

---

# PHOEBUS

OSUUDENOMISTAJAN VUOSIKIRJA 2009



*Yksinkertainen on tehokasta.*

# SISÄLTÖ

SALKUNHOITAJALTA	3
SIJOITUKSET	6
RAHASTON ARVON KEHITYS	7
OSUUDENOMISTAJA PUHUU	8
KUSTANNUKSILLA ON MERKITYSTÄ	10
SIJOITUSKRITEERIT	11
TAULUKOIDEN LUKUOHJE	13
SALKKUYHTIÖMME	14
Vacon	15
Lassila & Tikanoja	16
Tieto	17
Vaisala	18
Tulikivi	19
Nokian Tyres	20
Exel	21
Tamfelt	22
Stockmann	23
Air Liquide	24
H&M	25
Handelsbanken	26
Fastenal	27
ADP	28
Progressive	29
YKSINKERTAINEN ON TEHOKASTA	30
Costco	31
Seco Tools	32
Harley-Davidson	33
State Street	34
HHLA	35
OSUUDENOMISTAJAN OPAS	36

# SALKUNHOITAJALTA

Hyvät Phoebuksen kanssaomistajat,

meillä ei peljätä – *we don't do fear!*

*"Koska viimeksi kuluneiden 105 vuoden aikana olemme nähneet sotia, kriisejä, lamaa, taantumia, kansannousuja ja vallankumouksia. Olemme nähneet tuhansien hermoilijoiden häipyvän taustapeileihimme. Ja joka kerta maamme on noussut jaloilleen, entistä vahvempaan."*

Näin mainosti viime vuonna salkkuyhtiömme Harley-Davidson amerikkalaisissa sanoma- ja aikakauslehdissä. H-D:n uuden tulemisen evankeliumi pätee hyvin myös osakemarkkinoilla. Ehkä me sijoittajat emme tarvitse juuri 1,6-litraisen V-Twin –moottorin pörinää tukahduttamaan "iltauutisten höpö-höpöä", mutta H-D on oikeassa siinä, että näinä aikoina on tärkeää nähdä asiat oikeassa perspektiivissä ja antaa median liikkeelle lietsoman sopulauman mennä menojaan.

## ENNENKUULUMATONTA?

Kuluneen talven aikana monet kommentaattorit ovat kauhistelleet "ennenkuulumattoman rajua" kurssilaskua. Mutta onko kurssilasku todella ollut ennenkuulumaton?

Selasin huvikseni vanhoja veroilmoituksiani ja huomasin, että vuoden 1975 lopusta vuoden 1977 loppuun silloisista osakkeistani Wärtsilä laski -55 %, Tampella -51 %, Marimekko -50 %, Serlachius -48 % ja Schauman -45 %. Kurssimuutokset huipusta pohjalle olivat vielä suurempia, mutta niitä en enää muista.

Sen sijaan kurssimuutoksista vuosien 1988-89 huipulta vuosien 1991-92 pohjalukemiin löysin arkistoistani tarkempaa dataa 26 suomalaisen yhtiön osalta. Muutokset näyttävät suurilta jopa viimeisyksiisiin verrattuna, eikö vain?

Kolmas esimerkki, joka on varmasti vielä meidän kaikkien muistissa, mutta joka toki koski vain yhtä toimialaa, oli vuosituhannen vaihteen IT-kupla. Kun rajaamme tarkastelun yksittäisille toimialoille ja/tai yksittäisiin maihin huomaamme, että esimerkkejä reilusti yli 50% laskuista löytyy lukuisia: Venäjä 1998, Argentiina 2001, bioteknologia 1987 ja niin edelleen.

Yhteistyökumppanimme Capital Groupin toimitusjohtaja Jim Fullerton osui mielestäni naulan kantaan marraskuussa 1974 pitämässään puheessa, jossa hän vertasi pörssin silloista tilannetta kevääseen 1942. Fullerton sanoi (vapaasti käännettynä):

*"Yksi suuri syy siihen, että välittäjät ja sijoittajat tänään ovat äärimmäisen pessimistisiä, sekaannuksesta ymmällään ja jopa kauhistuneita on, että useimmilla ei ole omakohtaista kokemusta tämän kaltaisista markkina-liikkeistä. He kokevat, että tämä on ennenkuulumatonta, koska **he itse** eivät ole kokeneet mitään vastaavaa."*

## RAHASTON KEHITYS


Phoebuksen arvo on laskenut -33,5 % sitten viime Vuosikirjan (31.7.08) ja kokonaiset -51,5 % kaikkien aikojen korkeimmasta arvostaan, jonka rahasto saavutti 16. heinäkuuta 2007. Muutokset ovat suuria, mutta en puhuisi ennenkuulumattomasta laskusta.

Vertailuindeksimme on vastaavasti samoilla ajanjaksoilla laskenut -38,9 % ja -56,0 %. Rahasto on siis pärjännyt hieman markkinoita paremmin. Mutta näin suuri ja nopea kurssilasku tarttuu väijäämättä hyvienkin yhtiöiden osakkeisiin, joten emme voi olla huonoille ajoille immuuneja.

### SUOMALAISTEN YHTIÖIDEN KURSSIMUUTOKSET 1988/89 HUIPPUTASOSTA 1991/92 POHJALUKEMIIN

Yhtiö	Kurssi	Yhtiö	Kurssi
Aamulehti	-93%	Cultor	-74%
Finnair	-93%	Outokumpu	-73%
Asko	-92%	Vaisala	-72%
Instrumentarium	-89%	Stockmann	-71%
Valmet	-89%	Enso	-69%
Partek	-87%	Kymmene	-65%
Itikka-Lihapolar	-87%	Rautakirja	-63%
Metsä-Serla	-82%	Rautaruukki	-62%
Amer	-82%	Hartwall	-60%
Lounais-Suomen Sähkö	-81%	WSOY	-60%
Repola	-77%	Kesko	-55%
Hackman	-75%	Kone	-33%
Lassila & Tikanoja	-74%	Huhtamäki	-31%

**WE DON'T DO FEAR** OVER THE LAST 105 YEARS IN THE SADDLE, WE'VE SEEN WARS, CONFLICTS, DEPRESSION, RECESSION, RESISTANCE, AND REVOLUTIONS. WE'VE WATCHED A THOUSAND HAND-WINGING PUNDITS DISAPPEAR IN OUR REAR-VIEW MIRROR. BUT EVERY TIME, THIS COUNTRY HAS COME OUT STRONGER THAN BEFORE. BECAUSE CHROME AND ASPHALT PUT DISTANCE BETWEEN YOU AND WHATEVER THE WORLD CAN THROW AT YOU. FREEDOM AND WIND OUTLAST HARD TIMES. AND THE HUMBLE OF AN ENGINE DROWNS OUT ALL THE SPIN ON THE EVENING NEWS. IF 105 YEARS HAVE PROVED ONE THING, IT'S THAT FEAR SOCKS AND IT DOESN'T LAST LONG.

SO SCREW IT, LET'S RIDE. 

AGREE? THEN VISIT [WWW.HARLEY-DAVIDSON.COM/SCREWIT](http://WWW.HARLEY-DAVIDSON.COM/SCREWIT)

### MITEN TAANTUMA VAIKUTTAA MEIHIN?

Miten salkunhoitajanne on reagoanut yllättäviin markkina-liikkeisiin? Aivan kuten ennenkin – eipä juuri mitenkään! Tämä ei osoita laiskuutta tai välinpitämättömyyttä, vaan heijastaa ainoastaan sitä tosiasiaa, että markkina-liikkeet eivät aiheuta pitkäjänteiselle sijoittajalle tarvetta muuttaa toimintatapojaan.

Sitten viime Vuosikirjan, eli viimeksi kuluneen seitsemän kuukauden aikana, olen käynyt kauppaa yli 3,7 miljoonalla eurolla, joka vastaa lähes neljäsosaa silloisesta ja puolet nykyisestä rahaston kokonaisarvosta. Tästä voisi vetää johtopäätöksen, että salkunhoitaja on ollut paniikissa.

Mutta ei nyt sentään. Handelsbankenin osakesarjan vaihto – yksittäinen ”arbitraasikauppa”, joka tuotti meille riskittömästi 5 256 euroa – oli 30 % kaupankäynnistä.

Yksittäisen asiakkaan suuri lunastus, jonka toteuttamiseksi oli myytävä osakkeita, edustaa puolta kaupoista.

Poistunut asiakas on ehkä ollut paniikissa, en tiedä. Mutta omat varsinaiset kauppani ovat lähinnä olleet kahden uuden salkkuyhtiön ostoja, jotka muodostavat vain viidesosan kaikista kaupoista. Olen tehnyt sen, minkä parhaiten osaan – omistanut yhtiöitämme. Hötkyilemättä.

Aivan näin staattinen salkkumme tuskin tulee jatkossa olemaan. Markkinatilanne on jo nyt avannut meille uusia mahdollisuuksia – josta esimerkkinä Seco Toolsin ja HHLA:n tulo salkkuun. On hyvin mahdollista, jopa todennäköistä, että rajut kurssiliikkeet tulevat tarjoamaan meille mahdollisuuksia vaihtaa jotkut nykyiset omistuksemme vielä parempiin ja/tai halvempiin yhtiöihin.

## ARVOPAPERIKAUPAT 1.8.2008 - 18.3.2009 (euroissa)

## OSTOT

Handelsbanken A	565 457
Seco Tools	361 686
Hamburger Hafen und Logistik	242 231
Harley-Davidson	87 518

Ostot yhteensä	1 256 892
Merkinnät	518 613

## MYYNIT

Handelsbanken B	570 712
Vacon	284 388
Lassila & Tikanoja	173 876
Air Liquide	159 405
Niscayah	157 539
H&M	136 952
Handelsbanken A	134 596
ADP	133 370
Progressive	126 313
Costco	123 349
Fastenal	108 917
Vaisala	106 826
Tieto	93 081
Tamfelt etu	62 894
Stockmann B	54 837
Exel	43 576
Tulikivi	15 668

Myynnit yhteensä	2 486 300
Lunastukset	2 393 626

Pyrin välttämään turhaa kaupankäyntiä, koska kaupankäynti maksaa aina, mutta se ei aina ole tuottavaa. Tämä ei kuitenkaan tarkoita, että en kävisi lainkaan kauppaa.

Olen itse asiassa innokkaampi kuin pitkään aikaan löytämään meille uusia sijoituskohteita ja/tai vaihtamaan osan vanhoista paremman tuottopotentiaalin omaaviin. Maailma ei tule loppumaan tähän. Talous tulee pitkässä juoksussa jatkamaan kasvuaan ja pörssissä listatut yhtiöt tulevat keskimäärin vaurastumaan talouskasvun tahdissa. Lisäksi sijoittaja nauttii jatkossakin yhtiöidensä vuosittain maksamista osingoista.

Ainoa asia, joka on muuttunut on, että osakkeiden tuleva tuotto-odotus on noussut samassa tahdissa kuin tulevaista tuotoista tänään maksamamme hinta – eli suomeksi osakkeen kurssi – on laskenut. Osake on tässä suhteessa täsmälleen samanlainen kuin obligaatio – mitä vähemmän maksamme tulevasta tuotoista, sitä suurempi on tuotto-odotuksemme. Jostain syystä moni ei tunnu tätä helposti mieltävän, mutta niin se on.

Lainatakseni jälleen kerran suurta sijoittajaa – tällä kertaa vaihteeksi Warren Buffettin sijaan Sir John Templetonia:

*"Nousumarkkinat syntyvät pessimismistä, kasvavat skeptisyydessä, vanhentuvat optimismiin ja kuolevat euforiaan. Äärimmäinen pessimismi antaa parhaat ostotilaisuudet, euforia parhaan tilaisuuden myydä."*

## ROHKEUTTA!

Templeton ei ollut mielipiteineen yksin. Yllä lainaamani Capital Groupin Jim Fullertonin puhe jatkui:

*"Rohkeutta! Me olemme kokeneet tämän ennenkin. Hyvin hoidetut sijoitusrahastot ovat laskeneet yhtä paljon aiemminkin. Ja niiden rahastojen osuudenomistajat, kuten myöskin me, jotka ansaitsemme leipämme sijoitusrahastoilla, pysyivät hengissä ja vaurastuivat."*

Fullerton oli oikeassa. Seuraavan vuoden aikana osakekurssit Amerikassa nousivat 30 % ja 10 vuodessa ne nousivat 134 % (eli keskimäärin 9 % vuodessa).

Helsingin pörssissä muutos oli vielä rajumpi. Pohja saavutettiin syyskuussa 1992. Seuraavan vuoden aikana kurssit nousivat 154 % (portfolioindeksillä mitaten). Viidessä vuodessa osakkeiden arvo lähes kuusinkertaistui.

Harley-Davidsonin viesti on sama kuin Fullertonin, vaikka sen artikuloinnissa ei ole Wall Streetin slangia vaan brändiin sopivampaa Open Road -henkeä:

*"Jos viimeiset 105 vuotta ovat todistaneet jotain, niin sen että pelko on syvältä eikä se kestä kauan. Siis pelko pois - ja hanaa!"*

Helsingissä 20.3.2009  
malttia ja vaurastumista toivottaen,



Anders Oldenburg  
salkunhoitaja  
[anders.oldenburg@seliqson.fi](mailto:anders.oldenburg@seliqson.fi)



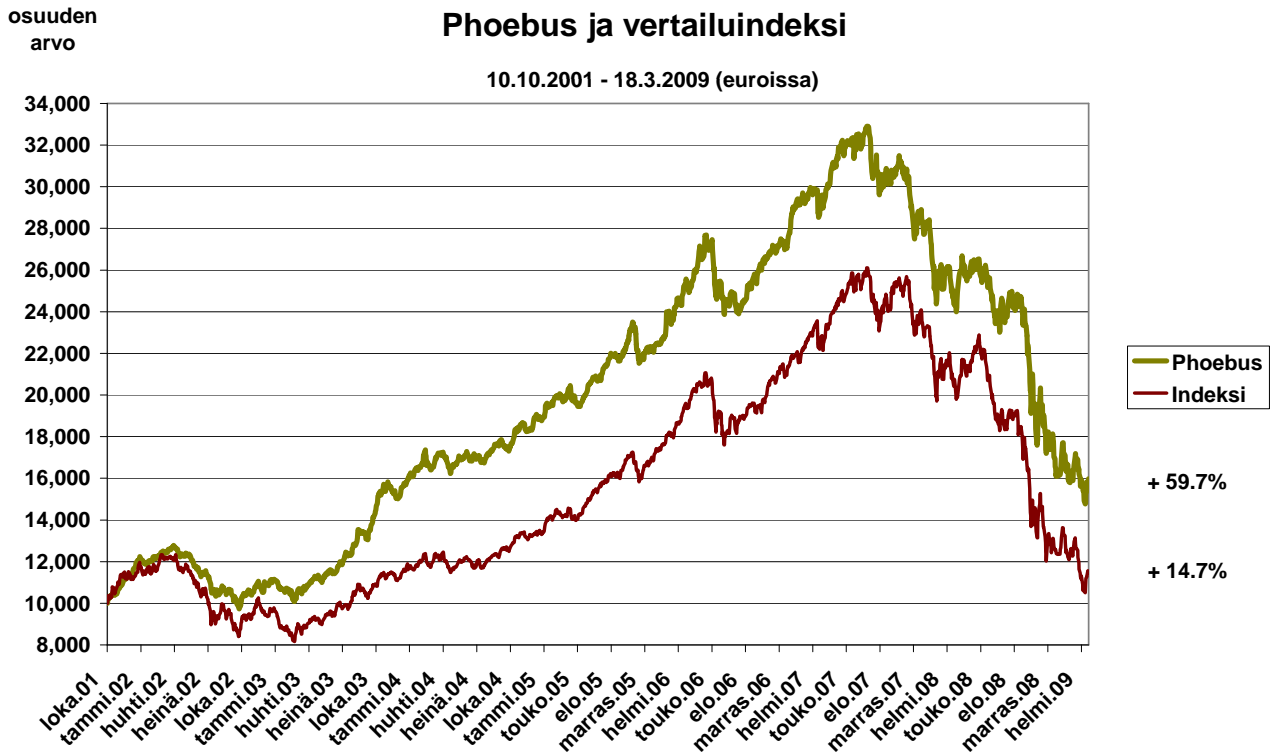
Screw it.  
Let's ride.

# SIJOITUKSET

## ARVOPAPERISIJOITUKSET 18.3.2009

	Osakkeita	Osakekurssi valuutta	euro	Markkina- arvo EUR	Osuus rahastosta
Vacon	40000		17.98	719,200	8.4%
Lassila & Tikanoja	60000		10.40	624,000	7.3%
Tieto	50000		9.63	481,500	5.6%
Vaisala	20000		22.21	444,200	5.2%
Tulikivi	585690		0.72	421,697	4.9%
Nokian Renkaat	36000		9.89	356,040	4.2%
Exel	100000		2.81	281,000	3.3%
Tamfelt etu	65000		4.26	276,900	3.2%
Stockmann B	25000		10.77	269,250	3.2%
<b>Kotimaiset osakkeet</b>				<b>3,873,787</b>	<b>45.4%</b>
Air Liquide	10500	61.23	61.23	642,915	7.5%
Hennes & Mauritz	19000	322.00	29.34	557,501	6.5%
Handelsbanken A	50000	113.25	10.32	515,993	6.0%
Fastenal	20000	28.70	21.94	438,801	5.1%
Automatic Data Processing	15000	36.63	28.00	420,033	4.9%
Progressive	40000	12.74	9.74	389,570	4.6%
Costco	10000	43.98	33.62	336,210	3.9%
Seco Tools	45000	60.00	5.47	246,037	2.9%
Harley-Davidson	26000	11.42	8.73	226,984	2.7%
State Street	10000	25.59	19.56	195,626	2.3%
HHLA	9000	17.46	17.46	157,140	1.8%
<b>Ulkomaiset osakkeet</b>				<b>4,126,810</b>	<b>48.3%</b>
<b>YHTEENSÄ osakkeet</b>				<b>8,000,596</b>	<b>93.7%</b>
<b>Käteinen</b>				<b>536,468</b>	<b>6.3%</b>
<b>RAHASTON ARVO</b>				<b>8,537,064</b>	<b>100.0%</b>
Osuuksien lkm (A-korjattu)				534,438.49	
<b>Arvo per A-osuus</b>				<b>15.9739</b>	

# RAHASTON ARVON KEHITYS



## PHOEBUKSEN JA VERTAILUINDEKSIN VUOSITUOTTO JA KUMULATIIVINEN TUOTTO -18.3.2009

Vuosituotot	2001*	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009**	YHTEENSÄ
OMXH Cap gross	16%	-13%	23%	21%	34%	30%	8%	-47%	-11%	33%
MSCI AC World, net	11%	-32%	12%	6%	28%	8%	0%	-40%	-6%	-29%
Vertailuindeksi	15%	-18%	20%	18%	33%	25%	6%	-46%	-9%	15%
Phoebus	19%	-9%	41%	21%	23%	28%	-3%	-42%	-3%	60%
Ylituotto	5%	9%	21%	3%	-10%	4%	-9%	4%	7%	45%

### Kumulatiivinen tuotto jakson alusta 18.3.2009 saakka

OMXH Cap gross	33%	15%	32%	8%	-11%	-34%	-49%	-53%	-11%
MSCI AC World, net	-29%	-37%	-7%	-17%	-22%	-39%	-44%	-44%	-6%
Vertailuindeksi	15%	0%	22%	2%	-13%	-35%	-48%	-51%	-9%
Phoebus	60%	34%	47%	4%	-13%	-30%	-45%	-44%	-3%
Ylituotto	45%	34%	25%	3%	0%	5%	3%	7%	7%

\* 10.10.-31.12.2001

\*\* 1.1.-18.3.2009

# OSUUDENOMISTAJA PUHUU

*Salkunhoitaja haastatteli 10. maaliskuuta 2009  
Phoebuksen sijoituskeskusteluissa aktiivista  
pitkäaikaista osuudenomistajaa:*

## **Moi! Kuka olet?**

Olen Petre Pomell, 34-vuotias sijoittaja Helsingistä. Työskentelen sosiaali- ja terveydenhuollon sektorilla. Phoebuksen osuudenomistajana olen ollut vuodesta 2006.

## **Ylläpidät [www.valistunutsijoittaja.com](http://www.valistunutsijoittaja.com) –nimistä sijoitussivustoa. Mistä keksit ajatuksen?**

Kun aloitin itse sijoittamisen, 1990-luvun puolenvälin jälkeen, ei piensijoittajille ollut juurikaan asiallista tietoa tarjolla. Internetin kasvu ei tuonut asiaan juurikaan muutosta suomenkielisillä sivustoilla. Alkukevällä 2008 sain idean perustaa oman sivuston, jonka tarkoitus on jakaa asiallista ja puolueetonta tietoa, joka perustuu mm. talouden Nobel-tasoisiiin tutkimuksiin.

## **Etkö mielestäsi saa puolueetonta tietoa sijoituspalvelujen tarjoajilta?**

Tieteelliset tutkimukset kertovat hieman eri tarinan, kuin mihin pankkien mainoslauseet saavat ihmiset uskomaan. Ja "sijoituspalvelujen" tarjoajissa löytyy jopa suoranaisia huijareita. Halusin tehdä sivuston, joka ei yritä kaupata piensijoittajille mitään, ainoastaan jakaa tietoa.

## **Miten on mennyt?**

Sivusto aloitti toimintansa 20.5.2008 ja nyt vierailijoita on yli 9 000 kuukaudessa. Jokainen vierailija lukee keskimäärin 10 sivua kerralla.

## **Puhut sivuilla paljon indeksisijoittamisesta. Miksi?**

Kyllä. Korkealaatuiset ja puolueettomat tutkimukset ovat asiaa tutkineet eri näkökulmista jo vuosikymmeniä, ja pääosa tutkimuksista antaa selkeän viestin: Vaikka osakemarkkinat eivät olekaan täydellisen tehokkaita, ovat ne (ainakin kehittyneissä maissa) kuitenkin niin tehokkaita, että kun otetaan kulut ja verot huomioon, on lisätuoton saaminen vertailuindeksiin nähden huomattavan hankalaa.

Koska aiheesta alkaa olla tutkimustuloksia yhtä paljon kuin tupakan vaarallisuudesta, ei indeksisijoittamisen järkevyyttä kiistä enää juuri kukaan vakavasti otettava ammattilainen. Wells Fargo –pankki tiivistä sen hyvin mainoskyltissään jo vuonna 1971: *"None of us is as smart as all of us!"*.

## **Mitä esikuvia sinulla on?**

Esikuvaksi voisin mainita Vanguard-rahastoyhtiön perustajan John C. Boglen, jonka intohimoa ja tinkimättömyyttä ihailen. Samoin Warren Buffettin, joka jo kuudennen kerran viime vuoden Berkshire Hathawayn vuosikertomuksessa totesi, että piensijoittajalle paras ratkaisu on pysyä indeksituotteissa.

## **Mitä tietolähteitä käytät?**

Tietolähteistähän ei nykyään ole pulaa, ongelmana on olennaisen tiedon suodattamisen vaikeus. Netistä löytyy asiallisia sivustoja mm. [www.ifa.com](http://www.ifa.com) ja Boglen omat sivut [www.johnbogle.com](http://www.johnbogle.com). Talouden Nobelisteja kannattaa aina lukea, samoin muita puolueettomia akateemisia tähtiä kuten Treynor, Jensen, Grossman, Fama ja Goetzmann. Miksi? Koska kannattaa uskoa puolueettoman ja korkealaatuisen tieteellisen tutkimuksen tuloksia mieluummin kuin markkina- ja myyntimiehiä. Tämä lienee helposti maalaisjärjellä perusteltavissa.

## **Entä talousmedia?**

Valtamediaa en juuri seuraa, koska mielestäni artikkelien taso on laskenut muutamaa poikkeusta lukuun ottamatta huolestuttavan alas. Hesarin Jyri Raivio on selkeä positiivinen poikkeus. Nykyään sijoittamiseen liitetään viihdettä niin paljon, että asiatieto hukkuu.

Kannattaa tutkia talouslehtien toimituksellista tasoa ennen kuin tilaa mitään. Suomalaisista laadukkaimpia ovat mielestäni Arvopaperi ja Talouselämä, ulkomailta ehkä Financial Times, Wall Street Journal ja Affärsvärlden. Korkeatasoisia kirjoja suosittelen vilpittömästi.

## **Mihin olet itse sijoittanut ja millainen olet sijoittajana?**

Omistan laajahkon skaalan indeksirahastoja ja indeksiosuuksia (ETF). Sijoittamisessa käytän niin sanottua ydin-satelliitti –mallia, jossa 75-95% sijoituksista hoidetaan indeksoimalla (ydin). Satelliiteilla yritän sitten löytää voittajat ja päihittää markkinat.





Sijoittajana olen pitkäjänteinen buy and hold –tyyppi, konservatiivinen, asioiden alkuperäistietoa etsivä. Pitkäjänteinen tarkoittaa minulle 15+ vuotta. Vaikka uusia tuotteita pukkaa markkinoille lähes joka päivä, pysyttelen itse vanhoissa ja hyväksi havaituissa.

#### **Phoebushan on ”aktiivinen” rahasto, ei indeksi-rahasto. Miksi olet sijoittanut Phoebukseen?**

Phoebus on minulle satelliittisijoitus, jonka avulla yritän päihittää markkinat. Sen osuus salkustani on noin prosentti. Phoebuksen indeksipoikkeama on hyvä, sitä ei ole piiloindeksoitu ja se on pitkäjänteinen sijoituksissaan. Sijoitan Phoebukseen myös siksi, että pidän sen sijoittajaviestintää suuressa arvossa. Mielestäni se on ainutlaatuisista Suomen mittakaavassa – siis jo ennen haastattelua...

Ulkoistan satelliittipalvelun mielestäni kohtuulliseen hintaan, kun tutkin salkkuni kokonaiskuluja. Maksan salkunhoitajalle siitä, että hän löytää ainutlaatuisia ja perusteltuja sijoitusmahdollisuuksia. Oma aika/kyvyt eivät riitä seuraamaan yksittäisiä ulkomaisia osakesijoituksia.

#### **Mitä odotat Phoebus-sijoitukseltasi?**

Kaikki toki odottavat arvonnousua, mutta odotan myös ideologian jatkuvuutta ja läpinäkyvän viestinnän jatkuvuutta. Lisäksi syvällisiä ”matkakertomuksia” sijoituskohteista, ihmisistä ja historiasta niiden takaa. Jos ostolistalla on kaksi tasapäistä kandidaattia toivon, että valintasi painottuvat kestäväen kehityksen mittareilla korkealaatuisempaan vaihtoehtoon.

#### **Kuinka usein seuraat sijoitustesi arvoa?**

Uran alussa seurasin lähes päivittäin, nykyään seuraaminen on siirtynyt lähinnä kokonaisalokaation tutkimiseen ja mahdollisiin korjauksiin. Sijoitan edelleen viikoittain, mutta perusteellinen salkun avaus suoritetaan vuosittain tai tarpeen vaatiessa. Phoebuksen arvoa seuraan lähinnä satunnaisesti, kuitenkin niin, että kurssien laskiessa ostosten keskihintaa voi läheteä laskemaan. Itse arvon seurannalla on harvoin arvoa.

#### **Miten Phoebuksen voisi tehdä nykyistä asiakasystävällisemmäksi?**

Phoebuksen voisi tehdä vielä interaktiivisemmäksi, mutta aika on tietenkin rajoite. Interaktiivisuudella en tarkoita nettiä, vaan sosiaalista kanssakäymistä. Haluaisin vuosittain vapaamuotoiset ”kokoontumisajot”, vaikkapa ravintolassa, joissa voisimme keskustella rennosti vuoden tapahtumista ja kuunnella vaikka lyhyitä esitelmiä yrityksistä. Voisimme myös käydä yritysvierailuilla pääkaupunkiseudulla.

#### **Mitä puuhaillet kun et sijoita?**

Koska en hae sijoituksistani jännitystä vaan ”tylsää” tuottoa, haen jännitykseni esimerkiksi kiipeilystä. Pienten lasten hoito ja virkatyö täyttävät päivät. Intohimona on klassisen kitaran soitto (jos joskus vielä olisi aikaa) ja Italia kaikessa kaotisuudessaan. Liikuntaa täytyy harrastaa, jotta pysyy kunnossa.

# KUSTANNUKSILLA ON MERKITYSTÄ

## ERIKOISSIJOITUSRAHASTO PHOEBUS - TUNNUSLUKUJA 2003-2008

Perustiedot	laskenta	2003	2004	2005	2006	2007	2008
1 Rahaston arvo 1.1.		5 032 186	10 436 814	14 019 827	17 070 640	21 840 766	18 595 333
2 Merkinnät		2 941 245	2 011 024	2 518 792	1 762 994	1 621 998	1 260 099
3 Lunastukset		206 292	632 052	2 818 832	1 679 835	4 072 162	729 885
4 Nettomerkinnät		2 734 953	1 378 973	- 300 040	83 159	-2 450 164	530 214
5 Tuotonmaksu		28 300	49 987	61 977	73 520	91 559	84 472
6 Arvonnousu		2 697 976	2 254 027	3 412 830	4 760 486	- 703 709	-7 988 859
7 Rahaston arvo 31.12.	1+4-5+6	10 436 814	14 019 827	17 070 640	21 840 766	18 595 333	11 052 216
8 Osuuksia (A-korjattu)		682 422	759 861	749 976	748 762	657 575	671 736
9 Arvo per A-osuus		15.294	18.451	22.762	29.166	28.301	16.444
10 Osuudenomistajia		149	262	477	739	997	1 051
11 Keskimääräinen rahaston arvo		7 349 910	12 490 817	16 820 013	18 911 732	22 919 443	15 839 104
12 Ostot		4 004 089	1 986 244	2 701 706	4 339 088	4 328 903	1 414 300
13 Myynnit		807 136	373 960	2 839 983	4 926 005	5 407 058	815 389
14 Kaupankäynti yhteensä		4 811 225	2 360 204	5 541 689	9 265 093	9 735 961	2 229 688
15 Hallinnointipalkkio		91 874	93 681	126 150	141 838	171 896	118 793
16 Tuottosidonnainen palkkio		0	149 382	71 572	0	0	738
17 Pankkikulut		4 965	2 804	3 219	4 638	3 601	1 777
18 Kaupankäyntikulut		7 602	2 865	7 425	12 907	14 937	5 100
19 Merkintäpalkkiot		8 120	9 673	20 384	17 720	23 477	9 464
Tunnusluvut	laskenta	2003	2004	2005	2006	2007	2008
20 Kiinteä hallinnointipalkkio	15/11	1.25%	0.75%	0.75%	0.75%	0.75%	0.75%
21 Tuottosidonnainen palkkio	16/11	-	1.20%	0.43%	0.00%	0.00%	0.00%
22 Pankkikulut	17/11	0.07%	0.02%	0.02%	0.02%	0.02%	0.01%
23 Total Expense Ratio TER	20+21+22	1.32%	1.97%	1.19%	0.77%	0.77%	0.77%
24 Kaupankäyntikulut	18/11	0.10%	0.02%	0.04%	0.07%	0.07%	0.03%
25 TKA	23+24	1.42%	1.99%	1.24%	0.84%	0.83%	0.80%
26 Kommissio/kauppa	18/14	0.16%	0.12%	0.13%	0.14%	0.15%	0.23%
27 Kiertonopeus (Rata/Suomi)	[14-(2+3)]/11	0.23	-0.02	0.01	0.31	0.18	0.02
28 Kiertonopeus (Ruotsi)	min(12,13)/11	0.11	0.03	0.16	0.23	0.19	0.05
29 Kaupankäynti/Keskikoko	14/11	0.65	0.19	0.33	0.49	0.42	0.14
30 Rahaston tuotto	9/9(t-1)	40.55%	20.64%	23.37%	28.14%	-2.97%	-41.90%
31 Vertailuindeksiin tuotto*		19.96%	17.65%	32.95%	24.57%	6.10%	-45.60%
32 Rahaston ylituotto	30-31	20.59%	2.99%	-9.59%	3.57%	-9.07%	3.71%
Kaupankäyntikulujen jakauma per välittäjä		2003	2004	2005	2006	2007	2008
Handelsbanken		37%	11%	23%	59%	41%	37%
Deutsche Bank		34%	43%	27%	23%	30%	55%
eQ Online		29%	46%	45%	18%	24%	8%
Evli						5%	
United Bankers				5%			

\* Vertailuindeksi on 75% OMXH CAP GI (= HEX portfoliotuotto), 25% MSCI AC World Net Return (molemmissa osingot mukana)

# 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 rakettimaista kasvua vaan yrityksiä, jotka hallitulla riskillä pystyvät laajentamaan liiketoimintaansa vähän nopeammin kuin mitä talous kasvaa. Ja jotka pystyvät siihen tulevaisuudessakin.

## TASERAKENNE

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

## JOHDON KYVYKKYYS

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

Yritän kartoittaa johdon kyvyt esimerkiksi seuraavilla tekijöillä:

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

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

## ARVOSTUS

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

Maailmasta löytyy tarpeeksi hyviäkin yhtiöitä.

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

## Esimerkkiyhtiö:

EUR miljoonia

	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	5v	10v
<b>Tuloslaskelma</b>													
Liikevaihto	26	44	65	91	97	112	129	150	186	232	293	21%	28%
EBITA	3	6	8	10	10	12	15	18	23	29	35		
Marginaali	12.2%	13.6%	12.5%	11.5%	10.2%	10.7%	11.6%	12.1%	12.4%	12.6%	11.8%	12%	12%
<b>Tase</b>													
NWC	7	7	11	10	9	8	6	12	19	24	36		
Käyttöomaisuus	4	4	12	16	17	18	17	22	24	28	50		
Nettovelka	7	5	4	3	-1	-6	-12	-8	-9	-11	12		
Oma pääoma	4	7	18	23	27	32	35	42	52	63	74		
Sijoitettu pääoma	11	11	22	26	26	26	23	34	43	52	86	27%	22%
SiPo tuotto	28%	53%	36%	39%	38%	46%	64%	52%	53%	56%	40%	50%	47%
<b>Kassavirta</b>													
Vapaa kassavirta	4	-5	3	7	8	12	3	7	13	9	43	60	
Yritysosotot	0	0	0	0	0	0	0	0	0	-20	-20	-21	
Osingot	0	-1	-2	-2	-3	-8	-5	-6	-10	-11	-41	-49	
Annit /takaisinostot	-1	7	0	0	0	1	-1	0	0	-2	-1	5	
Muut erät	0	0	0	0	0	1	0	0	-1	1	1	0	
Nettovelan muutos	3	1	1	4	5	5	-4	1	2	-23	-19	-5	
<b>Arvostus</b>													
Osakkeita	11.7	11.7	13.7	15.2	15.2	15.2	15.3	15.2	15.2	15.2	15.2		
Kurssi			8.30	9.33	7.40	9.80	11.78	17.50	26.10	28.00	18.30	13%	
Markkina-arvo			114	141	112	148	180	266	397	427	278		
EPS	0.16	0.33	0.41	0.45	0.43	0.52	0.66	0.79	1.04	1.37	1.52	24%	25%
Osinko	0.03	0.07	0.14	0.16	0.17	0.55	0.35	0.41	0.65	0.75	0.65	3%	36%
P/E			20.4	20.7	17.2	19.0	17.9	22.2	25.1	20.4	12.0		
EV/EBITA			14.5	13.9	11.2	11.8	11.3	14.3	16.8	14.2	8.4		
Osinkotuotto			2%	2%	2%	6%	3%	2%	2%	3%	4%		

**HUOM!** Vuoden 2005 nettokäyttöpääoman (NWC) muutos kassavirtalaskelmassa ei monen yhtiön kohdalla 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 tähtäimellä tulos voi parantua ilman kasvua, mutta 10 vuoden tähtäimellä tulokasvu edellyttää myös **liikevaihdon** kasvua. Mieluiten orgaanista sellaista, yritysostojen sijaan.

**EBITA** eli liiketulos ennen goodwill -poistoja mittaa mielestäni 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 liike-toiminta 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 tulokasvun 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 liike-tulokseen.

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

# SALKKUYHTIÖMME



#### Liiketoiminta:

Vacon on pieni, mutta ainutlaatuinen yhtiö. Se keskittyy ainoastaan taajuusmuuttajiin (sähkömoottorin portaaton tehonsäätö), joissa sen osuus maailmanmarkkinoista on noin 4% - markkinajohtaja ABB on yli kolme kertaa suurempi.

Vacon on kuitenkin toimialansa ainoa fokusoitunut yhtiö ja pitää itseään selvänä teknologiajohtajana. Yhtiö on koko historiansa aikana kasvanut markkinoita selvästi nopeammin, joten se lienee oikeassa.

#### 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.

Maailman sähkömoottoreista vasta alle kymmenes on varustettu taajuusmuuttajilla, joten alan kasvu jatkunee. Lähivuodet tulevat kuitenkin olemaan erittäin haasteellisia myös Vaconille.

#### Varainhoitajamme:



Vesa Laisi

syntynyt 1957  
yhtiössä vuodesta 2002  
toimitusjohtaja 2002

[www.vacon.com](http://www.vacon.com)

#### Phoebusin omistus (18.3.2009)

Osakkeita: 40.000  
Osuus yhtiöstä: 0,26%  
Paino rahastossa: 8,4%

Lisätietoja katsauksissa: 4/04, 2/08

EUR miljoonia

	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	5v	10v
<b>Tuloslaskelma</b>													
Liikevaihto	26	44	65	91	97	112	129	150	186	232	293	21%	28%
EBITA	3	6	8	10	10	12	15	18	23	29	35		
Marginaali	12.2%	13.6%	12.5%	11.5%	10.2%	10.7%	11.6%	12.1%	12.4%	12.6%	11.8%	12%	12%

#### Tase

NWC	7	7	11	10	9	8	6	12	19	24	36		
Käyttöomaisuus	4	4	12	16	17	18	17	22	24	28	50		
Nettovelka	7	5	4	3	-1	-6	-12	-8	-9	-11	12		
Oma pääoma	4	7	18	23	27	32	35	42	52	63	74		
Sijoitettu pääoma	11	11	22	26	26	26	23	34	43	52	86	27%	22%
SiPo tuotto	28%	53%	36%	39%	38%	46%	64%	52%	53%	56%	40%	50%	47%

#### Kassavirta

Vapaa kassavirta		4	-5	3	7	8	12	3	7	13	9	43	60
Yrityssostot		0	0	0	0	0	0	0	0	0	-20	-20	-21
Osingot		0	-1	-2	-2	-3	-8	-5	-6	-10	-11	-41	-49
Annit /takaisinostot		-1	7	0	0	0	1	-1	0	0	-2	-1	5
Muut erät		0	0	0	0	0	1	0	0	-1	1	1	0
Nettovelan muutokset		3	1	1	4	5	5	-4	1	2	-23	-19	-5

#### Arvostus

Osakkeita	11.7	11.7	13.7	15.2	15.2	15.2	15.3	15.2	15.2	15.2	15.2		
Kurssi			8.30	9.33	7.40	9.80	11.78	17.50	26.10	28.00	18.30	13%	
Markkina-arvo			114	141	112	148	180	266	397	427	278		
EPS	0.16	0.33	0.41	0.45	0.43	0.52	0.66	0.79	1.04	1.37	1.52	24%	25%
Osinko	0.03	0.07	0.14	0.16	0.17	0.55	0.35	0.41	0.65	0.75	0.65	3%	36%
P/E			20.4	20.7	17.2	19.0	17.9	22.2	25.1	20.4	12.0		
EV/EBITA			14.5	13.9	11.2	11.8	11.3	14.3	16.8	14.2	8.4		
Osinkotuotto			2%	2%	2%	6%	3%	2%	2%	3%	4%		



#### Liiketoiminta:

Lassila & Tikanoja on Suomen johtava jätehuolto- ja kierrätysyhtiö noin 30% markkinaosuudella sekä toiseksi suurin siivous- ja kiinteistöhoitoyhtiö 14% 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 päätoimialallaan sekä Ruotsissa siivouksessa.

#### Yhtiö sijoituskohteena:

L&T:n strategia jätehuollossa on kasvattaa kierrätystoimintaa investoimalla uusiin hyötykäyttölaitoksiin, kuten polttoainetta valmistaviin kierrätyslaitoksiin. Tämä on markkinajohtajalle melko matalariskinen ajatus – jätevirran kate paranee kun tavara hyödynnetään eikä sitä viedä kaatopaikalle. Suuret investoinnit nostavat alalletulokynnystä.

Lisäpotentiaalia tulee ulkomailta, joissa liiketoiminnan kehittäminen aluksi rasittaa tuloskehitystä. Olen kauan pitänyt yhtiötä hyvin lupavana, mutta lupauksen toteutumisaste on toistaiseksi ollut huono.

#### Varainhoitajamme:



Jari Sarjo

syntynyt 1957  
yhtiössä vuodesta 1984  
toimitusjohtaja 1997

[www.lassila-tikanoja.fi](http://www.lassila-tikanoja.fi)

#### Phoebusin omistus (18.3.2009)

Osakkeita: 60.000  
Osuus yhtiöstä: 0,15%  
Paino rahastossa: 7,3%

Lisätietoja katsauksissa: 4/03, 4/07

EUR miljoonia

	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	5v	10v
<b>Tuloslaskelma</b>													
Liikevaihto	118	146	211	246	267	306	337	377	436	555	606	15%	18%
EBITA	11	12	23	32	33	43	44	39	48	49	44		
Marginaali	9.6%	8.1%	10.7%	12.9%	12.3%	14.2%	12.9%	10.4%	11.0%	8.8%	7.3%	10%	11%

#### Tase

NWC	-6	-11	-11	-14	-17	-21	-21	-28	-39	-31	-31		
Käyttöomaisuus	39	57	175	167	177	194	212	257	265	319	357		
Nettovelka	-38	-25	92	73	73	78	60	76	52	86	121		
Oma pääoma	71	71	73	80	86	96	131	153	174	202	205		
Sijoitettu pääoma	33	46	164	153	159	173	191	229	227	289	325	13%	26%
SiPo tuotto	34%	26%	14%	21%	21%	26%	23%	17%	21%	17%	14%	18%	19%

#### Kassavirta

Vapaa kassavirta	-5	8	26	20	22	23	20	51	11	-10	95	166
Yrityssostot	0	-117	0	-10	-11	-17	-16	-11	-35	-4	-83	-221
Osingot	-8	-8	-8	-9	-12	-35	-10	-15	-21	-21	-102	-147
Annit /takaisinostot	0	0	0	0	0	49	2	1	3	0	55	55
Muut erät	0	-1	1	-1	-3	-3	-12	-2	9	1	-8	-12
Nettovelan muutos	-13	-117	19	0	-4	17	-16	24	-34	-34	-43	-159

#### Arvostus

Osakkeita	33.1	34.5	34.5	34.5	34.5	34.5	38.1	38.4	38.5	38.8	38.8		
Kurssi				8.26	7.12	12.62	13.13	14.90	21.66	22.70	11.00	-3%	
Markkina-arvo				285	245	435	501	572	835	882	427		
EPS	0.28	0.26	0.41	0.59	0.63	0.86	0.80	0.70	0.84	0.82	0.74	-3%	10%
Osinko			0.23	0.28	0.34	1.01	0.25	0.40	0.55	0.55	0.55	-11%	
P/E				14.0	11.3	14.7	16.5	21.3	25.7	27.6	14.8		
EV/EBITA				11.3	9.7	11.8	12.9	16.5	18.5	19.8	12.3		
Osinkotuotto				3%	5%	8%	2%	3%	3%	2%	5%		





#### Liiketoiminta:

Tieto on Suomen johtava IT-palveluyritys yli neljänneksen markkinaosuudella ja Ruotsissa suhteellisen vahva noin 7% osuudella. Viidennes liikevaihdosta tulee Pohjoismaiden ulkopuolelta.

Kansainvälistymisstrategian epäonnistuttua yhtiö pyrkii keskittymään ydinvahvuksiinsa, uuden toimitusjohtajan vetämänä.

#### Varainhoitajamme:



Hannu Syrjäjä

syntynyt 1966  
yhtiössä vuodesta 2008  
toimitusjohtaja 2008

#### Yhtiö sijoituskohteena:

Hannu Syrjäjäällä vaikuttaa olevan sekä kova ambitiotaso että jalat maassa. Hän vaikuttaa jo vakauttaneen yhtiön kannattavuuden, ja meneillään oleva kuluuuri alkaa hiljalleen näkyä. Uusi strategia sisältääneen divestointeja, jotka vahvistavat ennestään vahvaa tasetta.

Ennen kertaluonteisia eriä vuoden 2008 tulos oli yhtiön historian kolmanneksi paras – melkoinen comeback hankalan vuoden 2007 jälkeen. Heikko talousympäristö asettaa toki haasteita lähivuosille ja uusi kustannusjahti alkoi maaliskuussa 2009.

[www.tieto.com](http://www.tieto.com)

#### Phoebusin omistus (18.3.2009)

Osakkeita: 50.000  
Osuus yhtiöstä: 0,07%  
Paino rahastossa: 5,6%

Lisätietoja katsauksissa: 4/02, 2/06

EUR miljoonia

	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	5v	10v
<b>Tuloslaskelma</b>													
Liikevaihto	473	1229	1120	1135	1271	1374	1525	1682	1647	1772	1866	6%	15%
EBITA	75	115	92	135	130	143	171	164	112	41	112		
Marginaali	15.9%	9.3%	8.2%	11.9%	10.2%	10.4%	11.2%	9.8%	6.8%	2.3%	6.0%	7%	8%

#### Tase

NWC	-6	43	54	-12	37	34	155	-16	22	14	-27		
Käyttöomaisuus	147	260	264	310	476	431	480	727	698	628	612		
Nettovelka	-21	-62	-41	-190	51	-13	69	211	93	165	101		
Oma pääoma + väh	162	365	359	488	462	479	566	501	626	478	484		
Sijoitettu pääoma	141	304	318	298	513	466	634	712	720	642	585	5%	15%
SiPo tuotto	53%	38%	29%	45%	25%	31%	27%	23%	16%	6%	19%	18%	23%

#### Kassavirta

Vapaa kassavirta		87	59	163	52	123	94	104	50	53	102	404	887
Yritysosot/-myynnit		-23	-7	85	-195	-27	-5	-139	171	-24	-8	-5	-172
Osingot		-26	-34	-40	-83	-41	-81	-80	-66	-89	-36	-351	-575
Annit /takaisinostot		3	-33	-20	1	0	-97	-80	-52	-32	0	-262	-312
Muut erät		1	-6	-37	-17	9	7	53	15	20	5	99	49
Nettovelan muutos		41	-21	149	-241	64	-82	-142	117	-71	63	-115	-122

#### Arvostus

Osakkeita	53.3	77.0	83.6	83.3	82.9	82.9	78.7	75.8	73.6	72.9	71.7		
Kurssi	38.18	62.00	30.30	29.75	13.00	21.70	23.40	30.85	24.44	15.36	7.77	-19%	-15%
Markkina-arvo	2037	4771	2534	2479	1078	1799	1843	2340	1799	1120	557		
EPS	1.03	1.03	0.81	1.19	1.14	1.28	1.58	1.55	1.03	0.11	0.83	-8%	-2%
Osinko	0.49	0.49	0.49	1.00	0.50	1.00	1.00	0.85	1.20	0.50	0.50	-13%	0%
P/E	36.9	60.1	37.6	25.1	11.5	17.0	14.8	19.9	23.7	145.5	9.3		
EV/EBITA	26.8	41.1	27.0	16.9	8.7	12.5	11.2	15.5	16.9	31.1	5.9		
Osinkotuotto	1%	1%	2%	3%	4%	5%	4%	3%	5%	3%	6%		



#### 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:

Uusi toimitusjohtaja Kjell Forsén on tehnyt paljon muutoksia Vaisalan toimintatavoissa, jotta yhtiöstä tulisi entistä myyntihenkisempi ja kasvuhakuisempi. Toistaiseksi muutos on näkynyt lähinnä kuluissa, rasittaen tulosta. Myös heikko dollari on Vaisalalle rasite.

Vaikka yhtiö on pysynyt hyvin kannattavana, se ei vuosiin ole tuntunut oikein yltäneen potentiaaliinsa. Muutokset lienevät siis tarpeen. Organisen kasvun lisäksi Forsénin agendalla ovat myös yritysostot (jopa suurehkot sellaiset), jotka ovat usein riskialttiita.

#### Varainhoitajamme:



Kjell Forsén

syntynyt 1958  
yhtiössä vuodesta 2006  
toimitusjohtaja 2006

[www.vaisala.com](http://www.vaisala.com)

#### Phoebusin omistus (18.3.2009)

Osakkeita: 20.000  
Osuus yhtiöstä: 0,11%  
Paino rahastossa: 5,2%

Lisätietoja katsauksessa: 4/05, 4/08

EUR miljoonia

	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	5v	10v
<b>Tuloslaskelma</b>													
Liikevaihto	115	145	180	184	196	189	181	198	221	224	243	5%	8%
EBITA	23	31	35	34	30	29	27	30	39	35	38		
Marginaali	20.2%	21.6%	19.4%	18.3%	15.3%	15.4%	14.7%	15.2%	17.5%	15.8%	15.7%	16%	17%

#### Tase

NWC	21	24	30	47	44	38	30	21	23	22	24		
Käyttöomaisuus	26	39	46	49	58	57	50	54	60	56	63		
Nettovelka	-42	-47	-51	-43	-37	-45	-53	-80	-86	-98	-103		
Oma pääoma	89	110	127	138	139	139	133	154	170	176	191		
Sijoitettu pääoma	47	63	76	95	102	95	80	74	83	78	87	-2%	6%
SiPo tuotto	49%	50%	46%	35%	29%	31%	33%	40%	46%	45%	43%	42%	39%

#### Kassavirta

Vapaa kassavirta		18	16	6	18	14	30	37	28	28	22	144	216
Yritysostot		-12	-5	-4	-13	0	0	-3	-16	0	0	-19	-52
Osingot		-6	-7	-12	-9	-10	-22	-13	-13	-16	-16	-79	-123
Annit /takaisinostot		0	1	0	2	0	0	9	6	0	0	15	19
Muut erät		5	0	1	-4	3	0	-3	2	0	-1	-3	2
Nettovelan muutokset			5	4	-8	-6	8	9	27	7	12	59	61

#### Arvostus

Osakkeita	17.2	17.2	17.2	17.2	17.4	17.5	17.5	17.7	18.2	18.2	18.2		
Kurssi	17.66	19.37	29.50	27.30	22.98	24.50	18.20	24.00	33.07	35.60	22.11	-2%	2%
Markkina-arvo	303	332	507	471	399	428	318	424	602	648	403		
EPS	0.99	1.31	1.55	1.43	1.19	1.01	1.13	1.41	1.46	1.42	1.56	9%	5%
Osinko	0.34	0.42	0.67	0.55	0.55	1.25	0.75	0.75	0.85	0.85	0.90	-6%	10%
P/E	17.8	14.8	19.0	19.1	19.4	24.3	16.1	17.0	22.6	25.1	14.2		
EV/EBITA	11.3	9.1	13.1	12.8	12.1	13.2	9.9	11.4	13.4	15.6	7.9		
Osinkotuotto	2%	2%	2%	2%	2%	5%	4%	3%	3%	2%	4%		

**Liiketoiminta:**

Noin neljänneksen markkinaosuudella Tulikivi on markkinajohtaja Suomen tulisijamarkkinoilla, Tulikivi- ja Kermansavi –uuneillaan. Noin puolet liikevaihdosta tulee viennistä. Uunien lisäksi yhtiö vie kaminoiden tuottajille verhoukiveä. Lisäksi yhtiö myy Suomessa sisustus-kiviä.

Tulikivellä on riittävät kivivarannot yli 60 vuoden tuotantoon.

**Yhtiö sijoituskohteena:**

Viime vuodet ovat olleet Tulikivelle raskaita. Ensin romahti kysyntä Saksassa, sitten yhtiö toteutti raskaan jakelutien muutoksen Suomessa. Ja viime vuonna Suomen rakennusmarkkinat lähtivät voimakkaaseen luisuun, joka jatkuu lähivuosina.

Kuvaavaa yhtiön joustavuudelle on, että se tästä kaikesta huolimatta pystyi viime vuonna tekemään yli 5% liikevoittoa ja vähentämään velkaa. Heikki Vauhkonen toteaa vuosikertomuksessa, että ”vuodesta 2009 tulee poikkeuksellisen vaikea” – realistinen ja rehellinen arvio, joka ei kuitenkaan vie yöuniani, yhtiön sopeutumiskyvyn tuntien.

**Varainhoitajamme:**

Heikki Vauhkonen

syntynyt 1970  
yhtiössä vuodesta 1997  
toimitusjohtaja 2007

[www.tulikivi.com](http://www.tulikivi.com)

**Phoebusin omistus (18.3.2009)**

Osakkeita: 585.690  
Osuus yhtiöstä: 1,58%  
Paino rahastossa: 4,9%

Lisätietoja katsauksissa: 2/02, 1/06

EUR miljoonia

	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	5v	10v
<b>Tuloslaskelma</b>													
Liikevaihto	36	39	47	59	52	54	55	59	82	70	67	4%	6%
EBITA	6	5	7	7	4	5	5	6	8	1	4		
Marginaali	15.7%	13.6%	15.4%	11.7%	6.7%	8.8%	9.6%	10.7%	10.0%	1.4%	5.3%	7%	9%

**Tase**

NWC	1	2	3	5	6	5	6	3	3	5	5		
Käyttöomaisuus	17	19	21	23	21	20	20	22	41	40	37		
Nettovelka	0	0	0	1	1	1	3	-1	13	18	15		
Oma pääoma	19	20	24	27	26	24	23	26	31	28	27		
Sijoitettu pääoma	19	21	24	28	27	26	26	25	43	45	42	10%	8%
SiPo tuotto	31%	26%	30%	25%	13%	18%	20%	25%	19%	2%	8%	13%	17%

**Kassavirta**

Vapaa kassavirta		2	4	2	2	5	4	5	0	-2	3	10	26
Yritysosotot		0	-2	-2	0	0	0	0	-13	0	0	-13	-17
Osingot		-2	-2	-2	-3	-4	-5	-2	-3	-3	-2	-14	-26
Annit /takaisinotot		0	-1	1	0	0	0	0	2	0	0	2	3
Muut erät		0	0	0	0	-1	0	0	0	0	2	1	0
Nettovelan muutos		0	0	-1	0	0	-1	4	-13	-5	3	-14	-15

**Arvostus**

Osakkeita	35.4	35.4	35.3	35.8	36.4	36.4	36.4	36.4	37.1	37.1	37.1		
Kurssi	0.97	0.78	0.87	1.10	1.00	1.30	1.58	2.04	3.51	1.56	0.67	-12%	-4%
Markkina-arvo	34	27	31	39	36	47	58	74	130	58	25		
EPS	0.11	0.10	0.14	0.14	0.07	0.10	0.10	0.12	0.15	0.01	0.05	-13%	-8%
Osinko	0.04	0.05	0.06	0.08	0.12	0.13	0.06	0.07	0.09	0.05	0.03	-26%	-4%
P/E	8.7	7.6	6.1	8.1	14.0	13.5	15.4	17.0	22.8	160.5	13.8		
EV/EBITA	6.0	5.2	4.3	5.8	10.7	10.3	11.3	11.7	17.4	78.5	11.4		
Osinkotuotto	5%	7%	6%	7%	12%	10%	4%	3%	3%	3%	4%		

# NOKIAN TYRES

## Liiketoiminta:

Nokian Renkaat on Pohjoismaiden johtavia rengasvalmistajia lähes 30% markkinaosuudella. Yhtiö on keskittynyt talvirenkaisiin, joissa sen osuus markkinoista on selvästi suurempi sekä high-performance-luokan kesärenkaisiin. Venäjällä, joka on Pohjoismaiden kokoinen markkina, on yhtiön osuus premium-luokan renkaista myös noin 30%.

Uuden Venäjän tehtaan tuotannon on määrä nousta vuoden 2007 noin 4 miljoonasta renkaasta 10 miljoonaan vuoteen 2011 mennessä.

## Yhtiö sijoituskohteena:

Nokian Renkaat ajoi viime vuonna vauhdilla seinään ja yhtiö päätti lykätä Venäjän tehtaansa laajentumista. Vuoden 2009 prioriteetti on rajusti kasvaneen käyttöpääoman palauttaminen normaaliksi.

Pidemmän ajan potentiaalia kyllä riittää. Venäjän rengasmarkkinoiden kasvu on vasta alkuvaiheessa ja Nokian Renkaat on saavuttanut aseman selvänä markkinajohtajana. Lisäksi yhtiö laajentuu vauhdilla Ukrainaan. Kasvun jatkumiselle on siis hyvät edellytykset, kunhan taloudellinen ympäristö sen taas jonkun vuoden päästä sallii.

## Varainhoitajamme:



Kim Gran

syntynyt 1954  
yhtiössä vuodesta 1994  
toimitusjohtaja 2000

[www.nokiantyres.com](http://www.nokiantyres.com)

## Phoebusin omistus (18.3.2009)

Osakkeita: 36.000  
Osuus yhtiöstä: 0,03%  
Paino rahastossa: 4,2%

Lisätietoja katsauksissa: 3/04, 1/08

EUR miljoonia

	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	5v	10v
<b>Tuloslaskelma</b>													
Liikevaihto	251	323	399	423	479	529	602	687	836	1025	1081	15%	16%
EBITA	35	45	46	57	67	85	119	116	153	234	247		
Marginaali	14.0%	14.1%	11.6%	13.6%	14.0%	16.2%	19.7%	16.9%	18.3%	22.8%	22.9%	21%	18%

## Tase

NWC	54	77	97	85	84	94	144	213	255	304	489		
Käyttöomaisuus	140	214	252	259	249	253	267	378	429	511	605		
Nettovelka	94	170	218	194	158	136	144	120	127	102	319		
Oma pääoma	100	121	131	149	175	211	267	471	557	713	775		
Sijoitettu pääoma	194	291	349	343	334	347	411	590	684	815	1094	26%	19%
SiPo tuotto	18%	16%	13%	17%	20%	25%	29%	20%	22%	29%	23%	24%	22%

## Kassavirta

Vapaa kassavirta	-19	-25	27	43	31	3	-60	16	49	-166	-158	-100	
Yritysosotot	-48	-7	-2	-1	0	4	-16	0	0	0	-13	-71	
Osingot	-8	-9	-7	-9	-12	-17	-26	-28	-38	-62	-171	-215	
Annit /takaisinostot	1	0	0	0	2	4	134	5	7	6	155	158	
Muut erät	-2	-7	6	2	1	3	-8	-1	7	5	6	6	
Nettovelan muutos	-76	-48	24	36	22	-4	24	-7	25	-217	-180	-221	

## Arvostus

Osakkeita	103.2	105.4	105.8	105.8	105.8	106.8	108.5	121.0	125.2	129.1	131.5		
Kurssi	2.78	3.78	1.79	3.51	3.40	5.99	11.18	10.65	15.52	24.05	7.91	6%	11%
Markkina-arvo	286	399	189	371	360	640	1213	1289	1942	3105	1040		
EPS	0.22	0.28	0.25	0.30	0.39	0.51	0.71	0.68	0.86	1.31	1.06	16%	17%
Osinko	0.07	0.09	0.07	0.08	0.11	0.16	0.22	0.23	0.31	0.50	0.40	21%	19%
P/E	12.5	13.6	7.1	11.6	8.8	11.9	15.7	15.7	18.1	18.4	7.4		
EV/EBITA	10.8	12.5	8.8	9.8	7.7	9.1	11.4	12.2	13.5	13.7	5.5		
Osinkotuotto	3%	2%	4%	2%	3%	3%	2%	2%	2%	2%	5%		



#### Liiketoiminta:

Exel on maailman johtavia pultruusiomenetelmällä valmistettujen komposiittiprofiilien toimittaja. Sen lasikuituisia tai hiilikuituisia profiileja käytetään muun muassa rakennusteollisuudessa, kuljetusvälineissä, matkapuhelinverkkojen tukiasemissa, paperikoineissa, tuulivoimaloissa ja hiihtosauvoissa. Komposiittimateriaalit syrjäyttävät hiljalleen puuta, terästä ja alumiinia monissa sovelluksissa keveytensä ja jäykkyytensä ansiosta.

Keväällä 2008 Exel luopui Sport-liiketoiminnoistaan.

#### Yhtiö sijoituskohteena:

Viime vuoden tulos heijastaa vielä Sport-toimintojen tappioita, mutta teollisuusliiketoiminta Exel Composites pärjasi yllättävänkin hyvin, tehden 0,33 euroa tulosta per osake huonosta markkinatilanteesta huolimatta (edellisvuonna 0,81 euroa/osake).

Exelillä on siis hyvät edellytykset palata kannattavuuden tielle, kunhan taloudellinen ympäristö sen sallii. Vahva kassavirta vähensi selvästi velkaantuneisuutta, joten riskit ovat pienentyneet.

#### Varainhoitajamme:



Vesa Korpimies

syntynyt 1962  
yhtiössä vuodesta 1987  
toimitusjohtaja 2008

[www.exelcomposites.com](http://www.exelcomposites.com)

#### Phoebusin omistus (18.3.2009)

Osakkeita: 100.000  
Osuus yhtiöstä: 0,84%  
Paino rahastossa: 3,3%

Lisätietoja katsauksissa: 4/01, 2/05, 3/08

EUR miljoonia

	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	5v	10v
<b>Tuloslaskelma</b>													
Liikevaihto	30	34	48	50	51	57	84	91	112	113	95	11%	12%
EBITA	4	5	7	6	4	6	13	12	0	5	0		
Marginaali	12.6%	14.8%	14.3%	11.5%	8.5%	10.3%	15.6%	13.6%	0.3%	4.2%	-0.4%	6%	8%

#### Tase

NWC	3	4	8	9	9	9	10	14	17	22	11		
Käyttöomaisuus	10	10	13	16	15	14	16	21	35	30	26		
Nettovelka	6	4	9	11	8	5	6	8	27	28	21		
Oma pääoma	8	10	13	14	15	18	20	27	24	24	17		
Sijoitettu pääoma	14	15	22	25	23	23	26	35	52	51	37	10%	11%
SiPo tuotto	28%	34%	32%	23%	19%	26%	51%	35%	1%	9%	-1%	15%	19%

#### Kassavirta

Vapaa kassavirta		2	0	2	4	4	13	6	0	1	10	29	41
Yritysosotot		0	-3	-3	0	0	-7	-2	-18	2	0	-26	-31
Osingot		-1	-2	-2	-2	-1	-7	-4	-5	-2	-2	-20	-28
Annit /takaisinotot		0	0	0	0	0	1	1	3	0	0	6	6
Muut erät		0	0	1	0	0	0	-4	1	-1	0	-4	-3
Nettovelan muutos			1	-4	-2	2	3	0	-3	-19	0	-16	-15

#### Arvostus

Osakkeita	10.5	10.5	10.5	10.5	10.6	10.7	11.0	11.5	11.9	11.9	11.9		
Kurssi	2.57	2.88	5.40	4.95	3.19	5.95	11.50	13.05	13.60	11.90	2.72	-14%	1%
Markkina-arvo	27	30	57	52	34	64	127	150	162	142	32		
EPS	0.23	0.34	0.43	0.36	0.26	0.37	0.80	0.77	-0.06	0.17	-0.25		
Osinko	0.09	0.15	0.19	0.18	0.10	0.65	0.35	0.40	0.20	0.20	0.00		
P/E	11.1	8.5	12.4	13.8	12.2	16.3	14.3	16.9	neg	nm	neg		
EV/EBITA	8.7	6.8	9.6	11.0	9.7	11.7	10.1	12.8	nm	nm	nm		
Osinkotuotto	3%	5%	4%	4%	3%	11%	3%	3%	1%	2%	0%		



#### Liiketoiminta:

Tamfelt on johtava paperikoneiden kudostuottaja. Se tekee märkä- ja kuivatusviiroja, puristinhuopia ja belttejä paperiteollisuudelle sekä suodatinkankaita lähinnä sellu- ja kaivosteollisuudelle. Vaikka yhtiö ei ole iso – se on kotimarkkinoillaan Euroopassa noin 13% 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%, joskin tänä vuonna ja lähivuosina saatamme valitettavasti hyvinkin nähdä uusia ennätyksiä pohjanoteerauksissa.

Johdon muutos lisää riskiä, lyhyessä ajassa sekä toimitusjohtaja että molempien divisioonien vetäjät ovat vaihtuneet, eikä minulla vielä ole selvää kuvaa talon ulkopuolelta tulleesta uudesta toimitusjohtajasta. Aika näyttää.

#### Varainhoitajamme:



Reima Kerttula

syntynyt 1955  
yhtiössä vuodesta 2009  
toimitusjohtaja 2009

[www.tamfelt.fi](http://www.tamfelt.fi)

#### Phoebusin omistus (18.3.2009)

Osakkeita: 65.000  
Osuus yhtiöstä: 0,24%  
Paino rahastossa: 3,2%

Lisätietoja katsauksissa: 1/04, 3/07

EUR miljoonia

	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	5v	10v
<b>Tuloslaskelma</b>													
Liikevaihto	103	110	124	131	126	126	134	140	155	168	165	6%	5%
EBITA	19	19	21	23	16	13	16	20	24	26	20		
Marginaali	18.4%	17.4%	17.1%	17.4%	12.7%	10.0%	12.0%	14.5%	15.4%	15.5%	11.8%	14%	14%

#### Tase

NWC	25	31	32	32	30	22	21	25	20	25	31		
Käyttöomaisuus	49	51	58	68	76	71	78	81	83	95	101		
Nettovelka	-22	-22	-24	-14	-3	0	11	6	-5	11	25		
Oma pääoma	96	105	113	114	109	93	88	99	108	109	107		
Sijoitettu pääoma	74	82	90	100	106	93	99	106	103	121	132	7%	6%
SiPo tuotto	26%	23%	24%	23%	15%	14%	16%	19%	23%	21%	15%	19%	19%

#### Kassavirta

Vapaa kassavirta		6	8	7	7	23	7	12	20	1	2	42	92
Yritysosotot		0	0	0	0	0	0	-1	2	0	0	2	2
Osingot		-8	-9	-11	-17	-29	-17	-9	-11	-17	-15	-69	-143
Annit /takaisinostot		0	0	0	0	5	0	1	0	0	0	1	6
Muut erät		2	2	-5	-1	-1	0	2	0	-1	-1	0	-4
Nettovelan muutos		0	1	-9	-11	-3	-11	4	11	-16	-13	-25	-47

#### Arvostus

Osakkeita	26.6	26.6	26.6	26.6	26.6	27.3	27.4	27.6	27.6	27.6	27.6		
Kurssi	7.00	7.50	5.99	8.83	9.67	9.27	7.98	8.05	10.65	11.10	5.10	-11%	-3%
Markkina-arvo	186	199	159	235	257	253	218	222	294	306	141		
EPS	0.56	0.54	0.59	0.64	0.48	0.34	0.47	0.52	0.66	0.76	0.45	5%	-2%
Osinko	0.29	0.33	0.43	0.63	1.10	0.63	0.35	0.41	0.61	0.54	0.18	-22%	-5%
P/E	12.4	13.9	10.1	13.8	20.2	27.0	16.8	15.5	16.2	14.7	11.4		
EV/EBITA	8.6	9.3	6.4	9.7	15.8	20.1	14.3	11.2	12.1	12.2	8.5		
Osinkotuotto	4%	4%	7%	7%	11%	7%	4%	5%	6%	5%	4%		



#### Liiketoiminta:

Stockmannilla on maaliskuussa 2009 yhteensä 13 tavarataloa, joiden myyntipinta-ala on noin 19 hehtaaria. Näistä 7 on Suomessa, eikä Suomeen enää uusia rakennettane. Laajentuminen tapahtuu Venäjällä (4 tavarataloa ja 1-3 rakenteilla) ja Baltiassa (2+1).

Tavaratalojen lisäksi Stockmann harjoittaa vaatekauppaa erikois-ketjuissa (Seppälä, Lindex) sekä etäkauppaa (Hobby Hall).

#### Yhtiö sijoituskohteena:

Stockmann on möhlinyt harvinaisen paljon viime aikoina. Helsingin ja Pietarin tavaratalojen piti alun perin (2005) maksaa yhteensä 210me, viimeisin budjetti on 435me. Lindex-kauppa satoi reippaasti yli 800me toimintoon, jonka synergiat Stockmannin kanssa ovat kyseenalaisia. Osakkeenomistajien kukkarolla käytiin jo viime vuonna, mutta en olisi yllättynyt, jos yhtiö pyrkisi taskuillemme uudelleen, kunhan markkina-tilanne sen sallii. Harmi, koska Stockmannilla olisi voinut olla hyvä sauma nopeuttaa kasvuaan vaikeassa taloustilanteessa, jos sillä olisi edelleen ollut siihen varaa. Nyt ei ole, vaan investointeja lykätään.

#### Varainhoitajamme:



Hannu Penttilä

syntynyt 1953  
yhtiössä vuodesta 1978  
toimitusjohtaja 2001

[www.stockmann.fi](http://www.stockmann.fi)

#### Phoebusin omistus (18.3.2009)

Osakkeita: 25.000  
Osuus yhtiöstä: 0,04%  
Paino rahastossa: 3,2%

Lisätietoja katsauksissa: 3/03, 3/06

EUR miljoonia

	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	5v	10v
<b>Tuloslaskelma</b>													
Liikevaihto	1217	1320	1221	1282	1315	1413	1445	1543	1240	1398	1879	6%	4%
EBITA	50	49	33	39	53	50	68	97	95	116	118		
Marginaali	4.1%	3.7%	2.7%	3.1%	4.0%	3.6%	4.7%	6.3%	7.6%	8.3%	6.3%	6.6%	5.1%

#### Tase

NWC	93	59	78	97	95	90	97	102	69	32	19		
Käyttöomaisuus	342	332	347	346	301	289	315	325	368	1335	1359		
Nettovelka	-54	-114	-77	-64	-128	-168	-79	-79	-135	774	688		
Oma pääoma	490	505	502	506	525	547	492	505	572	594	689		
Sijoitettu pääoma	435	391	425	442	397	379	412	427	437	1367	1377	29%	12%
SiPo tuotto	11%	13%	8%	9%	13%	13%	17%	23%	22%	8%	9%	12%	12%

#### Kassavirta

Vapaa kassavirta		34	-5	8	47	34	19	22	-5	-10	-65	-39	79
Yritysosot/-myynnit		65	0	10	50	37	5	19	99	-852	-19	-749	-587
Osingot		-43	-31	-31	-31	-46	-123	-53	-60	-72	-75	-383	-565
Annit /takaisinotot		0	0	0	0	16	10	14	20	6	135	184	200
Muut erät		4	-2	-1	-2	-1	1	-2	3	20	109	132	129
Nettovelan muutos		60	-37	-13	65	40	-89	-1	56	-908	85	-856	-743

#### Arvostus

Osakkeita	49.5	51.4	51.2	51.0	51.0	52.2	52.9	54.1	55.3	56.1	61.7		
Kurssi	16.08	14.30	10.40	13.40	13.80	18.30	21.70	32.53	36.48	29.66	9.77	-12%	-5%
Markkina-arvo	796	735	533	683	703	956	1147	1759	2017	1664	603		
EPS	0.87	0.69	0.52	0.59	0.85	0.78	1.04	1.29	1.27	1.45	0.57	-6%	-4%
Osinko	0.84	0.60	0.60	0.60	0.90	1.35	1.00	1.10	1.30	1.35	0.62	-14%	-3%
P/E	18.4	20.7	20.2	22.9	16.2	23.4	20.8	25.2	28.8	20.5	17.3		
EV/EBITA	14.9	12.6	13.9	15.8	10.8	15.7	15.6	17.4	19.9	21.1	11.0		
Osinkotuotto	5%	4%	6%	4%	7%	7%	5%	3%	4%	5%	6%		



#### Liiketoiminta:

Air Liquide on noin 20% markkinaosuudella maailman toiseksi suurin teollisuuskaasuyritys (mm. happi, typpi, vety). Neljä suuryritystä (Linde, Air Liquide, Air Products ja Praxair) hallitsevat kaksi kolmasosaa maailman markkinoista ja ala on useimmissa maissa oligopoli, koska kaasua ei kustannustehokkaasti voi kuljettaa yli 200 kilometriä.

#### Varainhoitajamme:



Benoît Potier

syntynyt 1957  
yhtiössä vuodesta 1981  
toimitusjohtaja 1997

#### Yhtiö sijoituskohteena:

Teollisuuskaasuuala 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!

Linden BOC-kaupan ansiosta Air Liquide vahvistui Iso-Britanniassa ja Aasiassa. Yhtiö on nostanut keskipitkän aikavälin kasvutavoitteitaan, ne ovat nyt +8-10% liikevaihdossa ja +10-13% nettotuloksessa. Lähi-aikoina kasvu tulee kuitenkin olemaan selvästi hitampaa.

[www.airliquide.com](http://www.airliquide.com)

#### Phoebusin omistus (18.3.2009)

Osakkeita: 10.500  
Osuus yhtiöstä: 0,004%  
Paino rahastossa: 7,5%

Lisätietoja katsauksissa: 4/02, 2/05, 1/08

EUR miljoonia

	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	5v	10v
<b>Tuloslaskelma</b>													
Liikevaihto	6087	6538	8099	8328	7900	8394	9376	10435	10949	11801	13103	9%	8%
EBITA	871	964	1151	1215	1199	1235	1344	1518	1659	1794	1949		
Marginaali	14.3%	14.7%	14.2%	14.6%	15.2%	14.7%	14.3%	14.5%	15.2%	15.2%	14.9%	15%	15%

#### Tase

NWC	-291	-336	-331	-293	-360	-234	-729	-2053	-1780	-2323	-2415		
Käyttöomaisuus	6612	8041	8254	8553	7834	7504	10235	12073	11788	13459	14905		
Nettovelka	1677	2433	2280	2584	2022	1730	3790	3811	3441	4660	5484		
Oma pääoma +väh	4644	5272	5643	5676	5452	5539	5715	6209	6567	6476	7006		
Sijoitettu pääoma	6321	7705	7923	8260	7474	7269	9505	10019	10008	11137	12490	11%	7%
SiPo tuotto	14%	13%	15%	15%	17%	18%	15%	16%	17%	16%	16%	16%	16%

#### Kassavirta

Vapaa kassavirta		135	529	725	942	668	527	731	653	1468	512	3891	6890
Yritysosot/-myynnit		-319	-125	-372	-307	-75	-2037	87	-72	-1308	-242	-3573	-4771
Osingot		-224	-248	-318	-366	-414	-336	-391	-432	-497	-551	-2207	-3777
Annit /takaisinostot		-94	-101	-242	-88	-139	-31	19	-23	-443	-124	-602	-1266
Muut erät		-254	98	-97	381	251	-183	-466	244	-439	-419	-1263	-883
Nettovelan muutos		-756	153	-304	562	292	-2060	-20	369	-1219	-824	-3754	-3807

#### Arvostus

Osakkeita	272.0	271.0	270.3	266.7	264.4	262.3	261.2	260.7	264.1	263.1	259.6		
Kurssi	43	50	54	54	48	52	56	67	82	93	66	5%	4%
Markkina-arvo	11702	13628	14528	14336	12613	13628	14636	17531	21667	24370	17172		
EPS	1.99	2.18	2.54	2.77	2.80	2.92	3.23	3.44	3.79	4.29	4.82	11%	9%
Osinko	0.73	0.79	1.00	1.07	1.20	1.20	1.45	1.59	1.82	2.05	2.25	13%	12%
P/E	21.7	23.0	21.2	19.4	17.0	17.8	17.3	19.5	21.7	21.6	13.7		
EV/EBITA	14.7	16.0	14.0	13.4	11.7	12.0	13.3	13.7	14.9	15.9	11.5		
Osinkotuotto	2%	2%	2%	2%	3%	2%	3%	2%	2%	2%	3%		





#### Liiketoiminta:

Hennes & Mauritzin päämäärä on tarjota muodikkaimpia vaatteita parhaisiin hintoihin. Yhtiöllä oli tilikauden 2008 lopussa 1738 myymälää 33 maassa. Tavoitteena on lisätä myymälöiden määrää 10-15% vuodessa, samalla kasvattaen vanhojen myymälöiden myyntiä.

Keväällä 2008 H&M osti pienen Fabric Scandinavien -yhtiön vajaalla miljardilla kruunulla. Pääosin kasvu tapahtuu kuitenkin orgaanisesti.

#### Yhtiö sijoituskohteena:

H&M:n menestys on ollut satumaista. Viimeisen 10 vuoden aikana myymälöiden määrä on kolminkertaistunut (kasvanut 12% vuodessa), liikevaihto nelin- (15%/v) ja tulos seitsenkertaistunut (21%/v).

Maantieteellisen kasvun lisäksi H&M testaa aktiivisesti uusia konsepteja (Fabric, COS, kodin tekstiilit), jotka toistaiseksi ovat lähinnä aiheuttaneet kuluja. Suurin kysymysmerkki on 1.7.09 aloittava uusi toimitusjohtaja, vain 34-vuotias H&M:n perustajan pojanpoika. Jatkuvuus on taattu, mutta riittääkö osaaminen ja kypsyy?

#### Varainhoitajamme:



Karl-Johan Persson

syntynyt 1975  
yhtiössä vuodesta 2005  
toimitusjohtaja 2009

[www.hm.com](http://www.hm.com)

#### Phoebusin omistus (18.3.2009)

Osakkeita:	19.000
Osuus yhtiöstä:	0,002%
Paino rahastossa:	6,5%
Lisätietoja katsauksessa:	4/06

SEK miljoonia

30-Nov

	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	5v	10v
<b>Tuloslaskelma</b>													
Liikevaihto	22541	27888	30454	39699	45522	48238	53695	61262	68400	78346	88532	13%	15%
EBITA	3327	4580	3767	5478	8259	9223	10667	13173	15298	18382	20138		
Marginaali	14.8%	16.4%	12.4%	13.8%	18.1%	19.1%	19.9%	21.5%	22.4%	23.5%	22.7%	22%	20%

#### Tase

NWC	784	338	1473	302	-929	462	446	1078	1251	596	-1052		
Käyttöomaisuus	2508	3167	5055	6684	6538	6442	6712	8078	8033	10689	15872		
Nettovelka	-5114	-6789	-5361	-8445	-13480	-13194	-15051	-16768	-18495	-20808	-22130		
Oma pääoma	8406	10294	11890	15432	19088	20097	22209	25924	27779	32093	36950		
Sijoitettu pääoma	3292	3505	6529	6987	5608	6903	7158	9156	9284	11285	14820	17%	16%
SiPo tuotto	101%	131%	58%	81%	131%	147%	152%	144%	165%	163%	136%	150%	134%

#### Kassavirta

Vapaa kassavirta	2846	-478	3852	6747	4847	6934	7613	10266	12449	13951	51213	69027
Yritysosot	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	-927	-927
Osingot	-828	-1117	-1117	-1448	-4965	-4965	-6620	-7861	-9515	-11584	-40546	-50021
Annit /takaisinostot	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Muut erät	-343	168	349	-264	-168	-111	724	-678	-621	-118	-804	-1062
Nettovelan muutos	1675	-1428	3084	5035	-286	1858	1717	1727	2313	1322	8937	17017

#### Arvostus

Osakkeita	827.5	827.5	827.5	827.5	827.5	827.5	827.5	827.5	827.5	827.5	827.5		
Kurssi	150.25	270.00	169.00	213.00	191.00	176.50	216.00	253.00	319.00	399.00	298.00	11%	7%
Markkina-arvo bn	124	223	140	176	158	146	179	209	264	330	247		
EPS	2.76	3.72	3.08	4.61	6.87	7.72	8.79	11.17	13.05	16.42	18.48	19%	21%
Osinko	1.00	1.35	1.35	1.75	6.00	6.00	8.00	9.50	11.50	14.00	15.50	21%	32%
P/E	54.4	72.7	54.8	46.2	27.8	22.9	24.6	22.6	24.4	24.3	16.1		
EV/EBITA	35.8	47.3	35.7	30.6	17.5	14.4	15.3	14.6	16.0	16.8	11.1		
Osinkotuotto	1%	1%	1%	1%	3%	3%	4%	4%	4%	4%	5%		

# 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 19 vuotta ollut alan tyytyväisimmät asiakkaat. Sen pääoman tuotto on 37 vuotta ylittänyt kilpailijoiden vastaavan.

## Yhtiö sijoituskohteena:

Kehuin viime Vuosikirjassa sitä, että Pär Boman oli alentanut pankin riskejä, eikä syyttä. SHB on tässä turbulentissa markkinatilanteessa huomattavasti turvallisempi sijoitus ilman SPP-vakuutusyhtiötä kuin se olisi ollut sen kanssa.

Pankin laatu näkyy myös siinä, että sen vakavaraisuus on jo nyt sitä luokkaa, kuin mihin sen kilpailijat nyt kiireessä pyrkivät miljardiannein. Meidän taskuillamme pankkimme ei ole tarvinnut käydä (vielä).

Pankkien kirjanpito on suhteellinen käsite. SHB:n todellinen tulos vuodelta 2008 oli noin 4 miljardia heikompi kuin luvut osoittavat, kun mukaan lasketaan suoraan taseeseen kirjatut arvostuserot – huomaa se, kun luet alla olevaa taulukkoa (jossa alaskirjaukset eivät näy). Tulos oli silti hyvä, vaikka arvostuserot luettaisiin mukaan.

## SEK miljoonia

	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	5v	10v
<b>Tuloslaskelma</b>													
Tuotot	16837	17056	20680	21654	21664	22292	23981	26338	29560	27126	29890	6%	6%
Tulos ennen veroja	8007	8912	12001	11577	10829	11780	13520	15661	17164	14731	15056		
Marginaali	47.6%	52.3%	58.0%	53.5%	50.0%	52.8%	56.4%	59.5%	58.1%	54.3%	50.4%	56%	55%

## Tase (miljardeja)

Antolainaus	591	630	692	803	842	826	863	986	1103	1295	1484		
Riskikorjattu	443	482	542	611	641	630	658	769	876	1069	1235		
Tier 1 pääoma	28	31	35	37	41	46	50	58	59	66	76		
Tier 1 vakavaraisuus	6.3%	6.5%	6.4%	6.1%	6.4%	7.3%	7.6%	7.6%	6.8%	6.1%	6.1%		
Oma pääoma	34431	38570	42466	48112	52192	56835	61109	65651	66226	74491	74963	6%	8%
OPo tuotto pretax	23%	23%	28%	24%	21%	21%	22%	24%	26%	20%	20%	22%	23%

## Kassavirta

Yritysosot/-myynnit	-1550	-7100	-2525	0	0	-1100	0	0	18200	270	17370	6195	
Osingot	-1922	-2144	-2751	-3120	-3294	-3602	-4018	-4543	-5022	-8417	-25602	-38833	
Annit /takaisinostot	0	-2950	-46	0	0	-3426	-2468	-4362	-2208	184	-12280	-15276	

## Arvostus

Osakkeita	714.7	714.7	693.2	693.4	693.4	693.4	669.6	656.5	634.2	624.2	642.8		
Kurssi	114.00	107.00	161.50	154.00	116.00	147.00	173.00	197.00	207.00	207.00	126.00	-3%	1%
Markkina-arvo bn	81.5	76.5	112.0	106.8	80.4	101.9	115.8	129.3	131.3	129.2	81.0		
EPS	8.14	8.91	12.44	12.05	11.54	12.16	14.67	17.31	20.70	17.38	18.16	8%	8%
Osinko	2.67	3.00	4.00	4.50	4.75	5.25	6.00	7.00	8.00	13.50	7.00	6%	10%
P/E	14.0	12.0	13.0	12.8	10.1	12.1	11.8	11.4	10.0	11.9	6.9		
P/E ennen veroja	10.2	8.6	9.3	9.2	7.4	8.7	8.6	8.3	7.6	8.8	5.4		
Osinkotuotto	2%	3%	2%	3%	4%	4%	3%	4%	4%	7%	6%		

## Varainhoitajamme:



Pär Boman

syntynyt 1961  
yhtiössä vuodesta 1991  
toimitusjohtaja 2006

[www.handelsbanken.se](http://www.handelsbanken.se)

## Phoebusin omistus (18.3.2009)

Osakkeita: 50.000  
Osuus yhtiöstä: 0,008%  
Paino rahastossa: 6,0%

Lisätietoja katsauksissa: 4/03, 1/06, 2/08



## Liiketoiminta:

Fastenal on USA:n johtavia teollisuus- ja rakennustarvikkeiden tukku- ja vähittäiskauppiaita. Nimensä mukaisesti yhtiö aloitti kiinnikkeiden jakelijana, mutta on hiljalleen laajentanut tuotevalikoimaansa myös muihin tarvikkeisiin. Yhtiön yli 2.300 kauppaa palvelevat noin 344.000 ammattimaista asiakasta.

Yhtiön tavoitteena on avata 7-10% uusia kauppiaa vuodessa, tuskin kuitenkaan kuluva vuonna.

## Yhtiö sijoituskohteena:

Viimeisen 10 vuoden aikana Fastenal on kasvanut 17% vuodessa avaamalla 12% uusia kauppiaa vuodessa. Jatkossa yhtiö aikoo avata uusia kauppiaa noin 7-10% vuodessa ja säästyneillä rahoilla palkata vanhoihin kauppiaihin lisää myyjä. Näin se toivoo edelleen kasvavansa lähes vanhaan tahtiin, mutta entistä kannattavammin.

Heikot suhdanteet hidastavat lyhyellä aikavälillä Fastenalin kasvua, mutta markkinoiden epävarmuus on meille vain hyödyksi, koska voimme ostaa loistavan yhtiön osakkeita aiempaa edullisempaan hintaan. Suhdanteethan tulevat ja menevät.

## Varainhoitajamme:



Willard Oberton

syntynyt 1958  
yhtiössä vuodesta 1980  
toimitusjohtaja 2002

[www.fastenal.com](http://www.fastenal.com)

## Phoebusin omistus (18.3.2009)

Osakkeita: 20.000  
Osuus yhtiöstä: 0,013%  
Paino rahastossa: 5,1%

Lisätietoja katsauksessa: 1/07

USD miljoonia

	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	5v	10v
<b>Tuloslaskelma</b>													
Liikevaihto	503	618	756	818	905	995	1238	1523	1809	2062	2340	19%	17%
EBITA	87	106	129	111	113	135	207	268	320	376	450		
Marginaali	17.3%	17.1%	17.1%	13.6%	12.5%	13.6%	16.7%	17.6%	17.7%	18.3%	19.2%	18%	17%

**Tase**

NWC	142	163	218	222	286	309	413	486	621	670	727		
Käyttöomaisuus	78	91	109	125	147	173	197	228	268	280	328		
Nettovelka	2	-28	-33	-78	-67	-96	-74	-70	-34	-59	-88		
Oma pääoma	218	282	359	425	500	577	684	784	922	1010	1142		
Sijoitettu pääoma	219	254	327	347	433	481	610	713	888	951	1055	17%	17%
SiPo tuotto	40%	42%	40%	32%	26%	28%	34%	38%	36%	40%	43%	38%	37%

**Kassavirta**

Vapaa kassavirta		31	8	52	-16	36	2	63	24	170	176	435	546
Yritysosotot		0	0	-14	21	0	0	0	0	0	0	0	7
Osingot		-2	-3	-3	-4	-16	-30	-47	-61	-66	-117	-322	-349
Annit /takaisinostot		0	0	0	0	0	0	-19	-5	-87	-26	-137	-137
Muut erät		0	0	11	-13	9	7	-2	5	9	-4	15	22
Nettovelan muutos			30	5	45	-11	29	-21	-4	-36	25	-8	89

**Arvostus**

Osakkeita	151.8	151.8	151.8	151.8	151.8	151.8	152.0	151.5	151.2	150.6	148.8		
Kurssi	11.00	11.24	13.72	16.61	18.70	24.88	30.78	39.13	35.88	40.42	34.85	7%	12%
Markkina-arvo	1669	1705	2082	2520	2837	3776	4678	5929	5424	6085	5187		
EPS	0.35	0.43	0.53	0.46	0.47	0.55	0.86	1.10	1.32	1.55	1.88	28%	18%
Osinko	0.01	0.01	0.02	0.02	0.03	0.11	0.20	0.31	0.40	0.44	0.79	50%	66%
P/E	31.5	26.0	25.8	35.9	39.9	44.9	35.7	35.5	27.3	26.2	18.5		
EV/EBITA	19.2	15.8	15.8	21.9	24.5	27.2	22.2	21.9	16.9	16.0	11.3		
Osinkotuotto	0%	0%	0%	0%	0%	0%	1%	1%	1%	1%	2%		



#### Liiketoiminta:

Automatic Data Processing on maailman johtava yritysten henkilöstönhallinnan ulkoistuspalvelujen tuottaja. Se laskee ja maksaa palkat yli 33 miljoonalle työntekijälle. Sen lisäksi se on merkittävä autokauppojen prosessoija.

Kuriositeettina kerrottakoon, että ADP osti tammikuussa 2009 helsinkiläisen autovähittäiskaupan it-järjestelmätoimittajan Automaster Oy:n koko osakekannan.

#### Yhtiö sijoituskohteena:

ADP on 3-4 kertaa suurempi kuin lähin kilpailijansa, mikä näkyy kannattavuudessa. Yhtiön läpi kulkee (viiveellä) jatkuvasti noin 16 miljardia dollaria asiakasvaroja, joita se on ainakin toistaiseksi onnistunut sijoittamaan ilman tappioita, toisin kuin useimmat muut korkosijoittajat.

Heikentyvä työllisyystilanne USA:ssa tulee hidastamaan ADP:n kasvua, mutta yhtiön keskittyminen ydintoimintaansa vaikuttaa samalla parantaneen sen kilpailukykyä.

#### Varainhoitajamme:



Gary C. Butler

syntynyt 1946  
yhtiössä vuodesta 1975  
toimitusjohtaja 2006

[www.adp.com](http://www.adp.com)

#### Phoebusin omistus (18.3.2009)

Osakkeita: 15.000  
Osuus yhtiöstä: 0,003%  
Paino rahastossa: 4,9%

Lisätietoja katsauksissa: 3/04, 3/06

USD miljoonia	30-Jun											5v	10v
	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008		
<b>Tuloslaskelma</b>													
Liikevaihto	4843	5456	6168	6854	7004	7147	7755	8499	8882	7800	8777	4%	6%
EBITA	870	1058	1261	1507	1673	1518	1438	1644	1679	1507	1726		
Marginaali	18.0%	19.4%	20.4%	22.0%	23.9%	21.2%	18.5%	19.3%	18.9%	19.3%	19.7%	19%	20%
<b>Tase</b>													
NWC	-461	-356	-230	-221	-312	-719	-894	-902	-1213	-1194	-1136		
Käyttöomaisuus	2419	2341	2492	2435	2767	3831	4295	4642	4697	4501	4615		
Nettovelka	-1481	-2023	-2321	-2487	-2659	-2260	-2016	-2043	-2528	-1841	-1608		
Oma pääoma	3439	4008	4583	4701	5114	5371	5418	5784	6012	5148	5087		
Sijoitettu pääoma	1958	1985	2262	2214	2455	3112	3401	3741	3483	3307	3479	2%	6%
SiPo tuotto	44%	53%	56%	68%	68%	49%	42%	44%	48%	46%	50%	46%	51%
<b>Kassavirta</b>													
Vapaa kassavirta		625	762	1002	1216	1421	1065	1059	1262	856	1054	5295	10321
Yritysosotot/-myynnit		169	-161	-73	-213	-647	-268	-417	566	939	15	834	-90
Osingot		-181	-213	-248	-277	-285	-309	-345	-394	-1145	-549	-2741	-3945
Annit /takaisinostot		15	-28	-717	-647	-846	-461	-401	-1036	-1556	-1265	-4719	-6942
Muut erät		-85	-63	202	93	-43	-270	131	87	219	512	679	783
Nettovelan muutos		542	297	166	172	-399	-243	27	485	-687	-233	-651	127
<b>Arvostus</b>													
Osakkeita	628.2	636.9	646.1	646.0	630.6	605.9	598.7	590.0	580.3	557.9	527.2		
Kurssi	35.11	42.71	52.37	48.91	43.12	33.86	41.88	41.97	45.35	48.47	41.64	4%	2%
Markkina-arvo	22056	27202	33836	31595	27191	20516	25076	24763	26317	27041	21953		
EPS	1.03	1.16	1.36	1.59	1.75	1.68	1.56	1.79	1.85	1.77	2.18	5%	8%
Osinko	0.26	0.30	0.34	0.40	0.45	0.48	0.54	0.61	0.71	5.80	1.10	18%	16%
P/E	34.0	36.8	38.4	30.8	24.7	20.2	26.8	23.5	24.5	27.4	19.1		
EV/EBITA	23.6	23.8	25.0	19.3	14.7	12.0	16.0	13.8	14.2	16.7	11.8		
Osinkotuotto	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	2%	12%	3%		

# PROGRESSIVE®

## Liiketoiminta:

Progressive on USA:n neljänneksi suurin autovakuuttaja, jonka markkinaosuus on reilut 7%. Sillä on reilut 10 miljoonaa asiakasta. Henkilöautojen lisäksi Progressive vakuuttaa moottoripyöriä, veneitä, asuntoautoja ja moottorikelkkoja, sekä jossain määrin kuorma-autoja.

Yhtiö on hiljattain alkanut testata myös kotivakuutusten myyntiä, aluksi välittämällä Homesite ja Liberty Mutual vakuutusyhtiöiden tuotteita omille asiakkailleen.

## Yhtiö sijoituskohteena:

Progressive on 19 vuoden aikana joka vuosi ollut kannattavampi kuin autovakuuttajat keskimäärin. Se on 10 vuodessa lähes tuplannut markkinaosuutensa ja laajentunut kuorma-autojen vakuutuksiin, kasvaen 3 kertaa autovakuutusalaan nopeammin.

Vakuutusyhtiön kirjanpito, kuten pankkien, on suhteellinen käsite. Progressiven todellinen tulos vuodelta 2008 oli 545 miljoonaa heikompi kuin luvut osoittavat, kun mukaan lasketaan suoraan taseeseen kirjatut arvostuserot – huomaa se, kun luet alla olevaa taulukkoa (jossa alaskirjaukset eivät näy). Yhtiön sijoitustoiminta meni viime vuonna aika lailla metsään, erityisesti korkopuolella.

## Varainhoitajamme:



Glenn Renwick

syntynyt 1955  
yhtiössä vuodesta 1986  
toimitusjohtaja 2001

[www.progressive.com](http://www.progressive.com)

## Phoebusin omistus (18.3.2009)

Osakkeita: 40.000  
Osuus yhtiöstä: 0,006%  
Paino rahastossa: 4,6%

Lisätietoja katsauksessa: 4/06

## USD miljoonia

	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	5v	10v
<b>Tuloslaskelma</b>													
Nettopreemiot	4986	5731	6369	7187	8918	11383	13218	13805	14148	13900	13648	4%	11%
Vakuutusulos	423	105	-279	351	691	1458	1982	1655	1884	1027	731		
Combined Ratio %	91.5	98.2	104.4	95.1	92.3	87.2	85.0	88.0	86.7	92.6	94.6		
Tulos ennen veroja	661	407	36	588	981	1829	2451	2059	2433	1693	-222		
Marginaali	13.3%	7.1%	0.6%	8.2%	11.0%	16.1%	18.5%	14.9%	17.2%	12.2%	-1.6%	12%	11%

## Tase

Nettosijoitukset	4916	5393	6243	7142	8812	11055	11818	12995	13509	11997	10806		
Käyttöomaisuus	410	488	544	539	547	680	758	892	1174	1198	1149		
Liikevelat ("float")	2769	3128	3917	4430	5592	6704	7420	7780	7836	8259	7739		
Oma pääoma	2557	2753	2870	3251	3768	5031	5155	6108	6847	4936	4215	-3%	5%
OPo tuotto pretax	26%	15%	1%	18%	26%	36%	48%	34%	36%	34%	-5%	31%	27%

## Kassavirta

Yritysosotot/-myynnit		-10	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	-10
Osingot		-19	-20	-21	-21	-22	-23	-24	-25	-1407	-98	-1577	-1679
Annit /takaisinostot		12	1	-94	-192	-267	-1577	-439	-1171	-1518	-152	-4857	-5397

## Arvostus

Osakkeita	870.4	877.2	882.4	881.2	872.0	865.6	801.6	799.3	783.8	718.5	673.9		
Kurssi	14.12	6.10	8.64	12.44	12.41	20.90	21.21	29.20	24.22	19.16	14.81	-7%	0%
Markkina-arvo bn	12.3	5.3	7.6	11.0	10.8	18.1	17.0	23.3	19.0	13.8	10.0		
EPS	0.52	0.33	0.02	0.47	0.77	1.41	2.06	1.74	2.10	1.65	-0.10		
Osinko	0.02	0.02	0.02	0.02	0.02	0.03	0.03	0.03	0.03	2.15	0.00		
P/E	26.9	18.4	351.1	26.7	16.2	14.8	10.3	16.7	11.5	11.6	neg		
P/E ennen veroja	18.6	13.1	211.7	18.7	11.0	9.9	6.9	11.3	7.8	8.1	neg		
Osinkotuotto	0.1%	0.4%	0.3%	0.2%	0.2%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	11.2%	0.0%		

# YKSINKERTAINEN ON TEHOKASTA

Exhibit 10.6.1

EX-10.6.1 3 dex1061.htm EXECUTIVE EMPLOYMENT AGREEMENT

As of September 1, 2008

Jim Sinegal  
999 Lake Drive  
Issaquah, WA 98027

Dear Jim:

This letter agreement confirms the terms of your employment with Costco Wholesale Corporation (the "Company").

- Employment.** The Company employs you as its President and Chief Executive Officer.
- Employment Term.** The terms of this letter agreement cover one year, beginning September 1, 2008, and coinciding with the Company's fiscal year 2009, unless otherwise terminated as provided below. The parties may renew this letter agreement from year-to-year upon agreement.
- Salary and Benefits**
  - You will receive a base salary of \$350,000 for fiscal year 2009. The base salary will be paid to you in accordance with the Company's standard payroll practices.
  - You will be eligible for a bonus of up to \$200,000. The amount of any bonus will be determined by the Board of Directors or the Compensation Committee, and will be paid to you in accordance with the Company's standard practices.
  - You will be eligible for an equity award under the Company's Third Restated 2002 Stock Incentive Plan or its successor plan. The Board of Directors or the Compensation Committee will determine the amount of any grant.
  - All payments to you will be subject to withholding for taxes and other applicable withholding requirements.
  - You will be eligible to participate in the Company's employee benefit programs, in accordance with the terms and conditions of those programs.
- Termination.** The Company will have the right to terminate your employment at any time for "cause," as determined under applicable law and policies of the Company. You may terminate your employment at any time upon not less than sixty (60) days prior written notice.
- Miscellaneous.** This letter agreement represents our complete agreement on these subjects. We can only amend this letter agreement by signing a written amendment. This letter will be governed by Washington law in all respects.

If you agree with the terms contained in this letter, please sign the enclosed copy of this letter and return it to me.

Sincerely,  
Compensation Committee of the  
Board of Directors  
Costco Wholesale Corporation  
By: /s/ HAMILTON E. JAMES  
Director

Acknowledged and agreed:  
/s/ JAMES D. SINEGAL  
Jim Sinegal

Dated: 9/20/08

Tätä ei aivan heti luulisi 71 miljardin liikevaihtoa tekevän ja 142.000 henkilöä työllistävän firman toimitusjohtajan työsopimukseksi kokonaisuudessaan, erityisesti kun tutkii irtisanomis- ja eläke-ehdoja. Mutta Costco Wholesale on monessa suhteessa poikkeuksellinen yhtiö.



## Liiketoiminta:

Costco on USA:n johtava "varastoklubi". Asiakas ostaa vuosittain jäsenkortin, joka oikeuttaa tekemään ostoksia halvemmalla kuin tavallisissa kaupoissa – myyntikate on vain 11%. Costcolla oli vuoden 2008 lopussa 550 kauppaa (joista 31 yhteisyrityksessä Meksikossa) ja yli 53 miljoonaa jäsentä.

Yhtiön pääkilpailija on Wal-Martin Sam's Club.

## Yhtiö sijoituskohteena:

Viimeisen 10 vuoden aikana Costco on kasvattanut kauppajensa lukumäärää 6% vuodessa ja kauppakohtaista myyntiä 5% vuodessa.

Kasvulle on vielä tilaa myös Pohjois-Amerikassa, mutta ennen kaikkea muualla maailmassa. Pohjois-Amerikassa on 92% yhtiön kaupoista, mutta Costcolla on jo vankea jalansija Iso-Britanniassa ja Aasiassa (Japani, Etelä-Korea, Taiwan).

## Varainhoitajamme:



Jim Sinegal

syntynyt 1937  
yhtiössä vuodesta 1983  
toimitusjohtaja 1983

[www.costco.com](http://www.costco.com)

## Phoebusin omistus (18.3.2009)

Osakkeita: 10.000  
Osuus yhtiöstä: 0,002%  
Paino rahastossa: 3,9%

Lisätietoja katsauksessa: 1/07

USD miljoonia

31-Aug

	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	5v	10v
<b>Tuloslaskelma</b>													
Liikevaihto	24270	27456	32164	34797	38762	42546	48110	52952	60151	64400	72483	11%	12%
EBITA	787	860	1037	992	1132	1157	1386	1474	1626	1609	1969		
Marginaali	3.2%	3.1%	3.2%	2.9%	2.9%	2.7%	2.9%	2.8%	2.7%	2.5%	2.7%	3%	3%

**Tase**

NWC	-173	-435	-697	-878	-787	-1126	-2008	-2238	-2387	-2793	-2957		
Käyttöomaisuus	3632	4189	5164	6207	6990	7480	7823	8427	9263	10282	11220		
Nettovelka	493	222	227	446	509	-201	-1809	-2692	-2268	-1134	-929		
Oma pääoma	2966	3532	4240	4883	5694	6555	7625	8881	9143	8623	9192		
Sijoitettu pääoma	3458	3754	4467	5329	6203	6354	5816	6190	6876	7490	8263	5%	9%
SiPo tuotto	23%	23%	23%	19%	18%	18%	24%	24%	24%	21%	24%	23%	22%

**Kassavirta**

Vapaa kassavirta		258	-24	-281	-56	693	1554	709	556	683	549	4051	4642
Yritysosot/-myynnit		0	-52	0	0	0	-95	-4	0	0	0	-99	-151
Osingot		0	0	0	0	0	-92	-205	-230	-246	-265	-1038	-1038
Annit /takaisinostot		62	-1	62	67	35	125	146	-880	-1670	-572	-2850	-2626
Muut erät		-49	71	0	-73	-18	116	236	130	98	83	663	594
Nettovelan muutos		271	-5	-219	-63	710	1608	883	-424	-1134	-205	727	1421

**Arvostus**

Osakkeita	463.4	471.1	475.7	475.8	479.3	479.3	482.5	492.0	480.3	457.6	444.2		
Kurssi	23.53	37.38	34.44	37.41	33.41	32.25	41.17	43.40	46.79	61.75	67.06	16%	11%
Markkina-arvo	10903	17608	16384	17801	16012	15458	19863	21354	22475	28259	29791		
EPS	0.99	1.09	1.33	1.27	1.46	1.50	1.83	2.01	2.30	2.37	2.89	14%	11%
Osinko	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.20	0.43	0.49	0.55	0.61		
P/E	23.7	34.2	25.9	29.6	22.9	21.4	22.5	21.6	20.4	26.1	23.2		
EV/EBITA	14.5	20.7	16.0	18.4	14.6	13.2	13.0	12.7	12.4	16.9	14.7		
Osinkotuotto	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	1%	1%	1%	1%		



#### Liiketoiminta:

Seco Tools on merkittävä kovametallisten kääntöterien valmistaja. Noin 5% maailmanmarkkinaosuudella se on toki selvästi pienempi kuin Sandvik Coromant, amerikkalainen Kennametal ja israelilais-amerikkalainen Iscar. Kääntöterät ovat kulutustavaroita, joita käytetään maailman ehkä suurimmassa teollisessa prosessissa, metallin työstämisessä (sorveissa, porissa, jyrsimissä jne.)

Sandvik omistaa yhtiön osakkeista 60% ja äänivallasta 89%.

#### Yhtiö sijoituskohteena:

Työstöterien markkinat kasvavat noin 5% vuodessa ja Secon tavoite on voittaa markkinaosuutta, kasvaen ilman yritysostoja 7% vuodessa. Tulostavoite on 20% liikevaihdosta, suhdannesyklin yli, joka vastaa hyvin yhtiön tähänastista tasoa.

Autoteollisuus ja konepajateollisuus ovat tärkeitä asiakasryhmiä, joka kertoo, että lähivuodet eivät tule olemaan juhlaa. Esimerkiksi Kennametalin tilaukset laskivat jouluhelmikuussa 25% vuoden takaisista. Seco on kuitenkin aina ollut nopea reagoimaan ja on parissa kuukaudessa jo vähentänyt 16% henkilöstöstään.

#### Varainhoitajamme:



Kai Wärn

syntynyt 1959  
yhtiössä vuodesta 2004  
toimitusjohtaja 2004

[www.secotools.com](http://www.secotools.com)

#### Phoebusin omistus (18.3.2009)

Osakkeita: 45.000  
Osuus yhtiöstä: 0,031%  
Paino rahastossa: 2,9%

Lisätietoja katsauksessa: 3/08

#### SEK miljoonia

	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	5v	10v
<b>Tuloslaskelma</b>													
Liikevaihto	3204	3181	3792	4285	4040	3917	4333	4936	5451	6034	6536	11%	7%
EBITA	681	579	775	825	724	718	840	1100	1341	1491	1332		
Marginaali	21.3%	18.2%	20.4%	19.3%	17.9%	18.3%	19.4%	22.3%	24.6%	24.7%	20.4%	22%	21%

#### Tase

NWC	306	310	433	720	668	754	644	949	1025	1237	1623		
Käyttöomaisuus	1367	1437	1585	1646	1727	1662	1633	1840	1973	2256	2987		
Nettovelka	-83	-128	12	294	388	607	249	582	777	1087	2007		
Oma pääoma	1756	1875	2006	2072	2007	1809	2028	2207	2221	2406	2603		
Sijoitettu pääoma	1673	1747	2018	2366	2395	2416	2277	2789	2998	3493	4610	14%	11%
SiPo tuotto	41%	33%	38%	35%	30%	30%	37%	39%	45%	43%	29%	38%	36%

#### Kassavirta

Vapaa kassavirta	466	382	260	532	403	720	377	703	558	139	2497	4540	
Yritysostot	-128	-117	-6	-144	-26	-12	-33	0	0	-85	-130	-551	
Osingot	-303	-490	-576	-404	-404	-406	-727	-785	-873	-902	-3693	-5870	
Annit /takaisinostot	0	0	0	0	0	66	0	0	0	0	66	66	
Muut erät	10	85	40	-78	-192	-10	50	-113	5	-72	-140	-275	
Nettovelan muutos	45	-140	-282	-94	-219	358	-333	-195	-310	-920	-1400	-2090	

#### Arvostus

Osakkeita	144.2	144.2	144.2	144.2	144.2	144.2	145.5	145.5	145.5	145.5	145.5		
Kurssi	38.00	46.40	44.00	45.20	44.60	55.00	61.20	80.00	112.00	111.25	60.50	2%	5%
Markkina-arvo	5478	6689	6343	6516	6430	7929	8903	11638	16292	16183	8801		
EPS	3.38	2.89	3.72	3.78	3.32	3.29	3.93	5.39	6.37	6.99	6.12	13%	6%
Osinko	2.10	3.40	4.00	2.80	2.80	2.80	5.00	5.40	6.00	6.20	3.20	3%	4%
P/E	11.2	16.0	11.8	12.0	13.4	16.7	15.6	14.8	17.6	15.9	9.9		
EV/EBITA	7.9	11.3	8.2	8.3	9.4	11.9	10.9	11.1	12.7	11.6	8.1		
Osinkotuotto	6%	7%	9%	6%	6%	5%	8%	7%	5%	6%	5%		





#### Liiketoiminta:

Harley-Davidson on maailman tunnetuin ja selvästi maailman suurin raskaiden moottoripyörien valmistaja. USA:ssa sen markkinaosuus (raskaiden, yli 651cc pyörien markkinoista) on lähes 50%, muualla maailmassa vajaat 10%.

Päämerkkinsä lisäksi H-D omistaa Buellin ja osti vuonna 2008 italialaisen MV Agustan (Agusta & Cagiva).

#### Varainhoitajamme:



James L. Ziemer

syntynyt 1950  
yhtiössä vuodesta 1969  
toimitusjohtaja 2005

#### Yhtiö sijoituskohteena:

USA:n matalasuhdanne on vaikuttanut vähentävästi raskaiden moottoripyörien kysyntään, ja pudotus jatkuu. H-D:lle on myös tullut vaikeammaksi jälleenrahoittaa rahoitusyhtiötään myymällä sen arvo-paperistettuja saamia jälkimarkkinoille.

Toimitusjohtaja Jim Ziemer on ilmoittanut jäävänsä eläkkeelle 2009. Seuraajaa ei vielä ole valittu. Suhdanneongelmat luottoriskeineen ja johdon vaihdos ovat painaneet kurssin erittäin alas, mutta jaksan edelleen luottaa H-D:n brändin vahvuuteen.

[www.harley-davidson.com](http://www.harley-davidson.com)

#### Phoebusin omistus (18.3.2009)

Osakkeita: 26.000  
Osuus yhtiöstä: 0,011%  
Paino rahastossa: 2,7%

Lisätietoja katsauksessa: 3/07

USD miljoonia

	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	5v	10v
<b>Tuloslaskelma</b>													
Liikevaihto	2088	2483	2943	3407	4091	4624	5015	5342	5801	5727	5594	4%	10%
EBITA	313	388	478	601	778	981	1173	1278	1392	1213	946		
Marginaali	15.0%	15.6%	16.2%	17.6%	19.0%	21.2%	23.4%	23.9%	24.0%	21.2%	16.9%	22%	20%

#### Tase

NWC	123	180	86	50	232	177	295	528	605	626	-112		
Käyttöomaisuus	756	808	905	1074	1205	1458	1312	1509	1256	1344	1634		
Nettovelka	-151	-173	-415	-633	-796	-1323	-1612	-1046	-897	-405	-594		
Oma pääoma	1030	1161	1406	1756	2233	2958	3218	3084	2757	2375	2116		
Sijoitettu pääoma	879	988	991	1124	1437	1635	1606	2037	1860	1970	1522	-1%	6%
SiPo tuotto	36%	39%	48%	54%	54%	60%	73%	63%	75%	62%	62%	67%	61%

#### Kassavirta

Vapaa kassavirta		159	360	337	250	786	773	733	961	875	491	3832	5723
Yritysosotot		0	151	-2	0	0	-10	0	0	0	-96	-105	44
Osingot		-27	-30	-35	-41	-59	-119	-174	-213	-261	-302	-1069	-1262
Annit /takaisinostot		-121	-111	-83	-44	-85	-502	-1023	-936	-1132	-249	-3843	-4287
Muut erät		12	-128	1	-1	-116	147	-102	39	27	344	455	224
Nettovelan muutos		22	241	218	163	527	289	-566	-150	-491	188	-729	443

#### Arvostus

Osakkeita	309.4	309.7	307.5	306.2	305.2	304.5	296.9	281.0	265.3	249.9	234.5		
Kurssi	23.60	32.01	39.75	54.31	46.20	47.53	60.75	51.49	70.47	46.71	16.97	-19%	-3%
Markkina-arvo	7302	9914	12222	16632	14098	14471	18034	14470	18694	11672	3979		
EPS	0.69	0.86	1.09	1.43	1.90	2.50	3.00	3.41	3.93	3.74	2.79	2%	15%
Osinko	0.08	0.09	0.10	0.12	0.14	0.20	0.41	0.63	0.81	1.06	1.29	46%	32%
P/E	34.2	37.1	36.3	38.0	24.3	19.0	20.3	15.1	17.9	12.5	6.1		
EV/EBITA	22.8	25.1	24.7	26.6	17.1	13.4	14.0	10.5	12.8	9.3	3.6		
Osinkotuotto	0%	0%	0%	0%	0%	0%	1%	1%	1%	2%	8%		



# STATE STREET

## Liiketoiminta:

State Street on maailman johtavia institutionaalisille sijoittajille tarkoitettujen ulkoistuspalvelujen tuottaja. Se säilyttää arvopapereita yli 12 triljoonan dollarin edestä ja sen varainhoidossa (lähinnä indeksituotteissa) on yli 1400 miljardia dollaria. Päivittäin se laskee arvot melkein joka toiselle amerikkalaiselle sijoitusrahastolle.

Kaikki tämä edellyttää hyviä tietojärjestelmiä.

## Yhtiö sijoituskohteena:

State Street toimii alalla, jolla suuruus on voimaa. Skaalaedut estävät käytännössä uusien kilpailijoiden alalletulon. Yhtiöllä onkin vain 5-6 varteenotettavaa globaalia kilpailijaa. Hyvin toimivan ulkoistuskumppanuuden vaihtokustannus on asiakkaalle usein kalliimpi kuin potentiaaliset säästöt. Asiakasuskollisuus on siksi korkea.

Kerroin viime vuosikirjassa, että "State Streetin riskit ovat suhteellisen pieniä, enkä näe rahoituskriisin muodostavan yhtiölle suurta uhkaa". Olin väärässä. Alla taulukossa näkyvän tuloksen lisäksi State Street kirjasi 5,1 miljardin dollarin arvostustappiot suoraan omaan pääomaan ja jätti kokonaan kirjaamatta toiset 3,6 miljardia. Ei ihme, että osakekurssi on suorastaan romahtanut.

State Street on korkean riskin sijoitus, mutta pankin perusliiketoiminta on erittäin laadukas, joten olen päättänyt hyväksyä riskin.

## Varainhoitajamme:



Ronald E. Logue

syntynyt 1946  
yhtiössä vuodesta 1990  
toimitusjohtaja 2004

[www.statestreet.com](http://www.statestreet.com)

## Phoebusin omistus (18.3.2009)

Osakkeita: 10.000  
Osuus yhtiöstä: 0,002%  
Paino rahastossa: 2,3%

Lisätietoja katsauksissa: 1/02, 1/05, 4/07

USD miljoonia

	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	5v	10v
<b>Tuloslaskelma</b>													
Tuotot	2765	3119	3615	3914	3962	4453	4996	5499	6351	8394	10477	19%	14%
Tulos ennen veroja	697	783	971	1085	1121	1237	1299	1458	1811	2159	2741		
Marginaali	25.2%	25.1%	26.9%	27.7%	28.3%	27.8%	26.0%	26.5%	28.5%	25.7%	26.2%	27%	27%

## Tase /liiketoiminta

Säilytys (bn)	4812	5952	6118	6203	6171	9370	9497	10121	11854	15299	12041		
Varainhoito (bn)	485	667	711	775	763	1106	1354	1441	1749	1979	1444		
Oma pääoma	2311	2652	3262	3845	4787	5747	6159	6375	7233	11299	12774	17%	19%
OPo tuotto pretax	30%	30%	30%	28%	23%	22%	21%	23%	25%	19%	21%	22%	23%

## Kassavirta

Yritysosotot/-myynnit		1659	0	-176	570	-887	-100	-43	0	-4968	426	-4685	-3519
Osingot		-93	-106	-127	-149	-179	-209	-232	-259	-301	-399	-1400	-2054
Annit /takaisinostot		-125	5	-188	23	373	-65	-433	-175	3410	3007	5744	5832

## Arvostus

Osakkeita	327.9	327.5	328.1	330.5	327.5	335.3	339.6	334.6	335.7	365.5	416.1		
Kurssi	35.06	36.53	62.11	52.25	39.00	52.08	49.12	55.44	67.44	81.20	39.33	-5%	1%
Markkina-arvo	11495	11964	20378	17268	12772	17464	16681	18552	22642	29678	16365		
EPS	1.33	1.49	1.81	2.08	2.20	2.34	2.47	2.78	3.46	3.80	4.19	12%	12%
Osinko	0.26	0.30	0.35	0.41	0.48	0.56	0.64	0.72	0.80	0.88	0.95	11%	14%
P/E	26.4	24.5	34.2	25.1	17.8	22.3	19.9	20.0	19.5	21.4	9.4		
P/E ennen veroja	16.5	15.3	21.0	15.9	11.4	14.1	12.8	12.7	12.5	13.7	6.0		
Osinkotuotto	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	2%		



#### Liiketoiminta:

Hamburger Hafen und Logistik AG on Hampurin sataman suurin operaattori, joka kolmessa konttiterminaalissaan hoitaa noin 70% sataman konttiliikenteestä.

Hampuri kilpailee lähinnä muiden Pohjanmeren satamien kanssa (Rotterdam, Antwerpen, Bremerhaven). Näiden neljän konttiliikenne oli vuonna 2007 yhteensä 33,8 miljoonaa TEU, josta Hampurin osuus 9,9m TEU ja HHLA:n 6,7m TEU. Lisäksi HHLA omistaa pienen konttiterminaalin Ukrainan Odessassa.

#### Yhtiö sijoituskohteena:

Pitkällä aikavälillä kauppa kasvaa nopeammin kuin maailman talous, maiden erikoistuessa ydinvahvuksiinsa. Kontit voittavat osuutta kuljetuksissa. Viime 10 vuodessa talous kasvoi 25%, kauppa 60% ja konttiliikenne 100% (HHLA:n konttiliikenne 125%).

Lähivuosina taantuma iskee voimakkaasti tavaraliikenteeseen, ja HHLA:n volyymit ja tulos tullevat laskemaan rajusti. Se tosin näkyy jo osakkeen hinnassa, joka on enää kolmasosa 2007 syksyn IPO:n jälkeisistä tasoistaan. Hampurin kaupunki omistaa yhtiöstä 69%, joten poliittinen riski voi olla merkittävä.

#### Varainhoitajamme:



Klaus-Dieter Peters

syntynyt 1953  
yhtiössä vuodesta 2003  
toimitusjohtaja 2003

[www.hhla.de](http://www.hhla.de)

#### Phoebusin omistus (18.3.2009)

Osakkeita: 9.000  
Osuus yhtiöstä: 0,013%  
Paino rahastossa: 1,8%

Lisätietoja katsauksessa: 4/08

EUR miljoonia

Vuoden 2008 EPS, osinko ja kassavirta arvioita; tase 2008 per 30.9.2008

	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	5v	10v
<b>Tuloslaskelma</b>													
Liikevaihto					638	716	833	1017	1152	1290		15%	
EBITA					39	90	147	218	277	334			
Marginaali					6.1%	12.5%	17.6%	21.4%	24.0%	25.9%		21%	
<b>Tase</b>													
NWC					-48	-5	8	-10	3	17			
Käyttöomaisuus					614	630	797	981	921	1023			
Nettovelka					503	532	653	713	363	370			
Oma pääoma + väh					63	92	152	259	560	670			
Sijoitettu pääoma					565	625	805	972	924	1040		13%	
SiPo tuotto					7%	14%	18%	22%	30%	32%		24%	
<b>Kassavirta</b>													
Vapaa kassavirta					62	6	52	40	53	213			
Yritysosotot					0	12	-88	76	0	1			
Osingot					0	-8	-11	-14	-59	-93			
Annit /takaisinotot					0	0	0	124	0	124			
Muut erät					0	-131	-13	124	0	-20			
Nettovelan muutos					62	-121	-60	350	-7	224			
<b>Arvostus</b>													
Osakkeita					69.9	69.9	69.9	69.9	69.9	69.9			
Kurssi								53.00	61.00	23.50			
Markkina-arvo								3706	4265	1643			
EPS					0.10	0.49	0.82	1.39	1.55	2.28			
Osinko									0.85	1.15			
P/E								38.2	39.3	10.3			
EV/EBITA								20.3	16.7	6.0			
Osinkotuotto									1%	5%			

# 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 tähtämellä 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 tähtämellä vaaka. Phoebus pyrkii punnitsemaan jokaisen sijoituksensa pitkän aikavälin edellytyksiä. Emme osallistu sijoittamisen muoti-trendeihin. Phoebus-rahastossa on tuottosidonnainen palkkio (vuodesta 2004 alkaen), joka perustuu edellisen 3 vuoden keskimääräiseen tuottoon. Tämä ei ole sattumaa - mielestäni rahaston kehitystä on syytä tarkastella vähintään 3 vuoden jaksoissa, jotta tuuri ei sekoittuisi rahaston sijoitustoiminnan todelliseen onnistumiseen.

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

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

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

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

Vaadin sijoituskohteidemme johdolta poikkeuksellisen avointa kommunikaatiota, ehdotonta rehellisyyttä sekä itsenäistä ajattelua. En tietenkään voi vaatia yhtään vähempää itseltäni. Mikään kysymys ei voi olla liian vähäpätöinen tai "liian tyhmä" ettei sitä voisi minulle esittää. Käytännön syistä meidän on helpointa kommunikoida sähköpostitse. Kysymyksiä tai kommentteja voi lähettää suoraan minulle osoitteeseen [anders.oldenburg@seligson.fi](mailto: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)osakesalkku.**

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 populilauman 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 käsityskykyäni on valitettavan rajallinen. Phoebus ei siis hajauta salkkuun kovinkaan tehokkaasti, eikä sitä pidä käyttää koko osakesalkun rakentamiseksi, vaan muuten hyvin hajautetun salkun pieneksi lisämausteeksi.

## 8.

**Joillekin Phoebus ei yksinkertaisesti sovi.**

Valistunut lukija kysyy (viimeistään) tässä vaiheessa: Miksi en sijoittaisi pelkästään indeksirahastoihin ? Tämä onkin erittäin hyvä kysymys, jonka (akateemista) vastausta on haettu viimeiset 25 vuotta - siinä kuitenkin onnistumatta. Itse sijoitan Phoebusiin vain, koska puhdas indeksointi on minusta tylsää. Uskon, että Phoebus sopii nimenomaan sellaisille sijoittajille, jotka minun laillani kokevat, että yrityksissä on eroja, ja hyvin johdettujen yritysten todennäköisyys olla pitkällä aikavälillä myös keskimääräistä parempia sijoituskohteita on suuri. Mutta on ainakin kaksi sijoittajaryhmää, joille Phoebus todennäköisesti ei sovi: a) Täysin rationaaliset sijoittajat, joille vain tuotolla on merkitystä. Olen melko vakuuttunut, että puhdas indeksisijoittaminen on tälle ryhmälle paras vaihtoehto, koska sen tuotto on täysin ennakoitavissa (suhteessa markkinoiden tuottoon, joskaan ei absoluuttisissa prosenteissa). Ei ole mitään syytä ottaa salkunhoitajariskiä - ei edes minun osaltani - ellei 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](mailto: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](http://www.seligson.fi)

---