
PHOEBUS

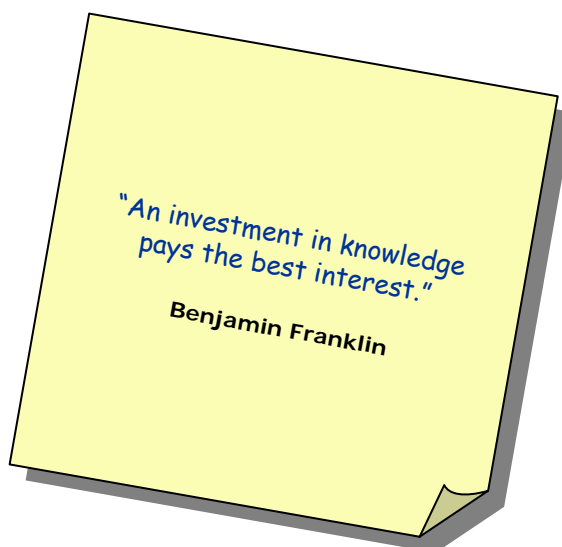
OSUUDENOMISTAJAN VUOSIKIRJA 2006



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
TAULUKOIDEN LUKUOHJE	17
SUOMALAISET YHTIÖMME	19
Tulikivi	21
Exel	23
TietoEnator	25
Lassila & Tikanoja	27
Vacon	29
Stockmann	31
Vaisala	33
Nokian Tyres	35
Puuharyhmä	37
Tamfelt	39
ULKOMAISET YHTIÖMME	41
Handelsbanken	43
Air Liquide	45
Tomra	47
State Street	49
Securitas	51
Automatic Data Processing	53
Scania	55
Vestas	57
Wal-Mart de Mexico	59
OSUUDENOMISTAJAN OPAS	60



SALKUNHOITAJALTA

Hyvät osuudenomistajat (tai sellaiseksi aikovat),

viime Vuosikirjasta kulunut vuosi on ollut vaikea. Moni teistä on ehkä tyytyväinen siihen, että Phoebus on tuottanut 31%. Teidän ei pidä olla. Markkinat ovat samaan aikaan tuottaneet 44%. Se on ainoa oikea vertailukohta.

RISKI ON KASVANUT

Tarkkaavainen lukija huomaa, että riskimme ovat vuoden aikana kasvaneet, kolmesta syystä. Kaksi yhtiöstämme, Tulikivi ja Exel, ovat tehneet merkittävän yritysoston. Kolmen yhtiömme (TietoEnator, Handelsbanken, ADP) toimitusjohtaja on vaihtunut. Nämä epäjatkuvuuskohtat yhtiöiden taipaleella voivat joskus horjuttaa hyvää kehitystä - ja joskus antaa uutta energiaa, joka kiihdyttää sitä. Vain aika näyttää.

Kolmas syy riskien kasvuun on tietenkin, että arvostukset ovat edelleen nousseet. Yhtiöiden kurssit ovat kolme vuotta nousseet selvästi nopeammin kuin niiden tulokset. Se ei tietenkään ikuisesti voi jatkua.

Pitäisikö varovaisen sijoittajan reagoida tähän ja hieman vähentää osakesijoituksiaan? Vastaus ei ole aivan yksinkertainen. Sijoitusurani alussa kuvittelin voivani ostaa osakkeita halvalla ja myydä ne ennen kuin markkinat laskevat. Tehtyäni vuosikausia ammatikseni osaketutkimusta huomasin, että se ei tuntunut luotettavasti onnistuvan. Tajusin miksi, kun mietin tarkemmin, miten markkinat toimivat.

Jokaista myyjää kohti on ostaja, muuten kauppaja ei synny. Oletukseni, että voisin myydä osakkeeni juuri oikeaan aikaan - ennen kuin niiden kurssi laskee - perustui siis siihen, että joku minua tyhmempi tekisi huonot kaupat. Mutta heitä ei näköjään ollut riittävästi.

Kun ajoittaminen on arpapeliä, mutta kaupankäyntikulut - ja verolliselle sijoittajalle ennen kaikkea myyntivoittojen verot - ovat varmoja, päätelmä on helppo: markkinoita ei kannata ajoittaa.

FOKUS YHTIÖISSÄ PITÄÄ LÄÄKÄRIN LOITOLLA

Pohdinta ajoituksen mahdollisuuksista on hyvä esimerkki salkunhoitajan ammattitaidista, josta englanniksi yleensä käytetään nimeä "screen disease", suomeksi vaikkapa "ruuturutto".

Kun riittävän kauan tuijottaa päivittäisiä tai viikoittaisia hintamuutoksia, voi helposti unohtaa, että hinnat ovat vain heiluntaa. Todellisuutta Phoebukselle ja meille siihen sijoittaville on se, miten salkkuyhtiöidemme liiketoiminta kehittyi. Se tulee riittävän pitkällä aikavälillä varmuudella heijastumaan sijoituksemme arvoon.

Siksi pyrin Vuosikirjassa kertomaan mahdollisimman paljon yhtiöstämme. Jos fokuoimme niihin, voimme välttää ruuturuton, jonka oireet näkyvät tunteena, että pitäisi "tehdä jotain". Uskon vankasti, että sitä tunnetta vastaan taistelemisen on avain pitkän aikavälin hyviin sijoitustuottoihin.

Joskus mietin, onko Vuosikirjassa liiankin paljon sellaisia lukuja, jotka eivät olennaisesti lisää sen informaatioarvoa?

Luin äsken Air Liquiden vuosikertomuksen viime vuodelta. Se on 519 sivua paksu. Coca-Colan vuosikertomus vuodelta 1929 on 14 sivua. En ole aivan varma, kumpi on minulle lukijana loppujen lopuksi informatiivisempi.

Haluan kuitenkin antaa teille kaiken sen tiedon, jonka itse haluaisin, jos roolimme olisivat päinvastaiset (minä sijoittaja ja te salkunhoitaja). Vuosikirjan voi lukea tarkemmin tai ylimalkaisemmin oman valintansa mukaan.

RISKI ON YHTEINEN

En menetä yöuniani vaikka emme lyhyellä aikavälillä pärjää markkinoita paremmin. Yhtiöidemme liiketoiminta on kehittynyt hyvin ja niiden johtajat ovat loistavia. Se on totuutta, muu vain markkinakeinuntaa.

Näinä kasvaneen riskin aikoina olen kuitenkin tyytyväinen, että olen itse Phoebuksen toiseksi suurin sijoittaja. Jos emme pärjää, voitte lohduttautua sillä, että minä menetän enemmän kuin te. Ja voitte luottaa siihen, että hoidan jatkossakin rahojanne kuten omiani.

Antoisia lukuhetkiä toivottaen,



Anders Oldenburg
salkunhoitaja
anders.oldenburg@seligson.fi



SIJOITUKSET

ARVOPAPERISIJOITUKSET 31.3.2006

	Osakkeita	Osakekurssi valuutta	euro	Markkina- arvo EUR	Osuus rahastosta
Tulikivi	210000		12.06	2,532,600	12.9%
Exel	135000		14.59	1,969,650	10.1%
Tietoenator	47000		32.07	1,507,290	7.7%
Lassila & Tikanoja	95000		15.82	1,502,900	7.7%
Vacon	61500		22.90	1,408,350	7.2%
Stockmann A&B	38000		32.54	1,236,620	6.3%
Vaisala	27000		26.98	728,460	3.7%
Nokian Renkaat	40000		14.46	578,400	3.0%
Puuharymä	14000		41.00	574,000	2.9%
Tamfelt etu	62000		9.25	573,500	2.9%
Kotimaiset osakkeet				12,611,770	64.4%
Handelsbanken B	55000	216.50	23.01	1,265,342	6.5%
Air Liquide	4500	171.50	171.50	771,750	3.9%
Tomra	95000	52.50	6.59	626,515	3.2%
State Street	12000	59.64	49.29	591,471	3.0%
Securitas	37000	150.00	15.94	589,767	3.0%
Automatic Data Processing	14000	46.17	38.16	534,198	2.7%
Scania B	15000	335.00	35.60	533,978	2.7%
Vestas	24000	155.75	20.87	500,905	2.6%
Walmart de Mexico	165202	28.82	2.18	360,350	1.8%
Ulkomaiset osakkeet				5,774,277	29.5%
YHTEENSÄ osakkeet				18,386,047	93.9%
Käteinen				1,198,889	6.1%
RAHASTON ARVO				19,584,936	100.0%
Osuuksien lkm (A-korjattu)				748,891.73	
Arvo per A-osuus				26.152	

SIJOITUSKRITEERIT

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

Sijoituskohteita valittaessa tärkeimmät kriteerit ovat:

PYSYVÄT KILPAILUEDUT

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

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

KASVUPOTENTIAALI

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

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. teknologiyhtiöt), pitää olla erittäin vahva tase, kun taas tasaisemmin kehittyvä yhtiö (esim. panimo) voi ottaa vähän velkaakin. Koska osakesijoitus vastaa kokonaisen yrityksen ostoa, en pidä liian vahvoja taseita ongelmana. Sen sijaan kartan velkaantuneita yrityksiä.

JOHDON KYVYKKYYS

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

Yritän kartoittaa johdon kyvyt esimerkiksi seuraavilla tekijöillä:

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

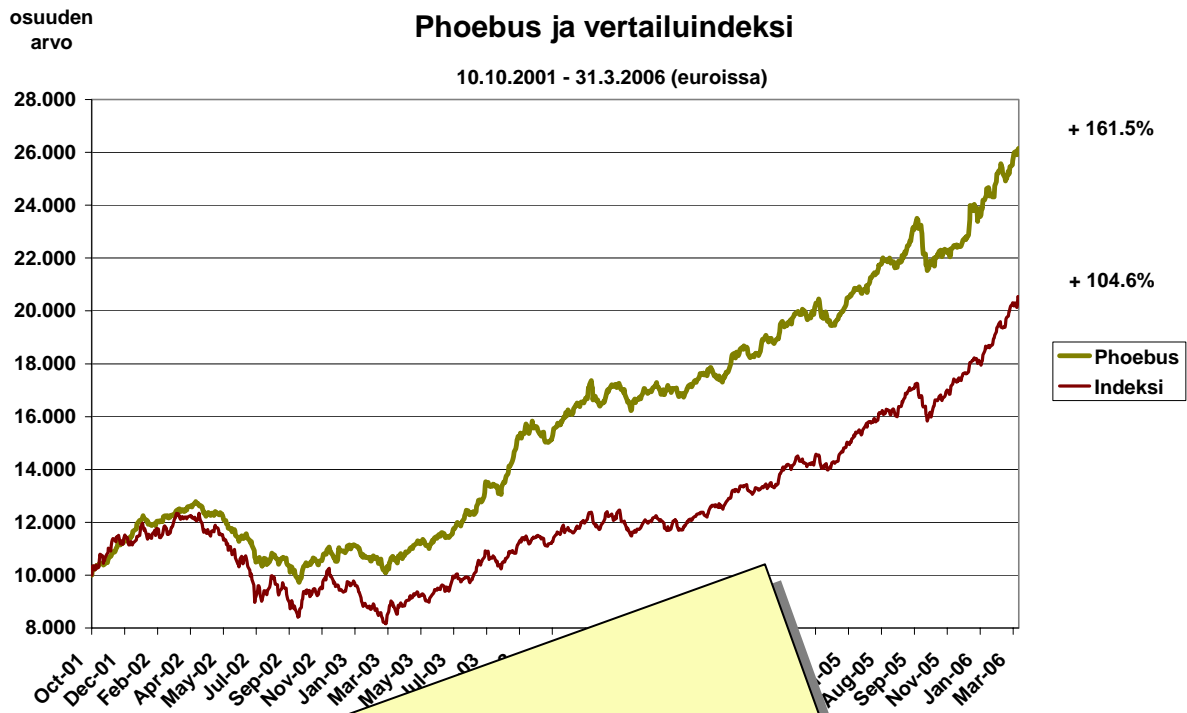
Viime kädessä ainoa tapa saada luotettava kuva johdon kyvyistä on tavata heidät henkilökohtaisesti riittävän monta kertaa. Siksi Phoebus sijoittaa pääosin Suomeen. Laadukkaiden suomalaisten yhtiöiden määrä on kuitenkin rajallinen ja siksi Phoebus voi sijoittaa myös ulkomaille.

ARVOSTUS

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

Maailmasta löytyy tarpeeksi hyviäkin yhtiöitä.

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



"The investor of today
does not profit
from yesterday's growth."
Warren E. Buffett

RAHASTON ARVON KEHITYS

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

Toiminnan alusta maaliskuun 2006 loppuun Phoebus on noussut 162% vertailuindeksiin noustua 105%. Viimeisen vuoden aikana (edellisen Vuosikirjan ilmestymisestä) Phoebus on kuitenkin tuottanut markkinoita huomommin (+31% vs +44%).

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 (OMXHCAPg)
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. Muuten huijaisin itseäni ja teitä. Vertailuindeksiin suurin potentiaalinen ongelma on, että se sisältää vain isohkoja yhtiöitä, mutta Phoebus voi sijoittaa myös pienempiin yhtiöihin - ja usein sijoittaakin.

YHTIÖN TUOTTO ON OSAKKEEN TUOTTO

Kerroin viime vuonna, että minua ei kuulu kiittää Phoebuksen tuotosta. Kun markkinat nousevat, useimmat rahastot nousevat niiden mukana. Se ei ole mitenkään salkunhoitajan ansiota.

Salkunhoitaja on tehnyt hyvää työtä vain, jos rahasto nousee markkinoita enemmän. Tämä pätee niin nousevilla kuin laskevilla markkinoilla. Viimeisen vuoden aikana minua ei ainakaan kannata kiittää, kun Phoebus on jäänyt kokonaiset 13% markkinoiden noususta jälkeen.

Samalla on hyvä muistaa, että osake on osuus yhtiöstä. Mikään osake ei pitkällä aikavälillä voi tuottaa yhtään sen enempää (tai vähempää) kuin omistetun yhtiön liiketoiminta tuottaa. Siksi on syytä arvioida tuloksia pidemmällä jäniteellä kuin vuositasolla, eri suhdannevaiheiden yli.

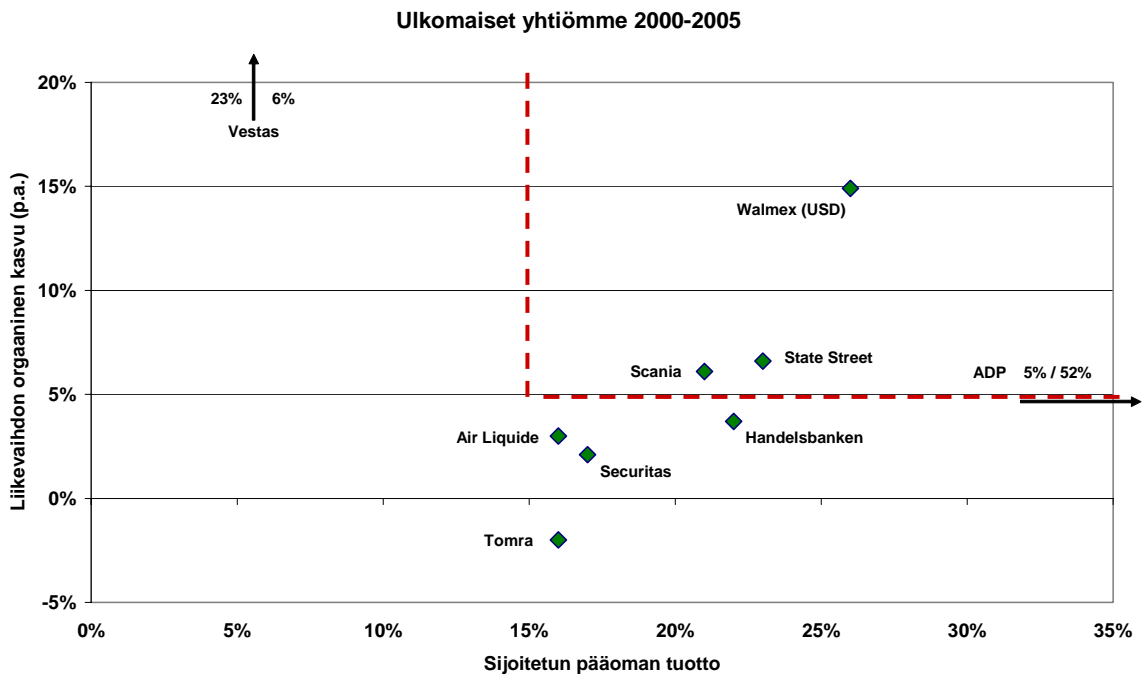
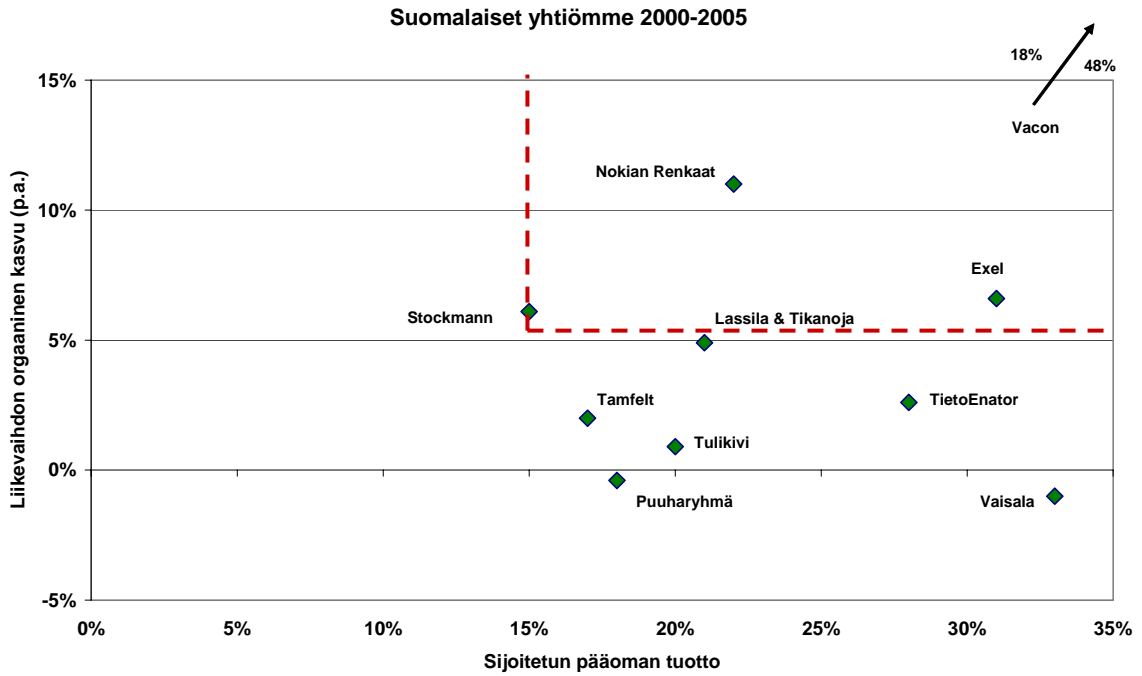
Huippusuhdanteessa kaikki yhtiöt tekevät tulosta. Itse asiassa huonoimmat yhtiöt parantavat tällöin tulostaan eniten, koska eivät normaalisti ole kovin kannattavia. Siksi niiden kurssit usein myös heiluvat eniten.

Amerikkalainen sijoittaja Warren Buffett on hauskaan ja selkeään tapaansa havainnollistanut tämän seuraavasti: *"It is only when the tide goes out, that you learn who has been swimming naked"*.

Meillä on villauimapuku. Yhtiömme ovat loistavia.

(NYKYISTEN) SIJOITUSTEN KEHITYS 31.3.2005 - 31.3.2006 (euroissa, osinkoineen)

Rahasto		Suomalaiset osakkeet		Ulkomaiset osakkeet	
Phoebus	31%	Tulikivi	102%	Tomra	101%
		Vacon	69%	Vestas	87%
Vertailuindeksi	44%	Vaisala	42%	Walmart de Mexico	62%
HEX portfoliotuotto	49%	Stockmann B	30%	State Street	48%
MSCI world net euro	29%	Tietoenator	25%	Securitas	33%
		Nokian Renkaat	18%	Handelsbanken B	30%
		Exel	17%	Air Liquide	22%
		Tamfelt etu	16%	Scania B	14%
		Lassila & Tikanoja	13%	ADP	11%
		Puuharymä	3%		



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 trendin-omaista 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 2000-2005. Seuraan aina sijoitetun pääoman – en oman pääoman – tuottoa, jotta välttäisin niitä ongelmia, joita muuten syntyy ylivelkaantuneiden yhtiöiden osalta.

Kuten kuvat osoittavat, Vestas on ainoa yhtiöstämme, jonka kannattavuus ei ole kunnossa. Perinteisesti ”vanha Vestas” on ollut erittäin kannattava ja toissavuonna ostettu NEG Micon heikko. Fuusioprosessi selittää osan heikosta tuloksesta, mutta yhtiö on ilman muuta myös menettänyt hieman otettaan. Uusi toimitusjohtaja on kunnianhimoinen, joten paremmasta on mielestäni toivoa.

KASVU

Toinen pitkäaikaisen sijoituksen onnistumisen ehdoton edellytys on kasvu.

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

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

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

Kasvu tulee monessa muodossa. Yrityssostot ovat mielestäni huonoin tapa kasvaa, koska myyjälle joutuu aina maksamaan jonkin odotusarvon ostettavan yrityksen tulevasta kehityksestä. Kun odotukset ovat usein liian optimistisia, yrityssostot 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 2000-2005 paikallisissa valuutoissa (paitsi Walmexin osalta US-dollareissa, koska Meksikolla on edelleen banaanivaluutta).

Kuten kuvista selvästi näkyy, olen priorisoinut yhtiövalinnoissani kannattavuutta kasvun sijaan. En ole kovin huolestunut vaikka puolet yhtiöstämme eivät ole tällä viiden vuoden jaksolla kasvaneet aivan normaali-odotusteni mukaan.

Vaisalan, Tamfeltin ja Securitaksen kohdalla heikentynyt dollari selittää suurelta osin kasvun puutteen. TietoEnator on kärsinyt it-alan yli-investoinneista vuosittuuhannen vaihteessa. Puuharyhmä on yhtiöstämme mielestäni ainoa, jonka kasvunäkymiä voi kyseenalaistaa.

ARVOPAPERIKAUPAT 1.4.2005 - 31.3.2006 (euroissa)

OSTOT

Vaisala	625 737
Handelsbanken	247 127
Automatic Data Processing	148 620
Air Liquide	140 250
Securitas	117 991
Tietoenator	114 821
Tamfelt	97 089
Vacon	71 557
Lassila & Tikanoja	55 108
Walmart de Mexico	40 847
State Street	39 006
Tomra	34 000
Stockmann	12 771
Tulikivi	8 466

Yhteensä ostot	1 753 389
----------------	-----------

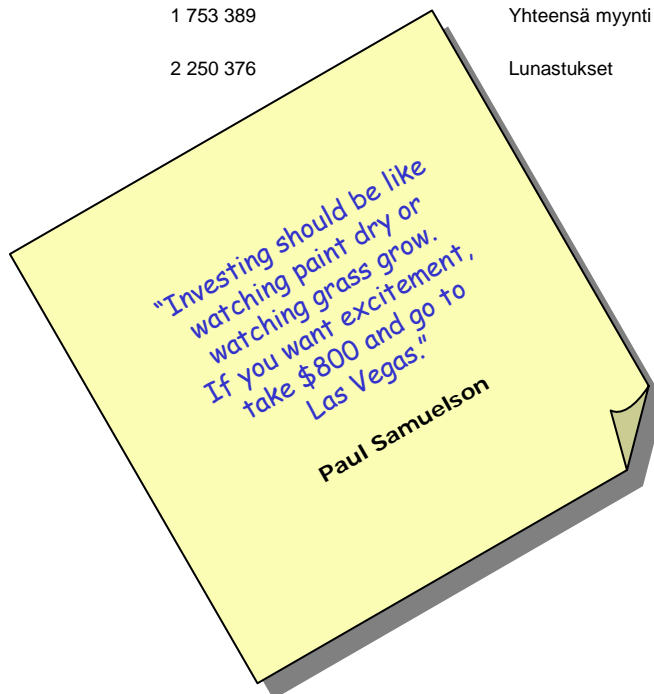
Merkinnät	2 250 376
-----------	-----------

MYYNIT

Fiskars	478 444
Stockmann	452 192
Suominen	445 736
Tietoenator	297 132
Exel	283 361
Handelsbanken	138 172
Tulikivi	118 606

Yhteensä myynti	2 213 643
-----------------	-----------

Lunastukset	3 239 921
-------------	-----------



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 (31.3.2005) jälkeen olen myynyt seitsemän yhtiömme osakkeita, näistä kaksi kokonaan (katso taulukko vasemmalla).

Myyntiemme kaksi (Fiskars ja Suominen) selittyvät virhearvioinneillani. Totesin viime vuoden (ja toissavuoden) Vuosikirjassa olevani tyytymätön niiden kannattavuuteen. Minun olisi ehkä pitänyt myydä ne aiemmin, mutta en halua hosua päätöksissäni, joten siitä voi olla monta mieltä. Yksiselitteistä sen sijaan on, että minun ei olisi pitänyt niitä koskaan ostaa.

Fiskarsin osalta tuo lausahdus saattaa kuulostaa yllättävältä. Sijoituksemme tuotti osinkoineen 91%, joka osto- ja myyntiajankohdat huomioiden ylitti reippaasti Phoebuksen vertailuindeksin tuoton samalla jaksolla. Näen silti sijoituksen virheenä, koska en katso niinkään tuottoa (pörssikurssia) kuin firman laatua. Olen aivan varma, että yhtiö ei osoittautunut niin laadukkaaksi kuin olisin toivonut. Se, että tienasimme silti hyvin rahaa, oli vain onnea.

Suominen kohdalla lausahdus ei ole yllättävä. Jäimme kylläkin 28% plussalle, mutta se ei läheskään vastannut Phoebuksen vertailuindeksin tuottoa. Tässä tapauksessa siis sekä kvantitatiivinen että laadullinen tarkastelu johtavat samaan johtopäätökseen (salkunhoitaja teki virheen).

Exeliä ja Tulikiveä olen myynyt, koska kova kurssinousu oli nostanut yhtiöiden painot salkussamme liian korkeiksi. Sattuu aina hieman sieluun kun loistavien yhtiöiden osakkeita joutuu myymään riskienhallintasyistä. Toisaalta toteutuneet tuotot osaltaan auttavat lievittämään tuskaa.

Stockmanninmyynti oli myös riskienhallintaa, mutta ei johtunut yhtiön painosta salkussamme, vaan sen arvostuksesta. Pidän Stockmannia kalliina, joten vähensin omistustamme noin kolmanneksella.

Muut myynnit (TietoEnator ja Handelsbanken) johtuivat ainoastaan siitä, että tarvitsin rahaa lunastuksiin.

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 maksakin).

Ostot kertovat siis eniten kun vertaa lisäinvestointiasi yhtiöidemme painoon salkussa.

Olen ostanut huomattavan vähän suomalaisten yhtiöidemme osakkeita. Se kertoo, että arvostukset ovat mielestäni järkevämpiä muualla.

Joskus tuki yhtiöt myös vaihtuvat. Ainoa uusi yhtiömme on Vaisala, joka on myös suurin ostomme. Uuden yhtiön kohdalla alkuostojen on oltava sen verran isoja, että yhtiön paino salkussa kasvaa merkittäväksi. En siis välttämättä usko voimakkaimmin juuri Vaisalaan, vaikka olen käyttänyt kaikkein eniten rahaa juuri sen osakkeisiin.

Lopuksi haluan huomauttaa, että ostoni ovat pienemmät kuin merkinnät, myyntini pienemmät kuin lunastukset. Tämä on erittäin hyvä asia. Olen säästännyt paljon turhia välityspalkkioita siten, että olen voinut neutralisoida osan osuudenomistajien tekemistä toimenpiteistä.



JOHDON PALKAT, PALKKIOT JA OSAKEOMISTUS SEKÄ HALLITUKSEN PALKKIOT 2005

Yhtiö	Palkka	Bonus	Optiot*	Yhteensä	Osakkeet	Hpj	jäsenet	Hallitus
Tulikivi	na	na	0	173,630	25000	76,280	106,320	182,600
Exel	262,000	0	141,000	403,000	123400	37,000	105,000	142,000
Tietoenator (Lehti)	451,701	65,854	424,910	942,465	55000	54,600	163,714	218,314
Lassila & Tikanoja	201,225	14,880	310,057	526,162	13000	80,015	92,500	172,515
Vacon	na	na	0	262,000	0	43,000	110,000	153,000
Stockmann	na	na	0	595,865	1846	63,500	209,850	273,350
Vaisala	210,000	40,000	365,000	615,000	3207	26,910	67,275	94,185
Nokian Renkaat	na	na	0	498,000	0	na	na	124,800
Puuharyhmä	68,570	0	0	68,570	91908	0	0	0
Tamfelt	256,800	na	0	256,800	1974	32,300	87,700	120,000
Handelsbanken**	797,024	0	0	797,024	600	1,222,104	497,875	1,719,979
Air Liquide	1,096,700	1,269,000	0	2,365,700	5622	229,000	411,000	640,000
Tomra	283,904	0	0	283,904	0	56,533	113,065	169,598
State Street	826,446	2,754,821	1,816,938	5,398,205	55949	0	640,496	640,496
Securitas	1,222,104	680,128	0	1,902,232	500000	106,270	345,377	451,647
Automatic Data	674,587	818,182	1,171,198	2,663,966	1553109	0	522,314	522,314
Scania	690,755	1,056,854	2,944,899	4,692,508	130025	111,583	313,496	425,080

* "Optiot"-sarake sisältää muun vuoden aikana tuloutetun kompensaaion kuin palkat ja bonukset

** Handelsbankenissa hallituksen puheenjohtaja on päätoiminen

VARAINHOITAJAMME

Olen sanonut sen monesti ennen ja sanon sen taas: hyvä yritysjohto on pitkäjänteisen sijoituksen onnistumisen ehdoton edellytys.

Se on juuri niin yksinkertaista.

Minun on aivan mahdotonta tietää, miltä maailma näyttää 10 vuoden päästä, tai mitä haasteita yhtiömme kohtaavat matkalla sinne. Siksi on naurettavaa edes kuvitella, että tekisin jonkin "skenaarion", jonka avulla laskisin firman tarkan arvon diskonttaamalla sen tulevat kassavirrat.

En tarkoita, että arvostus ei olisi tärkeää. Se on. Tarkoitan, että en voi vaikuttaa yhtiöidemme onnistumisiin ja epäonnistumisiin. Sen tekevät yritystemme johtajat. Heidän päätöksistään riippuu, ovatko sijoituksemme jatkossa tuottavia vai ei.

Siksi yritysjohtajat ovat 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 2005-2006

Vilkaan johtajanvaihtovuoden 2004 jälkeen tilanne rauhoittui, mutta tälläkin kertaa meillä on kolme uutta salkunhoitajaa. Hyvä uutinen on, että jokainen vaihdos johtuu edeltäjän siirtymisestä hallituksen puheenjohtajaksi ja jokainen uusi varainhoitajamme on ollut yli 10 vuotta yhtiössään. Vaihdoissa siis ei ole dramatiikkaa.

Suurin menetyksemme on ilman muuta, että Matti Lehti vetäytyi TietoEnatorin operatiivisesta johdosta sen hallitukseen. Olen monesti keuhunut Mattia, mutta en vielä tunne hänen seuraajaansa Pentti Heikkistä. Vaihdos kasvatti siksi silmissäni hieman sijoituksemme riskiä.

JOHDON PALKAT

Vastakkaisella sivulla on sama taulukko kuin viime vuonna (uusilla luvuilla). Myös Wall Street Journal ja Mercer ovat päivittäneet tutkimuksensa* amerikkalaisten johtajien palkoista. Luvut ovat hurjia – USA:ssa 350 suuren yhtiön toimitusjohtajien keskipalkka nousi viime vuonna yli 6 miljoonan dollarin. Puuharyhmän Erkki Mattila ansaitsee noin sadasosan tästä. Mutta mitä nämä luvut meille oikeastaan kertovat?

Ensinnäkin, ne eivät välttämättä kerro osakkeenomistajien ryöstämisestä. Meillä on suurin piirtein yhtä paljon rahaa kiinni Puuharyhmässä kuin State Street –pankissa. Ronald Logue ansaitsee 80 kertaa enemmän kuin Erkki. Mutta me maksoimme epäsuorasti Erkille 2.428 euroa ja Ronille vain 217 euroa (koska omistamme 3,54% Puuharyhmästä ja vain 0,004% State Streetistä).

Tämä tuskin kuitenkaan on relevantti vertailu. Suuren yhtiön palveluksessa on satoja johtajia, joista jokainen tienaa hyvin. Puuharyhmässä johtajia on viisi. Totuus selviääsi vain näiden johtoryhmien palkkoja suhteuttamalla yritysten markkina-arvoon.

Katson silti mielelläni johtajien palkkoja. Järkevä palkka nimittäin kertoo usein siitä, että 1) johtaja on nöyrä, 2) johtaja ajattelee muutakin henkilöstöä eikä vain itseään ja 3) hallitus hoitaa hommansa. Palkan yhteys johdon laatuun ei tietenkään ole suoraviivainen, mutta akateemikko sanoisi että palkkatasolla on käänteinen suhde niihin ominaisuuksiin nähden, joita minä Phoebuksen varainhoitajissa haen.

Eniten minua on kauan ihmetyttänyt, miten moni pörssi-yhtiön johtaja istuu muiden yhtiöiden hallituksissa. Jonkun yksittäisen pestin ymmärrän – se voi ehkä tuoda näkemystä maailman menosta, josta on omassa työssä hyötyä – mutta monia ulkopuolisia edustuksia samalla johtajalla en ymmärrä ollenkaan.

Handelsbanken, joka salkkuyhtiöstämme monessa suhteessa on ainutlaatuinen, on tässäkin virkistävä poikkeus. Toimitusjohtaja saa hallituksen luvalla (kuten muissakin yhtiöissä) istua ulkoisissa hallituksissa. Mutta hänen on maksettava siitä saamansa palkkiot työnantajalleen!

Sen on pakko olla paras tapa varmistaa, että varainhoitajamme työskentelee täydestä sydämeästään meille!

ERIKOISSIJOITUSRAHASTO PHOEBUS - TUNNUSLUKUJA 2001-2005

Perustiedot	laskenta	2001*	2002	2003	2004	2005
1 Rahaston arvo 1.1.		0	1 812 786	5 032 186	10 436 814	14 019 827
2 Merkinnät		1 618 061	3 773 366	2 941 245	2 011 024	2 518 792
3 Lunastukset		0	25 960	206 292	632 052	2 818 832
4 Nettomerkinnät		1 618 061	3 747 406	2 734 953	1 378 973	- 300 040
5 Tuotonmaksu		0	21 300	28 300	49 987	61 977
6 Arvonnousu		194 725	- 506 706	2 697 976	2 254 027	3 412 830
7 Rahaston arvo 31.12.	1+4-5+6	1 812 786	5 032 186	10 436 814	14 019 827	17 070 640
8 Osuuksia (A-korjattu)		151 948	462 472	682 422	759 861	749 976
9 Arvo per A-osuus		11.930	10.881	15.294	18.451	22.762
10 Osuudenomistajia		29	89	149	262	477
11 Keskimääräinen rahaston arvo		243 583	4 707 413	7 349 910	12 490 817	16 820 013
12 Ostot		1 289 230	4 121 471	4 004 089	1 986 244	2 701 706
13 Myynnit		0	626 941	807 136	373 960	2 839 983
14 Kaupankäynti yhteensä		1 289 230	4 748 412	4 811 225	2 360 204	5 541 689
15 Hallinnointipalkkio		3 045	58 843	91 874	93 681	126 150
16 Tuottosidonnainen palkkio		0	0	0	149 382	71 572
17 Pankkikulut		1 000	2 462	4 965	2 804	3 219
18 Kaupankäyntikulut		1 698	8 582	7 602	2 865	7 425
19 Merkintäpalkkiot		0	12 348	8 120	9 673	20 384
Tunnusluvut	laskenta	2001*	2002	2003	2004	2005
20 Kiinteä hallinnointipalkkio	15/11	1.25%	1.25%	1.25%	0.75%	0.75%
21 Tuottosidonnainen palkkio	16/11	-	-	-	1.20%	0.43%
22 Pankkikulut	17/11	0.41%	0.05%	0.07%	0.02%	0.02%
23 Total Expense Ratio TER	20+21+22	1.66%	1.30%	1.32%	1.97%	1.19%
24 Kaupankäyntikulut	18/11	0.70%	0.18%	0.10%	0.02%	0.04%
25 TKA	23+24	2.36%	1.48%	1.42%	1.99%	1.24%
26 Kommissio/kauppa	18/14	0.13%	0.18%	0.16%	0.12%	0.13%
27 Kiertonopeus (Rata/Suomi)	[14-(2+3)]/11	-1.35	0.20	0.23	-0.02	0.01
28 Kiertonopeus (Ruotsi)	min(12,13)/11	0.00	0.13	0.11	0.03	0.16
29 Kaupankäynti/Keskikoko	14/11	5.29	1.01	0.65	0.19	0.33
30 Rahaston tuotto	9/9(t-1)	19.30%	-8.79%	40.55%	20.64%	23.37%
31 Vertailuindeksin tuotto**		14.58%	-18.04%	19.96%	17.65%	32.95%
32 Rahaston yli tuotto	30-31	4.72%	9.25%	20.59%	2.99%	-9.59%
Kaupankäyntikulujen jakauma per välittäjä			2002	2003	2004	2005
eQ Online			12%	29%	46%	45%
Handelsbanken			80%	37%	11%	23%
Deutsche Bank			8%	34%	43%	27%
United Bankers						5%

* 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 126.150 euroa. Säilytyksestä ei peritä eri palkkiota vaan rahastoyhtiö kattaa säilytysyhteisön (Svenska Handelsbankenin) kulut omasta tuloksestaan.

Jos Phoebus kehittyi hyvin, rahastoyhtiö perii lisäksi tuottosidonnaisen palkkion. Se on 20% siitä tuotosta, joka ylittää Phoebusin vertailuindeksin tuoton kolmen vuoden keskiarvona, viime vuonna 71.572 euroa.

Huomatkaa, että tämä mittaa Phoebusin lisäarvoa. Kuka tahansa voi saada (lähes) markkinatuoton sijoittamalla indeksirahastoon. Lisäarvoa syntyy vain, jos Phoebus kehittyi 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 3.219 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 7.425 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 1,24%.

KULUT NÄKYVIIN (MELKEIN)

Kerroin viime vuonna, että useimmat rahastoyhtiöt eivät julkaise kaupankäyntikulujaan. Liekö tällä ollut merkitystä, kun Sijoitusrahastoyhdistys tänä vuonna muutti suositustaan niin, että kaupankäyntikulut on julkaistava (alkaen niistä raporteista, jotka koskevat vuotta 2006).

Tarkoitun jalo, toteutus on nolo. Miksi? Koska yhdistys suosittelee kaupankäyntikulujen laskemista niin, että jaetaan maksetut palkkiot vuoden *korkeimmalla* rahaston arvolla. Juuri ala-asteen aloittanutkin ymmärtää, että tämä väärinää ilmoitetun luvun näyttämään liian alhaiselta. Mielestäni ainoa järkevä tapa ilmoittaa luku on jakaa palkkiot *keskimääräisellä* rahastopääomalla.

Tähän pätee siis sama, jonka viime vuonna kerroin kiertonopeudesta. Älkää luottako rahastoyhtiön ilmoittamiin tunnuslukuihin, vaan pyrkikää ymmärtämään miten ne on laskettu ja mitä ne tarkoittavat.

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 4.720 euroa/kk) riippuu Phoebusin koosta. Lisäksi saan 25% (ennen veroja ja sosiaalikuluja) Phoebusin tuottosidonnaisesta palkkiosta.

EUR miljoonia

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

Tase

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

Kassavirta

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

Arvostus

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

HUOM! Vuoden 2005 nettokäyttöpääoman (NWC) muutos kassavirtalaskelmassa monen yhtiön kohdalla ei täsmää taseesta laskettavan muutoksen kanssa. Tämä johtuu siitä, että yhtiöt ovat siirtyneet IFRS-kirjanpitoon. Olen jättänyt vuoden 2004 taseet vanhaan muotoonsa ja oikaissut kirjanpitostandardista johtuvat muutokset kassavirtalaskelmassa, jolloin kummatkin ovat mielestäni "oikein".

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: Tulikivi

Kuva: Nokian Tyres



SUOMALAISET YHTIÖMME



Scandia-sarjan Aava -tulisija
Kuva: Kermansavi

"Kermansavi Oy:n oston
arvioidaan vaikuttavan
konsernin tulokseen
lievästi positiivisesti vuonna 2006."
Juha Sivonen (2006)

*Tulikivi myy nyt myös kaakeliuuneja. Olen aikaisemmin kertonut, että
Tulikivi näkee itsensä kivi-yhtiönä, minä näen sen uuni-yhtiönä. Nykyään
olemme yhtiön kanssa asiasta samaa mieltä.*



Liiketoiminta:

Noin 13 000 uunin vuosimyynnillä Tulikiven osuus Euroopan varaa-
vien vuolukiviunien markkinoista on yli puolet. Lisäksi keväällä 2006
hankittu Kermansavi myy vuodessa Suomessa 4 000 kaakeliuunia.
Uunien lisäksi yhtiö myy vuolukiveä verhou- ja rakennuskiveksi sekä
jonkin verran muita kiviä.

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.

Kermansavi -kauppa oli Tulikiven suurin yritysosto kautta aikojen, ja
sen integroimisessa riittää varmasti töitä vuodelle 2006. Suuri
yrityskauppa on aina riski tulokselle.

Varainhoitajamme:



Juha Sivonen

syntynyt 1962
yhtiössä vuodesta 1987
toimitusjohtaja 2001

www.tulikivi.com

Phoebusin omistus (31.3.2006)

Osakkeita (splitin jälkeen): 840.000
Osuus yhtiöstä: 2,31%
Paino rahastossa: 12,9%

Lisätietoja katsauksessa: 2/2002, 1/2006

EUR miljoonia

	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	5v	10v
Tuloslaskelma													
Liikevaihto	24	26	33	36	39	47	59	52	54	55	59	5%	9%
EBITA	1	3	6	6	5	7	7	4	5	5	6		
Marginaali	4.3%	11.0%	17.2%	15.7%	13.6%	15.4%	11.7%	6.7%	8.8%	9.6%	10.7%	10%	12%
Tase													
NWC	2	1	1	1	2	3	5	6	5	6	3		
Käyttöomaisuus	14	15	16	17	19	21	23	21	20	20	22		
Nettovelka	6	3	0	0	0	0	1	1	1	3	-1		
Oma pääoma	10	13	16	19	20	24	27	26	24	23	26		
Sijoitettu pääoma	17	15	17	19	21	24	28	27	26	26	25	1%	4%
SiPo tuotto	6%	19%	34%	31%	26%	30%	25%	13%	18%	20%	25%	20%	24%
Kassavirta													
Vapaa kassavirta		6	2	2	2	4	2	2	5	4	5	18	34
Yritystotot		-1	0	0	0	-2	-2	0	0	0	0	-2	-5
Osingot		0	-1	-1	-2	-2	-2	-3	-4	-5	-2	-16	-21
Annit /takaisinotot		1	0	0	0	-1	1	0	0	0	0	1	2
Muut erät		-2	1	0	0	0	0	0	-1	0	0	-1	-2
Nettovelan muutos		4	2	0	0	0	-1	0	0	-1	4	1	7
Arvostus													
Osakkeita	31.4	32.8	35.4	35.4	35.4	35.3	35.8	36.4	36.4	36.4	36.4		
Kurssi	0.26	0.41	0.80	0.97	0.78	0.87	1.10	1.00	1.30	1.58	2.04	19%	23%
Markkina-arvo	8	13	28	34	27	31	39	36	47	58	74		
EPS	0.01	0.06	0.11	0.11	0.10	0.14	0.14	0.07	0.10	0.10	0.12	-3%	34%
Osinko	0.01	0.03	0.04	0.04	0.05	0.06	0.08	0.12	0.13	0.06	0.07	4%	24%
P/E	40.2	7.0	7.2	8.7	7.6	6.1	8.1	14.0	13.5	15.4	17.0		
EV/EBITA	13.9	5.5	5.1	6.0	5.2	4.3	5.8	10.7	10.3	11.3	11.7		
Osinkotuotto	3%	6%	5%	5%	7%	6%	7%	12%	10%	4%	3%		



Pacific Composites, Melbourne
Kuva: Exel

"Pacific Compositesin
hankinnan arvioidaan
lisävän yhtiön tulosta
vähintään 3 miljoonalla
eurolla vuodessa
vuodesta 2007 eteenpäin."
Ari Jokelainen (2006)

Exel mielletään kävelysauvojensa ansiosta usein urheiluvälineyhtiöksi. Teollisuuspuoli on kuitenkin isompi, kannattavampi ja nopeammin kasvava. Sen merkitys korostuu Pacific Composites -kaupan johdosta.



Liiketoiminta:

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

Yhtiö sijoituskohteena:

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

Pacific Composites –yhtiön osto keväällä 2006 oli iso askel teollisuusliiketoiminnan kansainvälistymisessä. Kuten kaikki isot askeleet, se sisältää riskejä mahdollisuuksien lisäksi.

Varainhoitajamme:



Ari Jokelainen

syntynyt 1955
yhtiössä vuodesta 1990
toimitusjohtaja 1990

www.exel.net

Phoebusin omistus (31.3.2006)

Osakkeita: 135.000
Osuus yhtiöstä: 1,14%
Paino rahastossa: 10,1%

Lisätietoja katsauksessa: 4/2001, 2/2005

EUR miljoonia

	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	5v	10v
Tuloslaskelma													
Liikevaihto	24	25	25	30	34	48	50	51	57	84	91	14%	14%
EBITA	1	3	4	4	5	7	6	4	6	13	12		
Marginaali	2.6%	10.7%	13.9%	12.6%	14.8%	14.3%	11.5%	8.5%	10.3%	15.6%	13.6%	12%	13%

Tase

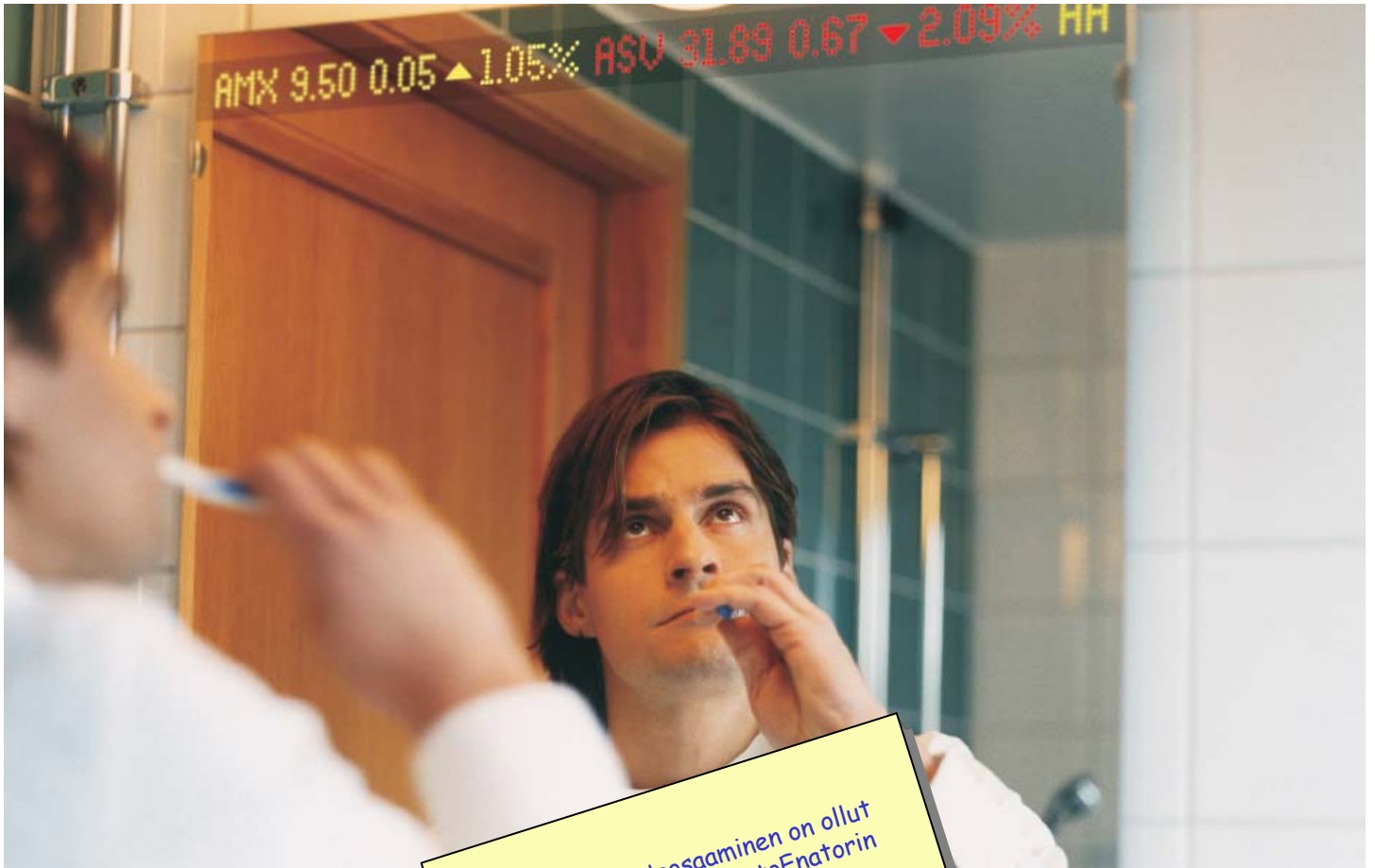
NWC	2	2	2	3	4	8	9	9	9	10	14		
Käyttöomaisuus	10	9	10	10	10	13	16	15	14	16	21		
Nettovelka	8	8	6	6	4	9	11	8	5	6	8		
Oma pääoma	4	4	5	8	10	13	14	15	18	20	27		
Sijoitettu pääoma	12	12	12	14	15	22	25	23	23	26	35	10%	11%
SiPo tuotto	5%	23%	30%	28%	34%	32%	23%	19%	26%	51%	35%	31%	31%

Kassavirta

Vapaa kassavirta			2	1	2	0	2	4	4	13	6	28	
Yrityssostot			0	-1	0	-3	-3	0	0	-7	-2	-12	
Osingot			0	0	-1	-2	-2	-2	-1	-7	-4	-16	
Annit /takaisinostot			0	1	0	0	0	0	0	1	1	3	
Muut erät			0	-1	0	0	1	0	0	0	-4	-3	
Nettovelan muutos			1	1	1	-4	-2	2	3	0	-3	0	

Arvostus

Osakkeita		10.5	10.5	10.5	10.5	10.5	10.6	10.7	11.0	11.5		
Kurssi		2.44	2.57	2.88	5.40	4.95	3.19	5.95	11.50	13.05	19%	
Markkina-arvo		26	27	30	57	52	34	64	127	150		
EPS		0.21	0.23	0.34	0.43	0.36	0.26	0.37	0.80	0.77	12%	
Osinko		0.05	0.09	0.15	0.19	0.18	0.10	0.65	0.35	0.40	16%	
P/E		11.6	11.1	8.5	12.4	13.8	12.2	16.3	14.3	16.9		
EV/EBITA		9.1	8.7	6.8	9.6	11.0	9.7	11.7	10.1	12.8		
Osinkotuotto			2%	3%	5%	4%	4%	3%	11%	3%	3%	



"Syvä toimialaosaaminen on ollut ja on jatkossakin TietoEnatorin tärkein differentointikeino.

Olennaista on keskittää kasvuinvestoinnit niille alueille, joilla on rakennettavissa pysyvää kilpailuetua ja kansainvälinen kasvupolku."

Pentti Heikkinen (2005)

Marssimme kohti tietoyhteiskuntaa on vasta alkanut ja tulemme näkemään sovelluksia, joita emme edes tiedä kaipaavamme. Henkilökohtaisesti toivon, että yllä kuvattu vaihtoehto on sellainen kauhuskenaario, joka ei toteudu (turhaa markkinahöpinää riittää kyllä muutenkin).

TietoEnator ^{TE}

Liiketoiminta:

TietoEnator on Pohjoismaiden johtava IT-palveluyritys, joka on kulkenut pitkän matkan. Vielä 1980-luvun alussa se oli 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 parhaita yritysjohtajia. Hän jäi eläkkeelle vuoden vaihteessa ja uuden toimitusjohtajan alaisuudessa TietoEnator on sijoituksenakin jonkin aikaa uusi lehti.

Pentti Heikkinen on kuitenkin ollut talossa jo 10 vuotta. Uuden johdon rekrytointi talon sisältä on mielestäni laatu-yhtiön merkki.

Varainhoitajamme:



Pentti Heikkinen

syntynyt 1960
yhtiössä vuodesta 1996
toimitusjohtaja 2006

www.tietoenator.com

Phoebusin omistus (31.3.2006)

Osakkeita:	47.000
Osuus yhtiöstä:	0,06%
Paino rahastossa:	7,7%
Lisätietoja katsauksessa:	4/2002

EUR miljoonia

	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	5v	10v
Tuloslaskelma													
Liikevaihto	193	345	409	473	1229	1120	1135	1271	1374	1525	1682	8%	24%
EBITA	18	34	49	75	115	92	135	130	143	171	164		
Marginaali	9.2%	9.7%	12.0%	15.9%	9.3%	8.2%	11.9%	10.2%	10.4%	11.2%	9.8%	11%	10%
Tase													
NWC	-43	-11	-14	-6	43	54	-12	37	34	155	-16		
Käyttöomaisuus	123	117	131	147	260	264	310	476	431	480	727		
Nettovelka	-33	-24	-36	-21	-62	-41	-190	51	-13	69	211		
Oma pääoma + väh	113	131	153	162	365	359	488	462	479	566	501		
Sijoitettu pääoma	80	107	117	141	304	318	298	513	466	634	712	18%	24%
SiPo tuotto	22%	31%	42%	53%	38%	29%	45%	25%	31%	27%	23%	28%	31%
Kassavirta													
Vapaa kassavirta	-8	23	39	87	59	163	52	123	94	104	536	736	
Yritysosot/-myynnit	3	-7	-12	-23	-7	85	-195	-27	-5	-139	-281	-326	
Osingot	-4	-8	-16	-26	-34	-40	-83	-41	-81	-80	-325	-413	
Annit /takaisinostot	0	0	-28	3	-33	-20	1	0	-97	-80	-196	-255	
Muut erät	0	4	1	1	-6	-37	-17	9	7	53	15	15	
Nettovelan muutos	-9	12	-16	41	-21	149	-241	64	-82	-142	-252	-244	
Arvostus													
Osakkeita	52.3	52.7	52.8	53.3	77.0	83.6	83.3	82.9	82.9	78.7	75.8		
Kurssi	4.06	10.90	17.18	38.18	62.00	30.30	29.75	13.00	21.70	23.40	30.85	0%	22%
Markkina-arvo	213	575	907	2037	4771	2534	2479	1078	1799	1843	2340		
EPS	0.28	0.45	0.65	1.03	1.03	0.81	1.19	1.14	1.28	1.58	1.55	14%	19%
Osinko	0.11	0.16	0.30	0.49	0.49	0.49	1.00	0.50	1.00	1.00	0.85	12%	22%
P/E	14.4	24.2	26.2	36.9	60.1	37.6	25.1	11.5	17.0	14.8	19.9		
EV/EBITA	10.1	16.4	17.8	26.8	41.1	27.0	16.9	8.7	12.5	11.2	15.5		
Osinkotuotto	3%	1%	2%	1%	1%	2%	3%	4%	5%	4%	3%		



Kuva: Lassila & Tikanoja

"Palvelualalla tuloksellisuuteen
ei voi vaikuttaa vain
muutamalla isolla asialla.
Vaaditaan sitkeää
pienien asioiden
arkista johtamista."

Jari Sarjo (2005)

Jätteiden kuljetuksessa erittäin nopeasti nousseet polttoainekulut heikensivät kannattavuutta vuonna 2005, mutta hinnankorotukset auttanevat normalisoimaan tuloksen jo tänä vuonna.



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 kummallakin toimialallaan sekä Ruotsissa siivouksessa.

Yhtiö sijoituskohteena:

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

Lisäpotentiaalia tulee idästä. Pidän yhtiötä eräänä lupaavimmista sijoituksistamme pitkällä aikavälillä. Lähivuosina suuret investoinnit tulevat edelleen rasittamaan tuloskehitystä.

Varainhoitajamme:



Jari Sarjo

syntynyt 1957
yhtiössä vuodesta 1984
toimitusjohtaja 1997

www.lassila-tikanoja.fi

Phoebusin omistus (31.3.2006)

Osakkeita: 95.000
Osuus yhtiöstä: 0,25%
Paino rahastossa: 7,7%

Lisätietoja katsauksessa: 4/2003

EUR miljoonia

	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	5v	10v
Tuloslaskelma													
Liikevaihto	76	89	101	118	146	211	246	267	306	337	377	12%	17%
EBITA	6	8	10	11	12	23	32	33	43	44	39		
Marginaali	7.6%	9.1%	9.5%	9.6%	8.1%	10.7%	12.9%	12.3%	14.2%	12.9%	10.4%	12%	12%
Tase													
NWC				-6	-11	-11	-14	-17	-21	-21	-28		
Käyttöomaisuus				39	57	175	167	177	194	212	257		
Nettovelka				-38	-25	92	73	73	78	60	76		
Oma pääoma				71	71	73	80	86	96	131	153		
Sijoitettu pääoma				33	46	164	153	159	173	191	229	7%	
SiPo tuotto				34%	26%	22%	21%	21%	25%	23%	17%	21%	
Kassavirta													
Vapaa kassavirta				-5	8	26	20	22	23	20	111		
Yrityssostot				0	-117	0	-10	-11	-17	-16	-54		
Osingot				-8	-8	-8	-9	-12	-35	-10	-74		
Annit /takaisinostot				0	0	0	0	0	49	2	50		
Muut erät				0	-1	1	-1	-3	-3	-13	-19		
Nettovelan muutos				-13	-117	19	0	-4	17	-16	15		
Arvostus													
Osakkeita		32.8	33.1	34.5	34.5	34.5	34.5	34.5	38.1	38.4			
Kurssi						8.26	7.12	12.62	13.13	14.90			
Markkina-arvo						285	245	435	501	572			
EPS		0.25	0.28	0.26	0.41	0.59	0.63	0.86	0.80	0.70	11%		
Osinko					0.23	0.28	0.34	1.01	0.25	0.40			
P/E						14.0	11.3	14.7	16.5	21.3			
EV/EBITA						11.3	9.7	11.8	12.9	16.5			
Osinkotuotto						3%	5%	8%	2%	3%			



Kuva: Vacon

"Kiinan tehtaan käynnistyminen vuoden jälkipuoliskolla tarjoaa uusia mahdollisuuksia markkina-asemamme vahvistamiselle Kiinassa ja laajemmin Aasiassa ja Australiassa."

Vesa Laisi (2005)

Vaconilla on tähän saakka ollut vain yksi tehdas, Vaasassa. Vuonna 2004 avattu Suzhoun tehdas Kiinassa pystyy jatkossa toimittamaan myös osan pohjoisamerikkalaisten 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 2-3% - markkinajohtaja ABB on yli viisi kertaa suurempi.

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

Yhtiö sijoituskohteena:

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

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 (31.3.2006)

Osakkeita:	61.500
Osuus yhtiöstä:	0,40%
Paino rahastossa:	7,2%
Lisätietoja katsauksessa:	4/2004

EUR miljoonia

	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	5v	10v
Tuloslaskelma													
Liikevaihto	3	8	17	26	44	65	91	97	112	129	150	18%	48%
EBITA	0	1	3	3	6	8	10	10	12	15	18		
Marginaali	-6.7%	7.6%	15.1%	12.2%	13.6%	12.5%	11.5%	10.2%	10.7%	11.6%	12.1%	11%	12%

Tase

NWC	1	2	3	7	7	11	10	9	8	6	12		
Käyttöomaisuus	2	2	2	4	4	12	16	17	18	17	22		
Nettovelka	2	3	3	7	5	4	3	-1	-6	-12	-8		
Oma pääoma	0	1	2	4	7	18	23	27	32	35	42		
Sijoitettu pääoma	3	3	5	11	11	22	26	26	26	23	34	9%	30%
SiPo tuotto	-8%	18%	52%	28%	53%	36%	39%	38%	46%	64%	52%	48%	45%

Kassavirta

Vapaa kassavirta		0	0	-5	4	-5	3	7	8	12	3	32	26
Yritystotot		0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Osingot		0	0	0	0	-1	-2	-2	-3	-8	-5	-21	-22
Annit /takaisinostot		0	0	0	-1	7	0	0	0	1	-1	0	6
Muut erät		0	0	0	0	0	0	0	0	1	0	0	0
Nettovelan muutos		0	0	-5	3	1	1	4	5	5	-4	12	10

Arvostus

Osakkeita	11.7	11.7	11.7	11.7	11.7	13.7	15.2	15.2	15.2	15.3	15.2		
Kurssi						8.30	9.33	7.40	9.80	11.78	17.50	16%	
Markkina-arvo						114	141	112	148	180	266		
EPS	-0.04	0.03	0.14	0.16	0.33	0.41	0.45	0.43	0.52	0.66	0.79	14%	
Osinko	0.00	0.00	0.01	0.03	0.07	0.14	0.16	0.17	0.55	0.35	0.41	24%	
P/E						20.4	20.7	17.2	19.0	17.9	22.2		
EV/EBITA						14.5	13.9	11.2	11.8	11.3	14.3		
Osinkotuotto						2%	2%	2%	6%	3%	2%		



"Riian tavaratalo teki jo
toisena täytenä toimintavuotenaan
positiivisen tuloksen ja tulos
kehittyy myös Venäjän
uusissa tavarataloissa
suunnitelmien mukaisesti."

Hannu Penttilä (2005)

Stockmannin suurin projekti Venäjällä on Pietarin uusi 20 000 neliön tavaratalo Nevski prospektilla, johon on investoitu 80-110 miljoonaa euroa kun se avaa ovensa jouluna 2008. Stockmann teki viime vuonna nollatulosta Venäjällä mutta tavoitteena on, että vuonna 2008 kolmasosa ryhmän tuloksesta tulisi ulkomailta (josta suurin osa Venäjältä).



Liiketoiminta:

Stockmannilla on huhtikuussa 2006 yhteensä 12 tavarataloa, joiden myyntipinta-ala on noin 16 hehtaaria. Näistä 7 on Suomessa, eikä Suomeen enää uusia rakennettane. Laajentuminen tapahtuu Venäjällä (3 tavarataloa ja 2 rakenteilla) ja Baltiassa (2).

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

Yhtiö sijoituskohteena:

Stockmann on jo kauan ollut tasaisen kannattava. Sen kasvu on kuitenkin ollut melko hidasta. Viime vuosina yhtiö on selvästi nostanut tavoitteitaan sekä kasvun että kannattavuuden suhteen.

Lähivuosina Stockmannilla on käynnissä kaksi suurprojektia, Helsingissä ja Pietarissa, sekä pienempi Moskovassa. Yhteensä näihin sitoutuu noin neljännesmiljardi euroa. Helsingissä, jossa suurin osa tuloksesta muodostuu, on elintärkeää, että rakennustyöt voidaan hoitaa asiakkaita karkoittamatta.

Varainhoitajamme:



Hannu Penttilä

syntynyt 1953
yhtiössä vuodesta 1978
toimitusjohtaja 2001

www.stockmann.fi

Phoebusin omistus (31.3.2006)

Osakkeita:	38.000
Osuus yhtiöstä:	0,07%
Paino rahastossa:	6,3%
Lisätietoja katsauksessa:	3/2003

EUR miljoonia

	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	5v	10v
Tuloslaskelma													
Liikevaihto	877	1037	1161	1217	1320	1221	1282	1315	1413	1445	1543	5%	6%
EBITA	42	46	61	50	49	33	39	53	50	68	97		
Marginaali	4.8%	4.5%	5.3%	4.1%	3.7%	2.7%	3.1%	4.0%	3.6%	4.7%	6.3%	4.4%	4.2%
Tase													
NWC	38	54	62	93	59	78	97	95	90	97	102		
Käyttöomaisuus	226	257	284	342	332	347	346	301	289	315	325		
Nettovelka	-45	-20	-18	-54	-114	-77	-64	-128	-168	-79	-79		
Oma pääoma	310	331	364	490	505	502	506	525	547	492	505		
Sijoitettu pääoma	265	310	346	435	391	425	442	397	379	412	427	0%	5%
SiPo tuotto	16%	15%	18%	11%	13%	8%	9%	13%	13%	17%	23%	15%	14%
Kassavirta													
Vapaa kassavirta	-16	6	-42	34	-5	8	47	34	19	22	129	129	106
Yritystotot/-myynnit	7	6	-2	65	0	10	50	37	5	19	120	120	196
Osingot	-17	-18	-22	-43	-31	-31	-31	-46	-123	-53	-284	-284	-415
Annit /takaisinostot	1	1	102	0	0	0	0	16	10	14	40	40	143
Muut erät	1	4	1	4	-2	-1	-2	-1	1	-2	-4	-4	3
Nettovelan muutos	-25	-2	37	60	-37	-13	65	40	-89	-1	1	1	33
Arvostus													
Osakkeita	46.6	46.7	46.7	49.5	51.4	51.2	51.0	51.0	52.2	52.9	54.1		
Kurssi	11.78	14.27	17.64	16.08	14.30	10.40	13.40	13.80	18.30	21.70	32.53	26%	11%
Markkina-arvo	549	666	824	796	735	533	683	703	956	1147	1759		
EPS	0.73	0.78	1.00	0.87	0.69	0.52	0.59	0.85	0.78	1.04	1.29	20%	6%
Osinko	0.36	0.39	0.47	0.84	0.60	0.60	0.60	0.90	1.35	1.00	1.10	13%	12%
P/E	16.2	18.3	17.7	18.4	20.7	20.2	22.9	16.2	23.4	20.8	25.2		
EV/EBITA	12.1	13.9	13.2	14.9	12.6	13.9	15.8	10.8	15.7	15.6	17.4		
Osinkotuotto	3%	3%	3%	5%	4%	6%	4%	7%	7%	5%	3%		



Digitaalinen radiosondi
Kuva: Vaisala



Liiketoiminta:

Vaisala on yli neljänneksen osuudella ylivoimainen markkinajohtaja maailman pirstoutuneilla säähavaintolaitteiden markkinoilla, joiden yhteisarvo on noin 600 miljoonaa euroa. Seuraavaksi suurin valmistaja on kolme kertaa Vaisalaa pienempi.

Yhtiön tärkeimmän tukijalan muodostavat radiosondit, joiden markkinat ovat vakaat. Kasvua haetaan uusista tuotteista, joissa hyödynnetään olemassa olevaa osaamista.

Yhtiö sijoituskohteena:

Vaisala on Suomen dollariherkimpiä yhtiöitä ja on kärsinyt siitä viime vuosina. Markkinat ovat nyt (hitaasti) elpymässä.

Vuoden 2006 alussa Vaisala teki epätavallisen suuren yrityskaupan, ostaessaan yhdysvaltalaisen Sigmekin noin 20 miljoonalla dollarilla. Sen signaaliprosessorit tulevat osaksi Vaisalan vuonna 2007 markkinoille tuotavaa uutta säätutkaa. Lyhyellä aikavälillä tutkan kehittäminen tulee jonkin verran rasittamaan tulosta.

Varainhoitajamme:



Pekka Ketonen

syntynyt 1948
yhtiössä vuodesta 1992
toimitusjohtaja 1992

www.vaisala.com

Phoebusin omistus (31.3.2006)

Osakkeita:	27.000
Osuus yhtiöstä:	0,15%
Paino rahastossa:	3,7%
Lisätietoja katsauksessa:	4/2005

EUR miljoonia

	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	5v	10v
Tuloslaskelma													
Liikevaihto	73	85	114	115	145	180	184	196	189	181	198	2%	11%
EBITA	14	19	30	23	31	35	34	30	29	27	30		
Marginaali	19.8%	22.0%	26.5%	20.2%	21.6%	19.4%	18.3%	15.3%	15.4%	14.7%	15.2%	16%	18%

Tase

NWC	13	15	17	21	24	30	47	44	38	30	21		
Käyttöomaisuus	24	28	27	26	39	46	49	58	57	50	54		
Nettovelka	-13	-17	-35	-42	-47	-51	-43	-37	-45	-53	-80		
Oma pääoma	50	60	79	89	110	127	138	139	139	133	154		
Sijoitettu pääoma	37	43	44	47	63	76	95	102	95	80	74	0%	7%
SiPo tuotto	39%	44%	69%	49%	50%	46%	35%	29%	31%	33%	40%	33%	40%

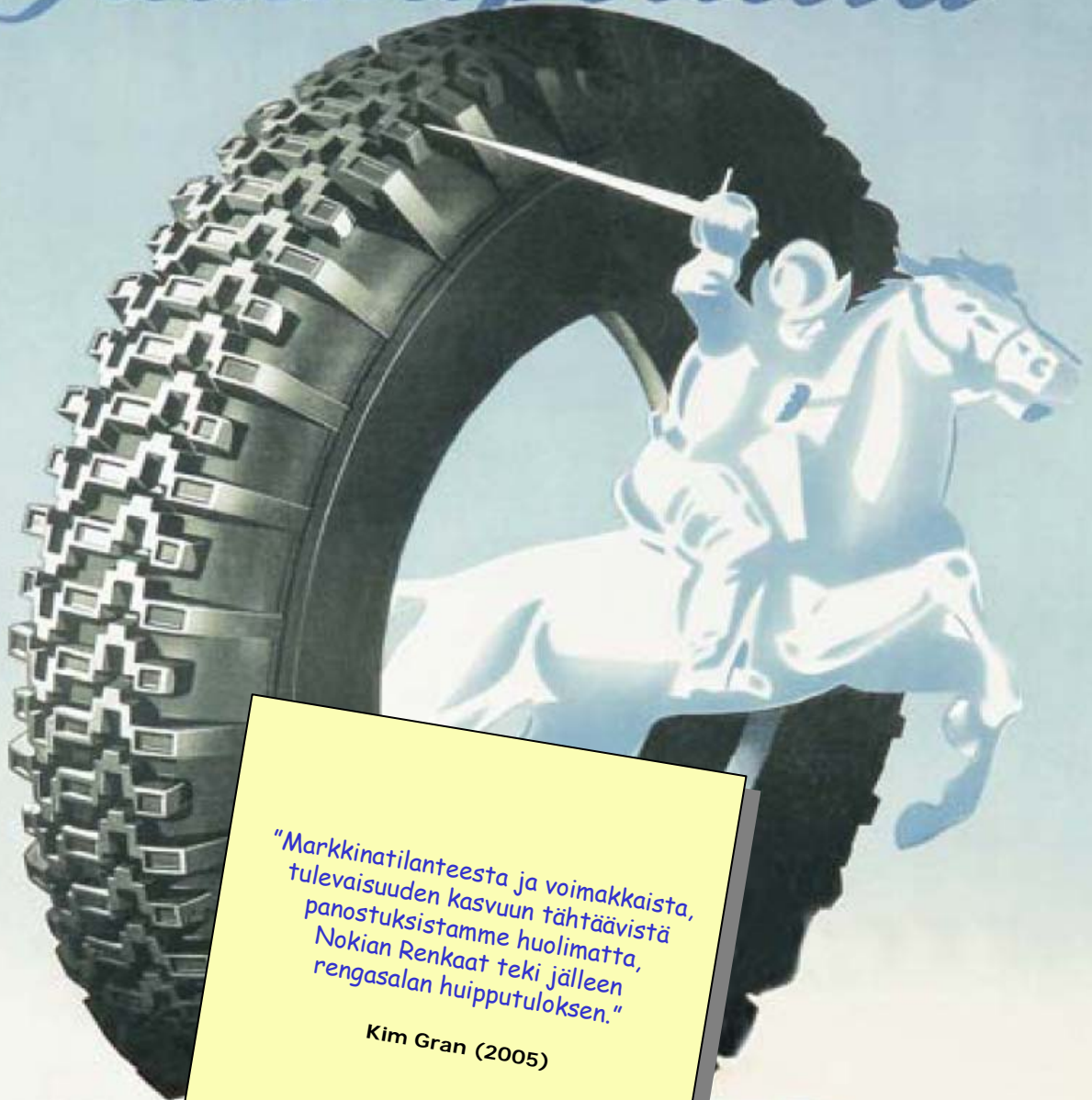
Kassavirta

Vapaa kassavirta		6	19	14	18	16	6	18	14	30	37	105	177
Yrityssostot		0	0	0	-12	-5	-4	-13	0	0	-3	-20	-37
Osingot		-4	-4	-6	-6	-7	-12	-9	-10	-22	-13	-66	-92
Annit /takaisinostot		0	0	0	0	1	0	2	0	0	9	12	13
Muut erät		1	2	0	5	0	1	-4	3	0	-3	-3	5
Nettovelan muutos		4	18	7	5	4	-8	-6	8	9	27	29	67

Arvostus

Osakkeita	17.2	17.2	17.2	17.2	17.2	17.2	17.2	17.4	17.5	17.5	17.7		
Kurssi	6.69	12.61	19.34	17.66	19.37	29.50	27.30	22.98	24.50	18.20	24.00	-4%	14%
Markkina-arvo	115	216	332	303	332	507	471	399	428	318	424		
EPS	0.57	0.71	1.17	0.99	1.31	1.55	1.43	1.19	1.01	1.13	1.41	-2%	9%
Osinko	0.21	0.23	0.34	0.34	0.42	0.67	0.55	0.55	1.25	0.75	0.75	2%	14%
P/E	11.7	17.8	16.5	17.8	14.8	19.0	19.1	19.4	24.3	16.1	17.0		
EV/EBITA	7.0	10.6	9.8	11.3	9.1	13.1	12.8	12.1	13.2	9.9	11.4		
Osinkotuotto	3%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	5%	4%	3%		

"Hakkapeliitta"



"Markkinatilanteesta ja voimakkaista, tulevaisuuden kasvuun tähtävistä panostuksistamme huolimatta, Nokian Renkaat teki jälleen rengasalan huipputuloksen."

Kim Gran (2005)

1936

2006

nokian
HAKKAPELIITTA

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 2005 oli noin 6,5 miljoonaa rengasta (josta 0,3m uudella Venäjän tehtaalla), jonka on määrä nousta yli 10 miljoonaan vuonna 2008 kun Venäjän tehdas on täysin toiminnassa.

Yhtiö sijoituskohteena:

Viime vuonna kirjoitin seuraavasti:

"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."

Riski toteutui. Kiristyneessä kilpailutilanteessa hintoja ei pystytty nostamaan kuluja vastaavasti, joten tuloskasvu hyytyi. Osakekurssi on silti korkeammalla nyt kuin vuosi sitten, joten markkinoiden odotukset ovat edelleen korkealla – riski on siis edelleen korkea.

EUR miljoonia

	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	5v	10v
Tuloslaskelma													
Liikevaihto	187	193	212	251	323	399	423	479	529	602	687	11%	14%
EBITA	20	24	28	35	45	46	57	67	85	119	116		
Marginaali	10.9%	12.3%	13.1%	14.0%	14.1%	11.6%	13.6%	14.0%	16.2%	19.7%	16.9%	16%	15%
Tase													
NWC	29	35	40	54	77	97	85	84	94	144	213		
Käyttöomaisuus	64	72	85	140	214	252	259	249	253	267	378		
Nettovelka	32	35	40	94	170	218	194	158	136	144	120		
Oma pääoma	61	72	85	100	121	131	149	175	211	267	471		
Sijoitettu pääoma	93	107	125	194	291	349	343	334	347	411	590	11%	20%
SiPo tuotto	22%	22%	22%	18%	16%	13%	17%	20%	25%	29%	20%	22%	20%
Kassavirta													
Vapaa kassavirta		0	0	-23	-19	-25	27	43	31	3	-60	44	-23
Yritysosot		0	0	-25	-48	-7	-2	-1	0	4	-16	-15	-96
Osingot		-4	-5	-6	-8	-9	-7	-9	-12	-17	-26	-70	-102
Annit /takaisinotot		0	1	1	1	0	0	0	2	4	134	139	142
Muut erät		0	0	-1	-2	-7	6	2	1	3	-8	5	-6
Nettovelan muutos		-3	-4	-55	-76	-48	24	36	22	-4	24	102	-84
Arvostus													
Osakkeita	100.9	101.4	102.4	103.2	105.4	105.8	105.8	105.8	106.8	108.5	121.0		
Kurssi	0.74	1.65	2.79	2.78	3.78	1.79	3.51	3.40	5.99	11.18	10.65	43%	31%
Markkina-arvo	75	168	286	286	399	189	371	360	640	1213	1289		
EPS	0.12	0.14	0.17	0.22	0.28	0.25	0.30	0.39	0.51	0.71	0.68	22%	19%
Osinko	0.04	0.05	0.06	0.07	0.09	0.07	0.08	0.11	0.16	0.22	0.23	29%	19%
P/E	6.3	11.7	16.4	12.5	13.6	7.1	11.6	8.8	11.9	15.7	15.7		
EV/EBITA	5.2	8.5	11.7	10.8	12.5	8.8	9.8	7.7	9.1	11.4	12.2		
Osinkotuotto	5%	3%	2%	3%	2%	4%	2%	3%	3%	2%	2%		

Varainhoitajamme:



Kim Gran

syntynyt 1954
yhtiössä vuodesta 1994
toimitusjohtaja 2000

www.nokiantyres.com

Phoebusin omistus (31.3.2006)

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

Lisätietoja katsauksessa: 3/2004



Kuva: Bö Sommarland AS

"Meille Puuharyhmässä
leikki on vakava asia.

Vakavasti otettava ja
huolellisesti toteutettava asia,
jota ei kuitenkaan tarvitse
tehdä ryppyotsaisesti.

Ihminen on
parhaimmillaan leikkiessään."

Erkki Mattila (2005)

Serenaan avataan kesällä 2006 Euroopassakin ainutlaatuinen uusi vesipuistolaite: half pipe, jota lasketaan uimarengailla.



Liiketoiminta:

Puuharyhmä -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 Puuharyhmä on kasvanut kahdesta puistosta neljään – tai miksei jopa laajentumisesta läheisille liiketoiminta-alueille, joilla voidaan hyödyntää yhtiön erittäin vahvoja brändejä. Johto on hyvä ja luotan yrittäjäomistajien kykyyn kehittää Puuharyhmää pitkäjänteisesti.

Varainhoitajamme:



Erkki Mattila

syntynyt 1951
yhtiössä vuodesta 1984
toimitusjohtaja 1984

www.puuharyhma.fi

Phoebusin omistus (31.3.2006)

Osakkeita:	14.000
Osuus yhtiöstä:	3,54%
Paino rahastossa:	2,9%
Lisätietoja katsauksessa:	1/2005

EUR miljoonia

	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	30.4. 2005	30.10. 12kk	5v	10v
Tuloslaskelma														
Liikevaihto	6.0	4.6	3.7	4.5	9.0	9.8	9.4	13.3	13.7	13.6	12.9	13.2	7%	11%
EBITA	1.6	1.4	0.9	1.4	1.5	2.3	1.5	2.6	2.7	2.5	1.8	1.8		
Marginaali	26.2%	30.3%	23.5%	31.4%	16.3%	23.9%	16.1%	19.3%	19.4%	18.3%	14.3%	13.3%	17%	18%
Tase														
NWC	0.3	0.0	0.7	-0.2	-0.2	-0.3	-0.1	0.0	-0.2	0.1	-0.1			
Käyttöomaisuus	2.6	2.7	2.6	11.7	12.8	12.4	12.2	11.9	11.8	13.0	14.5			
Nettovelka	-0.5	-1.6	-1.4	0.9	3.0	1.7	1.5	0.4	-0.9	0.4	1.1			
Oma pääoma + väh	3.5	4.2	4.7	10.6	9.6	10.4	10.5	11.5	12.5	12.7	13.2			
Sijoitettu pääoma	2.9	2.6	3.3	11.5	12.7	12.1	12.1	11.9	11.6	13.1	14.3			
SiPo tuotto	53%	53%	26%	12%	12%	19%	13%	21%	23%	19%	13%		18%	18%
Kassavirta														
Vapaa kassavirta		1.4	0.1	2.0	1.0	2.0	0.8	1.8	2.1	0.3	0.1		5.1	11.6
Yritysosot		0.0	0.0	-8.4	-1.4	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0		0.0	-9.8
Osingot		-0.4	-0.3	-0.5	-0.7	-0.7	-0.7	-0.7	-0.8	-1.6	-0.8		-4.6	-7.2
Annit /takaisinotot		0.0	0.0	4.7	-1.1	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0		0.0	3.6
Muut erät		0.1	0.0	-0.1	0.0	0.0	0.1	0.1	0.0	0.0	0.0		0.1	0.2
Nettovelan muutos		1.1	-0.2	-2.2	-2.2	1.3	0.2	1.1	1.3	-1.3	-0.7		0.6	-1.6
Arvostus														
Osakkeita	0.320	0.320	0.320	0.423	0.395	0.395	0.395	0.395	0.395	0.395	0.395	0.395		
Kurssi	10.76	15.49	28.59	58.87	28.50	38.00	26.10	32.50	32.00	41.50	41.99	43.00	12%	11%
Markkina-arvo	3.4	5.0	9.1	24.9	11.3	15.0	10.3	12.8	12.7	16.4	16.6	17.0		
EPS	3.83	3.50	2.50	3.25	2.14	3.69	2.29	4.09	4.34	4.37	3.11	3.01	6%	-2%
Osinko	1.18	1.09	1.60	1.77	1.77	1.77	1.77	2.00	4.00	2.00	1.50		-3%	2%
P/E	2.8	4.4	11.4	18.1	13.3	10.3	11.4	8.0	7.4	9.5	13.5	14.3		
EV/EBITA	1.9	2.4	9.0	18.2	9.7	7.1	7.8	5.2	4.4	6.7	9.6			
Osinkotuotto	11%	7%	6%	3%	6%	5%	7%	6%	13%	5%	4%			



Hebei Pan Asia Long-Teng PM1
Kuva: Tamfelt

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

Jyrki Nuutila (2004)

Tamfeltin viime vuoden kahdestakymmenestä starttitoimituksesta seitsemän oli Kiinassa. Maailman uusista paperikoneista noin 60% rakennettaneen lähivuosina Kiinaan, joten alueella olisi syytä olla vieläkin vahvempi läsnäolo (siksi yllä on vielä sama sitaatti kuin vuosi sitten).



Liiketoiminta:

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

Yhtiö sijoituskohteena:

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

Vahva tase ja korkea osinkotuotto vähentävät myös sijoituksen riskiä. Suurin kysymysmerkki on kasvu – vaikka Tamfelt on hieman voittanut markkinaosuutta, sen kasvu on 1994-2004 ollut vain 5% vuodessa.

Varainhoitajamme:



Jyrki Nuutila

syntynyt 1948
yhtiössä vuodesta 1986
toimitusjohtaja 2005

www.tamfelt.fi

Phoebusin omistus (31.3.2006)

Osakkeita:	62.000
Osuus yhtiöstä:	0,22%
Paino rahastossa:	2,9%
Lisätietoja katsauksessa:	1/2004

EUR miljoonia

	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	5v	10v
Tuloslaskelma													
Liikevaihto	84	89	102	103	110	124	131	126	126	134	140	2%	5%
EBITA	12	15	20	19	19	21	23	16	13	16	20		
Marginaali	14.2%	16.7%	20.0%	18.4%	17.4%	17.1%	17.4%	12.7%	10.0%	12.0%	14.5%	13%	15%
Tase													
NWC	13	16	20	25	31	32	32	30	22	21	25		
Käyttöomaisuus	32	35	39	49	51	58	68	76	71	78	81		
Nettovelka	-23	-26	-30	-22	-22	-24	-14	-3	0	11	6		
Oma pääoma	68	77	88	96	105	113	114	109	93	88	99		
Sijoitettu pääoma	45	51	58	74	82	90	100	106	93	99	106	3%	9%
SiPo tuotto	27%	29%	35%	26%	23%	24%	23%	15%	14%	16%	19%	17%	21%
Kassavirta													
Vapaa kassavirta		6	8	-1	6	8	7	7	23	7	12	54	82
Yritystotot		0	0	0	0	0	0	0	0	0	-1	-1	-1
Osingot		-4	-6	-7	-8	-9	-11	-17	-29	-17	-9	-84	-117
Annit /takaisinotot		0	0	0	0	0	0	0	5	0	1	6	6
Muut erät		1	2	1	2	2	-5	-1	-1	0	2	-6	1
Nettovelan muutos		3	4	-7	0	1	-9	-11	-3	-11	4	-30	-29
Arvostus													
Osakkeita	26.4	26.6	26.6	26.6	26.6	26.6	26.6	26.6	27.3	27.4	27.6		
Kurssi	2.80	5.10	8.10	7.00	7.50	5.99	8.83	9.67	9.27	7.98	8.05	6%	11%
Markkina-arvo	74	136	215	186	199	159	235	257	253	218	222		
EPS	0.33	0.49	0.61	0.56	0.54	0.59	0.64	0.48	0.34	0.47	0.52	-3%	5%
Osinko	0.14	0.24	0.27	0.29	0.33	0.43	0.63	1.10	0.63	0.35	0.41	-1%	11%
P/E	8.4	10.3	13.3	12.4	13.9	10.1	13.8	20.2	27.0	16.8	15.5		
EV/EBITA	4.3	7.4	9.1	8.6	9.3	6.4	9.7	15.8	20.1	14.3	11.2		
Osinkotuotto	5%	5%	3%	4%	4%	7%	7%	11%	7%	4%	5%		



V80-2.0MW & V90-3.0MW Meroicinha Portugal
Courtesy of Vestas Wind Systems A/S

Scania R124, Finland
Photo: Jonas Nordin
Copyright: Scania AB



ULKOMAISET YHTIÖMME



Photo: Bengt Wanselius
Copyright: Svenska Handelsbanken AB

"Det är med stor förtröstan
jag nu lämnar chefskapet
över Handelsbanken vidare
till Pär Boman.
Jag har alltid varit stolt
över att arbeta för Handelsbanken.
När Pär Boman nu tar över
vet jag att jag kommer att
fortsätta vara det."

Lars O. Grönstedt (2005)

*Ylpeys yhtiöstään, sekoitettuna riittäväällä nöyryydellä, on hyvän
yritysjohdajan (ja sitä kautta hyvän yrityksen) merkki.*

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 16 vuotta ollut alan tyytyväisimmät asiakkaat. Sen pääoman tuotto on 34 vuotta ylittänyt kilpailijoiden vastaavan.

Yhtiö sijoituskohteena:

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

Johto vaihtui keväällä 2006 hallituksen entisen puheenjohtajan päätettyä purjehtia maailman ympäri, entisen toimitusjohtajan otettua hänen paikkansa ja 15 vuotta talossa olleen nuoren kyvyn noustessa toimitusjohtajaksi. Johdon vaihtuminen on riski, mutta sisäinen rekrytointi on hyvän yhtiön merkki.

Laajentuminen henkivakuutuksissa (ja osakemarkkinoiden nousu) tullee jatkossa lisäämään pankin tuloksen heiluntaa.

Varainhoitajamme:



Pär Boman

syntynyt 1961
yhtiössä vuodesta 1991
toimitusjohtaja 2006

www.handelsbanken.se

Phoebusin omistus (31.3.2006)

Osakkeita: 55.000
Osuus yhtiöstä: 0,008%
Paino rahastossa: 6,5%

Lisätietoja katsauksessa: 4/2003, 1/2006

SEK miljoonia

	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	5v	10v
Tuloslaskelma													
Tuotot	13438	14549	15815	16837	17056	20680	21654	21664	22292	23981	26338	5%	7%
Tulos ennen veroja	5080	6765	8067	8007	8912	12001	11577	10829	11780	13520	15661		
Marginaali	37.8%	46.5%	51.0%	47.6%	52.3%	58.0%	53.5%	50.0%	52.8%	56.4%	59.5%	55%	53%

Tase (miljardeja)

Antolainaus	263	281	591	591	630	692	803	842	826	863	986		
Riskikorjattu		258	415	443	482	542	611	641	630	658	769		
Tier 1 pääoma		26	26	28	31	35	37	41	46	50	58		
Tier 1 vakavaraisuus		10.0%	6.2%	6.3%	6.5%	6.4%	6.1%	6.4%	7.3%	7.6%	7.6%		
Oma pääoma	25949	27549	32353	34431	38570	42466	48112	52192	56835	61109	65651	9%	10%
OPo tuotto pretax	20%	25%	25%	23%	23%	28%	24%	21%	21%	22%	24%	22%	23%

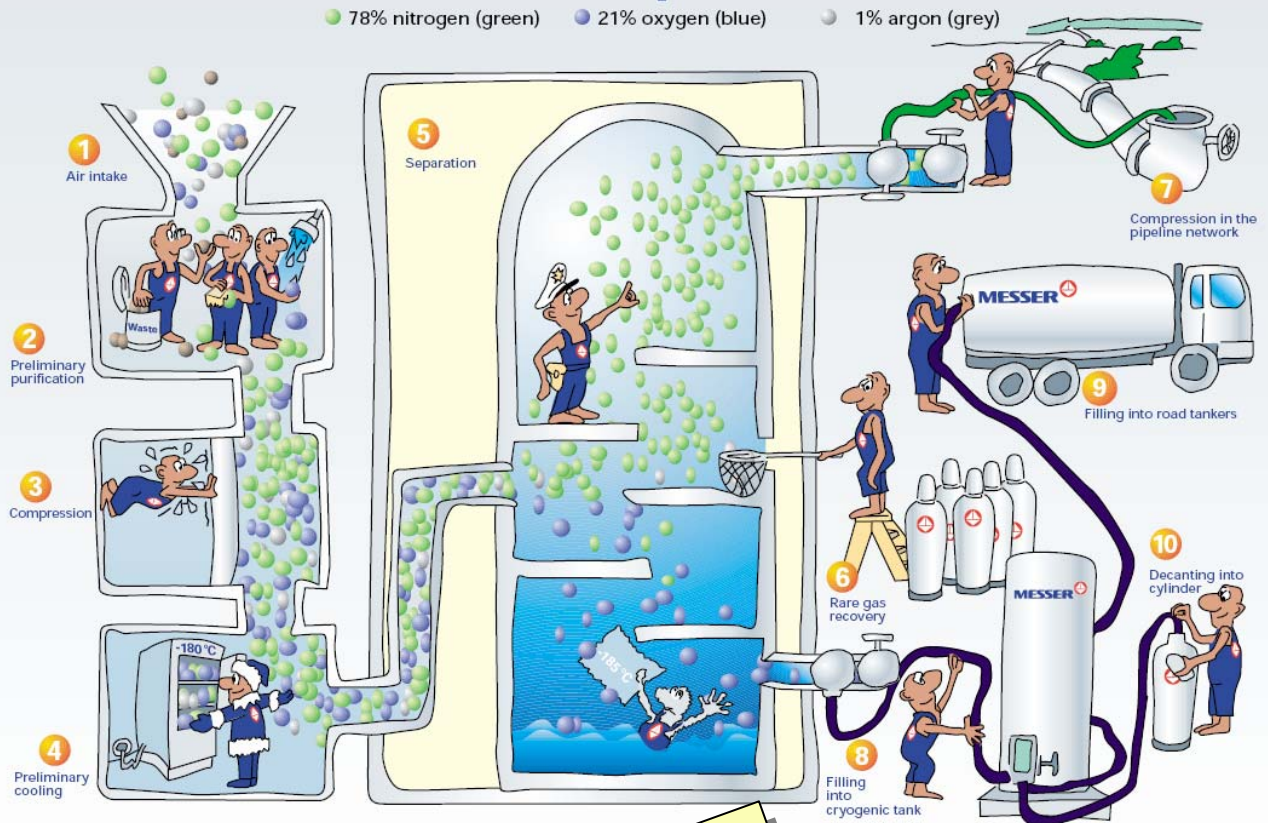
Kassavirta

Yritysosotot/-myynnit		0	-22870	0	-1550	-7100	-2525	0	0	-1100	0	-3625	-35145
Osingot		-3877	-1208	-1565	-1922	-2144	-2751	-3120	-3294	-3602	-4018	-16785	-27501
Annit /takaisinostot		2	0	0	0	-2950	-46	0	0	-3426	-2468	-5940	-8888

Arvostus

Osakkeita	684.3	714.7	714.7	714.7	714.7	693.2	693.4	693.4	693.4	669.6	656.5		
Kurssi	46.00	65.00	91.00	114.00	107.00	161.50	154.00	116.00	147.00	173.00	197.00	4%	16%
Markkina-arvo bn	31.5	46.5	65.0	81.5	76.5	112.0	106.8	80.4	101.9	115.8	129.3		
EPS	5.48	6.90	8.01	8.14	8.91	12.44	12.05	11.54	12.16	14.67	17.31	7%	12%
Osinko	1.25	1.67	2.17	2.67	3.00	4.00	4.50	4.75	5.25	6.00	7.00	12%	19%
P/E	8.4	9.4	11.4	14.0	12.0	13.0	12.8	10.1	12.1	11.8	11.4		
P/E ennen veroja	6.2	6.9	8.1	10.2	8.6	9.3	9.2	7.4	8.7	8.6	8.3		
Osinkotuotto	3%	3%	2%	2%	3%	2%	3%	4%	4%	3%	4%		

This is how air separation works



"L'hydrogène comme vecteur d'énergie est un thème de recherche fort qui nous fait entrer de plein-pied dans le monde des 50 prochaines années."

Benoît Potier (2005)

Uskon, että Benoît Potier on aivan oikeassa painottaessaan vetyä tulevaisuuden kasvualana, perinteisten hapen, typen ja jalokaasujen lisäksi. Hänen 50 vuoden perspektiivinsä voi tosin olla monelle spekulatiivisemmalle sijoittajalle hieman pitkä.



Liiketoiminta:

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

Linde on ostamassa BOC:n, joka keskittää alan entisestään.

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 osto 2004 oli melko iso, mutta sen integrointi näyttää sujuneen hyvin. Jos Linde/BOC –kauppa etenee, se voi ehkä avata Saksassa Air Liquidille paikan iskeä kun pääkilpailijalla (Linde) on kädet täynnä töitä oman yritysostonsa kanssa?

Varainhoitajamme:



Benoît Potier

syntynyt 1957
yhtiössä vuodesta 1981
toimitusjohtaja 1997

www.airliquide.com

Phoebusin omistus (31.3.2006)

Osakkeita: 4.500
Osuus yhtiöstä: 0,004%
Paino rahastossa: 3,9%

Lisätietoja katsauksessa: 4/2002, 2/2005

EUR miljoonia

	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	5v	10v
Tuloslaskelma													
Liikevaihto	4907	5242	5851	6087	6538	8099	8328	7900	8394	9376	10435	5%	8%
EBITA	662	680	800	871	964	1151	1215	1199	1235	1344	1518		
Marginaali	13.5%	13.0%	13.7%	14.3%	14.7%	14.2%	14.6%	15.2%	14.7%	14.3%	14.5%	15%	14%

Tase

NWC	-200	-226	-314	-291	-336	-331	-293	-360	-234	-729	-2053		
Käyttöomaisuus	4358	5082	6037	6612	8041	8254	8553	7834	7504	10235	12073		
Nettovelka	525	842	1259	1677	2433	2280	2584	2022	1730	3790	3811		
Oma pääoma +väh	3632	4015	4464	4644	5272	5643	5676	5452	5539	5715	6209		
Sijoitettu pääoma	4158	4857	5723	6321	7705	7923	8260	7474	7269	9505	10019	5%	9%
SiPo tuotto	17%	15%	15%	14%	13%	15%	15%	17%	18%	15%	16%	16%	15%

Kassavirta

Vapaa kassavirta	-12	-131	-172	135	529	725	942	668	527	613	3475	3825	
Yritysosot/-myynnit	-158	-95	-214	-319	-125	-372	-307	-75	-2037	205	-2586	-3497	
Osingot	-152	-174	-193	-224	-248	-318	-366	-414	-336	-391	-1825	-2817	
Annit /takaisinostot	17	14	-10	-94	-101	-242	-88	-139	-31	19	-482	-656	
Muut erät	-11	-32	171	-254	98	-97	381	251	-183	-466	-113	-140	
Nettovelan muutos	-317	-417	-418	-756	153	-304	562	292	-2060	-20	-1531	-3286	

Arvostus

Osakkeita	111.0	112.3	112.4	112.4	112.0	111.7	110.2	109.2	108.4	107.9	107.7		
Kurssi	73	81	92	104	122	130	130	115	126	136	163	5%	8%
Markkina-arvo	8138	9060	10301	11702	13628	14528	14336	12613	13628	14636	17531		
EPS	3.78	3.91	4.35	4.81	5.28	6.15	6.71	6.78	7.06	7.82	8.33	6%	8%
Osinko	1.26	1.38	1.54	1.75	1.90	2.42	2.58	2.91	2.91	3.50	3.85	10%	12%
P/E	19.4	20.6	21.1	21.7	23.0	21.2	19.4	17.0	17.8	17.3	19.5		
EV/EBITA	12.5	13.5	13.6	14.7	16.0	14.0	13.4	11.7	12.0	13.3	13.7		
Osinkotuotto	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	3%	2%	3%	2%		



Changing the system in UK



Potential of 450 TRCs with Tesco



Changing the system in Japan



Potential in Japan of 20,000-25,000 RVMs

"Within a longer perspective, there are many opportunities outside of our traditional deposit-based activities."

Amund Skarholt (2005)

Saksan markkinoiden kauan odotetun käynnistymisen lisäksi Tomran kasvualueita voi olla Japani ja Englanti. Erona perinteisiin maihin on, että näissä ei ole pullopanttia, joten keräyslaitteistojen myynti vaatii toisenlaisia insentivejä.



Liiketoiminta:

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

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

Yhtiö sijoituskohteena:

Saksan markkinat ovat vihdoinkin avautumassa. Vuoden 2005 viimeisen ja 2006 ensimmäisen neljänneksen aikana Tomra on saanut jo 9400 kierrätyslaitteen tilaukset, eli yli 60% Saksassa tehdyistä uusista tilauksista. Kaiken kaikkiaan Saksa voi kasvattaa Tomran asennettua laitekantaa yli puolella lähivuosina.

Vielä parempaa, Amund Skarholt on tuonut kuria yhtiön toimintaan. Kun liikevaihto kasvaa voimakkaasti ja kulut pysyvät kurissa, edellytykset vahvalle tulosparrannukselle ovat hyvät.

Varainhoitajamme:



Amund Skarholt

syntynyt 1948
yhtiössä vuodesta 2005
toimitusjohtaja 2005

www.tomra.com

Phoebusin omistus (31.3.2006)

Osakkeita: 95.000
Osuus yhtiöstä: 0,055%
Paino rahastossa: 3,2%

Lisätietoja katsauksessa: 3/2003, 4/2005

NOK miljoonia

	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	5v	10v
Tuloslaskelma													
Liikevaihto	501	784	1201	1456	2169	2718	2924	2674	2463	2512	2413	-2%	17%
EBITA	84	152	206	335	404	497	397	368	276	217	222		
Marginaali	16.8%	19.4%	17.2%	23.0%	18.6%	18.3%	13.6%	13.8%	11.2%	8.6%	9.2%	11%	14%
Tase													
NWC	110	94	149	326	356	594	325	284	364	263	315		
Käyttöomaisuus	313	513	836	1055	1229	1443	1825	1341	1323	1447	1497		
Nettovelka	27	103	-56	97	-20	-673	-641	-964	-1025	-922	-430		
Oma pääoma	395	504	1041	1284	1604	2709	2791	2588	2713	2632	2241		
Sijoitettu pääoma	423	607	985	1381	1585	2036	2150	1624	1687	1710	1811	-2%	16%
SiPo tuotto	20%	25%	21%	24%	26%	24%	18%	23%	16%	13%	12%	16%	20%
Kassavirta													
Vapaa kassavirta		23	25	29	228	-87	505	348	149	221	113	1335	1553
Yritystotot/-myynnit		-79	-185	-177	-41	-43	-368	-12	0	-219	1	-598	-1124
Osingot		-9	-11	-16	-21	-33	-36	-36	-45	-54	-321	-491	-581
Annit /takaisinostot		9	378	59	53	1086	122	14	0	0	-211	-75	1509
Muut erät		-19	-48	-48	-102	-269	-254	9	-43	-52	-73	-414	-899
Nettovelan muutos		-76	159	-154	117	653	-32	323	61	-104	-491	-243	457
Arvostus													
Osakkeita	149.1	150.2	155.5	163.5	166.0	170.0	177.7	178.4	178.5	178.5	174.0		
Kurssi	12.63	24.88	41.25	62.50	68.00	171.00	86.00	45.10	40.10	33.30	48.30	-22%	14%
Markkina-arvo	1883	3737	6412	10222	11287	29065	15283	8047	7157	5944	8404		
EPS	0.42	0.68	0.84	1.33	1.81	2.08	1.85	1.65	1.20	0.87	0.97	-14%	9%
Osinko	0.06	0.08	0.10	0.13	0.20	0.20	0.20	0.25	0.30	1.80	0.35	12%	19%
P/E	30.1	36.6	48.8	47.0	37.5	82.1	46.6	27.3	33.5	38.4	49.7		
EV/EBITA	22.7	25.2	30.8	30.8	27.9	57.2	36.9	19.3	22.3	23.2	36.0		
Osinkotuotto	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	1%	1%	5%	1%		



*"In 2005,
I believe State Street
became a stronger,
more efficient
and more focused company."*

Ronald E. Logue (2005)



STATE STREET.

Liiketoiminta:

State Street on maailman johtavia institutionaalisille sijoittajille tarkoitettujen ulkoistuspalvelujen tuottaja. Se säilyttää arvopapereita yli 10 triljoonan dollarin edestä ja sen varainhoidossa (lähinnä indeksituotteissa) on lähes 1500 miljardia dollaria. Päivittäin se laskee arvot lähes joka toiselle amerikkalaiselle sijoitusrahastolle.

Kaikki tämä edellyttää hyviä tietojärjestelmiä.

Yhtiö sijoituskohteena:

State Street toimii alalla, jolla suuruus on voimaa. Skaalaeduct estävät käytännössä uusien kilpailijoiden alalletulon. Yhtiöllä onkin 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 tuli talon sisältä, eikä kapulan vaihdos ole aiheuttanut ongelmia.

Varainhoitajamme:



Ronald E. Logue

syntynyt 1946
yhtiössä vuodesta 1990
toimitusjohtaja 2004

www.statestreet.com

Phoebusin omistus (31.3.2006)

Osakkeita: 12.000
Osuus yhtiöstä: 0,004%
Paino rahastossa: 3,0%

Lisätietoja katsauksissa: 1/2002, 1/2005

USD miljoonia

	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	5v	10v
Tuloslaskelma													
Tuotot	1575	1882	2342	2765	3119	3615	3914	3962	4453	4996	5499	9%	13%
Tulos ennen veroja	401	484	608	697	783	971	1085	1121	1237	1299	1458		
Marginaali	25.5%	25.7%	26.0%	25.2%	25.1%	26.9%	27.7%	28.3%	27.8%	26.0%	26.5%	27%	27%

Tase /liiketoiminta

Säilytys (bn)	2278	2942	3903	4812	5952	6118	6203	6171	9370	9497	10121		
Varainhoito (bn)	227	292	390	485	667	711	775	763	1106	1354	1441		
Oma pääoma	1483	1618	1847	2311	2652	3262	3845	4787	5747	6159	6375	14%	16%
OPo tuotto pretax	27%	30%	33%	30%	30%	30%	28%	23%	22%	21%	23%	23%	25%

Kassavirta

Yritysosotot/-myynnit		0	0	0	1659	0	-176	570	-887	-100	-43	-636	1023
Osingot		-61	-69	-84	-93	-106	-127	-149	-179	-209	-232	-896	-1309
Annit /takaisinostot		-119	-94	-69	-125	5	-188	23	373	-65	-433	-290	-692

Arvostus

Osakkeita	335.4	328.8	327.6	327.9	327.5	328.1	330.5	327.5	335.3	339.6	334.6		
Kurssi	11.25	16.16	29.10	35.06	36.53	62.11	52.25	39.00	52.08	49.12	55.44	-2%	17%
Markkina-arvo	3773	5311	9531	11495	11964	20378	17268	12772	17464	16681	18552		
EPS	0.74	0.89	1.16	1.33	1.49	1.81	2.08	2.20	2.34	2.47	2.78	9%	14%
Osinko	0.17	0.19	0.22	0.26	0.30	0.35	0.41	0.48	0.56	0.64	0.72	16%	16%
P/E	15.3	18.1	25.1	26.4	24.5	34.2	25.1	17.8	22.3	19.9	20.0		
P/E ennen veroja	9.4	11.0	15.7	16.5	15.3	21.0	15.9	11.4	14.1	12.8	12.7		
Osinkotuotto	2%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%		



"Verksamhetsutvecklingen i koncernens divisioner har nått en mognadsgrad, en specialisering och diversifiering där det nu är logiskt att låta våra tre icke- bevakningsinriktade delar stå på egna ben."

Thomas Berglund (2005)

Perinteisen vartiinnin lisäksi Securitaksen liiketoimintoja ovat kotivartiointi, järjestelmämyynti ja käteiskuljetus, jotka syksyllä erotetaan omiksi pörssinoteeratuiksi yhtiöiksi.



Liiketoiminta:

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

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

Yhtiö sijoituskohteena:

Securitas ilmoitti keväällä jakautuvansa ensi syksynä neljään pörssinoteerattuun yhtiöön. Käytännössä tämä tarkoittaa, että yhtiö erottaa ydinliiketoiminnastaan (vartiointi) strategisesti heikommät osat (järjestelmät ja käteiskuljetus) sekä nopeasti kasvavan kotivartiointin.

Perinteisen vartiointin osalta tämä tarkoittanee lisää resursseja kansainvälistymiseen, erityisesti Aasiassa ja Etelä-Amerikassa. Minun osaltani se tarkoittaa, että syksyllä on päätettävä mitkä osat pidämme Phoebuksen salkussa.

Varainhoitajamme:



Thomas Berglund

syntynyt 1952
yhtiössä vuodesta 1985
toimitusjohtaja 1993

www.securitasgroup.com

Phoebusin omistus (31.3.2006)

Osakkeita:	37.000
Osuus yhtiöstä:	0,010%
Paino rahastossa:	3,0%
Lisätietoja katsauksessa:	2/2004

SEK miljoonia

	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	5v	10v
Tuloslaskelma													
Liikevaihto	7309	9074	10763	13710	25646	40807	60364	65685	58850	59687	66014	10%	25%
EBITA	549	688	778	1003	1631	2560	3855	4458	3732	3900	4136		
Marginaali	7.5%	7.6%	7.2%	7.3%	6.4%	6.3%	6.4%	6.8%	6.3%	6.5%	6.3%	6%	7%

Tase

NWC		-742	-558	-526	-915	-453	-3126	-3376	-1495	-1404	-216		
Käyttöomaisuus		3513	4456	8296	12036	22931	27645	24926	22877	23863	27008		
Nettovelka		739	1533	2419	2053	12419	12583	9887	10687	10633	11945		
Oma pääoma		2033	2365	5351	9069	10059	11936	11663	10695	11826	14847		
Sijoitettu pääoma		2771	3898	7770	11121	22478	24519	21550	21382	22459	26792	4%	
SiPo tuotto		25%	20%	17%	17%	15%	16%	21%	17%	17%	15%	17%	

Kassavirta

Vapaa kassavirta		271	517	1301	812	4529	2648	1252	2213	1251	11892		
Yritysostot		-1132	-3713	-3701	-10944	-3002	-1710	-1308	-2362	-1213	-9595		
Osingot		-175	-201	-277	-356	-428	-542	-730	-730	-1095	-3525		
Annit /takaisinostot			46	2562	3437	0	379	157	0	0	0	536	
Muut erät			195	-51	-394	123	-1642	2143	-14	933	-255	1165	
Nettovelan muutos			-794	-886	366	-10366	-164	2696	-800	53	-1312	474	

Arvostus

Osakkeita	297.0	297.0	297.0	313.6	355.8	365.1	365.1	376.7	382.4	382.4	375.0		
Kurssi	26.25	49.65	60.00	126.00	154.00	175.00	199.00	104.00	97.00	114.00	132.00	-5%	18%
Markkina-arvo	7796	14745	17819	39516	54792	63897	72660	39176	37094	43595	49502		
EPS	1.39	1.62	1.89	2.17	3.38	4.20	6.14	7.04	6.22	6.61	7.23	11%	18%
Osinko	0.50	0.60	0.69	0.85	1.00	1.20	1.50	2.00	2.00	3.00	3.50	24%	21%
P/E	18.9	30.6	31.7	58.2	45.6	41.7	32.4	14.8	15.6	17.2	18.3		
EV/EBITA		22.5	24.9	41.8	34.9	29.8	22.1	11.0	12.8	13.9	14.9		
Osinkotuotto		2%	1%	1%	1%	1%	1%	2%	2%	3%	3%		

SOLUTION 1 **Screening and Selection Services:** Increases the prospect of identifying the right candidates, reducing the risk of litigation, fraudulent workers' compensation claims, and overall new hire costs

SOLUTION 2 **Time and Labor Management Solutions:** Reduces labor costs through an accurate accounting of employee time and efficient management of the workforce

SOLUTION 3 **ADP Payroll™:** Meets the payroll requirements of employers of virtually every size and type, and seamlessly enables the filing of payroll and other employment-related taxes

SOLUTION 4 **Professional Employer Organization Services:** Delivers comprehensive payroll, HR, benefit administration, and compliance solutions through a co-employment arrangement with small and mid-size companies

SOLUTION 5 **HR Administration Solutions:** Flexible solutions, including employee and manager self-service, that add incremental efficiency to the administration of the employer/employee relationship

SOLUTION 6 **Benefit Administration Solutions:** Integrated and standalone solutions for the enrollment and administration of COBRA, Health & Welfare, and Flexible Spending Accounts

SOLUTION 7 **Retirement Plan Services:** Provides recordkeeping for tax-advantaged programs for employers including: 401(k), Executive Deferred Compensation and 529 College Savings plans

"We are back on a solid growth trend and are gaining momentum. ADP has been a consistent growth company for many years. So, it is important to understand that our fiscal 2005 results are not a one-time event. The foundation for the future is solid."

Art Weinbach & Gary Butler (2005)

Perinteisen palkanlaskennan lisäksi ADP on jatkuvasti kehittänyt uusia palveluja niin, että se on tänään erittäin laaja henkilöstöhallinnon ulkoistamiskumppani asiakkailleen, jotka ovat enimmäkseen suuryhtiöitä.



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 ja autokauppojen 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 17 miljardia dollaria asiakasvaroja, joten se hyötyy korkotason noususta.

Pitkäaikainen toimitusjohtaja Art Weinbach jää eläkkeelle syksyllä 2006. Hänen seuraajansa Gary Butler on ollut 31 vuotta talossa, ja on vasta viides toimitusjohtaja ADP:n 56 vuoden historian aikana. Tämä on yhtiö, jossa johtajat valitaan tarkkaan!

Varainhoitajamme:



Gary C. Butler

syntynyt 1946
yhtiössä vuodesta 1975
toimitusjohtaja 2006

www.adp.com

Phoebusin omistus (31.3.2006)

Osakkeita:	14.000
Osuus yhtiöstä:	0,002%
Paino rahastossa:	2,7%
Lisätietoja katsauksessa:	3/2004

USD miljoonia

30-Jun

	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	5v	10v
Tuloslaskelma													
Liikevaihto	2894	3567	4110	4843	5456	6168	6854	7004	7147	7755	8499	7%	11%
EBITA	559	665	782	870	1058	1261	1507	1673	1518	1438	1644		
Marginaali	19.3%	18.6%	19.0%	18.0%	19.4%	20.4%	22.0%	23.9%	21.2%	18.5%	19.3%	21%	20%
Tase													
NWC	-1	-109	-363	-461	-356	-230	-221	-312	-719	-894	-902		
Käyttöomaisuus	1206	1735	1931	2419	2341	2492	2435	2767	3831	4295	4642		
Nettovelka	-892	-690	-1093	-1481	-2023	-2321	-2487	-2659	-2260	-2016	-2043		
Oma pääoma	2097	2315	2661	3439	4008	4583	4701	5114	5371	5418	5784		
Sijoitettu pääoma	1204	1626	1568	1958	1985	2262	2214	2455	3112	3401	3741	11%	12%
SiPo tuotto	46%	41%	50%	44%	53%	56%	68%	68%	49%	42%	44%	52%	51%
Kassavirta													
Vapaa kassavirta		490	822	656	625	762	1002	1216	1421	1065	1059	5763	9118
Yritysosot/-myynnit		-473	-115	-279	169	-161	-73	-213	-647	-268	-417	-1618	-2478
Osingot		-112	-130	-153	-181	-213	-248	-277	-285	-309	-345	-1463	-2252
Annit /takaisinostot		-120	-56	40	15	-28	-717	-647	-846	-461	-401	-3072	-3221
Muut erät		12	-117	124	-85	-63	202	93	-43	-270	131	113	-16
Nettovelan muutos		-202	403	388	542	297	166	172	-399	-243	27	-277	1151
Arvostus													
Osakkeita	608.6	615.9	620.1	628.2	636.9	646.1	646.0	630.6	605.9	598.7	590.0		
Kurssi	14.71	18.26	22.44	35.11	42.71	52.37	48.91	43.12	33.86	41.88	41.97	-4%	11%
Markkina-arvo	8952	11246	13915	22056	27202	33836	31595	27191	20516	25076	24763		
EPS	0.65	0.74	0.86	1.03	1.16	1.36	1.59	1.75	1.68	1.56	1.79	6%	11%
Osinko	0.16	0.19	0.22	0.26	0.30	0.34	0.40	0.45	0.48	0.54	0.61	12%	14%
P/E	22.7	24.7	26.0	34.0	36.8	38.4	30.8	24.7	20.2	26.8	23.5		
EV/EBITA	14.4	15.9	16.4	23.6	23.8	25.0	19.3	14.7	12.0	16.0	13.8		
Osinkotuotto	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%		



Photo: Scania CV AB

"Vi har i dag
omkring 50 procent
av våra tillgångar i
försäljnings- och serviceledet,
jämfört med 20 procent
för bara 15 år sedan."

Leif Östling (2005)

Scania strategien ydin on kauan ollut modulaarisessa tuotannossa, jonka ansiosta yhtiön tuotannon tehokkuus on pääkilpailijoita parempi. Scania on samalla jatkuvasti muuttumassa hiljalleen huolto-, myynti- ja rahoitusyhtiöksi, joka osaltaan parantaa kannattavuutta.



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 17 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.

Korkeasta öljyn hinnasta huolimatta kuorma-autojen kysyntä on Scanian päämarkkinoilla Euroopassa pysynyt hyvänä. Tämä johtuu suurelta osin siitä, että vanhoja rekkoja viedään Itä-Eurooppaan, joka kasvattaa uusien kysyntää Länsi-Euroopassa. Näkymät ovat edelleen kohtalaisen hyvät.

Yhtiö on viimeksi tehnyt tappiota vuonna 1934.

Varainhoitajamme:



Leif Östling

syntynyt 1945
yhtiössä vuodesta 1972
toimitusjohtaja 1989

www.scania.com

Phoebusin omistus (31.3.2006)

Osakkeita:	15.000
Osuus yhtiöstä:	0,008%
Paino rahastossa:	2,7%
Lisätietoja katsauksessa:	1/2004

SEK miljoonia

	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	5v	10v
Tuloslaskelma													
Liikevaihto	31148	28794	33304	37509	38662	45859	48310	46140	50581	56788	63328	7%	7%
EBITA	5011	2787	2716	3251	4655	4623	2089	3548	4759	5887	6330		
Marginaali	16.1%	9.7%	8.2%	8.7%	12.0%	10.1%	4.3%	7.7%	9.4%	10.4%	10.0%	9%	9%

Tase

NWC	2524	2086	2999	2946	5112	5277	1738	-192	-1219	-177	322		
Käyttöomaisuus	12408	13529	15098	16074	17146	18285	22361	21947	22937	23497	26508		
Nettovelka	6836	6475	7744	7169	8710	7864	8104	4824	3467	2270	3094		
Oma pääoma	8096	9140	10353	11851	13548	15698	15995	16931	18251	21050	23736		
Sijoitettu pääoma	14932	15615	18097	19020	22258	23562	24099	21755	21718	23320	26830	3%	6%
SiPo tuotto	34%	18%	15%	18%	22%	20%	10%	18%	24%	27%	26%	21%	20%

Kassavirta

Vapaa kassavirta		1004	-46	1985	838	2882	3020	3187	2935	2372	2861	14375	21038
Yrityssostot		-121	-483	5	-1121	-457	-929	1165	-26	0	0	210	-1967
Osingot		-1100	-1100	-1100	-1300	-1400	-1400	-700	-1100	-1200	-3000	-7400	-13400
Annit /takaisinostot		0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Muut erät		578	360	-315	42	-179	-931	-372	-452	25	-685	-2415	-1929
Nettovelan muutos		361	-1269	575	-1541	846	-240	3280	1357	1197	-824	4770	3742

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	287.50	6%	5%
Markkina-arvo	36000	34100	35800	30000	61300	42000	38400	33700	40600	52600	57500		
EPS	15.58	9.09	8.80	10.37	14.86	14.37	4.74	10.95	15.17	20.39	23.33	10%	4%
Osinko	5.50	5.50	5.50	6.50	7.00	7.00	3.50	5.50	6.00	15.00	15.00	16%	11%
P/E	11.6	18.8	20.3	14.5	20.6	14.6	40.5	15.4	13.4	12.9	12.3		
EV/EBITA	8.4	14.3	15.6	11.1	14.6	10.4	19.6	10.0	8.6	8.7	8.8		
Osinkotuotto	3%	3%	3%	4%	2%	3%	2%	3%	3%	6%	5%		



Assembly of nacelles, Ringköping
Courtesy of Vestas Wind Systems A/S

"Huge challenges, hard work
and some serious disappointments
marked 2005, a year
I would characterise as
entirely unsatisfactory
in terms of financial performance."
Ditlev Engel (2005)

Puutteellinen tuotannon ohjaus, joka johti ennakoitua suurempiin alihankinta- ja laatukuluihin, oli osa Vestaksen ongelmia vuonna 2005. Uskon, että perussy s ekavaan tilanteeseen on NEG Miconin integroiminen samaan aikaan kun markkinat ovat kasvaneet voimakkaasti. Uusi strategia, joka priorisoi kannattavuutta kasvun edelle, tuntuu järkevältä.



Liiketoiminta:

Vestas on maailman johtava tuulimyllyjen toimittaja. Viime vuonna sen globaali markkinaosuus oli 28% - se myi 3185MW uutta kapasiteettia. Ala kasvaa erittäin nopeasti, viimeisen 10 vuoden aikana globaali kysyntä on 9-kertaistunut.

Tuulivoiman kilpailukyky on parantunut alan oman teknisen kehityksen ansiosta, mutta myös ulkoisten tekijöiden, kuten päästöoikeuksien kaupan aloittaminen, on auttanut.

Yhtiö sijoituskohteena:

Vestas on pari vuotta ollut melko sekaisin, ostettuaan vuonna 2004 tanskalaisen kilpailijansa NEG Miconin. Uusi toimitusjohtaja Ditlev Engel on realistisesti arvioinut tilanteen, käärihän hihat ja ryhtynyt töihin.

Vestasin tavoitteena on 10% liikevoitto vuonna 2008. Uskon, että tämä aikataulu voi olla hieman optimistinen, mutta jo vuosi 2006 osoittanee miten Engelin lääkkeet alkavat auttaa.

Varainhoitajamme:



Ditlev Engel

syntynyt 1964
yhtiössä vuodesta 2005
toimitusjohtaja 2005

www.vestas.com

Phoebusin omistus (31.3.2006)

Osakkeita: 24.000
Osuus yhtiöstä: 0,013%
Paino rahastossa: 2,6%

Lisätietoja katsauksessa: 1/2003, 3/2005

EUR miljoonia

	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	5v	10v
Tuloslaskelma													
Liikevaihto	203	253	263	381	633	868	1281	1395	1653	2633	3583	33%	33%
EBITA	11	15	19	32	65	94	134	75	76	108	-116		
Marginaali	5.2%	6.1%	7.2%	8.4%	10.3%	10.9%	10.4%	5.4%	4.6%	4.1%	-3.2%	3%	4%
Tase													
NWC	44	45	38	9	69	143	283	518	456	710	227		
Käyttöomaisuus	42	47	50	72	103	152	237	322	385	930	1100		
Nettovelka	52	53	51	-14	25	80	-47	244	228	390	366		
Oma pääoma	34	39	37	94	148	215	567	596	613	1251	962		
Sijoitettu pääoma	86	92	88	80	172	295	520	840	841	1640	1328	35%	31%
SiPo tuotto	12%	18%	24%	42%	41%	38%	30%	11%	9%	7%	-9%	6%	10%
Kassavirta													
Vapaa kassavirta		3	16	33	-44	-52	-141	-269	66	-216	75	-484	-528
Yritysosot/-myynnit		0	0	0	-7	-1	284	0	-34	-580	-6	-336	-345
Osingot		0	0	0	-8	-8	-14	-21	-11	0	0	-46	-63
Annit /takaisinostot		0	0	32	4	4	0	2	0	671	0	673	713
Muut erät		-3	-15	-1	17	3	-3	-2	-5	-38	-44	-92	-91
Nettovelan muutos		-1	1	65	-39	-55	126	-291	17	-162	24	-286	-313
Arvostus													
Osakkeita	113.9	113.9	113.9	116.0	116.8	117.0	117.3	117.3	117.3	174.9	174.9		
Kurssi			3.37	4.12	15.82	52.91	27.62	8.45	11.70	9.14	13.87	-23%	
Markkina-arvo			384	478	1848	6192	3239	991	1372	1599	2425		
EPS	0.04	0.08	0.10	0.22	0.44	0.64	0.79	0.39	0.31	0.26	-1.09		
Osinko	0.00	0.00	0.00	0.00	0.07	0.12	0.18	0.09	0.00	0.00	0.00		
P/E			32.6	18.9	35.8	82.6	35.2	21.4	38.2	34.8	-12.7		
EV/EBITA			21.0	13.7	26.3	56.0	20.1	13.2	21.1	18.4	-24.1		
Osinkotuotto			0%	0%	0%	0%	1%	1%	0%	0%	0%		



"Our profitability,
as measured by
Return on Capital Employed,
has grown each year since 1999,
reaching profitability
levels of 26.5% in 2005."

Eduardo Solorzano (2005)

Eduardo Solorzano on syystä tyytyväinen yhtiönsä pääoman tuottoon. Mutta miksi hänen laskemansa luku on paljon pienempi kuin minun? Koska useimmat yhtiöt laskevat kassansa mukaan sijoitettuun pääomaan. Minun lukuni sen sijaan kuvastavat liiketoimintaan sidotun pääoman tuottoa



Liiketoiminta:

Walmart de Mexico (Walmex) on Meksikon suurin päivittäistavara-kauppaketju, jolla on noin 2,4 miljoonaa neliometriä (240 ha) myyntialaa 432 itsepalvelumyymälässä ympäri maata (lisäksi sillä on 53 vaatemyymälää ja 298 ravintolaa).

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

Yhtiö sijoituskohteena:

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

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

Eduardo Solorzanon kausi toimitusjohtajana on alkanut erittäin lupaavasti, vahvan kasvun ja hyvän kustannuskurin merkeissä.

Varainhoitajamme:



Eduardo Solorzano

syntynyt 1957
yhtiössä 1985-94, 1998-
toimitusjohtaja 2005

www.walmartmexico.com.mx

Phoebusin omistus (31.3.2006)

Osakkeita:	165.202
Osuus yhtiöstä:	0,002%
Paino rahastossa:	1,8%
Lisätietoja katsauksessa:	4/2004

MXN miljoonia

	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	5v	10v
Tuloslaskelma													
Liikevaihto	25983	30814	39245	51475	60776	73947	88541	105806	120553	140460	164369	17%	20%
EBITA	702	1138	1510	1920	3056	3915	5115	6315	7378	9533	12258		
Marginaali	2.7%	3.7%	3.8%	3.7%	5.0%	5.3%	5.8%	6.0%	6.1%	6.8%	7.5%	7%	6%

Tase

NWC	-206	84	-1788	-3018	-3401	-9699	-8712	-8739	-10724	-10660	-15757		
Käyttöomaisuus	12719	14961	18021	21930	24963	28449	32161	36872	40849	45761	53396		
Nettovelka	-3093	-4584	-6495	-7543	-9302	-11997	-9399	-9768	-11764	-11846	-14161		
Oma pääoma	15606	19629	22728	26456	30864	30746	32848	37901	41889	46948	51801		
Sijoitettu pääoma	12513	15045	16233	18912	21562	18749	23449	28133	30125	35101	37639	15%	12%
SiPo tuotto	6%	8%	9%	10%	14%	21%	22%	22%	24%	27%	33%	26%	21%

Kassavirta

Vapaa kassavirta				2973	3389	4409	752	2080	4935	4985	8468	21220	
Yrityssotot				0	0	0	0	0	0	0	0	0	
Osingot				0	0	0	-2070	-250	-1677	-476	-543	-5015	
Annit /takaisinotot				-2021	-1689	-1268	-627	-683	-823	-3910	-4755	-10799	
Muut erät				96	58	-446	-652	-778	-439	-516	-856	-3242	
Nettovelan muutos				1048	1759	2694	-2597	369	1996	83	2315	2165	

Arvostus

Osakkeita	9618	9618	9618	9312	9072	8948	8888	8924	8866	8740	8646		
Kurssi	3.48	4.28	9.04	6.09	9.02	8.85	10.76	10.09	15.12	19.19	28.96	27%	24%
Markkina-arvo	33423	41117	86947	56710	81829	79190	95587	89997	134051	167727	250386		
EPS	0.16	0.18	0.22	0.27	0.39	0.40	0.47	0.55	0.62	0.90	1.10	22%	22%
Osinko	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.23	0.16	0.19	0.22	0.32	0.38		
P/E	22.3	23.9	40.9	22.2	23.3	22.2	22.8	18.2	24.6	21.4	26.4		
EV/EBITA	43.2	32.1	53.3	25.6	23.7	17.2	16.8	12.7	16.6	16.4	19.3		
Osinkotuotto	0%	0%	0%	0%	0%	3%	1%	2%	1%	2%	1%		

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

4.

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

Jännitys saattaa muussa elämässä olla joskus tarpeen, mutta sijoitustoiminnan pitää mielestäni olla kannattavaa eikä 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 epälikvidejä, 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.oldenburg@seligson.fi Soittaakin tietysti voi, mutta sähköpostin etu on, että olen aina sen kautta tavoitettavissa (joskin viiveellä) - luurin päähän voi olla vaikea aina ehtiä. Sähköposti jää myös parhaiten muistiin. Pyrin keräämään parhaat palautteet nettisivuille kaikkien kiinnostuneiden tietoon. Otan erityisen suurella kiitoksella vastaan kaikki sellaiset ehdotukset, jotka auttavat meitä parantamaan palveluamme.

6.

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

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

7.

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

Kustannuksilla on merkitystä. Sijoitusrahastojen tuotot eivät keskimäärin pärjää 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 sopolilauman tavoin niissä osakkeissa, jotka ovat muodissa. Tämä on sinänsä loogista, kun esimerkiksi rahastot kilpailevat uusista sijoittajista, jotka muodostavat sijoituspäätöksensä (lyhyen) historiallisen tuoton perusteella. Se kuitenkin jättää useita erittäin hyviä - mutta epämuodikkaita - yrityksiä huomiotta. Phoebus sijoittaa juuri näihin. Kyseessä ovat usein pienet yhtiöt, joista suuret salkunhoitajat eivät ole kiinnostuneita. Phoebusin "tyyliriski" (small-cap) on jo tästä syystä merkittävä. Lisäksi hajautus tulee yleensä olemaan huono, koska 1) hyviä mutta halpoja yhtiöitä ei ole rajattomasti ja 2) sijoitan vain sellaisiin yhtiöihin, joiden liiketoiminnan perusteet koen ymmärtäväni, ja käsityskykyni on valitettavan rajallinen. Phoebus ei siis hajauta salkkuun kovinkaan tehokkaasti, eikä sitä pidä käyttää koko osakesalkun rakentamiseksi, vaan muuten hyvin hajautetun salkun pieneksi lisämausteeksi.

8.

Joillekin Phoebus ei yksinkertaisesti sovi.

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

LOPUKSI

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

Anders Oldenburg
salkunhoitaja
anders.oldenburg@seligson.fi

Encyclopedia
Mythica™

The son of Zeus and Leto, and the twin brother of Artemis, Apollo was the god of music and also of prophecy, colonization, medicine, archery, poetry, dance, intellectual inquiry and the carer of herds and flocks.

He was also a god of light, known as "**Phoebus**".

Sacred to Apollo are the swan, the wolf and the dolphin. His attributes are the bow and arrows, on his head a laurel crown, and the cithara and plectrum. But his most famous attribute is the tripod, the symbol of his prophetic powers.

Apollo's first achievement was to rid Pytho (Delphi) of the serpent (or dragon) Python. After killing Python and taking possession of the oracle, the god of light (Phoebus) became known as "Pythian Apollo". Delphi became the most important oracle center of Apollo.



SELIGSON & CO RAHASTOYHTIÖ OYJ

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

www.seligson.fi
