
PHOEBUS

OSUUDENOMISTAJAN VUOSIKIRJA 2007



Yksinkertainen on tehokasta.

SISÄLTÖ

SALKUNHOITAJALTA	3
RAHASTON ARVON KEHITYS	7
SIJOITUKSET	9
KUSTANNUKSILLA ON MERKITYSTÄ	11
SIJOITUSKRITEERIT	12
SUOMALAISET YHTIÖMME	13
TAULUKOIDEN LUKUOHJE	15
Lassila & Tikanoja	16
Exel	17
Vacon	18
Tulikivi	19
Stockmann	20
TietoEnator	21
Vaisala	22
Nokian Tyres	23
Tamfelt	24
ULKOMAISET YHTIÖMME	25
Handelsbanken	26
Air Liquide	27
H&M	28
State Street	29
Automatic Data Processing	30
Progressive	31
Costco	32
Fastenal	33
Tomra	34
Securitas Systems	35
OSUUDENOMISTAJAN OPAS	36

SALKUNHOITAJALTA

Hyvät Phoebuksen omistajat,

rahastomme on nyt toiminut viisi ja puoli vuotta. Sinä aikana Phoebus on tuottanut 201,0% ja vertailuindeksimme 134,4%. Tämä jakso on kuitenkin liian lyhyt johtopäätösten vetämiseen, sillä ero ei ole tilastollisesti merkitsevä, vaan voi selittyä tuurilla yhtä hyvin kuin osaamisellakin.

Viime Vuosikirjan jälkeen (jaksolla 1.4.2006-31.3.2007) on rahaston arvo noussut 15,1%. Yllättäen tämä ylitti vertailuindeksin tuoton, joka oli 14,5%. Yllättäen siksi, että Phoebuksen sijoitustyyli on varovainen, kassamme on iso ja ennen kaikkea siksi, että suomalaisten osakkeiden paino rahastossa on ollut normaalia vähäisempi. Suomen osakemarkkinat (+17,6%) nousivat nimittäin edelleen paljon maailman osakemarkkinoita (+5,0%) nopeammin. Näkisinkin Phoebuksen viimeisen 12kk:n "ylituoton" puhtaana sattumana.

Vaikka viiden vuoden jakso ei riitä numeerisiin johtopäätöksiin, siitä voi päätellä jo jotain siitä, miten olen onnistunut pysymään sijoitustyyliini ja mitkä ovat Phoebuksen sijoitustyylin suurimmat haasteet. Koetan seuraavassa arvioida kulunutta viittä vuotta laadullisesti, kun en vielä voi tehdä sitä lukujen perusteella.

SIJOITUKSEMME

Pyrin käymään osakkeillamme mahdollisimman vähän kauppaa. Jokaisessa kaupassa on ostaja ja myyjä, joiden näkemykset ovat vastakkaiset. Toinen tekee hyvän kaupan, toinen ei. Molemmat maksavat välityspalkkioita. Siksi kaupankäynti on voittoa toimintaa vain välittäjille. Sijoittajille joukkona se on tappiollista.

Phoebuksen sijoitustyyliin ei myöskään kuulu spekulointi. Osake on pieni osuus yrityksestä ja sen hankintaan pitäisi mielestäni soveltaa aivan samoja kriteerejä kuin jos hankittaisiin 100% yhtiöstä. Tämä tarkoittaa, että osaketta ei ole syytä nähdä pelipaperina. Sen sijaan osakesijoittaja voi aamulla katsoessaan peiliin ylpeänä nähdä siellä pienen osaomistusyrittäjän.

Phoebuksen historian aikana olemme omistaneet 15 suomalaisen yhtiön osakkeita. Niistä 9 on edelleen salkussamme. Kuudesta myymästani yhtiöstä kolme joutui yrityskaupan kohteeksi. Toiset kolme olivat virhesijoituksia.

Vastaavasti ulkomaisia yhtiöitä olemme omistaneet 25 kpl, joista 10 on edelleen salkussa. Myymistäni 15 yhtiöstä vain yksi joutui yrityskaupan kohteeksi. Kolme saimme spin-offien seurauksena. Neljässä tapauksessa kurssi nousi mielestäni liikaa. Loput 7 osoittautuivat huonommiksi kuin oletin, joko liiketoiminnan tai yritysjohtoon osalta eli ne olivat virhesijoituksia.

Huomaamme, että olen käynyt ulkomaisilla sijoituksillamme enemmän kauppaa ja olen myös tehnyt niissä suhteellisesti enemmän virheitä kuin suomalaisissa sijoituksissamme. Tämä ei ole kovin yllättävää. En voi tuntea ulkomaisia yhtiöitämme tai niiden johtajia yhtä hyvin kuin suomalaisia yhtiöitämme. Uskon silti, että ulkomaiset sijoituksemme tuovat meille sekä hajautus-hyötyä että monissa tapauksissa sellaista poikkeuksellista laatua, jota ei Suomesta löydy. Ne tuovat myös minulle paljon uusia virikkeitä.

Tässä on syytä huomata, että sijoituspsykologit – kyllä, heitäkin löytyy! – ovat kauan tienneet, että useimmat sijoittajat luottavat aivan liikaa omiin kykyihinsä ja käyvät juuri siksi liian innokkaasti osakkeilla kauppaa. Hyvä yhteenveto on Dresdner Kleinwort Wassersteinin ekonomistin James Montierin artikkeli "Part Man, Part Monkey": <http://conservatism-bias.behaviouralfinance.net/Mont02.pdf>.

Viimeisen 12kk:n aikana olen käynyt poikkeuksellisen paljon kauppaa (katso seuraava sivu). En kuitenkaan laittaisi tätä sisäisen apinani tilille. Spekulaatiivisilla markkinoilla vain on sattunut syntymään poikkeuksellisen paljon ylilyöntejä - eli hyviä myyntitilaisuuksia. Samaan aikaan USA:ssa, jossa osakemarkkinat ovat kauan olleet alamaissa, on mielestäni syntynyt joitakin harvinaislaatuista ostotilaisuuksia.

Sijoittamisessa on syytä olla nöyrä. Liiallinen osto- ja myyntiaktiiviteetti on selvä merkki siitä, että sijoitusfilosofiassa on jotain vikaa tai salkunhoitaja ei noudata sijoitusfilosofiaansa. Oma aktiiviteettini Phoebuksen sijoituksilla on mielestäni viidessä vuodessa pysynyt melko kohtuullisena, joskaan se ei aivan ole vastannut odotuksiani. Ostan jokaisen osakkeemme tavoitteenani pitää se "ikuisesti", joten joka toisen yhtiön myynti viidessä vuodessa on pieni epäonnistuminen. Ei kuitenkaan katastrofi.

VARAINHOITAJAMME

Pitkällä aikajänteellä menestyksemme ei kuitenkaan juuri riipu minusta, kunhan osaan pitää sormeni poissa kaupankäyntinapilta. Menestyksemme ratkaisevat todelliset varainhoitajamme eli yhtiöidemme johtajat. Minulla ei ole pienintäkään aavistusta mitä Lassila & Tikanoja tarkalleen tekee 15 vuoden päästä tai mitkä ovat silloin sen suurimmat mahdollisuudet ja pahimmat uhat. Luotan siihen, että Jari Sarjo kollegoineen jatkaa yhtiön luotsaamista oikeaan suuntaan.

Tähän liittyy oleellisesti se, miten yhtiö varmistaa toimintansa jatkuvuuden. Me kaikki vanhenemme ja on todennäköistä, että useimpien sijoituskohteidemme ylin johto ehtii vaihtua – monissa tapauksissa jopa useaan kertaan – osakesijoittajan vähintään 10-15 vuoden

ARVOPAPERIKAUPAT 1.4.2006 - 31.3.2007 (euroissa)

OSTOT

Handelsbanken A	1 220 594
Hennes & Mauritz	680 059
Progressive	619 611
Costco	605 745
Fastenal	544 841
Securitas Systems	425 889
Air Liquide	182 067
Automatic Data Processing	73 429
Tamfelt etu	10 495
Yhteensä	4 362 729
Merkinnät	1 762 994

MYYNIT

Puuharymä	1 328 803
Tulikivi	1 168 226
Handelsbanken B	1 129 290
Scania B	728 957
Walmart de México	562 849
Vestas	538 144
Securitas	401 293
Securitas Direct	82 954
Yhteensä	5 940 515
Lunastukset	1 679 835

sijoitushorisontin aikana. Suosin yhtiötä, jotka kouluttavat seuraavat johtajansa talon sisällä. Ulkopuolelta rekrytoitu "ammattijohtaja" (joka muuten on melko älytön termi, kun sitä tarkemmin ajattelee) ei välttämättä sovi yhtiön kulttuuriin. Vaikka sopisikin, hänellä menee vuosia yhtiön oppimisessa ennen kuin hän voi kehittää sitä.

Nykyisistä salkkuyhtiöstämme olemme omistaneet 14 kpl yli neljä vuotta. Niiden toimitusjohtajista 8 on matkalla vaihtunut. Viidessä tapauksessa seuraaja on tullut talon sisältä, kolmessa tapauksessa ulkoa. Ovatko nämä kolme (Exel, Vacon, Tomra) olleet sijoituksina siis virheitä?

Vaconin osalta vastaus on selvä "ei". Yhtiö on vastannut tai ylittänyt kaikki odotukseni ja Vesa Laisi on jo 5 vuodessa osoittanut olevansa mies paikallaan. Tomran osalta "ehkä". Pidän Amund Skarholtia onnistuneena rekrytointina vaikka hän tuli ulkoa, mutta yhtiön laatu jättää hieman toivomisen varaa monessa muussakin suhteessa. Exelin pitkäaikaisen toimitusjohtajan Ari Jokelaisen ero oli viime vuoden suurin pettymyksemme ja hallituksen ratkaisu palkata yritysconsultti väliaikaiseksi toimitusjohtajaksi oli minusta outo. Odotan mielenkiinnolla pysyvämpää ratkaisua joskus 2007-2008.

Hyvän yhtiön johdolla on selkeä strategia, suuri annos nöyryyttä ja oikeudenmukaisuutta yhdistettynä korkeaan ambitiotasoon ja ennen kaikkea selkärankaa. Näitä johtajia ei ole aivan helppoa löytää, mutta heidän kanssaan on ilo tehdä töitä. Uskon, että 19 yhtiömme johtajat edustavat melkoista "unelmajoukkuetta" Suomen ja maailman osakemarkkinoilla. Kukaan ei tietenkään voi olla täydellinen.

KULUT

Melko vilkas kaupankäyntini lisäsi viime vuonna Phoebuksen kuluja. Kaupankäynnistä maksamamme välityspalkkiot nousivat 74% ja edustivat 0,07% rahaston keskimääräisestä arvosta (edellisvuonna 0,04%). Suunta on väärä, mutta suhteessa kilpaileviin rahastoihin meillä ei ole syytä huoleen.

Suomessa toimi koko vuoden 2006 yhteensä 29 suomalaisiin osakkeisiin sijoitettavaa rahastoa, kun Sijoitustutkimuksen Rahastoraportista poistaa Phoebuksen, joka ei sijoita ainoastaan Suomeen, sekä yhden rahastokloonin. Näistä 3 oli indeksirahastoja.

Vuodesta 2006 astui voimaan Sijoitusrahastoyhdistyksen uusi suositus, että rahastot julkaisevat maksamansa kaupankäyntipalkkiot.

Vertailin 19 aktiivisen rahaston kaupankäyntipalkkioita (7 en löytänyt) ja SRY:n suosittelemalla laskutavalla ne olivat keskimäärin 0,33%. Kun huomoidaan, että SRY suosittelee palkkioiden vertaamista vuoden *korkeimpaan* rahaston arvoon – ei keskiarvoon – ja että Suomen pörssi nousi vuoden aikana 30%, mutta Suomeen sijoittavien rahastojen pääomista lunastettiin 7%, todelliset palkkiot olivat noin 0,36%.

Phoebus siis maksoi noin viidesosan suomalaisten aktiivisten rahastojen keskimäärin maksamista kaupankäynnin palkkioista. En yhtään ihmettele, etteivät meklarit juuri soittelle minulle. Mutta olen siitä iloinen – en vain tuottojemme puolesta, vaan myös oman ajankäyttöni puolesta. Luen paljon mieluummin vuosikertomuksia kuin kuuntelen höpinää markkinoiden suunnasta.

Myös kokonaiskulujen vertailussa Phoebus pärjäsi hyvin. Suomeen sijoittavien aktiivisten rahastojen keskimääräinen TER-luku (kokonaiskulut ilman kaupankäynnin palkkioita) oli 1,72% ja rahastojen kokonaiskuluaste siis yli 2,05%. Phoebuksen kokonaiskuluaste 0,84% oli lähes 60% alle keskiarvon.

On tietenkin harmi, että tämä johtui tuottosidonnaisten palkkioiden puutteesta: Phoebus ei kolmessa vuodessa ole lyönyt vertailuindeksiään. Mutta juuri tällaisina aikoina tuottosidonnaisen palkkion ajatus korostuu. Miksi maksaisimme siitä, että markkinat ovat nousseet, ellei rahasto nouse markkinoita enemmän? Aivan indeksi-rahaston hinnoissa Phoebus ei toki nytkään ollut, mutta selvästi lähempänä niitä kuin aktiivisia serkkujaan.

Jos tuntuu, että kirjoitan turhan paljon tekstiä mitättömän pienistä kulueroista, kaivakaa excelit esiin ja simuloikaa mitä se merkitsee 20-30 vuodessa. Jo pienikin kuluero, joka kumuloiduu vuosi vuodelta, on järjettömän iso jakson lopussa.

SIJOITAJAMME

Phoebuksen toiminnan perimmäinen tarkoitus on auttaa rahaston omistajia hiljalleen vaurastumaan. Vaikka rahasto onnistuisi kuinka hyvin vertailuindeksiinsä nähden, sillä ei ole mitään merkitystä, jos sijoittajat tuhoavat omat menestymisen mahdollisuutensa ostamalla rahastoa kalliilla ja myymällä halvalla. Tämä kuulostaa epätodennäköiseltä, mutta se on sijoitusrahastoissa valitettava realiteetti. Meillä kaikilla, ei vain salkunhoitajilla, on oma sisäinen apinamme.

Lamont ja Frazzini osoittivat tutkimuksessaan "Dumb Money" (http://www.econ.yale.edu/~af227/pdf/dumb_money.pdf) rahastosijoittajien ajoitus- ja rahastonvalintayritysten maksavan vajaan prosentin vuodessa menetettyinä tuottoina. Vanguard -rahastoyhtiön perustaja John Bogle kertoo puheessaan "Designing a New Mutual Fund Industry" (http://www.vanguard.com/bogle_site/sp20070220.htm), että vuosien 1997-2000 suosituimpien rahastojen kohdalla huonon ajoituksen vaikutus oli kokonaiset -6,4% vuodessa!

Olen siksi iloisena pannut merkille, että Phoebuksen osuudenomistajat ovat olleet melko pitkäjänteisiä. Viidessä vuodessa lunastukset ovat olleet noin 7% vuodessa keskimääräisestä rahastopääomasta (9% vuonna 2006). Kappalemääräisesti poistuneita asiakkaita on rahaston perustamisesta lähtien ollut 134. Osuudenomistajia on tänään 867, joten yli kuusi seitsemäsosaa kaikista Phoebusta joskus merkinneistä omistavat rahastoa edelleen.

Vaikka tämä on käsittääkseni paljon parempi suoritus kuin keskimääräisellä rahastolla, minun on silti myönnettävä, että jokainen lunastus hieman kirpaisee. Ei siksi, että tienamme vähemmän vaan siksi, että näin lyhyen toiminnan jälkeen jokainen poistuva asiakas on spekuloinut, ei sijoittanut. Spekuloinnilla ei ole kovin positiivista tuotto-odotusta. Ei maalaisjärjellä ajateltuna, eikä akateemisen todistusaineiston nojalla. Koen tehneeni huonoa valistustyötä, jos keskuuteemme eksyy liikaa spekulantteja.

TULEVAISUUS

Sijoittaminen on hassu ala. Asiantuntijoita riittää ja heidän haastattelujensa ja median kirjoitusten perusteella osakesijoittaminen vaikuttaa todelliselta taitolajilta. Pitäisi osata ennustaa talouksien kasvut ja notkahdukset, valuuttojen ja korkojen liikkeet ja osata poistua markkinoilta tai ainakin vaihdella eri toimialojen välillä juuri oikeaan aikaan.

Tai sitten ei.

Todellisuudessa osakesijoittaminen on äärimmäisen yksinkertaista. Osakkeet tuottavat, koska sijoittajan omistamat yhtiöt tuottavat voittoa, josta osa jaetaan osinkoina ja osa käytetään yhtiön kehittämiseen, joka onnistuessaan luo osakkeille arvonnousua. Sijoittaja vaurastuu hiljalleen, omistamiensa yhtiöiden tahdissa.

Sijoittajien keskenään – tai oikeammin spekulanttien keskenään – tekemät kaupat sen sijaan vaurastuttavat lähinnä välittäjiä. Yhtiöiden tuottamat osingot ja arvonnousu kun eivät mitenkään muutu, vaikka osakkeita siirretään omistajalta toiselle. Kaikki eivät pokeripöydässä voi voittaa; sama pätee osakekauppaan. Osakesijoittamiseen se ei päde.

On melko varmaa, että osakkeet tulevat aina heilumaan paljon enemmän kuin yhtiöiden liiketoiminnan todellinen arvo heiluu. Mutta sillä ei sijoittajalle ole mitään merkitystä! Jos emme usko olevamme osakemarkkinoiden harvoja pokeritähtiä, meidän ei tarvitse välittää mistään muusta kuin siitä, että yhtiömme kehittyvät positiivisesti emmekä joudu pakosta myymään osakkeita huonoon aikaan kattaaksemme rahan tarpeemme (sitä varten on syytä olla vararahasto pankissa tai korkorahastossa).

Jos alamme uskoa olevamme sijoitusmaailman tähtiä kannattaa lukea James Montierin artikkeli toiseen kertaan.

Helpoin, halvin ja varmin tapa toteuttaa tämä strategia on sijoittaa indeksirahastoon. Sen hajautus yleensä takaa, että yhtiöiden kasvu vastaa kansantalouden kasvua. Phoebus on epävarmempi, koska haluan sijoittaa vain sellaisiin yhtiöihin, joilla mielestäni on poikkeuksellisen hyvä yritysjohto. Yliuoton hakeminen "aktiivisen" salkunhoidon kautta maksaa varmuudella enemmän kuin indeksirahastossa. Lisätuotosta sen sijaan ei ole varmuutta. Voin onnistua tai epäonnistua. Aika näyttää.

Näin ollen on Phoebuksen seuraavaa 5-10 vuotta ajatellen olennaista, että 1) olen onnistunut sijoituskohteidemme valinnassa niin, että joudun vaihtamaan yhtiöitä vielä vähemmän kuin tähän saakka, 2) yhtiöidemme johtajat pysyvät tai jos vaihtuvat, uusi johto tulee talon sisältä, 3) pidän sijoitustoiminnan kulut mahdollisimman alhaisina. Jos onnistun näissä, Phoebus tulee kehittymään hyvin. Jos sijoittaja haluaa Phoebuksen avulla yrittää vaurastua, häneltä vaaditaan lisäksi malttia.

Ehkä parhaiten asian ilmaisi eräs Phoebuksen osuudenomistaja (kukapa muu!):

"Oleellista on pysyä markkinoilla. Lisäksi oleellista on omaksua elämäntyyli, joka perustuu vaatimattomuuteen, kykyyn nähdä mainosmiesten kikkojen taakse, kykyyn olla luomatta itselleen tarpeita, joita ei oikeasti ole. Lisäksi täytyisi olla pitkäikäisyyttä omista tarpeistaan, jotta ei joutuisi tilanteisiin, jossa on pakko myydä (hintaan mihiin hyvänsä). Oleellista on myös olla seuraamatta markkinoita koko ajan, jos kokee kuuluvansa niihin ihmisiin, jotka innostuvat talousuutisista (joista 95 % on höpö höpöä) ja muuttavat salkkuaan näiden "tietojen" ja trendien mukaan. Itse harjoittelen vielä edellä mainittuja hyveitä..."

Voin kertoa, että minäkin harjoittelen edelleen noita hyveitä. Salkunhoitajan ammatin hankalimpia puolia on, että markkinoita tulee seurattua aivan liikaa. Ja mitä enemmän seuraan päivittäisiä liikkeitä, sitä vahvemmin sisäinen apinani alkaa vaatia huomiota. Hiljennän sen yleensä parhaiten keskittymällä yhtiöihimme - niiden osakkeiden asemesta.

Helsingissä 27.4.2007
malttia ja vaurastumista toivottaen,



Anders Oldenburg
salkunhoitaja
anders.oldenburg@seligson.fi



Nyt tuplasti lisää lämpöä!

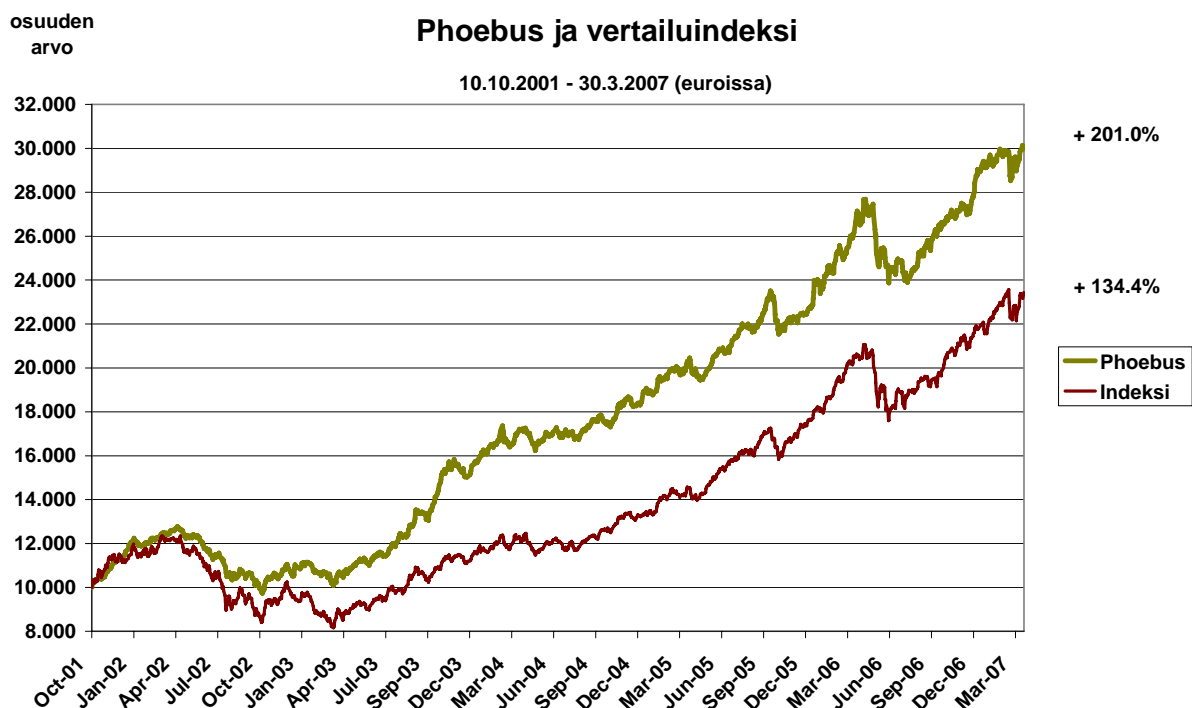


Tulikivi- ja Kermansavi-uunit muuttivat saman katon alle. Tulikivi-studiossa voit tutustua Suomen suosituimpiin vuolukivi- ja kaakeliuuneihin, jotka varaavat lämpöä tehokkaasti ja luovuttavat sitä pitkään. Tulikiven klassikkomalleja täydentävät nyt uudet, modernit tuttavuudet. Ja Kermansaven monipuolinen sekä värikäs mallisto antaa sijaa myös yksilöllisille toiveillesi. Tulikivi-studiossa opastamme sinua oikean mallin valinnassa ja huolehdimme asennuksesta tulitikut käteen -periaatteella. Ja kaupan päälle saat vielä lämpimän tunnelman. **Lähimmän Tulikivi-studion yhteystiedot saat osoitteesta www.tulikivi.com.**

Tulikivi Oyj, 83900 Juuka, puh. 0207 636 000, www.tulikivi.com

Kermansavi® **TULIKIVI** 

RAHASTON ARVON KEHITYS



PHOEBUSIN JA VERTAILUINDEKSIIN VUOSITUOTO JA KUMULATIIVISET TUOTOT -31.3.207

Vuosituotot	2001*	2002	2003	2004	2005	2006	1Q07	Yhteensä
OMXH Cap gross	16%	-13%	23%	21%	34%	30%	9%	183%
MSCI AC World, net	11%	-32%	12%	6%	28%	8%	1%	27%
Vertailuindeksi	15%	-18%	20%	18%	33%	25%	7%	134%
Phoebus	19%	-9%	41%	21%	23%	28%	3%	201%
Ylituotto	5%	9%	21%	3%	-10%	4%	-4%	67%

Kumulatiivinen tuotto jakson alusta 31.3.2007 saakka

OMXH Cap gross	183%	145%	183%	131%	90%	41%	9%
MSCI AC World, net	27%	14%	67%	49%	40%	9%	1%
Vertailuindeksi	134%	105%	150%	108%	77%	33%	7%
Phoebus	201%	152%	177%	97%	63%	32%	3%
Ylituotto	67%	48%	27%	-11%	-14%	-1%	-4%



Vain yksi tuntee pohjoisen olosuhteet. Uusi Nokian Hakka.

Uusi Nokian Hakka ei pienestä vikise. Vaihteleviin olosuhteisiin suunnitellun renkaan pito on omaa luokkaansa keväästä syksyn viimeisiin lehtiin saakka! **Trust the Natives.**

- Lyömätön märkäpito
- Hiljainen ja vakaa
- Epäsymmetrinen pinta pitää kaikilla alustoilla

nokia
HAKKA

www.nokiantyres.com

SIJOITUKSET

ARVOPAPERISIJOITUKSET 31.3.2007

	Osakkeita	Osakekurssi valuutta	euro	Markkina- arvo EUR	Osuus rahastosta
Lassila & Tikanoja	95000		25.21	2,394,950	10.5%
Exel	135000		13.00	1,755,000	7.7%
Vacon	61500		27.80	1,709,700	7.5%
Tulikivi	500000		3.09	1,545,000	6.8%
Stockmann A&B	38000		32.66	1,241,080	5.5%
Tietoenator	47000		21.73	1,021,310	4.5%
Vaisala	27000		34.42	929,340	4.1%
Nokian Renkaat	40000		20.49	819,600	3.6%
Tamfelt etu	63200		11.50	726,800	3.2%
Kotimaiset osakkeet				12,142,780	53.3%
Handelsbanken A	60000	207.00	22.14	1,328,669	5.8%
Air Liquide	6000	180.81	180.81	1,084,860	4.8%
Hennes & Mauritz	20000	401.50	42.95	859,035	3.8%
State Street	12000	65.07	48.89	586,679	2.6%
Automatic Data Processing	16000	48.79	36.66	586,528	2.6%
Progressive	35000	21.81	16.39	573,538	2.5%
Costco	14000	53.70	40.35	564,860	2.5%
Fastenal	20000	34.75	26.11	522,183	2.3%
Tomra	95000	44.45	5.48	520,463	2.3%
Securitas Systems	200000	24.30	2.60	519,914	2.3%
Ulkomaiset osakkeet				7,146,728	31.4%
YHTEENSÄ osakkeet				19,289,508	84.7%
Käteinen				3,477,441	15.3%
RAHASTON ARVO				22,766,949	100.0%
Osuuksien lkm (A-korjattu)				756,296.28	
Arvo per A-osuus				30.103	



Hajuttomat, helppokäyttöiset Ekolet-käymälät:

Mukavaa mökkielämää. Myös talvella.



Nauti lomapäivistä ja mökkielämästä. Helppokäyttöinen ja hajuton Ekolet kompostoi sekä käymälä- että keittiöjätteet täysin valmiiksi maanparannusaineksi.

Ekolet VS -sisäkäymälä

Ympärivuotiseen vapaa-ajanasumiseen suunniteltu Ekolet VS on jätevesi-huoltomääräysten mukainen, kompostoiva sisäkäymälä. Käyttö on vaivatonta, sillä yksi neljästä säiliön lohkoista riittää vapaa-ajankäytössä yhdeksi kaudeksi. Lohkon täytyttyä säiliön seuraava lohko pyöräytetään käyttöön. Jätökset ehtivät kompostoitua valmiiksi mullaksi lohkoissaan noin 3–4 vuotta ennen tyhjentämistä.

Ekolet VU -ulkokäymälä

Perinteisen puuceen ympäristöystävällinen ja hajuton vaihtoehto on laadukas, kompostoiva Ekolet VU -ulkokäymälä. Nelilokeroinen, 700 litran säiliö toimii kuten Ekolet VS -sisäkäymäläkin: yksi lokero on kerrallaan käytössä, muissa kolmessa käymälä- ja keittiöjätteet kompostoituvat mullaksi. Ekolet VU voidaan toimittaa rakennuspaketin kanssa, mutta on helppo asentaa myös vanhaan rakennukseen.

Myynti: hyvin varustetut rautakaupat.

Lisätiedot: Lassila & Tikanoja
puh. 010 636 2790,
www.lassila-tikanoja.fi/ymparistotuotteet



KUSTANNUKSILLA ON MERKITYSTÄ

ERIKOISSIJOITUSRAHASTO PHOEBUS - TUNNUSLUKUJA 2001-2006

Perustiedot	laskenta	2001*	2002	2003	2004	2005	2006
1 Rahaston arvo 1.1.		0	1 812 786	5 032 186	10 436 814	14 019 827	17 070 640
2 Merkinnät		1 618 061	3 773 366	2 941 245	2 011 024	2 518 792	1 762 994
3 Lunastukset		0	25 960	206 292	632 052	2 818 832	1 679 835
4 Nettomerkinnät		1 618 061	3 747 406	2 734 953	1 378 973	- 300 040	83 159
5 Tuotonmaksu		0	21 300	28 300	49 987	61 977	73 520
6 Arvonnousu		194 725	- 506 706	2 697 976	2 254 027	3 412 830	4 757 845
7 Rahaston arvo 31.12.	1+4-5+6	1 812 786	5 032 186	10 436 814	14 019 827	17 070 640	21 838 125
8 Osuuksia (A-korjattu)		151 948	462 472	682 422	759 861	749 976	748 762
9 Arvo per A-osuus		11.930	10.881	15.294	18.451	22.762	29.166
10 Osuudenomistajia		29	89	149	262	477	743
11 Keskimääräinen rahaston arvo		243 583	4 707 413	7 349 910	12 490 817	16 820 013	18 911 732
12 Ostot		1 289 230	4 121 471	4 004 089	1 986 244	2 701 706	4 339 088
13 Myynnit		0	626 941	807 136	373 960	2 839 983	4 926 005
14 Kaupankäynti yhteensä		1 289 230	4 748 412	4 811 225	2 360 204	5 541 689	9 265 093
15 Hallinnointipalkkio		3 045	58 843	91 874	93 681	126 150	141 838
16 Tuottosidonnainen palkkio		0	0	0	149 382	71 572	0
17 Pankkikulut		1 000	2 462	4 965	2 804	3 219	4 638
18 Kaupankäyntikulut		1 698	8 582	7 602	2 865	7 425	12 907
19 Merkintäpalkkiot		0	12 348	8 120	9 673	20 384	17 720
Tunnusluvut	laskenta	2001*	2002	2003	2004	2005	2006
20 Kiinteä hallinnointipalkkio	15/11	1.25%	1.25%	1.25%	0.75%	0.75%	0.75%
21 Tuottosidonnainen palkkio	16/11	-	-	-	1.20%	0.43%	0.00%
22 Pankkikulut	17/11	0.41%	0.05%	0.07%	0.02%	0.02%	0.02%
23 Total Expense Ratio TER	20+21+22	1.66%	1.30%	1.32%	1.97%	1.19%	0.77%
24 Kaupankäyntikulut	18/11	0.70%	0.18%	0.10%	0.02%	0.04%	0.07%
25 TKA	23+24	2.36%	1.48%	1.42%	1.99%	1.24%	0.84%
26 Kommissio/kauppa	18/14	0.13%	0.18%	0.16%	0.12%	0.13%	0.14%
27 Kiertonopeus (Rata/Suomi)	[14-(2+3)]/11	-1.35	0.20	0.23	-0.02	0.01	0.31
28 Kiertonopeus (Ruotsi)	min(12,13)/11	0.00	0.13	0.11	0.03	0.16	0.23
29 Kaupankäynti/Keskikoko	14/11	5.29	1.01	0.65	0.19	0.33	0.49
30 Rahaston tuotto	9/9(t-1)	19.30%	-8.79%	40.55%	20.64%	23.37%	28.14%
31 Vertailuindeksi tuotto**		14.58%	-18.04%	19.96%	17.65%	32.95%	24.57%
32 Rahaston ylituotto	30-31	4.72%	9.25%	20.59%	2.99%	-9.59%	3.57%
Kaupankäyntikulujen jakauma per välittäjä			2002	2003	2004	2005	2006
eQ Online			12%	29%	46%	45%	18%
Handelsbanken			80%	37%	11%	23%	59%
Deutsche Bank			8%	34%	43%	27%	23%
United Bankers						5%	

* 10.10. - 31.12. 2001

** Vertailuindeksi on 75% OMX Helsinki CAP GI, 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 rakettimeista kasvua vaan yrityksiä, jotka hallitulla riskillä pystyvät laajentamaan liiketoimintaansa vähän nopeammin kuin mitä talous kasvaa. Ja jotka pystyvät siihen tulevaisuudessaakin.

TASERAKENNE

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

JOHDON KYVYKKYYS

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

Yritän kartoittaa johdon kyvyt esimerkiksi seuraavilla tekijöillä:

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

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

ARVOSTUS

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

Maailmasta löytyy tarpeeksi hyviäkin yhtiöitä.

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

SUOMALAISET YHTIÖMME

EUR miljoonia

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

Tase

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

Kassavirta

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

Arvostus

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

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

TAULUKOIDEN LUKUOHJE

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

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

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

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

TULOSLASKELMA

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

EBITA eli liiketulos ennen goodwill -poistoja mittaa 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 tuloskasvun suhteen.

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

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



Liiketoiminta:

Lassila & Tikanoja on Suomen johtava jätehuolto- ja kierrätysyhtiö noin 25% 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, koska jätevirta on taattu omasta takaa – jätevirran kate vain paranee kun tavara hyödynnetään sen sijaan, että se viedään kaatopaikalle. Samalla suuret investoinnit nostavat alalietulokynnystä.

Lisäpotentiaalia tulee ulkomailta, joissa liiketoiminnan kehittäminen toki varmasti aluksi rasittaa tuloskehitystä. Pidän yhtiötä eräänä lupaavimmista sijoituksistamme pitkällä aikavälillä. Yrityksen johto on mielestäni poikkeuksellisen hyvä.

Varainhoitajamme:



Jari Sarjo

syntynyt 1957
yhtiössä vuodesta 1984
toimitusjohtaja 1997

www.lassila-tikanoja.fi

Phoebusin omistus (30.3.2007)

Osakkeita: 95.000
Osuus yhtiöstä: 0,25%
Paino rahastossa: 10,5%

Lisätietoja katsauksessa: 4/2003

EUR miljoonia

	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	5v	10v
Tuloslaskelma													
Liikevaihto	89	101	118	146	211	246	267	306	337	377	436	12%	17%
EBITA	8	10	11	12	23	32	33	43	44	39	48		
Marginaali	9.1%	9.5%	9.6%	8.1%	10.7%	12.9%	12.3%	14.2%	12.9%	10.4%	11.1%	12%	12%

Tase

NWC			-6	-11	-11	-14	-17	-21	-21	-28	-39		
Käyttöomaisuus			39	57	175	167	177	194	212	257	265		
Nettovelka			-38	-25	92	73	73	78	60	76	52		
Oma pääoma			71	71	73	80	86	96	131	153	174		
Sijoitettu pääoma			33	46	164	153	159	173	191	229	227	8%	
SiPo tuotto			34%	26%	14%	20%	21%	25%	23%	17%	21%	21%	

Kassavirta

Vapaa kassavirta			-5	8	26	20	22	23	20	51	136		
Yritysostot			0	-117	0	-10	-11	-17	-16	-11	-64		
Osingot			-8	-8	-8	-9	-12	-35	-10	-15	-81		
Annit /takaisinostot			0	0	0	0	0	49	2	1	51		
Muut erät			0	-1	1	-1	-3	-3	-12	-2	-22		
Nettovelan muutos			-13	-117	19	0	-4	17	-16	24	21		

Arvostus

Osakkeita	32.8	33.1	34.5	34.5	34.5	34.5	34.5	38.1	38.4	38.5			
Kurssi					8.26	7.12	12.62	13.13	14.90	21.66		21%	
Markkina-arvo					285	245	435	501	572	835			
EPS	0.25	0.28	0.26	0.41	0.59	0.63	0.86	0.80	0.70	0.85	8%		
Osinko				0.23	0.28	0.34	1.01	0.25	0.40	0.55	15%		
P/E					14.0	11.3	14.7	16.5	21.3	25.5			
EV/EBITA					11.3	9.7	11.8	12.9	16.5	18.4			
Osinkotuotto					3%	5%	8%	2%	3%	3%			



Liiketoiminta:

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

Exelin urheliivälinetoiminta (Exel Sports Brands) on myynnissä.

Yhtiö sijoituskohteena:

Vuoden 2006 tulos oli surkea, lähinnä Sport-toimintojen osalta, koska kävelysauvojen kysyntä laski voimakkaasti. Kuluja on karsittu rajulla kädellä, mikä on sinänsä hyvä asia, mutta vaikuttaa huonoon tulokseen. Teollisuusliiketoiminta kehittyi edelleen hyvin.

Toimitusjohtaja Ari Jokelainen, jota arvostan paljon, erosi syksyllä. Hallitus valitsi tilalle väliaikaiseksi vaihtoehtoksi ulkopuolisen konsultin. Tämä hermostuttaa minua hieman, joten Exeliä on syytä seurata normaalia tarkemmin. Edellytykset tuloksen selvälle paranemiselle ovat kuitenkin hyvät, joten hätäisiin johtopäätöksiin ei ole syytä.

Varainhoitajamme:



Göran Jönsson

syntynyt 1947
yhtiössä vuodesta 2006
toimitusjohtaja 2006

www.exel.net

Phoebusin omistus (30.3.2007)

Osakkeita: 135.000
Osuus yhtiöstä: 1,13%
Paino rahastossa: 7,7%

Lisätietoja katsauksessa: 4/2001, 2/2005

EUR miljoonia

	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	5v	10v
Tuloslaskelma													
Liikevaihto	25	25	30	34	48	50	51	57	84	91	112	18%	16%
EBITA	3	4	4	5	7	6	4	6	13	12	0		
Marginaali	10.7%	13.9%	12.6%	14.8%	14.3%	11.5%	8.5%	10.3%	15.6%	13.6%	0.3%	9%	10%

Tase

NWC	2	2	3	4	8	9	9	9	10	14	17		
Käyttöomaisuus	9	10	10	10	13	16	15	14	16	21	35		
Nettovelka	8	6	6	4	9	11	8	5	6	8	27		
Oma pääoma	4	5	8	10	13	14	15	18	20	27	24		
Sijoitettu pääoma	12	12	14	15	22	25	23	23	26	35	52	16%	16%
SiPo tuotto	23%	30%	28%	34%	32%	23%	19%	26%	51%	35%	1%	23%	25%

Kassavirta

Vapaa kassavirta		2	1	2	0	2	4	4	13	6	0	26	34
Yritysostot		0	-1	0	-3	-3	0	0	-7	-2	-18	-28	-35
Osingot		0	0	-1	-2	-2	-2	-1	-7	-4	-5	-19	-24
Annit /takaisinostot		0	1	0	0	0	0	0	1	1	3	6	7
Muut erät		0	-1	0	0	1	0	0	0	-4	1	-3	-3
Nettovelan muutos			1	1	1	-4	-2	2	3	0	-3	-17	-20

Arvostus

Osakkeita	10.5	10.5	10.5	10.5	10.5	10.5	10.6	10.7	11.0	11.5	11.9		
Kurssi	2.44	2.57	2.88	5.40	4.95	3.19	5.95	11.50	13.05	13.60		22%	
Markkina-arvo	26	27	30	57	52	34	64	127	150	162			
EPS	0.21	0.23	0.34	0.43	0.36	0.26	0.37	0.80	0.77	-0.06			
Osinko	0.05	0.09	0.15	0.19	0.18	0.10	0.65	0.35	0.40	0.20		3%	
P/E	11.6	11.1	8.5	12.4	13.8	12.2	16.3	14.3	16.9	neg			
EV/EBITA	9.1	8.7	6.8	9.6	11.0	9.7	11.7	10.1	12.8	nm			
Osinkotuotto	2%	3%	5%	4%	4%	3%	11%	3%	3%	1%			



Liiketoiminta:

Vacon on pieni, mutta ainutlaatuinen yhtiö. Se keskittyy ainoastaan taajuusmuuttajiin (sähkömoottorin portaaton tehonsäätö), joissa sen osuus maailmanmarkkinoista on 3,5% - markkinajohtaja ABB on noin neljä 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 jatkuu. Vacon on onnistunut solmimaan merkittäviä uusia asiakassopimuksia erityisesti öljy- ja kaasuteollisuudessa, joten sen näkymät ovat varsin hyvät. Heikko dollari lienee suurin riski tuloskehitykselle.

Varainhoitajamme:



Vesa Laisi

syntynyt 1957
yhtiössä vuodesta 2002
toimitusjohtaja 2002

www.vacon.com

Phoebusin omistus (30.3.2007)

Osakkeita:	61.500
Osuus yhtiöstä:	0,40%
Paino rahastossa:	7,5%
Lisätietoja katsauksessa:	4/2004

EUR miljoonia

	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	5v	10v
Tuloslaskelma													
Liikevaihto	8	17	26	44	65	91	97	112	129	150	186	16%	37%
EBITA	1	3	3	6	8	10	10	12	15	18	23		
Marginaali	7.6%	15.1%	12.2%	13.6%	12.5%	11.5%	10.2%	10.7%	11.6%	12.1%	12.4%	12%	12%

Tase

NWC	2	3	7	7	11	10	9	8	6	12	19		
Käyttöomaisuus	2	2	4	4	12	16	17	18	17	22	24		
Nettovelka	3	3	7	5	4	3	-1	-6	-12	-8	-9		
Oma pääoma	1	2	4	7	18	23	27	32	35	42	52		
Sijoitettu pääoma	3	5	11	11	22	26	26	26	23	34	43	10%	29%
SiPo tuotto	18%	52%	28%	53%	36%	39%	38%	46%	64%	52%	53%	51%	47%

Kassavirta

Vapaa kassavirta	0	-5	4	-5	3	7	8	12	3	7	37	34
Yritysostot	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Osingot	0	0	0	-1	-2	-2	-3	-8	-5	-6	-25	-28
Annit /takaisinostot	0	0	-1	7	0	0	0	1	-1	0	0	6
Muut erät	0	0	0	0	0	0	0	1	0	0	0	0
Nettovelan muutos	0	-5	3	1	1	4	5	5	-4	1	12	11

Arvostus

Osakkeita	11.7	11.7	11.7	11.7	13.7	15.2	15.2	15.2	15.3	15.2	15.2		
Kurssi					8.30	9.33	7.40	9.80	11.78	17.50	26.10	23%	
Markkina-arvo					114	141	112	148	180	266	397		
EPS	0.03	0.14	0.16	0.33	0.41	0.45	0.43	0.52	0.66	0.79	1.04	18%	
Osinko	0.00	0.01	0.03	0.07	0.14	0.16	0.17	0.55	0.35	0.41	0.65	32%	
P/E					20.4	20.7	17.2	19.0	17.9	22.2	25.1		
EV/EBITA					14.5	13.9	11.2	11.8	11.3	14.3	16.8		
Osinkotuotto					2%	2%	2%	6%	3%	2%	2%		



Liiketoiminta:

Yli 14 000 uunin vuosimyyynnillä Tulikiven osuus Euroopan varaavien vuolukivi-uunien markkinoista on yli puolet. Lisäksi 2006 hankittu Kermansavi myy vuodessa Suomessa yli 4 000 kaakeliuunia. Uunien lisäksi yhtiö myy vuolukiveä verhouk- ja rakennuskiveksi sekä jonkin verran sisustuskiviä.

Yhtiö sijoituskohteena:

Tulikiven liiketoiminta ei ole läheskään niin syklistä kuin voisi kuvitella ja yhtiö on aina reagoinut nopeasti toimintaympäristön muutoksiin - laatu-yhtiön merkki. Muita hyviä puolia ovat loistava kannattavuus ja vahva tase. Ennen kaikkea: yritysjohto on erinomainen.

Kermansaven hankinnan jälkeen Tulikivi keskitti kotimaan myyntinsä omiin Tulikivi-studioihin ja vetäytyi rautakauppapaketjuista. Jakelun muutos on lyhyellä aikavälillä riski, mutta helpottanee pidemmällä aikavälillä tuotteiden oikean laatumielikuvan luomista ja ylläpitoa.

Varainhoitajamme:



Juha Sivonen

syntynyt 1962
yhtiössä vuodesta 1987
toimitusjohtaja 2001

www.tulikivi.com

Phoebusin omistus (30.3.2007)

Osakkeita: 500.000
Osuus yhtiöstä: 1,35%
Paino rahastossa: 6,8%

Lisätietoja katsauksessa: 2/2002, 1/2006

EUR miljoonia

	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	5v	10v
Tuloslaskelma													
Liikevaihto	26	33	36	39	47	59	52	54	55	59	82	7%	12%
EBITA	3	6	6	5	7	7	4	5	5	6	8		
Marginaali	11.0%	17.2%	15.7%	13.6%	15.4%	11.7%	6.7%	8.8%	9.6%	10.7%	10.0%	9%	11%

Tase

NWC	1	1	1	2	3	5	6	5	6	3	3		
Käyttöomaisuus	15	16	17	19	21	23	21	20	20	22	40		
Nettovelka	3	0	0	0	0	1	1	1	3	-1	13		
Oma pääoma	13	16	19	20	24	27	26	24	23	26	31		
Sijoitettu pääoma	15	17	19	21	24	28	27	26	26	25	43	9%	11%
SiPo tuotto	19%	34%	31%	26%	30%	25%	13%	18%	20%	25%	19%	19%	23%

Kassavirta

Vapaa kassavirta		2	2	2	4	2	2	5	4	5	0	16	28
Yritysostot		0	0	0	-2	-2	0	0	0	0	-13	-13	-17
Osingot		-1	-1	-2	-2	-2	-3	-4	-5	-2	-3	-16	-24
Annit /takaisinostot		0	0	0	-1	1	0	0	0	0	2	3	3
Muut erät		1	0	0	0	0	0	-1	0	0	0	-1	0
Nettovelan muutos			2	0	0	0	-1	0	-1	4	-13	-12	-10

Arvostus

Osakkeita	32.8	35.4	35.4	35.4	35.3	35.8	36.4	36.4	36.4	36.4	37.1		
Kurssi	0.41	0.80	0.97	0.78	0.87	1.10	1.00	1.30	1.58	2.04	3.51	26%	24%
Markkina-arvo	13	28	34	27	31	39	36	47	58	74	130		
EPS	0.06	0.11	0.11	0.10	0.14	0.14	0.07	0.10	0.10	0.12	0.15	2%	10%
Osinko	0.03	0.04	0.04	0.05	0.06	0.08	0.12	0.13	0.06	0.07	0.09	4%	14%
P/E	7.0	7.2	8.7	7.6	6.1	8.1	14.0	13.5	15.4	17.0	22.9		
EV/EBITA	5.5	5.1	6.0	5.2	4.3	5.8	10.7	10.3	11.3	11.7	17.4		
Osinkotuotto	6%	5%	5%	7%	6%	7%	12%	10%	4%	3%	3%		



Liiketoiminta:

Stockmannilla on huhtikuussa 2007 yhteensä 13 tavarataloa, joiden myyntipinta-ala on noin 18 hehtaaria. Näistä 7 on Suomessa, eikä Suomeen enää uusia rakennettane. Laajentuminen tapahtuu Venäjällä (4 tavarataloa ja 2 rakenteilla) ja Baltiassa (2).

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

Yhtiö sijoituskohteena:

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

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

Varainhoitajamme:



Hannu Penttilä

syntynyt 1953
yhtiössä vuodesta 1978
toimitusjohtaja 2001

www.stockmann.fi

Phoebusin omistus (30.3.2007)

Osakkeita: 38.000
Osuus yhtiöstä: 0,07%
Paino rahastossa: 5,5%

Lisätietoja katsauksessa: 3/2003, 3/2006

EUR miljoonia

	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	5v	10v
Tuloslaskelma													
Liikevaihto	1037	1161	1217	1320	1221	1282	1315	1413	1445	1543	1240	-1%	2%
EBITA	46	61	50	49	33	39	53	50	68	97	95		
Marginaali	4.5%	5.3%	4.1%	3.7%	2.7%	3.1%	4.0%	3.6%	4.7%	6.3%	7.6%	5.2%	4.5%

Tase

NWC	54	62	93	59	78	97	95	90	97	102	69		
Käyttöomaisuus	257	284	342	332	347	346	301	289	315	325	368		
Nettovelka	-20	-18	-54	-114	-77	-64	-128	-168	-79	-79	-135		
Oma pääoma	331	364	490	505	502	506	525	547	492	505	572		
Sijoitettu pääoma	310	346	435	391	425	442	397	379	412	427	437	0%	3%
SiPo tuotto	15%	18%	11%	13%	8%	9%	13%	13%	17%	23%	22%	18%	15%

Kassavirta

Vapaa kassavirta	6	-42	34	-5	8	47	34	19	22	-5	116	117
Yritysostot/-myynnit	6	-2	65	0	10	50	37	5	19	99	209	288
Osingot	-18	-22	-43	-31	-31	-31	-46	-123	-53	-60	-313	-457
Annit /takaisinostot	1	102	0	0	0	0	16	10	14	20	59	162
Muut erät	4	1	4	-2	-1	-2	-1	1	-2	3	-1	5
Nettovelan muutos	-2	37	60	-37	-13	65	40	-89	-1	56	71	114

Arvostus

Osakkeita	46.7	46.7	49.5	51.4	51.2	51.0	51.0	52.2	52.9	54.1	55.3		
Kurssi	14.27	17.64	16.08	14.30	10.40	13.40	13.80	18.30	21.70	32.53	36.48	22%	10%
Markkina-arvo	666	824	796	735	533	683	703	956	1147	1759	2017		
EPS	0.78	1.00	0.87	0.69	0.52	0.59	0.85	0.78	1.04	1.29	1.27	17%	5%
Osinko	0.39	0.47	0.84	0.60	0.60	0.60	0.90	1.35	1.00	1.10	1.30	17%	13%
P/E	18.3	17.7	18.4	20.7	20.2	22.9	16.2	23.4	20.8	25.2	28.8		
EV/EBITA	13.9	13.2	14.9	12.6	13.9	15.8	10.8	15.7	15.6	17.4	19.9		
Osinkotuotto	3%	3%	5%	4%	6%	4%	7%	7%	5%	3%	4%		

TietoEnator ^{TE}

Liiketoiminta:

TietoEnator on Suomen johtava IT-palveluyritys noin 27% markkinaosuudella ja Ruotsissa markkinakolmonen noin 7% osuudella. Vajaa viidennes liikevaihdosta tulee Pohjoismaiden ulkopuolelta.

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

Yhtiö sijoituskohteena:

Pentti Heikkisen ensimmäinen vuosi toimitusjohtajana ei sujunut hyvin markkinoiden elpymisestä huolimatta. Toimitusjohtaja laittaa tuloksen notkahduksen lähinnä kasvuinvestointien piikkiin. Vuoden aikana TE esimerkiksi kaksinkertaisti halpamaissa sijaitsevien työntekijöidensä määrän yli 2000:een, joka on 13% konsernin henkilöstöstä.

Hallituksen on määrä vuoden 2007 aikana tarkentaa yhtiön strategisia tavoitteita. Toivottavasti tuloskehitys asetetaan kasvun edelle. Yhtiö on mielestäni laadukkaampi kuin osakemarkkinat tällä hetkellä tuntuvat uskovan.

Varainhoitajamme:



Pentti Heikkinen

syntynyt 1960
yhtiössä vuodesta 1996
toimitusjohtaja 2006

www.tietoenator.com

Phoebusin omistus (30.3.2007)

Osakkeita: 47.000
Osuus yhtiöstä: 0,06%
Paino rahastossa: 4,5%

Lisätietoja katsauksessa: 4/2002, 2/2006

EUR miljoonia

	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	5v	10v
Tuloslaskelma													
Liikevaihto	345	409	473	1229	1120	1135	1271	1374	1525	1682	1647	8%	17%
EBITA	34	49	75	115	92	135	130	143	171	164	112		
Marginaali	9.7%	12.0%	15.9%	9.3%	8.2%	11.9%	10.2%	10.4%	11.2%	9.8%	6.8%	10%	10%

Tase

NWC	-11	-14	-6	43	54	-12	37	34	155	-16	22		
Käyttöomaisuus	117	131	147	260	264	310	476	431	480	727	698		
Nettovelka	-24	-36	-21	-62	-41	-190	51	-13	69	211	93		
Oma pääoma + väh	131	153	162	365	359	488	462	479	566	501	626		
Sijoitettu pääoma	107	117	141	304	318	298	513	466	634	712	720	19%	21%
SiPo tuotto	31%	42%	53%	38%	29%	45%	25%	31%	27%	23%	16%	24%	28%

Kassavirta

Vapaa kassavirta		23	39	87	59	163	52	123	94	104	50	423	794
Yritysosot/-myynnit		-7	-12	-23	-7	85	-195	-27	-5	-139	171	-194	-159
Osingot		-8	-16	-26	-34	-40	-83	-41	-81	-80	-66	-351	-475
Annit /takaisnostot		0	-28	3	-33	-20	1	0	-97	-80	-52	-228	-308
Muut erät		4	1	1	-6	-37	-17	9	7	53	15	67	30
Nettovelan muutos			12	-16	41	-21	149	-241	64	-82	-142	117	-284

Arvostus

Osakkeita	52.7	52.8	53.3	77.0	83.6	83.3	82.9	82.9	78.7	75.8	73.6		
Kurssi	10.90	17.18	38.18	62.00	30.30	29.75	13.00	21.70	23.40	30.85	24.44	-4%	8%
Markkina-arvo	575	907	2037	4771	2534	2479	1078	1799	1843	2340	1799		
EPS	0.45	0.65	1.03	1.03	0.81	1.19	1.14	1.28	1.58	1.55	1.03	-3%	9%
Osinko	0.16	0.30	0.49	0.49	0.49	1.00	0.50	1.00	1.00	0.85	1.20	4%	22%
P/E	24.2	26.2	36.9	60.1	37.6	25.1	11.5	17.0	14.8	19.9	23.7		
EV/EBITA	16.4	17.8	26.8	41.1	27.0	16.9	8.7	12.5	11.2	15.5	16.9		
Osinkotuotto	1%	2%	1%	1%	2%	3%	4%	5%	4%	3%	5%		



Liiketoiminta:

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

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

Yhtiö sijoituskohteena:

Vaisala on Suomen dollariherkimpiä yhtiöitä ja on kärsinyt siitä viime vuosina. Markkinat ovat nyt elpymässä, mutta dollari on edelleen riski.

Pitkäaikainen toimitusjohtaja Pekka Ketonen jäi syksyllä eläkkeelle. Vaikka suosin talon sisältä tapahtuvia nimityksiä uskon ensimmäisten tapaamisten perusteella, että Ericssonilta tullut Kjell Forsén tulee säilyttämään Vaisalan vahvuudet (tuotekehityksessä) ja lisäämään fokusta myyntiin ja kasvuun, mikä olisi hyvä asia.

Varainhoitajamme:



Kjell Forsén

syntynyt 1958
yhtiössä vuodesta 2006
toimitusjohtaja 2006

www.vaisala.com

Phoebusin omistus (30.3.2007)

Osakkeita: 27.000
Osuus yhtiöstä: 0,15%
Paino rahastossa: 4,1%
Lisätietoja katsauksessa: 4/2005

EUR miljoonia

	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	5v	10v
Tuloslaskelma													
Liikevaihto	85	114	115	145	180	184	196	189	181	198	221	4%	10%
EBITA	19	30	23	31	35	34	30	29	27	30	40		
Marginaali	22.0%	26.5%	20.2%	21.6%	19.4%	18.3%	15.3%	15.4%	14.7%	15.2%	17.9%	16%	18%

Tase

NWC	15	17	21	24	30	47	44	38	30	21	23		
Käyttöomaisuus	28	27	26	39	46	49	58	57	50	54	60		
Nettovelka	-17	-35	-42	-47	-51	-43	-37	-45	-53	-80	-86		
Oma pääoma	60	79	89	110	127	138	139	139	133	154	170		
Sijoitettu pääoma	43	44	47	63	76	95	102	95	80	74	83	-3%	7%
SiPo tuotto	44%	69%	49%	50%	46%	35%	29%	31%	33%	40%	47%	36%	41%

Kassavirta

Vapaa kassavirta		19	14	18	16	6	18	14	30	37	28	127	199
Yritysostot		0	0	-12	-5	-4	-13	0	0	-3	-16	-32	-52
Osingot		-4	-6	-6	-7	-12	-9	-10	-22	-13	-13	-67	-102
Annit /takaisinostot		0	0	0	1	0	2	0	0	9	6	17	19
Muut erät		2	0	5	0	1	-4	3	0	-3	2	-2	5
Nettovelan muutos		18	7	5	4	-8	-6	8	9	27	7	43	69

Arvostus

Osakkeita	17.2	17.2	17.2	17.2	17.2	17.2	17.4	17.5	17.5	17.7	18.2		
Kurssi	12.61	19.34	17.66	19.37	29.50	27.30	22.98	24.50	18.20	24.00	33.07	4%	10%
Markkina-arvo	216	332	303	332	507	471	399	428	318	424	602		
EPS	0.71	1.17	0.99	1.31	1.55	1.43	1.19	1.01	1.13	1.41	1.46	0%	8%
Osinko	0.23	0.34	0.34	0.42	0.67	0.55	0.55	1.25	0.75	0.75	0.85	9%	14%
P/E	17.8	16.5	17.8	14.8	19.0	19.1	19.4	24.3	16.1	17.0	22.6		
EV/EBITA	10.6	9.8	11.3	9.1	13.1	12.8	12.1	13.2	9.9	11.4	13.0		
Osinkotuotto	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	5%	4%	3%	3%		

NOKIAN TYRES

Liiketoiminta:

Nokian Renkaat on Pohjoismaiden johtavia rengasvalmistajia yli 27% 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 yli 27%.

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

Yhtiö sijoituskohteena:

Nokian Renkaat on vahvasti kasvava yhtiö, jonka johto on visioissaan yleensä äärettömän optimistinen. Yhdistelmä muistuttaa joskus tulen ja bensiinin sekoittamista ja tekee osakkeesta riskipitoisen – kun odotukset ovat korkealla, pienetkin pettymykset aiheuttavat heiluntaa.

Potentiaalia kyllä riittää. Venäjän rengasmarkkinoiden kasvu on vasta alkuvaiheessa ja Nokian Renkaat on saavuttanut aseman selvänä markkinajohtajana. Lisäksi yhtiö tutkii tehtaan rakentamista Itä-Eurooppaan. Kasvun jatkumiselle on siis hyvät edellytykset, mutta osakkeen osuus salkustamme ei riskeistä johtuen voi olla kovin iso.

Varainhoitajamme:



Kim Gran

syntynyt 1954
yhtiössä vuodesta 1994
toimitusjohtaja 2000

www.nokiantyres.com

Phoebusin omistus (30.3.2007)

Osakkeita: 40.000
Osuus yhtiöstä: 0,03%
Paino rahastossa: 3,6%

Lisätietoja katsauksessa: 3/2004

EUR miljoonia

	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	5v	10v
Tuloslaskelma													
Liikevaihto	193	212	251	323	399	423	479	529	602	687	836	15%	16%
EBITA	24	28	35	45	46	57	67	85	119	116	153		
Marginaali	12.3%	13.1%	14.0%	14.1%	11.6%	13.6%	14.0%	16.2%	19.7%	16.9%	18.3%	17%	16%

Tase

NWC	35	40	54	77	97	85	84	94	144	213	255		
Käyttöomaisuus	72	85	140	214	252	259	249	253	267	378	429		
Nettovelka	35	40	94	170	218	194	158	136	144	120	127		
Oma pääoma	72	85	100	121	131	149	175	211	267	471	557		
Sijoitettu pääoma	107	125	194	291	349	343	334	347	411	590	684	15%	20%
SiPo tuotto	22%	22%	18%	16%	13%	17%	20%	25%	29%	20%	22%	23%	21%

Kassavirta

Vapaa kassavirta	0	-23	-19	-25	27	43	31	3	-60	16	33	-7	
Yritysostot	0	-25	-48	-7	-2	-1	0	4	-16	0	-13	-96	
Osingot	-5	-6	-8	-9	-7	-9	-12	-17	-26	-28	-91	-125	
Annit /takaisinostot	1	1	1	0	0	0	2	4	134	5	144	147	
Muut erät	0	-1	-2	-7	6	2	1	3	-8	-1	-2	-7	
Nettovelan muutos	-4	-55	-76	-48	24	36	22	-4	24	-7	71	-88	

Arvostus

Osakkeita	101.4	102.4	103.2	105.4	105.8	105.8	105.8	106.8	108.5	121.0	122.0		
Kurssi	1.65	2.79	2.78	3.78	1.79	3.51	3.40	5.99	11.18	10.65	15.52	35%	25%
Markkina-arvo	168	286	286	399	189	371	360	640	1213	1289	1894		
EPS	0.14	0.17	0.22	0.28	0.25	0.30	0.39	0.51	0.71	0.68	0.88	24%	20%
Osinko	0.05	0.06	0.07	0.09	0.07	0.08	0.11	0.16	0.22	0.23	0.31	30%	20%
P/E	11.7	16.4	12.5	13.6	7.1	11.6	8.8	11.9	15.7	15.7	17.7		
EV/EBITA	8.5	11.7	10.8	12.5	8.8	9.8	7.7	9.1	11.4	12.2	13.2		
Osinkotuotto	3%	2%	3%	2%	4%	2%	3%	3%	2%	2%	2%		



Liiketoiminta:

Tamfelt on johtava paperikoneiden kudustuottaja. Se tekee märkä- ja kuivatusviroja, puristinhuopia ja belttejä paperiteollisuudelle sekä suodatinkankaita lähinnä sellu- ja kaivosteollisuudelle. Vaikka yhtiö ei ole iso – se on kotimarkkinoillaan Euroopassa noin 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%.

Tamfelt päätti (vihdoin) viime vuonna viiratehtaan rakentamisesta Kiinaan, Tianjiniin. Tämä lisää merkittävästi investointeja vuonna 2007 ja aiheuttaa ylimääräisiä kustannuksia 2007-2008. Päätös on kuitenkin täysin oikea, koska yli puolet maailman uusista paperikoneista rakennetaan jo nyt Kiinaan. Hintakilpailu on kiristymässä, mutta Tamfeltin hyvä volyymikehitys auttaa sen hallinnassa.

Varainhoitajamme:



Jyrki Nuutila

syntynyt 1948
yhtiössä vuodesta 1986
toimitusjohtaja 2005

www.tamfelt.fi

Phoebusin omistus (30.3.2007)

Osakkeita: 63.200
Osuus yhtiöstä: 0,23%
Paino rahastossa: 3,2%

Lisätietoja katsauksessa: 1/2004

EUR miljoonia

	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	5v	10v
Tuloslaskelma													
Liikevaihto	89	102	103	110	124	131	126	126	134	140	155	3%	6%
EBITA	15	20	19	19	21	23	16	13	16	20	24		
Marginaali	16.7%	20.0%	18.4%	17.4%	17.1%	17.4%	12.7%	10.0%	12.0%	14.5%	15.4%	13%	15%

Tase

NWC	16	20	25	31	32	32	30	22	21	25	20		
Käyttöomaisuus	35	39	49	51	58	68	76	71	78	81	83		
Nettovelka	-26	-30	-22	-22	-24	-14	-3	0	11	6	-5		
Oma pääoma	77	88	96	105	113	114	109	93	88	99	108		
Sijoitettu pääoma	51	58	74	82	90	100	106	93	99	106	103	1%	7%
SiPo tuotto	29%	35%	26%	23%	24%	23%	15%	14%	16%	19%	23%	18%	21%

Kassavirta

Vapaa kassavirta	8	-1	6	8	8	7	7	23	7	12	20	67	96
Yritysostot	0	0	0	0	0	0	0	0	0	-1	2	2	2
Osingot	-6	-7	-8	-9	-11	-11	-17	-29	-17	-9	-11	-84	-125
Annit /takaisinostot	0	0	0	0	0	0	0	5	0	1	0	6	6
Muut erät	2	1	2	2	-5	-1	-1	-1	0	2	0	-1	0
Nettovelan muutos	4	-7	0	1	-9	-11	-3	-11	-11	4	11	-10	-21

Arvostus

Osakkeita	26.6	26.6	26.6	26.6	26.6	26.6	26.6	27.3	27.4	27.6	27.6		
Kurssi	5.10	8.10	7.00	7.50	5.99	8.83	9.67	9.27	7.98	8.05	10.65	4%	8%
Markkina-arvo	136	215	186	199	159	235	257	253	218	222	294		
EPS	0.49	0.61	0.56	0.54	0.59	0.64	0.48	0.34	0.47	0.52	0.66	1%	3%
Osinko	0.24	0.27	0.29	0.33	0.43	0.63	1.10	0.63	0.35	0.41	0.61	-1%	10%
P/E	10.3	13.3	12.4	13.9	10.1	13.8	20.2	27.0	16.8	15.5	16.2		
EV/EBITA	7.4	9.1	8.6	9.3	6.4	9.7	15.8	20.1	14.3	11.2	12.1		
Osinkotuotto	5%	3%	4%	4%	7%	7%	11%	7%	4%	5%	6%		

ULKOMAISET YHTIÖMME

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 17 vuotta ollut alan tyytyväisimmät asiakkaat. Sen pääoman tuotto on 35 vuotta ylittänyt kilpailijoiden vastaavan.

Yhtiö sijoituskohteena:

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

Pär Bomanilla on ollut hieman hankala ensimmäinen vuosi toimitusjohtajana, koska kasvanut henkivakuutusliiketoiminta on tehnyt pankin tuotoista entistä heiluvampia. Hän on kuitenkin selvästi kasvanut Handelsbankenin kulttuurissa. Strategia ei muuttune. Sen sijaan vaikuttaa siltä, että hän hakee entistä nopeampaa kasvua ulkomailta, joka lienee hyvä asia. SHB on aloittanut konttoritoiminnan Puolassa ja Saksassa, Venäjä ja Hollanti ovat seuraavina vuorossa.

Varainhoitajamme:



Pär Boman

syntynyt 1961
yhtiössä vuodesta 1991
toimitusjohtaja 2006

www.handelsbanken.se

Phoebusin omistus (30.3.2007)

Osakkeita: 60.000
Osuus yhtiöstä: 0,009%
Paino rahastossa: 5,8%

Lisätietoja katsauksessa: 4/2003, 1/2006

SEK miljoonia

	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	5v	10v
Tuloslaskelma													
Tuotot	14549	15815	16837	17056	20680	21654	21664	22292	23981	26338	29560	6%	7%
Tulos ennen veroja	6765	8067	8007	8912	12001	11577	10829	11780	13520	15661	17164		
Marginaali	46.5%	51.0%	47.6%	52.3%	58.0%	53.5%	50.0%	52.8%	56.4%	59.5%	58.1%	56%	54%

Tase (miljardeja)

Antolainaus	281	591	591	630	692	803	842	826	863	986	1103		
Riskikorjattu	258	415	443	482	542	611	641	630	658	769	876		
Tier 1 pääoma	26	26	28	31	35	37	41	46	50	58	59		
Tier 1 vakavaraisuus	10.0%	6.2%	6.3%	6.5%	6.4%	6.1%	6.4%	7.3%	7.6%	7.6%	6.8%		
Oma pääoma	27549	32353	34431	38570	42466	48112	52192	56835	61109	65651	66226	7%	9%
OPo tuotto pretax	25%	25%	23%	23%	28%	24%	21%	21%	22%	24%	26%	23%	24%

Kassavirta

Yritysosot/-myynnit	-22870	0	-1550	-7100	-2525	0	0	-1100	0	0	-1100	-35145	
Osingot	-1208	-1565	-1922	-2144	-2751	-3120	-3294	-3602	-4018	-4543	-18577	-28167	
Annit /takaisinostot	0	0	0	-2950	-46	0	0	-3426	-2468	-4362	-10256	-13252	

Arvostus

Osakkeita	714.7	714.7	714.7	714.7	693.2	693.4	693.4	693.4	669.6	656.5	634.2		
Kurssi	65.00	91.00	114.00	107.00	161.50	154.00	116.00	147.00	173.00	197.00	207.00	6%	12%
Markkina-arvo bn	46.5	65.0	81.5	76.5	112.0	106.8	80.4	101.9	115.8	129.3	131.3		
EPS	6.90	8.01	8.14	8.91	12.44	12.05	11.54	12.16	14.67	17.31	20.70	11%	12%
Osinko	1.67	2.17	2.67	3.00	4.00	4.50	4.75	5.25	6.00	7.00	8.00	12%	17%
P/E	9.4	11.4	14.0	12.0	13.0	12.8	10.1	12.1	11.8	11.4	10.0		
P/E ennen veroja	6.9	8.1	10.2	8.6	9.3	9.2	7.4	8.7	8.6	8.3	7.6		
Osinkotuotto	3%	2%	2%	3%	2%	3%	4%	4%	3%	4%	4%		



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.

Yhtiö sijoituskohteena:

Teollisuuskaasuala on lähellä unelmaani täydellistä liiketoiminnasta. Pääomavaltaisuus tekee alalletulon 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 kasvutavoitteitaan, ne ovat nyt +8-10% liikevaihdossa ja +10-13% nettotuloksessa per vuosi seuraavan viiden vuoden ajan.

Varainhoitajamme:



Benoît Potier

syntynyt 1957
yhtiössä vuodesta 1981
toimitusjohtaja 1997

www.airliquide.com

Phoebusin omistus (30.3.2007)

Osakkeita: 6.000
Osuus yhtiöstä: 0,005%
Paino rahastossa: 4,8%

Lisätietoja katsauksessa: 4/2002, 2/2005

EUR miljoonia

	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	5v	10v
Tuloslaskelma													
Liikevaihto	5242	5851	6087	6538	8099	8328	7900	8394	9376	10435	10949	6%	8%
EBITA	680	800	871	964	1151	1215	1199	1235	1344	1518	1659		
Marginaali	13.0%	13.7%	14.3%	14.7%	14.2%	14.6%	15.2%	14.7%	14.3%	14.5%	15.2%	15%	15%

Tase

NWC	-226	-314	-291	-336	-331	-293	-360	-234	-729	-2053	-1780		
Käyttöomaisuus	5082	6037	6612	8041	8254	8553	7834	7504	10235	12073	11788		
Nettovelka	842	1259	1677	2433	2280	2584	2022	1730	3790	3811	3441		
Oma pääoma +väh	4015	4464	4644	5272	5643	5676	5452	5539	5715	6209	6567		
Sijoitettu pääoma	4857	5723	6321	7705	7923	8260	7474	7269	9505	10019	10008	4%	7%
SiPo tuotto	15%	15%	15%	13%	15%	15%	17%	18%	15%	16%	17%	16%	15%

Kassavirta

Vapaa kassavirta	-131	-172	135	529	725	942	668	527	731	653	3521	4608	
Yritysosot/-myynnit	-95	-214	-319	-125	-372	-307	-75	-2037	87	-72	-2405	-3530	
Osingot	-174	-193	-224	-248	-318	-366	-414	-336	-391	-432	-1940	-3097	
Annit /takaisinostot	14	-10	-94	-101	-242	-88	-139	-31	19	-23	-262	-696	
Muut erät	-32	171	-254	98	-97	381	251	-183	-466	244	228	115	
Nettovelan muutos	-417	-418	-756	153	-304	562	292	-2060	-20	369	-857	-2600	

Arvostus

Osakkeita	123.6	123.6	123.6	123.2	122.8	121.2	120.2	119.2	118.7	118.5	120.0		
Kurssi	73	83	95	111	118	118	105	114	123	148	181	9%	9%
Markkina-arvo	9060	10301	11702	13628	14528	14336	12613	13628	14636	17531	21667		
EPS	3.56	3.96	4.37	4.80	5.59	6.10	6.17	6.42	7.11	7.57	8.33	6%	9%
Osinko	1.26	1.40	1.60	1.73	2.20	2.35	2.64	2.64	3.18	3.50	4.00	11%	12%
P/E	20.6	21.1	21.7	23.0	21.2	19.4	17.0	17.8	17.3	19.5	21.7		
EV/EBITA	13.9	13.5	14.5	16.0	14.1	13.4	11.8	11.9	13.2	13.7	14.8		
Osinkotuotto	2%	2%	2%	2%	2%	2%	3%	2%	3%	2%	2%		



Liiketoiminta:

Hennes & Mauritzin päämäärä on tarjota muodikkaimpia vaatteita parhaisiin hintoihin. Yhtiöllä oli tilikauden 2006 lopussa 1345 myymälää 24 maassa. Tavoitteena on lisätä myymälöiden määrää 10-15% vuodessa, samalla kasvattaen vanhojen myymälöiden myyntiä.

Vuonna 2007 H&M testaa uutta myymäläketjua COS - Collection of Style. Lisäksi yhtiö laajentaa valikoimaansa kodin tekstiileihin.

Yhtiö sijoituskohteena:

H&M:n menestys on ollut satumaista. Viimeisen 10 vuoden aikana myymälöiden määrä on kolminkertaistunut (kasvanut 12% vuodessa), liikevaihto viisin- (17%/v) ja tulos kahdeksankertaistunut (23%/v).

Kasvava koko luo siis selviä skaalaetuja. Nämä syntyvät pääosin tehokkaammista ja tarkentuneista ostoista, joiden ansiosta alennusmyyntien tarve pienenee.

Uusien konseptien testaaminen (COS, kodin tekstiilit) aiheuttanevat aluksi lähinnä kuluja, mutta vahva kasvu ydintoiminnassa pitääne silti kannattavuuden edelleen loistavana.

Varainhoitajamme:



Rolf Eriksen
syntynyt 1944
yhtiössä vuodesta 1986
toimitusjohtaja 2000

www.hm.com

Phoebusin omistus (30.3.2007)

Osakkeita: 20.000
Osuus yhtiöstä: 0,002%
Paino rahastossa: 3,8%

Lisätietoja katsauksessa: 4/2006

	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	5v	10v	
SEK miljoonia													30-Nov	
Tuloslaskelma														
Liikevaihto	14553	18011	22541	27888	30454	39699	45522	48238	53695	61262	68400	11%	17%	
EBITA	1835	2425	3327	4580	3767	5478	8259	9223	10667	13173	15298			
Marginaali	12.6%	13.5%	14.8%	16.4%	12.4%	13.8%	18.1%	19.1%	19.9%	21.5%	22.4%	20%	18%	
Tase														
NWC	604	770	784	338	1473	302	-929	462	446	1078	1251			
Käyttöomaisuus	1660	1952	2508	3167	5055	6684	6538	6442	6712	8078	8033			
Nettovelka	-2891	-3752	-5114	-6789	-5361	-8445	-13480	-13194	-15051	-16768	-18495			
Oma pääoma	5155	6473	8406	10294	11890	15432	19088	20097	22209	25924	27779			
Sijoitettu pääoma	2264	2722	3292	3505	6529	6987	5608	6903	7158	9156	9284	6%	15%	
SiPo tuotto	81%	89%	101%	135%	75%	81%	131%	134%	149%	144%	165%	149%	125%	
Kassavirta														
Vapaa kassavirta		1234	1736	2846	-478	3852	6747	4847	6934	7613	10266	36407	45597	
Yrityssotot		0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	
Osingot		-455	-621	-828	-1117	-1117	-1448	-4965	-4965	-6620	-7861	-25860	-29998	
Annit /takaisinotot		0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	
Muut erät		82	246	-343	168	349	-264	-168	-111	724	-678	-497	5	
Nettovelan muutos		861	1362	1675	-1428	3084	5035	-286	1858	1717	1727	10050	15604	
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	48.25	89.25	150.25	270.00	169.00	213.00	191.00	176.50	216.00	253.00	346.50	10%	22%	
Markkina-arvo bn	40	74	124	223	140	176	158	146	179	209	287			
EPS	1.61	2.04	2.76	3.72	3.08	4.61	6.87	7.72	8.79	11.17	13.05	23%	23%	
Osinko	0.55	0.75	1.00	1.35	1.35	1.75	6.00	6.00	8.00	9.50	11.50	46%	36%	
P/E	30.0	43.7	54.4	72.7	54.8	46.2	27.8	22.9	24.6	22.6	26.6			
EV/EBITA	20.2	28.9	35.8	47.3	35.7	30.6	17.5	14.4	15.3	14.6	17.5			
Osinkotuotto	1%	1%	1%	1%	1%	1%	3%	3%	4%	4%	3%			



STATE STREET.

Liiketoiminta:

State Street on maailman johtavia institutionaalisille sijoittajille tarkoitettujen ulkoistuspalvelujen tuottajia. Se säilyttää arvopapereita lähes 12 triljoonan dollarin edestä ja sen varainhoidossa (lähinnä indeksituotteissa) on 1750 miljardia dollaria. Päivittäin se laskee arvot lähes joka toiselle amerikkalaiselle sijoitusrahastolle.

Kaikki tämä edellyttää hyviä tietojärjestelmiä.

Yhtiö sijoituskohteena:

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

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

State Street ilmoitti helmikuussa 2007 hankkivansa kilpailijansa Investors Financial Services Corporationin 4,5 miljardilla dollarilla. Suuri yritysosto aiheuttanee lyhyellä aikavälillä markkinoilla pientä epävarmuutta, mutta State Street onnistui loistavasti Deutsche Bankin kansainvälisen säilytystoiminnan sulauttamisessa 2003-2004, joka oli paljon monimutkaisempi operaatio.

Varainhoitajamme:



Ronald E. Logue

syntynyt 1946
yhtiössä vuodesta 1990
toimitusjohtaja 2004

www.statestreet.com

Phoebusin omistus (30.3.2007)

Osakkeita: 12.000
Osuus yhtiöstä: 0,004%
Paino rahastossa: 2,6%

Lisätietoja katsauksissa: 1/2002, 1/2005

USD miljoonia

	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	5v	10v
Tuloslaskelma													
Tuotot	1882	2342	2765	3119	3615	3914	3962	4453	4996	5499	6351	10%	13%
Tulos ennen veroja	484	608	697	783	971	1085	1121	1237	1299	1458	1811		
Marginaali	25.7%	26.0%	25.2%	25.1%	26.9%	27.7%	28.3%	27.8%	26.0%	26.5%	28.5%	27%	27%

Tase /liiketoiminta

Säilytys (bn)	2942	3903	4812	5952	6118	6203	6171	9370	9497	10121	11854		
Varainhoito (bn)	292	390	485	667	711	775	763	1106	1354	1441	1749		
Oma pääoma	1618	1847	2311	2652	3262	3845	4787	5747	6159	6375	7233	13%	16%
OPo tuotto pretax	30%	33%	30%	30%	30%	28%	23%	22%	21%	23%	25%	23%	25%

Kassavirta

Yritysosot/-myynnit		0	0	1659	0	-176	570	-887	-100	-27	0	-444	1039
Osingot		-69	-84	-93	-106	-127	-149	-179	-209	-232	-259	-1028	-1507
Annit /takaisinostot		-94	-69	-125	5	-188	23	373	-65	-88	-175	68	-403

Arvostus

Osakkeita	328.8	327.6	327.9	327.5	328.1	330.5	327.5	335.3	339.6	334.6	335.7		
Kurssi	16.16	29.10	35.06	36.53	62.11	52.25	39.00	52.08	49.12	55.44	67.44	5%	15%
Markkina-arvo	5311	9531	11495	11964	20378	17268	12772	17464	16681	18552	22642		
EPS	0.89	1.16	1.33	1.49	1.81	2.08	2.20	2.34	2.47	2.78	3.46	11%	15%
Osinko	0.19	0.22	0.26	0.30	0.35	0.41	0.48	0.56	0.64	0.72	0.80	15%	15%
P/E	18.1	25.1	26.4	24.5	34.2	25.1	17.8	22.3	19.9	20.0	19.5		
P/E ennen veroja	11.0	15.7	16.5	15.3	21.0	15.9	11.4	14.1	12.8	12.7	12.5		
Osinkotuotto	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%		



Liiketoiminta:

Automatic Data Processing on maailman johtava yritysten henkilöstöhallinnan ulkoistuspalveluiden tuottaja. Se laskee ja maksaa palkat noin 32 miljoonalle työntekijälle. Sen lisäksi se on merkittävä autokauppojen prosessoija.

ADP jakoi huhtikuussa 2007 sijoittajapalvelujen ulkoistamisyhtiönsä Broadridgen omistajilleen.

Yhtiö sijoituskohteena:

ADP on 3-4 kertaa suurempi kuin lähin kilpailijansa, mikä näkyy kannattavuudessa. Yhtiön läpi kulkee (viiveellä) jatkuvasti noin 14 miljardia dollaria asiakasvaroja, joten se hyötyy korkotason noususta.

Entistä fokuoituneempi uusi ADP tulee panostamaan entistä voimakkaammin kansainväliseen kasvuun. Työsarkaa riittää – viime vuonna 89% liikevaihdosta tuli vielä USA:sta ja Kanadasta.

Varainhoitajamme:



Gary C. Butler

syntynyt 1946
yhtiössä vuodesta 1975
toimitusjohtaja 2006

www.adp.com

Phoebusin omistus (30.3.2007)

Osakkeita: 16.000
Osuus yhtiöstä: 0,003%
Paino rahastossa: 2,6%

Lisätietoja katsauksessa: 3/2004, 3/2006

USD miljoonia	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	30-Jun	5v	10v
Tuloslaskelma														
Liikevaihto	3567	4110	4843	5456	6168	6854	7004	7147	7755	8499	8882		5%	10%
EBITA	665	782	870	1058	1261	1507	1673	1518	1438	1644	1679			
Marginaali	18.6%	19.0%	18.0%	19.4%	20.4%	22.0%	23.9%	21.2%	18.5%	19.3%	18.9%		20%	20%
Tase														
NWC	-109	-363	-461	-356	-230	-221	-312	-719	-894	-902	-1213			
Käyttöomaisuus	1735	1931	2419	2341	2492	2435	2767	3831	4295	4642	4697			
Nettovelka	-690	-1093	-1481	-2023	-2321	-2487	-2659	-2260	-2016	-2043	-2528			
Oma pääoma	2315	2661	3439	4008	4583	4701	5114	5371	5418	5784	6012			
Sijoitettu pääoma	1626	1568	1958	1985	2262	2214	2455	3112	3401	3741	3483		9%	8%
SiPo tuotto	41%	50%	44%	53%	56%	68%	68%	49%	42%	44%	48%		49%	51%
Kassavirta														
Vapaa kassavirta		822	656	625	762	1002	1216	1421	1065	1059	1262		6023	9890
Yritysosot/-myynnit		-115	-279	169	-161	-73	-213	-647	-268	-417	566		-980	-1439
Osingot		-130	-153	-181	-213	-248	-277	-285	-309	-345	-394		-1609	-2534
Annit /takaisinostot		-56	40	15	-28	-717	-647	-846	-461	-401	-1036		-3390	-4137
Muut erät		-117	124	-85	-63	202	93	-43	-270	131	87		-2	59
Nettovelan muutos		403	388	542	297	166	172	-399	-243	27	485		42	1839
Arvostus														
Osakkeita	615.9	620.1	628.2	636.9	646.1	646.0	630.6	605.9	598.7	590.0	580.3			
Kurssi	18.26	22.44	35.11	42.71	52.37	48.91	43.12	33.86	41.88	41.97	45.35		-2%	10%
Markkina-arvo	11246	13915	22056	27202	33836	31595	27191	20516	25076	24763	26317			
EPS	0.74	0.86	1.03	1.16	1.36	1.59	1.75	1.68	1.56	1.79	1.85		3%	10%
Osinko	0.19	0.22	0.26	0.30	0.34	0.40	0.45	0.48	0.54	0.61	0.71		12%	14%
P/E	24.7	26.0	34.0	36.8	38.4	30.8	24.7	20.2	26.8	23.5	24.5			
EV/EBITA	15.9	16.4	23.6	23.8	25.0	19.3	14.7	12.0	16.0	13.8	14.2			
Osinkotuotto	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	2%			

PROGRESSIVE®

Liiketoiminta:

Progressive on USA:n kolmanneksi suurin autovakuuttaja, jonka markkinaosuus on vajaat 8%. 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 17 vuoden aikana joka vuosi ollut kannattavampi kuin autovakuuttajat keskimäärin. Se on 10 vuodessa kolminkertaistanut markkinaosuutensa ja laajentunut kuorma-autojen vakuutuksiin, kasvaen neljä kertaa autovakuutusalaan nopeammin.

Yhtiön laatu näkyy myös sijoitustoiminnassa. Allokatio ei paljoa heilu (85% korot/15% osakkeet), korkosalkku on lyhyt ja laadukas ja osakesalkku on täysin indeksoitu. Yksinkertainen on tehokasta!

Autovakuuttaminen on syklistä ja normaalitulos on selvästi heikompi kuin huippuvuosina 2003-2006.

Varainhoitajamme:



Glenn Renwick

syntynyt 1955
yhtiössä vuodesta 1986
toimitusjohtaja 2001

www.progressive.com

Phoebusin omistus (30.3.2007)

Osakkeita:	35.000
Osuus yhtiöstä:	0,005%
Paino rahastossa:	2,5%
Lisätietoja katsauksessa:	4/2006

USD miljoonia

	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	5v	10v
Tuloslaskelma													
Nettopreemiot	3246	4235	4986	5731	6369	7187	8918	11383	13218	13805	14148	15%	16%
Vakuutustulos	276	280	423	105	-279	351	691	1458	1982	1655	1884		
Combined Ratio %	91.5	93.4	91.5	98.2	104.4	95.1	92.3	87.2	85.0	88.0	86.7		
Tulos ennen veroja	442	579	661	407	36	588	981	1829	2451	2059	2433		
Marginaali	13.6%	13.7%	13.3%	7.1%	0.6%	8.2%	11.0%	16.1%	18.5%	14.9%	17.2%	16%	13%

Tase

Nettosijoitukset	3690	4518	4916	5393	6243	7142	8812	11055	11818	12995	13509		
Käyttöomaisuus	192	287	410	488	544	539	547	680	758	892	1174		
Liikevelat ("float")	2206	2669	2769	3128	3917	4430	5592	6704	7420	7780	7836		
Oma pääoma	1677	2136	2557	2753	2870	3251	3768	5031	5155	6108	6847	16%	15%
OPo tuotto pretax	26%	27%	26%	15%	1%	18%	26%	36%	48%	34%	36%	36%	30%

Kassavirta

Yritysosot/-myynnit	-48	0	-10	0	0	0	0	0	0	0	0	0	-58
Osingot	-17	-18	-19	-20	-21	-21	-22	-23	-24	-24	-25	-115	-210
Annit /takaisinostot	11	-31	12	1	-94	-192	-267	-1577	-439	-1171	-3645	-3746	

Arvostus

Osakkeita	858.0	867.6	870.4	877.2	882.4	881.2	872.0	865.6	801.6	799.3	783.8		
Kurssi	5.62	9.99	14.12	6.10	8.64	12.44	12.41	20.90	21.21	29.20	24.22	14%	16%
Markkina-arvo bn	4.8	8.7	12.3	5.3	7.6	11.0	10.8	18.1	17.0	23.3	19.0		
EPS	0.37	0.46	0.52	0.33	0.02	0.47	0.77	1.41	2.06	1.74	2.10	35%	19%
Osinko	0.02	0.02	0.02	0.02	0.02	0.02	0.02	0.03	0.03	0.03	0.03	7%	5%
P/E	15.4	21.7	26.9	18.4	351.1	26.7	16.2	14.8	10.3	16.7	11.5		
P/E ennen veroja	10.9	15.0	18.6	13.1	211.7	18.7	11.0	9.9	6.9	11.3	7.8		
Osinkotuotto	0.3%	0.2%	0.1%	0.4%	0.3%	0.2%	0.2%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%		



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 2006 lopussa 504 kauppaa (joista 30 yhteisyrityksessä Meksikossa) ja 48 miljoonaa jäsentä.

Yhtiön pääkilpailija on Wal-Martin Sam's Club.

Yhtiö sijoituskohteena:

Viimeisen 10 vuoden aikana Costco on kasvattanut kauppojensa lukumäärää 6% vuodessa ja kauppakohtaista myyntiä 5% vuodessa. Kasvu on kiihtymässä, yhtiö avaa tänä vuonna 8% uusia kauppvoja.

Kasvulle on vielä tilaa myös Pohjois-Amerikassa, mutta ennen kaikkea muualla maailmassa. USA ja Kanada edustavat vielä 94% yhtiön liikevaihdosta, mutta Costcolla on jo vankka jalansija Iso-Britanniassa ja Aasiassa (Japani, Etelä-Korea, Taiwan).

Varainhoitajamme:



Jim Sinegal

syntynyt 1937
yhtiössä vuodesta 1983
toimitusjohtaja 1983

www.costco.com

Phoebusin omistus (30.3.2007)

Osakkeita:	14.000
Osuus yhtiöstä:	0,003%
Paino rahastossa:	2,5%
Lisätietoja katsauksessa:	1/2007

USD miljoonia	31-Aug											5v	10v
	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006		
Tuloslaskelma													
Liikevaihto	19566	21874	24270	27456	32164	34797	38762	42546	48110	52952	60151	12%	12%
EBITA	491	581	787	860	1037	992	1132	1157	1386	1474	1626		
Marginaali	2.5%	2.7%	3.2%	3.1%	3.2%	2.9%	2.9%	2.7%	2.9%	2.8%	2.7%	3%	3%
Tase													
NWC	-96	-131	-173	-435	-697	-878	-787	-1126	-2008	-2238	-2387		
Käyttöomaisuus	3084	3366	3632	4189	5164	6207	6990	7480	7823	8427	9263		
Nettovelka	1210	767	493	222	227	446	509	-201	-1809	-2692	-2268		
Oma pääoma	1778	2468	2966	3532	4240	4883	5694	6555	7625	8881	9143		
Sijoitettu pääoma	2987	3235	3458	3754	4467	5329	6203	6354	5816	6190	6876	5%	9%
SiPo tuotto	16%	18%	23%	23%	23%	19%	18%	18%	24%	24%	24%	22%	21%
Kassavirta													
Vapaa kassavirta		12	195	258	-24	-281	-56	693	1554	709	556	3457	3617
Yritystotot/-myynnit		0	0	0	-52	0	0	0	-95	-4	0	-99	-151
Osingot		0	0	0	0	0	0	0	-92	-205	-230	-527	-527
Annit /takaisinostot		368	74	62	-1	62	67	35	125	146	-880	-507	58
Muut erät		62	5	-49	71	0	-73	-18	116	236	130	391	480
Nettovelan muutos		443	274	271	-5	-219	-63	710	1608	883	-424	2714	3477
Arvostus													
Osakkeita	435.8	449.3	463.4	471.1	475.7	475.8	479.3	479.3	482.5	492.0	480.3		
Kurssi	9.94	18.03	23.53	37.38	34.44	37.41	33.41	32.25	41.17	43.40	46.79	5%	17%
Markkina-arvo	4329	8102	10903	17608	16384	17801	16012	15458	19863	21354	22475		
EPS	0.57	0.69	0.99	1.09	1.33	1.27	1.46	1.50	1.83	2.01	2.30	13%	15%
Osinko	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.20	0.43	0.49		
P/E	17.4	26.0	23.7	34.2	25.9	29.6	22.9	21.4	22.5	21.6	20.4		
EV/EBITA	11.3	15.3	14.5	20.7	16.0	18.4	14.6	13.2	13.0	12.7	12.4		
Osinkotuotto	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	1%	1%		



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 2.000 kauppaa palvelevat noin 275.000 ammattimaista asiakasta.

Yhtiön tavoitteena on avata 13-18% uusia kauppvoja vuodessa.

Yhtiö sijoituskohteena:

Viimeisen 10 vuoden aikana Fastenal on avannut 15% uusia kauppvoja vuodessa. Samalla kauppakohtainen myynti on kasvanut 4% vuodessa. Kasvun varaa on edelleen, Fastenal uskoo USA:han mahtuvan 3.500 kauppaa. Ennen kaikkea tilaa riittää ulkomailla – USA ja Kanada edustavat vielä yli 98% yhtiön liikevaihdesta.

USA:n heikko rakennussuhdanne hidastanee 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

Phoebusin omistus (30.3.2007)

Osakkeita:	20.000
Osuus yhtiöstä:	0,013%
Paino rahastossa:	2,3%
Lisätietoja katsauksessa:	1/2007

USD miljoonia

	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	5v	10v
Tuloslaskelma													
Liikevaihto	288	398	503	618	756	818	905	995	1238	1523	1809	17%	20%
EBITA	54	68	87	106	129	111	113	135	207	268	320		
Marginaali	18.9%	17.1%	17.3%	17.1%	17.1%	13.6%	12.5%	13.6%	16.7%	17.6%	17.7%	16%	16%

Tase

NWC	86	121	142	163	218	222	286	309	413	486	621		
Käyttöomaisuus	48	61	78	91	109	125	147	173	197	228	268		
Nettovelka	8	16	2	-28	-33	-78	-67	-96	-74	-70	-34		
Oma pääoma	126	166	218	282	359	425	500	577	684	784	922		
Sijoitettu pääoma	134	182	219	254	327	347	433	481	610	713	888	21%	21%
SiPo tuotto	41%	38%	40%	42%	40%	32%	26%	28%	34%	38%	36%	33%	35%

Kassavirta

Vapaa kassavirta	-6	15	31	8	52	-16	36	2	63	24	109	209
Yritysosot/-myynnit	0	0	0	0	-14	21	0	0	0	0	21	7
Osingot	-1	-1	-2	-3	-3	-4	-16	-30	-47	-61	-158	-167
Annit /takaisinostot	0	0	0	0	0	0	0	0	-19	-5	-24	-24
Muut erät	-1	0	0	0	11	-13	9	7	-2	5	7	16
Nettovelan muutos	-8	14	30	5	45	-11	29	-21	-4	-36	-44	42

Arvostus

Osakkeita	151.8	151.8	151.8	151.8	151.8	151.8	151.8	151.8	152.0	151.5	151.2		
Kurssi	11.44	9.56	11.00	11.24	13.72	16.61	18.70	24.88	30.78	39.13	35.88	17%	12%
Markkina-arvo	1736	1451	1669	1705	2082	2520	2837	3776	4678	5929	5424		
EPS	0.21	0.27	0.35	0.43	0.53	0.46	0.47	0.55	0.86	1.10	1.32	23%	20%
Osinko	0.01	0.01	0.01	0.01	0.02	0.02	0.03	0.11	0.20	0.31	0.40	78%	55%
P/E	53.3	35.5	31.5	26.0	25.8	35.9	39.9	44.9	35.7	35.5	27.3		
EV/EBITA	32.0	21.5	19.2	15.8	15.8	21.9	24.5	27.2	22.2	21.9	16.9		
Osinkotuotto	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	1%	1%	1%		



Liiketoiminta:

Tomra on ylivoimaisesti maailman johtava juomapakkausten kierrättäjä. Sen 60.000 asennettua keräyslaitetta edustavat yli 75% maailman asennuksista. Silti Tomran koneet keräävät vuosittain "vain" noin 30 miljardia pulloa ja tölkkiä – kulutus on noin 800 miljardia kappaletta vuodessa.

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

Yhtiö sijoituskohteena:

Saksan markkinat pullonpalautuskoneille avautuivat ryminällä 2006. Tomra toimitti noin 8.800 konetta Saksaan, joka näkyi 1,2 miljardin kruunun liikevaihdon kasvuna ja noin 400 miljoonan tuloslisäyksenä.

Tänä vuonna suurin osa "Saksa-lisästä" pudonnee pois, vaikka maassa tullaan jatkossakin tarvitsemaan lisää koneita. Tästä syntyvä tuloksen lasku aiheuttanee osakemarkkinoilla hieman epävarmuutta.

Tomran tavoite on jatkossa kasvattaa tulostaan, pois lukien Saksan kertavaikutus, 15-25% vuodessa.

Varainhoitajamme:



Amund Skarholt

syntynyt 1948
yhtiössä vuodesta 2005
toimitusjohtaja 2005

www.tomra.com

Phoebusin omistus (30.3.2007)

Osakkeita: 95.000
Osuus yhtiöstä: 0,058%
Paino rahastossa: 2,3%

Lisätietoja katsauksessa: 3/2003, 4/2005

NOK miljoonia

	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	5v	10v
Tuloslaskelma													
Liikevaihto	784	1201	1456	2169	2718	2924	2674	2463	2512	2413	3965	6%	18%
EBITA	152	206	335	404	497	397	368	276	217	222	655		
Marginaali	19.4%	17.2%	23.0%	18.6%	18.3%	13.6%	13.8%	11.2%	8.6%	9.2%	16.5%	12%	15%

Tase

NWC	94	149	326	356	594	325	284	364	263	315	605		
Käyttöomaisuus	513	836	1055	1229	1443	1825	1341	1323	1447	1497	1527		
Nettovelka	103	-56	97	-20	-673	-641	-964	-1025	-922	-430	94		
Oma pääoma	504	1041	1284	1604	2709	2791	2588	2713	2632	2241	2037		
Sijoitettu pääoma	607	985	1381	1585	2036	2150	1624	1687	1710	1811	2131	0%	13%
SiPo tuotto	25%	21%	24%	26%	24%	18%	23%	16%	13%	12%	31%	19%	21%

Kassavirta

Vapaa kassavirta		25	29	228	-87	505	348	149	221	113	58	889	1588
Yritysosot/-myynnit		-185	-177	-41	-43	-368	-12	0	-219	1	-105	-335	-1150
Osingot		-11	-16	-21	-33	-36	-36	-45	-54	-321	-61	-516	-633
Annit /takaisinostot		378	59	53	1086	122	14	0	0	-211	-415	-612	1085
Muut erät		-48	-48	-102	-269	-254	9	-43	-52	-73	-1	-160	-881
Nettovelan muutos		159	-154	117	653	-32	323	61	-104	-491	-524	-735	9

Arvostus

Osakkeita	150.2	155.5	163.5	166.0	170.0	177.7	178.4	178.5	178.5	174.0	164.4		
Kurssi	24.88	41.25	62.50	68.00	171.00	86.00	45.10	40.10	33.30	48.30	43.00	-13%	6%
Markkina-arvo	3737	6412	10222	11287	29065	15283	8047	7157	5944	8404	7070		
EPS	0.68	0.84	1.33	1.81	2.08	1.85	1.65	1.20	0.87	0.97	2.60	7%	14%
Osinko	0.08	0.10	0.13	0.20	0.20	0.20	0.25	0.30	1.80	0.35	0.40	15%	18%
P/E	36.6	48.8	47.0	37.5	82.1	46.6	27.3	33.5	38.4	49.7	16.5		
EV/EBITA	25.2	30.8	30.8	27.9	57.2	36.9	19.3	22.3	23.2	36.0	10.9		
Osinkotuotto	0%	0%	0%	0%	0%	0%	1%	1%	5%	1%	1%		



Liiketoiminta:

Securitas Systems on maailman johtavia turvallisuusjärjestelmien myyjiä, vaikka sen osuus maailman markkinoista on vain noin 3%. Yhtiön asema on vahva pankkisektorilla ja vähittäiskaupassa. Yhtiö on järjestelmäintegraattori eli se suunnittelee, asentaa, huoltaa ja valvoo asiakkaidensa järjestelmiä, mutta ei valmista niitä.

Securitas Systems oli aiemmin Securitas AB:n liiketoiminta-alue, kunnes se listautui syyskuussa 2006 itsenäisenä yhtiönä pörssiin.

Yhtiö sijoituskohteena:

Markkinat kasvavat 6-8% vuodessa ja Securitas Systemsin tavoite on kasvaa yli 10%, joka tulee osin toteutumaan yritysostoin. Näin ollen yhtiön kyky löytää järkeviä ostokohteita ja sen onnistuminen niiden sulattamisessa tulee olemaan sijoituksemme onnistumiselle tärkeää.

Securitas AB on aiemminkin erottanut tytäryhtiötään itsenäisiksi pörssiyhtiöiksi, erittäin hyvällä menestyksellä. Toivon mukaan myös Securitas Systems saa itsenäistymisestään piristysruiskeen.

Varainhoitajamme:



Juan Vallejo

syntynyt 1957
yhtiössä vuodesta 1990
toimitusjohtaja 2003

www.securitassystems.com

Phoebusin omistus (30.3.2007)

Osakkeita: 200.000
Osuus yhtiöstä: 0,055%
Paino rahastossa: 2,3%

Lisätietoja katsauksessa: -

SEK miljoonia

	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	5v	10v
Tuloslaskelma													
Liikevaihto			2092	2897	3102	3388	3641	4026	4724	5805	6370		13%
EBITA			194	271	151	218	301	434	554	588	630		
Marginaali			9.3%	9.4%	4.9%	6.4%	8.3%	10.8%	11.7%	10.1%	9.9%		10%
Tase													
NWC							421	336	233	393	529		
Käyttöomaisuus							979	954	2521	3038	3083		
Nettovelka							366	24	1235	1376	1385		
Oma pääoma							1034	1266	1519	2055	2227		
Sijoitettu pääoma							1400	1290	2754	3431	3612		
SiPo tuotto							41%	58%	33%	30%	32%		36%
Kassavirta													
Vapaa kassavirta								386	462	194	163		1205
Yritysostot								-44	-1673	-336	0		-2053
Osingot								0	0	0	0		0
Annit /takaisinostot								0	0	0	0		0
Muut erät								0	0	0	-172		-172
Nettovelan muutos		0	0	0	0	0	0	342	-1211	-141	-9		-1019
Arvostus													
Osakkeita					365.1	365.1	365.1	365.1	365.1	365.1	365.1		
Kurssi											27.70		27.70
Markkina-arvo											10112		10112
EPS				0.29	0.42	0.56	0.77	0.94	1.01	1.03			20%
Osinko										0.00	0.40		
P/E										27.3	26.9		
EV/EBITA										11.1	9.9		
Osinkotuotto										0%	1%		

Erikoissijoitusrahasto Phoebus

OSUUDENOMISTAJAN OPAS

Anders Oldenburg

31.1.2002

ALUKSI

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

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

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

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

PHOEBUSIN TOIMINTAPERIAATTEET

1.

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

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

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

* Warren Buffett

2.

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

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

3.

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

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

4.

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

Jännitys saattaa muussa elämässä olla joskus tarpeen, mutta sijoitustoiminnan pitää mielestäni olla kannattavaa eikä jännittävää. Kartan määrätietoisesti riskiä, ja arvostan varovaisesti johdettuja yhtiöitä. Joskus kuulee puhuttavan "liian vahvoista taseista". Minä en sellaisia tunne. On toki olemassa huonoja yhtiöitä, joiden kasvu ei yllä kansantalouden kasvuun, ja jotka investointikohteiden puutteessa keräävät kassansa rahaa. Sellaiset eivät sovi Phoebusiin (yleensä ne lopulta tuhoavat rahat johonkin tyhmään yrityskauppaan). Sen sijaan hyvä yhtiö, joka kasvaa taloutta nopeammin mutta ylläpitää vahvaa tasetta, ei ole sijoituksena minulle ongelma. En hae sijoitustoimintaan "vipua" ostamalla velkaantuneita yhtiöitä - velka voi lyhyellä aikavälillä lisätä oman pääoman tuottoa, mutta pitkällä aikavälillä se lähes aina rajoittaa yrityksen kehitystä ja kasvua. Ottamatta riskiä ei kuitenkaan voi saavuttaa parempaa tuottoa kuin riskitön korko. Phoebus on osakerahasto, ja sijoittaa pääsääntöisesti rahansa osakkeisiin. Jos saatte minut kiinni rahat kassassa (osakesalkun hoitajan osalta sama kuin housut kintuissa), se johtuu vain siitä, etten ole löytänyt sopivia ostokohteita. Osakkeemme ovat tyypillisesti 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 Soittaakin tietysti voi, mutta sähköpostin etu on, että olen aina sen kautta tavoitettavissa (joskin viiveellä) - luurin päähän voi olla vaikea aina ehtiä. Sähköposti jää myös parhaiten muistiin. Pyrin keräämään parhaat palautteet nettisivuille kaikkien kiinnostuneiden tietoon. Otan erityisen suurella kiitoksella vastaan kaikki sellaiset ehdotukset, jotka auttavat meitä parantamaan palveluamme.

6.

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

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

7.

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

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

8.

Joillekin Phoebus ei yksinkertaisesti sovi.

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

LOPUKSI

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

Anders Oldenburg
salkunhoitaja
anders.oldenburg@seligson.fi

Encyclopedia
Mythica™

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

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

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

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



SELIGSON & CO RAHASTOYHTIÖ OYJ

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

www.seligson.fi
