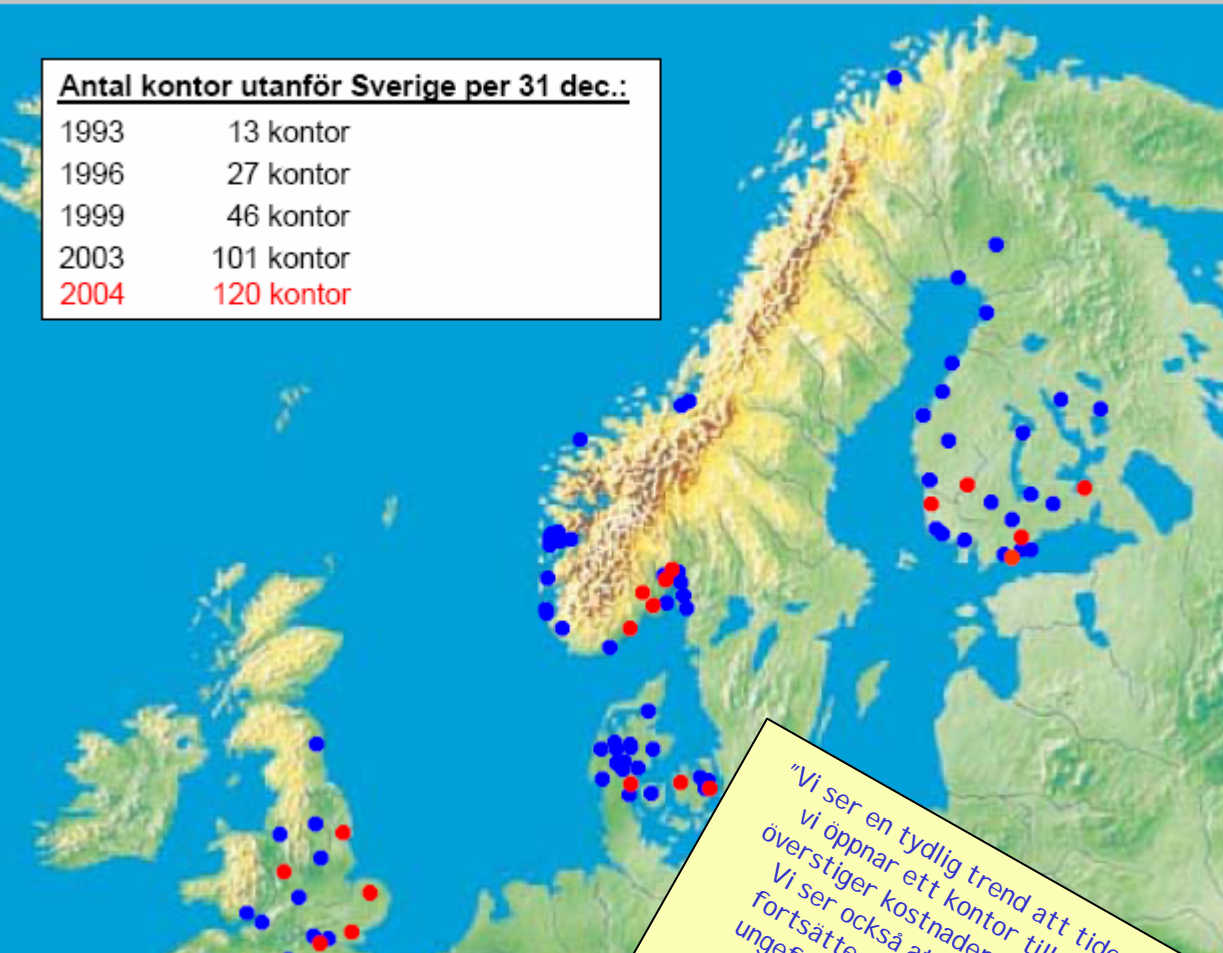


ULKOMAISET YHTIÖMME

Kontor utanför Sverige

Antal kontor utanför Sverige per 31 dec.:

1993	13 kontor
1996	27 kontor
1999	46 kontor
2003	101 kontor
2004	120 kontor



"Vi ser en tydlig trend att tiden från det vi öppnar ett kontor tills intäkterna överstiger kostnaderna blir allt kortare. Vi ser också att de kontor vi öppnat fortsätter att öka sitt resultat med ungefär tre miljoner kronor varje år under en mycket lång tid.

Eftersom vi själva har öppnat nästan 90 kontor de senaste tio åren så betyder det att vi bör kunna räkna med en resultatökning bara från dem på över en kvarts miljard kronor årligen."

Lars O. Grönstedt (2004)

Handelsbanken on tehnyt joitakin pienehköjä yrittöstoja, mutta pääosin se tavoittelee orgaanista kasvua. Kasvu tapahtuu lähinnä Ruotsin ulkopuolella (koska asema kotimarkkinoilla on jo erittäin vahva).

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 15 vuotta ollut alan tyytyväisimmät asiakkaat. Sen pääoman tuotto on 33 vuotta ylittänyt kilpailijoiden vastaavan.

Yhtiö sijoituskohteena:

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

Kasvu on suurin kysymysmerkki. Toistaiseksi SHB on onnistunut pienin yritystoin ja orgaanisen kasvun turvin saavuttamaan noin 20% tuotoistaan Ruotsin ulkopuolelta. Tahti kiihtyy lähivuosina; SHB on tähän saakka avannut 6-7 konttoria vuodessa, mutta ambitiotaso 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 (31.3.2005)

Osakkeita: 48.000
Osuus yhtiöstä: 0,007%
Paino rahastossa: 5,6%

Lisätietoja katsauksessa: 4/2003

SEK miljoonia

	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	5v	10v
Tuloslaskelma													
Tuotot	12622	13438	14549	15815	16837	17056	20680	21654	21664	22292	23981	7%	7%
Tulos ennen veroja	4107	5080	6765	8067	8007	8912	12001	11577	10829	11780	13520		
Marginaali	32.5%	37.8%	46.5%	51.0%	47.6%	52.3%	58.0%	53.5%	50.0%	52.8%	56.4%	54%	51%

Tase (miliardeja)

Antolainaus	253	263	281	591	591	630	692	803	842	826	863		
Riskikorjattu			258	415	443	482	542	611	641	630	658		
Tier 1 pääoma			26	26	28	31	35	37	41	46	50		
Tier 1 vakavaraisuus			10.0%	6.2%	6.3%	6.5%	6.4%	6.1%	6.4%	7.3%	7.6%		
Oma pääoma	22771	25949	27549	32353	34431	38570	42466	48112	52192	56835	61109	10%	10%
OPo tuotto pretax	18%	20%	25%	25%	23%	23%	28%	24%	21%	21%	22%	23%	23%

Kassavirta

Yritystot/-myynnit		0	0	-22870	0	-1550	-7100	-2525	0	0	-1100	-10725	-35145
Osingot		-701	-3877	-1208	-1565	-1922	-2144	-2751	-3120	-3294	-3602	-14911	-24184
Annit /takaisinostot		737	2	0	0	0	-2950	-46	0	0	-3426	-6422	-5683

Arvostus

Osakkeita	684.3	684.3	714.7	714.7	714.7	714.7	693.2	693.4	693.4	693.4	669.6		
Kurssi	32.70	46.00	65.00	91.00	114.00	107.00	161.50	154.00	116.00	147.00	173.00	10%	18%
Markkina-arvo bn	22.4	31.5	46.5	65.0	81.5	76.5	112.0	106.8	80.4	101.9	115.8		
EPS	5.42	5.48	6.90	8.01	8.14	8.91	12.44	12.05	11.54	12.16	14.67	10%	10%
Osinko	1.00	1.25	1.67	2.17	2.67	3.00	4.00	4.50	4.75	5.25	6.00		
P/E	6.0	8.4	9.4	11.4	14.0	12.0	13.0	12.8	10.1	12.1	11.8		
P/E ennen veroja	5.4	6.2	6.9	8.1	10.2	8.6	9.3	9.2	7.4	8.7	8.6		
Osinkotuotto	3%	3%	3%	2%	2%	3%	2%	3%	4%	4%	3%		



Photo: Messer Griesheim

"Our business successes over the past three years and dynamic growth drivers position us to target, once again, a growth rate in net earnings in 2005 at least comparable to that published in 2004."

Benoît Potier (2004)

Saksan teollisuuskaasumarkkinoiden ylivoimaisen johtajan Messer Griesheimin osto oli viime vuoden ehdottomasti tärkein tapahtuma Air Liquidille. Kilpailuviranomaiset hyväksyivät kaupan rajoituksin ja AL sai osien myynnistä budjetoimansa 700 miljoonaa euroa. Muita johtopäätöksiä on liian aikaista tehdä kun ostosta on vasta vuosi.



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% maailmanmarkkinoista 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 2,0 miljardilla eurolla.

Yhtiö sijoituskohteena:

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

Messer Griesheimin osti 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 (31.3.2005)

Osakkeita: 3.500
Osuus yhtiöstä: 0,003%
Paino rahastossa: 3,2%

Lisätietoja katsauksessa: 4/2002

EUR miljoonia

	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	5v	10v
Tuloslaskelma													
Liikevaihto	4841	4907	5242	5851	6087	6538	8099	8328	7900	8394	9376	7%	7%
EBITA	616	662	680	800	871	964	1151	1215	1199	1235	1344		
Marginaali	12.7%	13.5%	13.0%	13.7%	14.3%	14.7%	14.2%	14.6%	15.2%	14.7%	14.3%	15%	14%

Tase

NWC	-270	-200	-226	-314	-291	-336	-331	-293	-360	-234	-729		
Käyttöomaisuus	4319	4358	5082	6037	6612	8041	8254	8553	7834	7504	10235		
Nettovelka	642	525	842	1259	1677	2433	2280	2584	2022	1730	3790		
Oma pääoma +väh	3407	3632	4015	4464	4644	5272	5643	5676	5452	5539	5715		
Sijoitettu pääoma	4049	4158	4857	5723	6321	7705	7923	8260	7474	7269	9505	4%	9%
SiPo tuotto	16%	17%	15%	15%	14%	13%	15%	15%	17%	18%	14%	16%	15%

Kassavirta

Vapaa kassavirta		211	-12	-131	-172	135	529	725	942	668	527	3391	3422
Yritysosotot/-myynnit		-117	-158	-95	-214	-319	-125	-372	-307	-75	-2037	-2916	-3819
Osingot		-146	-152	-174	-193	-224	-248	-318	-366	-414	-336	-1682	-2573
Annit /takaisinostot		124	17	14	-10	-94	-101	-242	-88	-139	-31	-601	-551
Muut erät		45	-11	-32	171	-254	98	-97	381	251	-183	451	371
Nettovelan muutos		117	-317	-417	-418	-756	153	-304	562	292	-2060	-1358	-3149

Arvostus

Osakkeita	109.3	111.0	112.3	112.4	112.4	112.0	111.7	110.2	109.2	108.4	107.9		
Kurssi	66	73	81	92	104	122	130	130	115	126	136	2%	7%
Markkina-arvo	7211	8138	9060	10301	11702	13628	14528	14336	12613	13628	14636		
EPS	3.51	3.78	3.91	4.35	4.81	5.28	6.15	6.71	6.78	7.06	7.82	8%	8%
Osinko	1.26	1.26	1.38	1.54	1.75	1.90	2.42	2.58	2.91	2.91	3.50		
P/E	18.8	19.4	20.6	21.1	21.7	23.0	21.2	19.4	17.0	17.8	17.3		
EV/EBITA	12.1	12.5	13.5	13.6	14.7	16.0	14.0	13.4	11.7	12.0	13.7		
Osinkotuotto	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	3%	2%	3%		



"Scania växer i genomsnitt
med 5-6 procent per år.
Det nya lastbilsprogrammet
som lanserades under året
kommer att spela en viktig
roll för vår tillväxt.

Scania är starkare
än någonsin."

Leif Östling (2004)

The tide. Mont Saint Michel, France
Photo: Bo Hylén
Copyright: Scania CV AB

Scanian uusi R-sarja sai IAA 2004 -messuilla arvostetun "Truck of the Year" -palkinnon. Tuotepaletti täydennettiin vuonna 2004 myös uusilla P- ja T- sarjoilla ja valikoima on ainakin vuosikymmeneksi kunnossa.

(Valitsin yllä olevan kuvan Vuosikirjaan viikkoa ennen kuin Scanian vuosikertomus ilmestyi. Yhtiö oli valinnut saman kuvan sen kanteen. Mutta – koska ehdin ensin – en viitsinyt vaihtaa sitä toiseen)



Liiketoiminta:

Scania on täysin fokusoitunut raskaisiin (>16tn) kuorma-autoihin – niiden valmistukseen, myyntiin, rahoitukseen ja huoltoon. Vaikka yhtiön osuus ydinmarkkinoidensa (maailma poislukien Pohjois-Amerikka) 400 000 raskaan rekan myynnistä on vain 12%, se on maailman viiden suuren valmistajan joukossa.

Tuotannon tehokkuus erottaa Scanian muista. Yhtiö on jo 16 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.

Viime vuonna lanseerattu uusi tuotemallisto parantaa Scanian kilpailukykyä lähivuosina. Korkea öljyn hinta on kuitenkin riski ja markkinoiden näkymät ovat hieman epävarmat (katso Leif Östlingin haastattelu seuraavilla sivuilla).

Yhtiö on viimeksi tehnyt tappiota vuonna 1934.

Varainhoitajamme:



Leif Östling

syntynyt 1945
yhtiössä vuodesta 1972
toimitusjohtaja 1989

www.scania.com

Phoebusin omistus (31.3.2005)

Osakkeita: 15.000
Osuus yhtiöstä: 0,008%
Paino rahastossa: 3,1%

Lisätietoja katsauksessa: 1/2004

SEK miljoonia

	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	5v	10v
Tuloslaskelma													
Liikevaihto	24088	31148	28794	33304	37509	38662	45859	48310	46140	50581	56788	8%	9%
EBITA	3731	5011	2787	2716	3251	4655	4623	2089	3548	4759	5887		
Marginaali	15.5%	16.1%	9.7%	8.2%	8.7%	12.0%	10.1%	4.3%	7.7%	9.4%	10.4%	8%	9%

Tase

NWC	1132	2524	2086	2999	2946	5112	5277	1738	-192	-1219	-177		
Käyttöomaisuus	11501	12408	13529	15098	16074	17146	18285	22361	21947	22937	23497		
Nettovelka	6805	6836	6475	7744	7169	8710	7864	8104	4824	3467	2270		
Oma pääoma	5828	8096	9140	10353	11851	13548	15698	15995	16931	18251	21050		
Sijoitettu pääoma	12633	14932	15615	18097	19020	22258	23562	24099	21755	21718	23320	1%	6%
SiPo tuotto	30%	34%	18%	15%	18%	22%	20%	10%	18%	24%	25%	19%	20%

Kassavirta

Vapaa kassavirta	678	1004	-46	1985	838	2882	3020	3187	2935	2372	14396	18855
Yritysosotot	-91	-121	-483	5	-1121	-457	-929	1165	-26	0	-247	-2058
Osingot	-800	-1100	-1100	-1100	-1300	-1400	-1400	-700	-1100	-1200	-5800	-11200
Annit /takaisinostot	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Muut erät	182	578	360	-315	42	-179	-931	-372	-452	25	-1909	-1062
Nettovelan muutos	-31	361	-1269	575	-1541	846	-240	3280	1357	1197	6440	4535

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	263.00		-3%	
Markkina-arvo	36000	34100	35800	30000	61300	42000	38400	33700	40600	52600			
EPS	12.18	15.58	9.09	8.80	10.37	14.86	14.37	4.74	10.95	15.17	20.39	7%	5%
Osinko	5.50	5.50	5.50	6.50	7.00	7.00	3.50	5.50	6.00	15.00			
P/E	11.6	18.8	20.3	14.5	20.6	14.6	40.5	15.4	13.4	12.9			
EV/EBITA	8.4	14.3	15.6	11.1	14.6	10.4	19.6	10.0	8.6	9.3			
Osinkotuotto	3%	3%	3%	4%	2%	3%	2%	3%	3%	6%			

Dags att rulla vidare för börsens kaxigaste

Finns det ett Scania efter Leif Östling? Frågan har länge svävat ovanför en av börsens, och familjen Wallenbergs, främsta vd-stjärnor.

För Affärsvärlden berättar han för första gången om hur han ser på bolagets framtid – och sin egen.

Ingen har suttit längre än Leif Östling som vd för ett av börsens största företag. Han anställdes i Scania som 27-åring 1972. Han blev chef för Scania 1989 och börs-vd för det som då vara Saab-Scania 1994.

Den 25 september i år fyller han 60 år och når formellt "scaniansk" pensionsålder. Femårsavtalet med styrelsen och storägaren tyska Volkswagen, som tecknades i efterdyningarna av den spruckna Volvoaffären, löper ut i mars 2006.

Under hans ledning har Scania blivit ett av börsens mest framgångsrika företag, i regel omnämnt med epitetet "vinstmaskinen". I februari i år löste han dessutom en av de surdegsfrågor som länge tyngt företaget då Scantias bud på Ainax, parkeringsplatsen för Volvos aktier i Scania, äntligen gick igenom.

Östlings franka norrländska attityd och ledarstil har aldrig gått hem i stugorna. Med Wallenbergsfärens och tyskarnas goda minne styr den kaxige Leif Östling sitt Scania med järnhand, så hårt att tidningen *Chef* i sitt senaste nummer brutalt strimlar ner hans ledarstil, där han omger sig med vad som beskrivs vara ett gäng av ja-sägare. På rankinglistan hamnar han på en jumboplats, flankerad av beryktade chefer som Pelle Törnberg på MTG och Anders Igel, numera Teliachef.

Går det att hitta en bra efterträdare på vd-posten? Svaret har betydelse i en tid när lönsamhetsgapet mellan Scania och konkurrenterna krymper och marknadsandelen i Europa är nere på den lägsta nivån sedan 1994. Sceptikerna kraxar att Scania blir alltmer ensamt om att hålla fast vid en strategi med få partnerskap i stället för att skapa stordriftsfördelar genom breda samarbeten och samgåenden. Snart helt ensam.

Klart är att Leif Östling börjat förbereda sig för reträtten. Den här våren har han föreslagits som ny ledamot i Wallenbergbolaget SKF, vilket gör honom ytterst lämpad att ta över som ordförande nästa år, då nuvarande ordföranden Anders Scharp fyller 72.

Frågan runt din avgång är en av de mest centrala för Scania. Vad kan du säga om det?

– Vd-frågan är en styrelsefråga för de två stora ägargrupperingarna. Någon gång under året, mellan det tredje och fjärde kvartalet, kommer frågan upp på ett eller annat sätt. Innan dess har jag väl inga kommentarer, säger Leif Östling när han träffar Affärsvärlden ute på Scantias huvudkontor i Södertälje. Sedan tillägger han:
– Men det är klart att jag funderat igenom vad jag kan göra sedan.

Har du något förslag till ny vd som du kan presentera för styrelsen?

– Jag har några personer på listan.

Vilken profil söker du?

– Det vore önskvärt att det kom någon inifrån organisationen, som känner Scania. Det här är väldigt mycket en organisation som bygger på att man har ett bra nätverk. En person som varit länge i företaget kan köra 5–10 år. Styrelsen kan även välja en fyrtioåring med ett seniort gäng omkring sig, som successivt får växa in i vd-rollen. Det var den modellen som jag hade.

– Men det kan komma någon utifrån också, som är ödmjuk och har respekt för kunskapen. Jag skulle vilja säga att den här organisationen är väldigt kollegial. Alla känner varandra väldigt bra. Risken att en extern person skulle förstöra något är ganska liten, så snabbt går det inte, är han dålig kommer han snarare vantrivas och sluta.

Så där talar bara en verklig despot.

– Det är förenklat. Scania är inte så himla beroende av mig. Det är inte toppstyrt. Men Scania följer ett visst regelverk och gillar man inte det får man gå ut. Vi har en speciell ledarskapsmodell på produktionssidan – Scania Production Systems. Det fungerar nästan som hos folkrörelserna, den gamla studiecirkeltekniken som engagerade och som löper på och har fint momentum i sig. Vi ser hur produktiviteten ökar hela tiden. Vi är väldigt överens om hur vi ska satsa på olika marknader och hur vi ska integrera närmare och närmare kunderna. Alla är på det klara med att vi ska fortsätta med det här.

Kan du se dig själv som ordförande för Scania, efter att du lämnat vd-posten?

– Sådant avgör ägarna, och det är klart att i bolag med tydliga ägare så kan det bli så. Sedan är det speciellt i Scania med Volkswagen och den tyska traditionen att ha ordförandeposten.

Ditt inträde i SKF-styrelsen väckte också spekulationer om att du tar över som ordförande där nästa år?

– Det är en ägarfråga.

Wallenberg och Investor köpte aktier i Ainax och hjälpte dig att bli av med bolaget. **Fanns det aldrig några andra tänkbara köpare till Ainax?**

– Nej. Några aktörer ringde mig förra sommaren. Det var finansiella köpare, sådana där amerikanska buyoutfirmor, som hade kontakter med svenskar som ringde för att sondera terrängen. Men jag sa: "Glöm det där, ni bara förstör pengar. Ni får ändå inget inflytande." Jag sa att två block – Wallenberg och tyskarna – redan kontrollerade 55 procent av aktierna och dessutom har de ett bra samförstånd med företagsledningen. Vi var rörande överens om att det inte var vårt besväret.

Och du får bra betalt för att försvara de sittande ägarna, bland annat genom det där femårspaketet från Volkswagen med ett extra pensionspåslag på 22 miljoner kronor.

– VW-avtalet har sin förklaring. Vintern 2000 hade jag gjort upp med Volvochefen Leif Johansson om att sluta till sommaren. Jag trodde inte på fusionen. När Bryssel stoppade affären skulle jag i stort sett bara skriva på för ett tyskt företag...

...som chef för MAN:s lastbilar?

– Nej, det jobbet blev jag erbjuden, men jag hade bestämt mig för att lämna branschen så jag tackade nej. MAN frågade Håkan Samuelsson i stället. Sedan när Volkswagen på min inrådan klev in i Scania övertalade Ferdinand Piëch mig att stanna kvar. Det var så VW-kontraktet kom till.

Förra året tjänade du 15 miljoner kronor vilket ger dig en plats bland de högst betalda börsvd-ar. Det är tre gånger mer än du tjänade 1995.

Förstår du att det sticker i ögonen?

– Självklart är utvecklingen svår att förstå, men det går inte att skjuta in hela diskussionen på vd-löner i den privata sektorn. Vi konkurrerar om samma hjärnor som bank- och finanssektorn. På finansmarknaden får folk mycket mer betalt, och en finansförvaltare som placerar i aktier i Scania gör knappast mer nytta än en ingenjör som utvecklar emissionsfria motorer.

– Då är jag mer bekymrad över den lagstiftning som är på gång om att redovisa ersättningar till företagsledningen. Förutom att det känns obehagligt att tvingas hänga ut enskilda individer så tror jag att det kommer köra upp lönerna ordentligt. Jag vet hur det ser ut i private equity-branschen. Jag sitter med i EQT:s olika fonder, och vet vilka program ledningarna får ta del av i de bolag EQT äger.

Scania hade ett rekordresultat på 6,3 miljarder kronor förra året. Trots en rörelsemarginal på 11,2 procent var ni inte lönsammast, amerikanska Paccar slog er med några tiondelar.

Har ni blivit detroniserade för alltid?

– Går man in och kollar så har Paccar en otroligt stark finansverksamhet. Jag tror de hämtade hälften av sin vinst från finansverksamheten.

Av Paccars bokslut framgår att finanserna stod för ungefär 10 procent av resultatet, bara marginellt mer än vad Scantias finans-rörelse maktar med.

– Finansrörelsens resultat syns inte. Jag känner Paccars vd Mark Pigget tillräckligt väl för att veta hur han redovisar. Den stora skillnaden mellan Paccar och oss är att de hållit på med finansiering sedan 1970-talet i USA. Vi har bara hållit på i tio år. Men bidraget växer.

Scantias marknadsandel i Europa sjönk förra året till 13 procent, den lägsta marknads-andelen sedan 1994. **Svider det?**

– Det kanske var därför det gick så bra lönsamhetsmässigt också. Det gäller att våga avstå från dåliga affärer. Vad vi behöver för att bibehålla den lönsamheten vi har i dag är en genomsnittlig försäljningstillväxt på fem procent. Så länge vi når det är vi nöjda.

Även Volvo flåsar er i nacken. Varken Renault, Volvo eller Mack har tappat marknadsandelar efter samgåendet. Samtidigt krymper gapet mellan Volvos och Scantias lönsamhet.

Dags att erkänna att Volvo fått rätt och du varit för negativ till fusionens stordriftsfördelar?

– Nej, det blir alltid luckor över när företag går ihop. Titta på Ivecos kräftgång i Europa. Ta Volvos köp av White och GM i USA. Köpet av Renault är bara fyra år gammalt, och det är först nu som samarbetet börjar synas. Kunderna är inte dumma. Vänta tills det gått tio år.

Sist Affärsvärlden träffade Leif Östling, i september 2003, pågick spekulationer om att Volkswagens aktiepost i Scania skulle kunna bli en pusselbit i det då pågående bräket kring det tyska industri- och lastbils-konglomeratet MAN. "Det händer ingenting med Scania utan att man talat med mig", sa han då sturskt.

I dag berättar han om att det aldrig blev skarpt läge. Upprinnelsen till spekulationerna var Dr Viezel, som tillhörde ledningsgruppen i MAN skulle göra ett halvfientligt uppköp av MAN, då ett lågt värderat konglomerat. Dr Viezel hade trummat ihop ett konsortium med Volkswagen. Men varken Scania eller ledningen för MAN:s lastbilsdivision var involverade.

– MAN:s vd Rudolf Ruprecht ringde mig och han var väl ganska förtvivlad. Vi snackade igenom det där. Sedan när allt läckt ut, det gör det alltid i Tyskland, så stack MAN:s aktiekurs, så affären föll.

Spekulationerna kring MAN tog tvärt stopp när Håkan Samuelsson i december etablerade ett motorsamarbete med amerikanska Navistar i stället, som för övrigt Scania haft samtal med för tioåret sedan.

Känns det bittert?

– Nej, uppgörelsen handlar om företagspolitik. Navistar får motorer från amerikanska Cummins och sökte en alternativ leverantör. Vi samarbetar redan med Cummins så det uteslöt oss. Uppgårelsen påverkar inte vårt samarbete med MAN inom växellådor och bakaxlar.

Utvecklingskostnaderna för exempelvis motorer blir inte precis lägre, så på sikt behöver väl även Scania slå ut sina investeringar på ännu större volymer?

– Vi klarar oss. Fokuset på produktionskostnaderna har överdrivits. Lastbilar handlar alltmer om transportlösningar och service. Utvecklingen har gått snabbt. Så sent som 1990 låg 90 procent av Scantias tillgångar bundna i tillverkningen och 10 procent på distribution och serviceledet. I dag är 40 procent av våra tillgångar bundna i distribution och service, och 35–40 procent av antalet anställda finns där.

– Vi har sett en remarkabel utveckling hos de återförsäljare vi tagit runt om i Europa. I dag sköter vi hälften av servicen av lastbilarna själva. Om tio år är andelen säkert uppe i 75 procent.

Scania ska växa i Asien också. När kommer den första fabriken?

– Vi säljer 4 000 fordon i hela regionen, varav 1 500–2 000 i Korea. Vi måste ha en idé om att landa på 8 000–10 000 fordon inom en fyra-femårsperiod för att våga bygga en monteringsverksamhet. Rimligen kan vi fatta ett beslut om en fabrik för montering av hytter om ett par tre år. Valet står mellan Kina och Korea.

Vågar du lägga den i Kina?

– Allt beror på vilka villkor kineserna ställer upp. Vi måste få ha full kontroll. Jag låter aldrig några kineser få grepp om vårt produktsystem, då får det här företaget utomordentliga problem. Fast det räcker inte med att de bara ändrar lagstiftningen, det handlar mycket om mentalitet. Det där med Konfucius, du vet, att tanken är fri. Sådant kan vi aldrig ställa upp på.

Samarbetet med japanska Hino har hittills bara gett en försäljning på hundratalet lastbilar per år. Kommer det någonsin att lossna?

– Det är ett långsiktigt projekt. Vi lär oss hur den japanska lastbilsmarknaden fungerar. Den kommer att gå igenom en kraftig förändring de kommande 10–15 åren mot en allt större öppenhet för utländska konkurrenter. På sikt kommer vi att komma in med ett antal hundra lastbilar per år.

Det kommer signaler om att konjunkturuppgången är över i Europa. Själv har du beskrivit 2005 som ett mellanår men att det lyfter igen 2006.

Börjar du vackla?

– Tja, första halvåret stiger registreringarna med 5 procent, det tyder våra orderböcker på. Men vi ser ingen tillväxt i orderstocken, ledtiderna i industrin är sju åtta månader, så framåt hösten blir det lugnare. Jag sitter i Teknikföretagens styrelse och hela industrin känner att konjunkturuppgången har tagit en paus.

Vad ska ändra på det?

– De nya emissionsbestämmelserna som träder i kraft 2007 borde hålla uppe lastbilsförsäljningen nästa år. Fast egentligen vet vi inte alls hur kunderna kommer agera, för alla resonerar på olika sätt. Själv är jag orolig för oljepriset. Osäkerheten sänker tillväxten och efterfrågan på lastbilar. Sticker oljepriset i väg till 100 dollar, och det är inte alls omöjligt, så måste EU hantera det och börja arbeta aktivt med energifrågan, även globalt.

– Det är en jätteutmaning för EU att få upp tillväxten. Rent generellt tror jag att politikerna i Europa måste börja tänka om och se över de dyra sociala välfärdssystemen. Som det ser ut nu så flyttas arbetstillfällen från Västeuropa till Östeuropa i en alldeles för snabb takt. Vad vi får är en intern kostnadsdevalvering i Västeuropa samtidigt som arbetslösheten bara växer. På sikt blir det ohållbart.

Du är både engagerad i EQT och vd för ett börsbolag. Börsbolag som SCA och Volvo klagat över att de inte kan växa genom förvärv för riskkapitalbolagen bjuder mer.

Vem räknar fel?

– De räknar nog rätt båda två men de räknar olika. Skillnaden handlar om ägarformen. Inom private equity har du ett väldigt tydligt ägande, med en placeringshorisont på 4–5 år, där företagsledningen får lov att ta stora risker. De gör förvärv och nysatsningar som ett börsnoterat bolag aldrig skulle våga sig på.

– Sedan har du riskbiten, institutioner som värderar börsnoterade företag efter en viss multipel, går in med riskkapital i private equity där de kräver en helt annan värdering.

– Jag har sett spelet med egna ögon. När vi gjort börsnoteringar har samma institutioner som är med i fonderna försökt rabattera ner priset och prislappen. Då är det inte konstigt att riskkapitalfonderna börjar sälja till varandra i stället.

Det beteendet är väl ett tecken på att allt är en bubbla som spricker när räntan stiger?

– Jag ser det mer som ett uttryck för att det traditionella institutionella ägandet har kapsejsat. Private equity för mig ersätter de gamla kapitalisterna i form av Wallenberg och Rausing, medan börsens institutioner blir mer och mer politiserade med regelverk och ägarkoder. Det leder till att risknivån på börsen sänks, men chansen till god utväxling på aktier sjunker lika mycket.

Hur hanterar Scania det här?

– Vi är på börsen, gillar läget och har redan anpassat oss. Vi vill gärna ha en nettoskuldssättning för vi tycker ju att det är så billigt med externa pengar. Sedan köper vi där inte riskkapitalbolagen är med och bjuder, som i servicesektorn för att komma närmare våra kunder. Överskottet delar vi med glädje ut till aktieägarna.

Sophie Nachemsom-Ekwall
sne@afv.se

Artikeln publicerades i Affärsvärlden nr 15/2005 den 13.4.2005. Reproducerad med tillstånd av AFV.

Leif Östling om...

...att Wallenbergstiftelsernas vice ordförande Peter Wallenberg Jr föreslagits som ny styrelseledamot i stället för Marcus Wallenberg, vd i Investor:
– Ägarna har ju rätt att ha in sina representanter. Jag känner Peter Jr och det ska bli kul att ha honom i styrelsen.

...att Saab Automobile, tidigare dotterbolag till dåvarande Saab-Scania går mot nedläggning:
– I min värld är Saab redan nedlagt. Jag vet inte vad som gick fel. Vi hade hoppats på att GM skulle föra med sig en större kundbas så att vi kunde dubbla försäljningen till 200 000–250 000. Varför de inte lyckades var väl en kombination av både produkt och distribution, men

kostnadsbilden i Sverige var inte kärnproblemet. Då skulle både Volvo och Scania ha problem, och det har vi inte.

...den oundvikliga utflyttningen av industrijobb:
– Politikerna i Europa – och Sverige – måste tänka om. Det handlar inte om att flytta ut vanliga verkstadsjobb längre. Det är ännu lättare att flytta kvalificerade tjänstemän – det är bara att länka upp sig via satellit. Därför måste kostnadsnivån för arbete sänkas överlag. Vi måste sänka inkomstskatterna och arbetsgivaravgifterna rejält och se över socialförsäkringssystemets höga kostnader. Det måste löna sig för individen att arbeta och för företagen att anställa personal. Det är enda sättet att öka den privata konsumtionen och efterfrågan i ekonomin.

Har jobbat i Brasilien

Namn: Leif Östling.

Född: 25 september 1945.

Familj: Fru, två barn 15 och 12.

Bor: Stora Essingen i Stockholm.

Karriär: Civileingenjör Chalmers och civilekonom Handelshögskolan i Göteborg. Anställd i Scania sedan 1972. Har bland annat varit vid Scania i Brasilien och i Nederländerna. Blev 1989 vd för Scania och 1994 vd för hela dåvarande Saab-Scania.

Styrelseuppdrag: Scania, Investor, BT Industries och fr.o.m i vår SKF. Sitter även i onoterade ADR Haanpää.

Senast lästa bok: En biografi över Ferdinand Piëch.

Senast sedda film: "Lost in translation".



Detta är Scania



Huvudkontor: Södertälje.

Ordförande: Bernd Pischetsrieder.

Ägare: Volkswagen, Investor, Wallenbergstiftelserna.

Anställda: 30 000, varav 12 000 i Sverige.

Verksamhet: Fordonstillverkning. 58 000 tunga lastbilar sålda främst i Europa och Latinamerika.

Försäljning 2004: 57 mdr kr (+10%).

Vinst före skatt 2004: 6 mdr kr (+30%).

SALKUNHOITAJAN KOMMENTTI:

Toimittajan kriittisestä asenteesta huolimatta pidän edellä olevaa Leif Östlingin haastattelua hyvin mielenkiintoisena. Hyvän yritysjohtajan eräs tunnusmerkki on itse asiassa kyky olla provosoitumatta epähienoista kysymyksistä.

Kiinnitin huomiota erityisesti seuraaviin seikkoihin:

- Kuten useimmat Phoebusin yritysjohtajat, Östling ajattelee yhtiönsä kehittämistä erittäin pitkäjänteisesti, jatkuvana prosessina.

- Hyvässä yhtiössä seuraavan sukupolven kouluttaminen on johdon tärkeimpiä tehtäviä. Scaniassa tähän asiaan on selvästi panostettu.

- Yhtiön kulttuuri on erittäin vahva, kuten hyvissä yhtiöissä on tapana. On poikkeuksellista sanoa julkisesti, että ulkopuolelta tuleva johtaja ei helposti sopeudu. Se on silti aivan oikea huomio.

- Suuret yritysostot onnistuvat harvoin. Östling on oikeilla jäljillä kyseenalaistaessaan Volvon strategiaa.

- Scanian tulevaisuudennäkymät ovat lupaavat, erityisesti huollon saralla.

Spekulatiivisempi lukija varmasti huomasi myös, että teollisuuden kasvu on hidastumassa. Minä en siitä niin välitä - riittää kun tiedän, että Scania on loistava yhtiö.

WE ARE AN IMPORTANT PART OF THE GLOBAL FINANCIAL SERVICES INFRASTRUCTURE

We Provide

- 80% of the world's largest money managers and asset owners with foreign exchange services and transition management services, and quantitative research and technology-driven tools

We Manage

- \$1.4 trillion assets worldwide
- World's largest pool of institutional assets

We Service

- More than 40% of all US mutual funds (calculating five times the number of fund prices daily as our next largest competitor)
- 36% of US pension funds
- 41% of US public pension funds
- 19% of Canadian mutual funds
- 24% of UK collective funds (including pension funds)
- 21% of German institutional & retail deposits

STATE STREET.

"The task before us is to position State Street as the premier provider in all the markets we serve, while generating consistent earnings in a period of slower growth. Achieving this requires balance."

Ronald E. Logue (2004)

State Streetin kansainvälistyminen eteni aimo harppauksen vuonna 2003 sen ostettua Deutsche Bankin globaalit säilytysliiketoiminnot. Kaksi kolmasosaa toiminnasta on silti vielä USA:ssa, joten kansainvälisillä markkinoilla on rutkasti potentiaalia.



STATE STREET.

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. Skaalaedut estävät käytännössä uusien kilpailijoiden alalletulon. Yhtiöllä onkin vain 5-6 varteenotettavaa globaalia kilpailijaa.

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

Yritysjohdo vaihtui äkillisesti kesällä 2004. Uusi toimitusjohtaja Ron Logue on ollut talossa jo 15 vuotta, joten uudet kasvot tuskin merkitsevät suuria muutoksia strategiaan.

Varainhoitajamme:



Ronald E. Logue

syntynyt 1946
yhtiössä vuodesta 1990
toimitusjohtaja 2004

www.statestreet.com

Phoebusin omistus (31.3.2005)

Osakkeita: 11.000
Osuus yhtiöstä: 0,003%
Paino rahastossa: 2,3%

Lisätietoja katsauksissa: 1/2002, 1/2005

USD miljoonia

	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	5v	10v
Tuloslaskelma													
Tuotot	1423	1575	1882	2342	2765	3119	3615	3914	3962	4453	4996	10%	13%
Tulos ennen veroja	365	401	484	608	697	783	971	1085	1121	1237	1299		
Marginaali	25.7%	25.5%	25.7%	26.0%	25.2%	25.1%	26.9%	27.7%	28.3%	27.8%	26.0%	27%	27%

Tase /liiketoiminta

Säilytys (bn)	1728	2278	2942	3903	4812	5952	6118	6203	6171	9370	9497		
Varainhoito (bn)	161	227	292	390	485	667	711	775	763	1106	1354		
Oma pääoma	1284	1483	1618	1847	2311	2652	3262	3845	4787	5747	6159	18%	17%
OPo tuotto pretax	28%	27%	30%	33%	30%	30%	30%	28%	23%	22%	21%	24%	26%

Kassavirta

Yritysosotot/-myynnit		0	0	0	0	1659	0	-176	570	-887	-100	-593	1066
Osingot		-56	-61	-69	-84	-93	-106	-127	-149	-179	-209	-770	-1133
Annit /takaisinostot		-12	-119	-94	-69	-125	5	-188	23	373	-65	148	-271

Arvostus

Osakkeita	333.8	335.4	328.8	327.6	327.9	327.5	328.1	330.5	327.5	335.3	339.6		
Kurssi	7.16	11.25	16.16	29.10	35.06	36.53	62.11	52.25	39.00	52.08	49.12	6%	21%
Markkina-arvo	2388	3773	5311	9531	11495	11964	20378	17268	12772	17464	16681		
EPS	0.66	0.74	0.89	1.16	1.33	1.49	1.81	2.08	2.20	2.34	2.47	11%	14%
Osinko	0.15	0.17	0.19	0.22	0.26	0.30	0.35	0.41	0.48	0.56	0.64		
P/E	10.9	15.3	18.1	25.1	26.4	24.5	34.2	25.1	17.8	22.3	19.9		
P/E ennen veroja	6.5	9.4	11.0	15.7	16.5	15.3	21.0	15.9	11.4	14.1	12.8		
Osinkotuotto	2%	2%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%		

Major
Market
Share
Positions

Strong
Financial
Position

Highest
Quality
Service
Levels

Large and
Growing
Salesforce

Strong
Service
Offerings

Long-term
Clients

Record
Levels of
Productivity



WELL POSITIONED

"Fiscal 2004 was an important transition year for ADP. Although we reported lower earnings than in the prior year, we took the steps necessary to position ourselves for the future.

The good news is that the cyclical contraction has reversed."

Arthur F. Weinbach (2004)

Useimpien muiden Phoebus -yhtiöiden tavoin ADP kehittää toimintaansa pitkäjänteisesti. Talousympäristön parannuttua (ennen kaikkea lyhyiden korkojen nousua), viime vuosien kehitystyön voisi toivoa tuottavan lähivuosina hedelmiä.



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 vakuutus-korvausten 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 on tapahtunut ja yhtiön tuloksen voi odottaa kääntyvän taas kasvuun tänä vuonna.

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 (31.3.2005)

Osakkeita: 10.000
Osuus yhtiöstä: 0,002%
Paino rahastossa: 2,2%

Lisätietoja katsauksessa: 3/2004

USD miljoonia

30-Jun

	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	5v	10v
Tuloslaskelma													
Liikevaihto	2469	2894	3567	4110	4843	5456	6168	6854	7004	7147	7755	7%	12%
EBITA	467	559	665	782	870	1058	1261	1507	1673	1518	1438		
Marginaali	18.9%	19.3%	18.6%	19.0%	18.0%	19.4%	20.4%	22.0%	23.9%	21.2%	18.5%	21%	20%

Tase

NWC	-82	-1	-109	-363	-461	-356	-230	-221	-312	-719	-894		
Käyttöomaisuus	1086	1206	1735	1931	2419	2341	2492	2435	2767	3831	4295		
Nettovelka	-687	-892	-690	-1093	-1481	-2023	-2321	-2487	-2659	-2260	-2016		
Oma pääoma	1691	2097	2315	2661	3439	4008	4583	4701	5114	5371	5418		
Sijoitettu pääoma	1004	1204	1626	1568	1958	1985	2262	2214	2455	3112	3401	11%	13%
SiPo tuotto	47%	46%	41%	50%	44%	53%	56%	68%	68%	49%	42%	55%	52%

Kassavirta

Vapaa kassavirta		330	490	822	656	625	762	1002	1216	1421	1065	5466	8389
Yritysosotot/-myynnit		-107	-473	-115	-279	169	-161	-73	-213	-647	-268	-1362	-2168
Osingot		-89	-112	-130	-153	-181	-213	-248	-277	-285	-309	-1331	-1996
Annit /takaisinostot		86	-120	-56	40	15	-28	-717	-647	-846	-461	-2699	-2734
Muut erät		-15	12	-117	124	-85	-63	202	93	-43	-270	-81	-162
Nettovelan muutos		205	-202	403	388	542	297	166	172	-399	-243	-7	1330

Arvostus

Osakkeita	595.1	608.6	615.9	620.1	628.2	636.9	646.1	646.0	630.6	605.9	598.7		
Kurssi	12.30	14.71	18.26	22.44	35.11	42.71	52.37	48.91	43.12	33.86	41.88	0%	13%
Markkina-arvo	7320	8952	11246	13915	22056	27202	33836	31595	27191	20516	25076		
EPS	0.56	0.65	0.74	0.86	1.03	1.16	1.36	1.59	1.75	1.68	1.56	6%	11%
Osinko	0.14	0.16	0.19	0.22	0.26	0.30	0.34	0.40	0.45	0.48	0.54		
P/E	21.9	22.7	24.7	26.0	34.0	36.8	38.4	30.8	24.7	20.2	26.8		
EV/EBITA	14.2	14.4	15.9	16.4	23.6	23.8	25.0	19.3	14.7	12.0	16.0		
Osinkotuotto	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%		



Aroundio Partner kotikäynnillä.
Photo: Foto Malmen, Linköping
Copyright: Securitas AB

“Säkerhetsmarknaden kommer att fortsätta utvecklas och öppna nya möjligheter för de företag som är tillräckligt fokuserade för att se, förstå och fånga upp trenderna”

Thomas Berglund (2004)



Securitas yhdistetään useimmiten teollisuuslaitosten ja kauppojen vartiointiin sekä arvokuljetuksiin, jotka edustavatkin 90% yhtiön liiketoiminnasta. Kotivartiointi on kuitenkin nopeimmin kasvava alue.

Vain kolmellakymppillä kuussa (+ asennuskulut) asiakas voi saada käyttöönsä oman Aroundio™ -partnerin huoltopalvelut ja vartijan hälytyskäynnit tarvittaessa alle 10 min takuuajassa, ilman lisäkuluja. Tätä uutta palvelukonseptiä käyttää toistaiseksi vain puoli miljoonaa asiakasta Euroopassa, mutta kasvu on nopeaa, 20-30% vuodessa.

Aroundio™ -konseptin suurin etu perinteiseen vartiointiin on palvelun tasossa - Friendly Security.



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 16% osuudella.

Yhtiö on historiallisesti kasvanut voimakkaasti yritysostoin, mutta on viime vuosina yhä enemmän keskittynyt orgaanisen kasvun vahvistamiseen.

Yhtiö sijoituskohteena:

Osakemarkkinat ovat pettyneet Securitasin kehitykseen USA:ssa, jossa orgaaninen kasvu oli viime vuonna -2% ja tulosmarginaali laski 60 bps edellisvuodesta. Yhtiön muut toiminnot, jotka edustavat 77% sen tuloksesta, ovat kuitenkin kasvussa ja niiden tulos paranee.

Securitasin lukuisista yritysostoista johtuen sen goodwill-poistot ovat suuret. Siksi yhtiön IFRS-tulos on erittäin paljon parempi kuin miltä se tähän asti on näyttänyt. Todellisuudessa tulos on tietenkin tähänkin asti ollut loistava, se ei vain ole näkynyt kirjanpidon läpi.

Varainhoitajamme:



Thomas Berglund

syntynyt 1952
yhtiössä vuodesta 1985
toimitusjohtaja 1993

www.securitasgroup.com

Phoebusin omistus (31.3.2005)

Osakkeita: 28.000
Osuus yhtiöstä: 0,007%
Paino rahastossa: 2,2%

Lisätietoja katsauksessa: 2/2004

SEK miljoonia

	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	5v	10v
Tuloslaskelma													
Liikevaihto	6844	7309	9074	10763	13710	25646	40807	60364	65685	58850	59687	18%	24%
EBITA	483	549	688	778	1003	1631	2560	3855	4458	3732	3900		
Marginaali	7.1%	7.5%	7.6%	7.2%	7.3%	6.4%	6.3%	6.4%	6.8%	6.3%	6.5%	6%	7%

Tase

NWC		-742	-558	-526	-915	-453	-3126	-3376	-1495	-1404			
Käyttöomaisuus		3513	4456	8296	12036	22931	27645	24926	22877	23863			
Nettovelka		739	1533	2419	2053	12419	12583	9887	10687	10633			
Oma pääoma		2033	2365	5351	9069	10059	11936	11663	10695	11826			
Sijoitettu pääoma		2771	3898	7770	11121	22478	24519	21550	21382	22459		15%	
SiPo tuotto			25%	23%	17%	17%	15%	16%	21%	17%	17%		16%

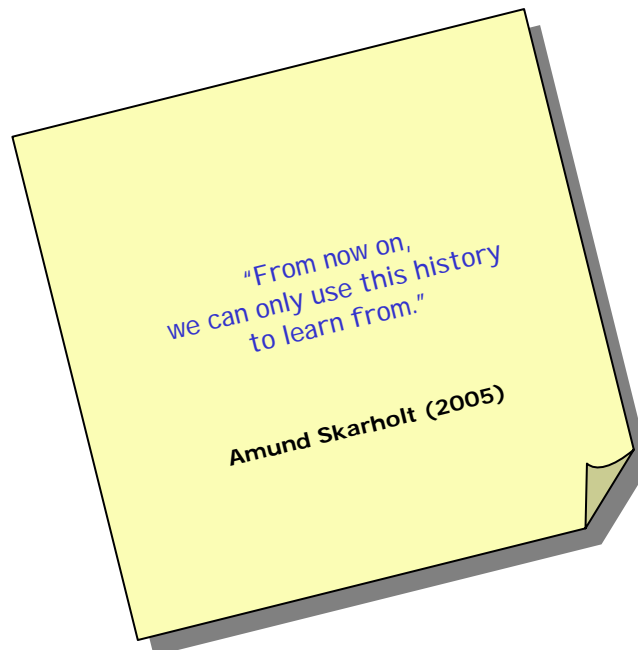
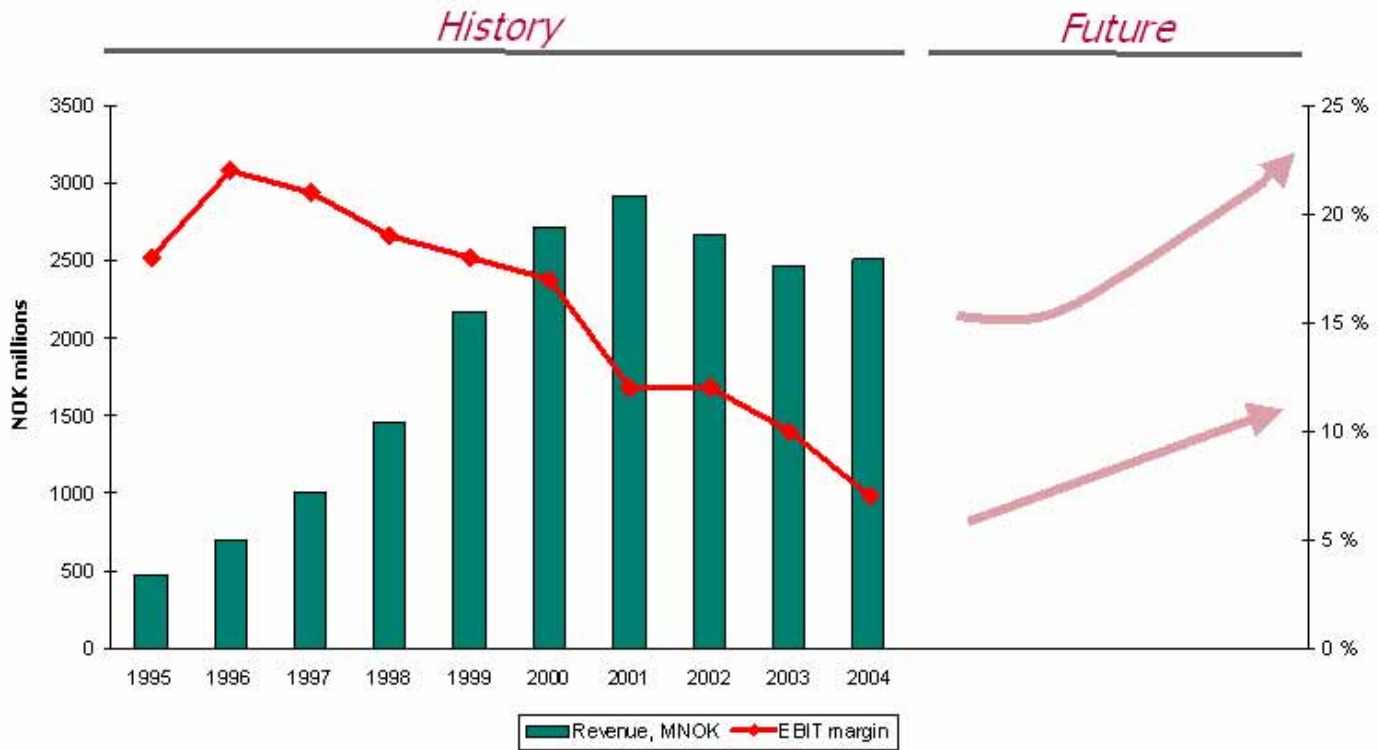
Kassavirta

Vapaa kassavirta			271	517	1301	812	4529	2648	1252	2213	11453		
Yritysostot			-1132	-3713	-3701	-10944	-3002	-1710	-1308	-2362	-19326		
Osingot			-175	-201	-277	-356	-428	-542	-730	-730	-2786		
Annit /takaisinostot			46	2562	3437	0	379	157	0	0	536		
Muut erät			195	-51	-394	123	-1642	2143	-14	933	1543		
Nettovelan muutos			-794	-886	366	-10366	-164	2696	-800	53	-8580		

Arvostus

Osakkeita	297.0	297.0	297.0	297.0	313.6	355.8	365.1	365.1	376.7	382.4	382.4		
Kurssi	16.75	26.25	49.65	60.00	126.00	154.00	175.00	199.00	104.00	97.00	114.00	-6%	21%
Markkina-arvo	4974	7796	14745	17819	39516	54792	63897	72660	39176	37094	43595		
EPS	1.03	1.39	1.62	1.89	2.17	3.38	4.20	6.14	7.04	6.22	6.61	14%	20%
Osinko	0.42	0.50	0.60	0.69	0.85	1.00	1.20	1.50	2.00	2.00	3.00		
P/E	16.2	18.9	30.6	31.7	58.2	45.6	41.7	32.4	14.8	15.6	17.2		
EV/EBITA			22.5	24.9	41.8	34.9	29.8	22.1	11.0	12.8	13.9		
Osinkotuotto	2%	2%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	2%	2%	3%		

Revitalize & achieve profitable growth



Uusi toimitusjohtaja Amund Skarholt antoi erittäin hyvän vaikutelman Tomran ensimmäisen neljänneksen analyttikotilaisuudessa 19.4.2005. Kustannusten sopeuttaminen ja uusien toimintatapojen käyttöönotto kestää 1-2 vuotta, mutta Tomran johtava asema antaa erittäin hyvän ponnahduslaudan kannattavuuden merkittäväle parantamiselle.



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 pullopankki. Yhtiö on nyt kehittämässä toimintaa myös muissa maissa.

Yhtiö sijoituskohteena:

Yllätyin suuresti kun toimitusjohtaja Erik Thorsen ilmoitti jättävänsä Tomran. Vaikka hän ehti olla 19 vuotta yhtiössä, joista 9 sen johdossa, hän on vasta 49-vuotias. Myös seuraajan valinta yllätti, Amund Skarholt tulee ulkopuolelta ja on melkein eläkeiässä.

Tomran kannattavuus on heikko. Yhtiö on panostanut voimakkaasti uuden liiketoiminnan kehittämiseen ja nykyinen liiketoiminta on samaan aikaan kärsinyt Saksan panttijärjestelmän viivästymisestä. Yhtiön vahva markkina-asema kasvavalla alalla antaa lähes rajattomia mahdollisuuksia – tulee olemaan mielenkiintoista nähdä onnistuuko Skarholt hyödyntämään ne kannattavammin kuin Thorsen.

Varainhoitajamme:



Amund Skarholt

syntynyt 1948
yhtiössä vuodesta 2005
toimitusjohtaja 2005

www.tomra.com

Phoebusin omistus (31.3.2005)

Osakkeita: 85.000
Osuus yhtiöstä: 0,048%
Paino rahastossa: 1,9%

Lisätietoja katsauksessa: 3/2003

NOK miljoonia

	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	5v	10v
Tuloslaskelma													
Liikevaihto	386	501	784	1201	1456	2169	2718	2924	2674	2463	2512	3%	21%
EBITA	47	84	152	206	335	404	497	397	368	276	217		
Marginaali	12.2%	16.8%	19.4%	17.2%	23.0%	18.6%	18.3%	13.6%	13.8%	11.2%	8.6%	13%	15%

Tase

NWC	76	110	94	149	326	356	594	325	284	364	9		
Käyttöomaisuus	189	313	513	836	1055	1229	1443	1825	1341	1323	1407		
Nettovelka	56	27	103	-56	97	-20	-673	-641	-964	-1025	-922		
Oma pääoma	209	395	504	1041	1284	1604	2709	2791	2588	2713	2338		
Sijoitettu pääoma	265	423	607	985	1381	1585	2036	2150	1624	1687	1416	-2%	18%
SiPo tuotto	18%	20%	25%	21%	24%	26%	24%	18%	23%	16%	15%	20%	21%

Kassavirta

Vapaa kassavirta	-14	-47	23	25	29	228	-87	505	348	149	475	1389	1647
Yritysosotot/-myynnit	-43	-26	-79	-185	-177	-41	-43	-368	-12	0	-219	-642	-1151
Osingot	-7	-9	-9	-11	-16	-21	-33	-36	-36	-45	-54	-203	-269
Annit /takaisinotot	46	139	9	378	59	53	1086	122	14	0	0	1222	1860
Muut erät	-9	-28	-19	-48	-48	-102	-269	-254	9	-43	-306	-864	-1109
Nettovelan muutos	-27	28	-76	159	-154	117	653	-32	323	61	-104	902	977

Arvostus

Osakkeita	132.3	149.1	150.2	155.5	163.5	166.0	170.0	177.7	178.4	178.5	178.5		
Kurssi	3.83	12.63	24.88	41.25	62.50	68.00	171.00	86.00	45.10	40.10	33.30	-13%	24%
Markkina-arvo	506	1883	3737	6412	10222	11287	29065	15283	8047	7157	5944		
EPS	0.25	0.42	0.68	0.84	1.33	1.81	2.08	1.85	1.65	1.20	0.87	-14%	13%
Osinko	0.05	0.06	0.08	0.10	0.13	0.20	0.20	0.20	0.25	0.30	1.80		
P/E	15.3	30.1	36.6	48.8	47.0	37.5	82.1	46.6	27.3	33.5	38.4		
EV/EBITA	11.9	22.7	25.2	30.8	30.8	27.9	57.2	36.9	19.3	22.3	23.2		
Osinkotuotto	1%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	1%	1%	5%		



13x Vestas V80-2.0MW (Reussenköge, Germany)
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 ylioptimistinen, markkinat ovat itse asiassa 11-kertaistuneet edellisellä 10 vuoden jaksolla vaikka epävarmuus tukiaisista on rajoittanut USA:n markkinoiden kehitystä viime vuosina.



Liiketoiminta:

Vestas on maailman johtava tuulimyllyjen toimittaja. Viime vuonna sen globaali markkinaosuus oli 35% - se myi 2784MW uutta kapasiteettia. Ala kasvaa erittäin nopeasti, viimeisen 10 vuoden aikana globaali kysyntä on 11-kertaistunut.

Keväällä 2004 Vestas osti tanskalaisen kilpailijansa NEG Miconin.

Varainhoitajamme:



Ditlev Engel

syntynyt 1964
yhtiössä vuodesta 2005
toimitusjohtaja 2005

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.

Nuori (48v) toimitusjohtaja Svend Sigaard erosi yllättäen ja hänen seuraajansa Ditlev Engel tuli yllättäen talon ulkopuolelta. Tämä voi olla merkki NEG-fuusion ongelmista, joten Vestasia on syytä seurata hieman tavanomaista tarkemmin.

www.vestas.com

Phoebusin omistus (31.3.2005)

Osakkeita: 24.000
Osuus yhtiöstä: 0,014%
Paino rahastossa: 1,7%

Lisätietoja katsauksessa: 1/2003

EUR miljoonia

	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	5v	10v
Tuloslaskelma													
Liikevaihto	124	203	253	263	381	633	868	1281	1395	1653	2633	33%	36%
EBITA	8	11	15	19	32	65	94	134	75	76	108		
Marginaali	6.3%	5.2%	6.1%	7.2%	8.4%	10.3%	10.9%	10.4%	5.4%	4.6%	4.1%	6%	7%

Tase

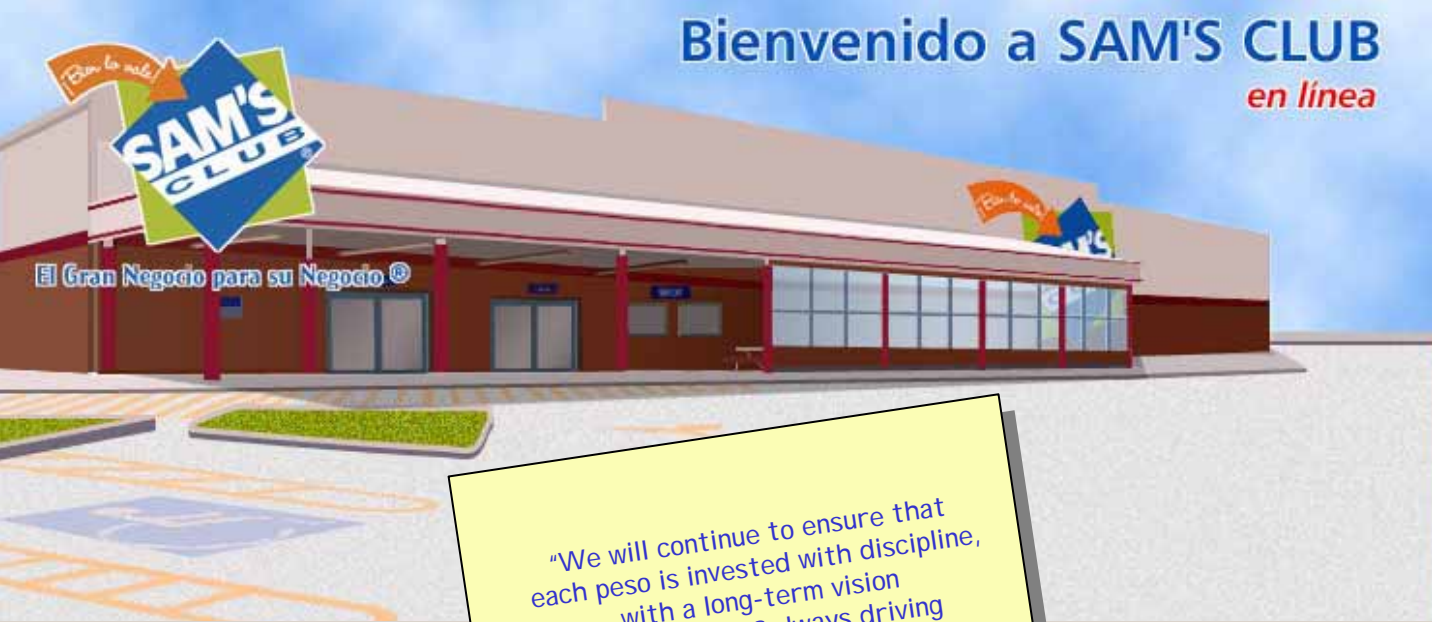
NWC	24	44	45	38	9	69	143	283	518	456	710		
Käyttöomaisuus	29	42	47	50	72	103	152	237	322	385	930		
Nettovelka	23	52	53	51	-14	25	80	-47	244	228	390		
Oma pääoma	31	34	39	37	94	148	215	567	596	613	1251		
Sijoitettu pääoma	53	86	92	88	80	172	295	520	840	841	1640	57%	41%
SiPo tuotto	15%	14%	19%	23%	47%	48%	40%	29%	9%	9%	7%	13%	15%

Kassavirta

Vapaa kassavirta	-21	-30	3	16	33	-44	-52	-141	-269	66	-216	-612	-633
Yritysosot/-myynnit	0	0	0	0	0	-7	-1	284	0	-34	-580	-331	-338
Osingot	0	0	0	0	0	-8	-8	-14	-21	-11	0	-54	-63
Annit /takaisinotot	0	0	0	0	32	4	4	0	2	0	671	677	713
Muut erät	3	1	-3	-15	-1	17	3	-3	-2	-5	-38	-45	-46
Nettovelan muutos	-18	-29	-1	1	65	-39	-55	126	-291	17	-162	-365	-367

Arvostus

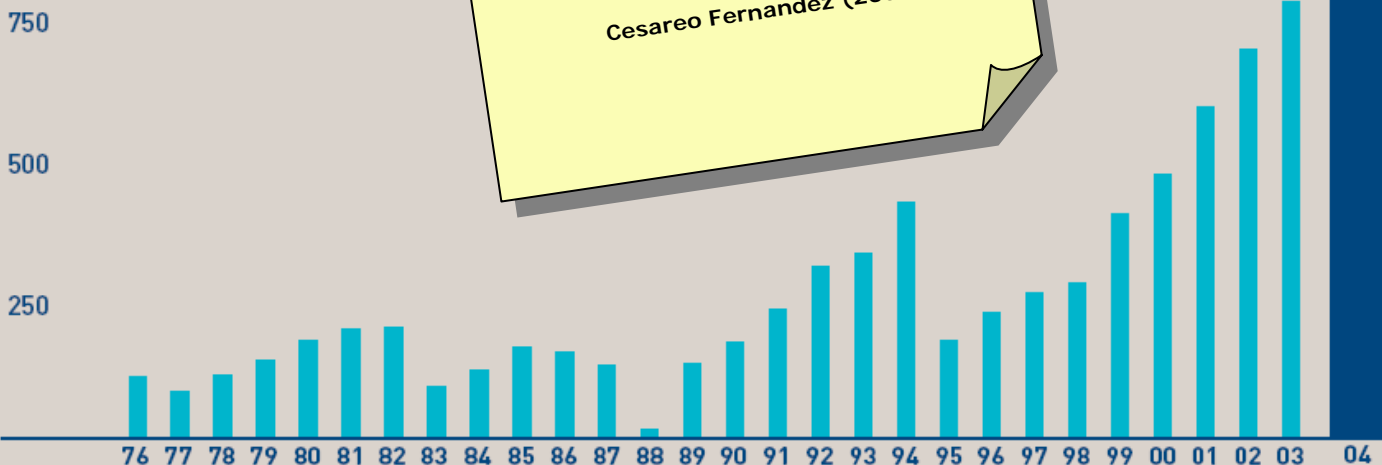
Osakkeita	113.9	113.9	113.9	113.9	116.0	116.8	117.0	117.3	117.3	117.3	174.9		
Kurssi				3.37	4.12	15.82	52.91	27.62	8.45	11.70	9.14	-10%	
Markkina-arvo				384	478	1848	6192	3239	991	1372	1599		
EPS	0.03	0.04	0.08	0.10	0.22	0.44	0.64	0.79	0.39	0.31	0.26	-10%	23%
Osinko	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.07	0.12	0.18	0.09	0.00	0.00		
P/E				32.6	18.9	35.8	82.6	35.2	21.4	38.2	34.8		
EV/EBITA				21.1	12.2	22.6	52.7	20.9	16.5	21.1	18.4		
Osinkotuotto				0%	0%	0%	0%	1%	1%	0%	0%		



"We will continue to ensure that each peso is invested with discipline, with a long-term vision and mindful of always driving the highest possible return for all our shareholders."

Cesareo Fernandez (2004)

Operating income millions of dollars



Walmex on nykyään liiketoiminnallisesti täysin integroitu Wal-Martiin. Meksikosta löytyy myös jäsenkauppa Sam's Club, jopa online-kauppana.

Vaikka yhtiöllä menee hyvin on syytä muistaa, että kehittyviin talouksiin liittyy aina riskejä. Valuuttakriisit, kuten 1980-luvulla tai 1994, voivat aiheuttaa ikäviä yllätyksiä silloin tällöin.



Liiketoiminta:

Walmart de Mexico (Walmex) on Meksikon suurin päivittäistavara-kauppaketju, jolla on noin 2,1 miljoonaa neliometriä (210 ha) myyntialaa 360 itsepalvelumyymälässä ympäri maata (lisäksi sillä on 50 vaatemyymälää ja 284 ravintolaa).

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 toistua aiheuttaen paljon tuhoa, niin yhtiölle kuin varsinkin sijoituksemme arvolle.

Yhtiön pitkäaikainen johtaja Cesareo Fernandez jäi eläkkeelle viime vuoden lopussa. Uusi toimitusjohtaja tulee talon sisältä.

Varainhoitajamme:



Eduardo Solorzano

syntynyt 1957
yhtiössä 1985-94, 1998-
toimitusjohtaja 2005

www.walmartmexico.com.mx

Phoebusin omistus (31.3.2005)

Osakkeita: 72.601
Osuus yhtiöstä: 0,002%
Paino rahastossa: 1,2%

Lisätietoja katsauksessa: 4/2004

MXN miljoonia

	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	5v	10v
Tuloslaskelma													
Liikevaihto	18234	25983	30814	39245	51475	60776	73947	88541	105806	120553	140460	18%	23%
EBITA	1080	702	1138	1510	1920	3056	3915	5115	6315	7378	9533		
Marginaali	5.9%	2.7%	3.7%	3.8%	3.7%	5.0%	5.3%	5.8%	6.0%	6.1%	6.8%	6%	6%

Tase

NWC	-329	-206	84	-1788	-3018	-3401	-9699	-8712	-8739	-10724	-10660		
Käyttöomaisuus	9372	12719	14961	18021	21930	24963	28449	32161	36872	40849	45761		
Nettovelka	-1709	-3093	-4584	-6495	-7543	-9302	-11997	-9399	-9768	-11764	-11846		
Oma pääoma	10752	15606	19629	22728	26456	30864	30746	32848	37901	41889	46948		
Sijoitettu pääoma	9043	12513	15045	16233	18912	21562	18749	23449	28133	30125	35101	10%	15%
SiPo tuotto	12%	6%	8%	9%	10%	14%	21%	22%	22%	24%	27%	24%	18%

Kassavirta

Vapaa kassavirta					2973	3389	4409	752	2080	4935	4985	17160	
Yritysosotot					0	0	0	0	0	0	0	0	
Osingot					0	0	0	-2070	-250	-1677	-476	-4472	
Annit /takaisinostot					-2021	-1689	-1268	-627	-683	-823	-3910	-7312	
Muut erät					96	58	-446	-652	-778	-439	-516	-2832	
Nettovelan muutos					1048	1759	2694	-2597	369	1996	83	2544	

Arvostus

Osakkeita	4809	4809	4809	4809	4656	4536	4474	4444	4462	4433	4370		
Kurssi	8.46	6.95	8.55	18.08	12.18	18.04	17.70	21.51	20.17	30.24	38.38	16%	16%
Markkina-arvo	40684	33423	41117	86947	56710	81829	79190	95587	89997	134051	167727		
EPS	0.18	0.31	0.36	0.44	0.55	0.78	0.80	0.94	1.11	1.23	1.79	18%	26%
Osinko	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.45	0.31	0.37	0.44	0.63		
P/E	46.4	22.3	23.9	40.9	22.2	23.3	22.2	22.8	18.2	24.6	21.4		
EV/EBITA	36.1	43.2	32.1	53.3	25.6	23.7	17.2	16.8	12.7	16.6	16.4		
Osinkotuotto	0%	0%	0%	0%	0%	0%	3%	1%	2%	1%	2%		

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 mielekästä. Haluaisin, että te osuudenomistajat arvioisitte Phoebusin sijoitustoiminnan onnistumista samalla kärsivällisyydellä. Pysin 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 jännittävää. 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 AC World Free -indeksi (molemmat osinkokorjattuina).

5.

Pyrin kommunikoidaan 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.aldenburg@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 suosituksestamme; 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 vertailuindekseilleen, 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 sopulilauman 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 käsityskyyni 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 kuitenkin 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 väliä 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 miksiäkään 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 pyrimme jakamaan kanssanne niin avoimesti kuin suinkin pystymme.

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

Erottajankatu 1-3, FIN-00130 Helsinki puh. (09) 6817 8200 fax (09) 6817 8222 sähköposti info@seligson.fi

www.seligson.fi
