
PHOEBUS

OSUUDENOMISTAJAN VUOSIKIRJA 2008



SELIGSON
& CO

Yksinkertainen on tehokasta.

SISÄLTÖ

SALKUNHOITAJALTA	3
SIJOITUKSET	6
RAHASTON ARVON KEHITYS	7
THE STORY OF PRINCE	8
KUSTANNUKSILLA ON MERKITYSTÄ	11
SIJOITUSKRITEERIT	12
SUOMALAISET YHTIÖMME	13
TAULUKOIDEN LUKUOHJE	15
Vacon	16
Lassila & Tikanoja	17
Nokian Tyres	18
Exel	19
Tulikivi	20
TietoEnator	21
Vaisala	22
Tamfelt	23
Stockmann	24
ULKOMAISET YHTIÖMME	25
Air Liquide	26
Handelsbanken	27
H&M	28
Fastenal	29
Progressive	30
Costco	31
ADP	32
Harley-Davidson	33
State Street	34
Niscayah	35
OSUUDENOMISTAJAN OPAS	36



Kannen kuvista keskimmäisenä on "Prince", amerikkalaisen Farmers Deposit –pankin tunnus. Sivulla 8-9 on kerrottu Princen tarina (englanninkielinen). Hellyttävä kertomus yli sadan vuoden takaa on ehkä meille koiranomistajille erityisen mieluinen, mutta se herättää lukuisia ajatuksia:

Onko suuri aina kauniimpaa? Farmers Deposit National Bank fuusioitui vuonna 1950 Mellon National Bank & Trustin kanssa, joka fuusiotui kaksi vuotta sitten Bank of New Yorkin kanssa. Princen haamu on nyt uudessa kodissaan Bank of New York Mellon –pankissa salkkuyhtiömme State Streetin suurin kilpailija mutta veikkaan, että juuri kukaan BNY Mellonissa ei enää tiedä koiran tarinaa. Pankin logoista se on aikoja sitten hävinnyt.

Vai pitäisikö palveluammateissa, kuten pankkitoiminnassa, pyrkiä paikallisuuteen? Pitkäaikaisen salkkuyhtiömme Handelsbankenin mielestä kyllä. Myös se, että useimmissa asiakastytyväisyystutkimuksissa pienet paikallispankit pärjäävät parhaiten kertoo, että asiakkaat arvostavat tuttujen kanssa asioimista. Olipa tämä tuttu sitten Englannin bullterrieri tai tavallinen kaksijalkainen pankkivirkailija.

Princen lähdettyä omille teilleen Farmers -pankki rakennutti vuonna 1903 itselleen uuden toimistotalon, joka oli USA:n korkeimpia (105 m). Pittsburgh oli silloin vauras, maailman teräspääkaupunki. Terästeollisuus taantui 1970-luvulla ja kaupunki menetti puolet asukkaistaan. Talo purettiin 1997: katoavaista on mainen kunnia.

SALKUNHOITAJALTA

Hyvät Phoebuksen omistajat,

Elämme mielenkiintoisia aikoja. Moni loistavankin yhtiön osake on viime aikoina laskenut puoleen. Sitten viime Vuosikirjan, jaksolla 1.4.2007 – 31.7.2008, Phoebuksen arvo on laskenut -20,2%. Vertailuindeksimme on laskenut suunnilleen samassa tahdissa (-19,9%). Jakso on heikoimpia Phoebuksen historiassa.

Neljä vuotta sitten USA:n kahden suurimman asuntoluottottajan Fannie Maen ja Freddie Macin yhteinen markkina-arvo oli 130 miljardia dollaria. Osakkeet koettiin turvallisina "blue chip" –osinkopapereina, joita uskalsi suositella – kuten amerikkalainen sanonta kuuluu – jopa leskille ja orvoille. Tänä ne ovat menettäneet 95% arvostaan ja saattavat aivan realistisesti menettää loputkin, jos valtio joutuu pelastamaan ne vararikolta.

Olemme myös ensimmäistä kertaa viiteentoista vuoteen nähneet Pohjoismaissa pankkien menevän vararikoon. Tosin vasta Tanskassa, mutta kuitenkin. Kukapa olisi sitä voinut 3-4 vuotta sitten ennustaa?

Epävarmoina aikoina on entistäkin tärkeämpää muistaa, että osake on osuus yrityksestä, ei arpalippu. Viime vuoden Vuosikirjassa yritin tuoda tämän esille antamalla yhtiöllemme (ilmaista) mainostilaa. Tänä vuonna valitsin sen kuvitukseksi osakekirjojani, jotka saattavat ehkä antaa kuvan osakkeista juuri arpalippuina. Myönnän, että saatoin siinä mielessä tehdä kuvituksen suhteen ajoitusvirheen. No, toisaalta en ole koskaan väittänytkaan olevani ajoituksen mestari.

Toki vanhojen osakekirjojenkin takana on monia mielenkiintoisia tarinoita, jotka ehkä auttavat muistamaan, että osakkeet ovat osuuksia oikeista yrityksistä.

RAHASTON ARVO

Phoebus on toiminut lähes seitsemän vuotta. Tämä vastaa melkein yhtä sijoitushorisonttia – suosittelemehan, että rahastoon sijoitettaisiin vähintään seitsemäksi vuodeksi. Historiansa aikana Phoebus on noussut 140 % ja vertailuindeksimme on noussut 88 %.

Markkinat ovat koko jaksolla tuottaneet 9,7 % vuodessa, joka melko tarkkaan vastaa osakemarkkinoiden historiallisia pitkän aikavälin tuottoja. Voimme siis todeta, että osakesijoittaja on kuluneen seitsemän vuoden ajan saanut tuotto-odotusta vastaavan eli normaalin tuoton.

Samalla on toki syytä huomata, että eri markkinoiden tuotot ovat poikenneet paljon toisistaan. Suomessa osakkeet ovat tuottaneet kokonaiset 12,7 % vuodessa. Maailmanindeksi sen sijaan on tuottanut vain 0,5% vuodessa (euroissa). Yllä mainitsemani Phoebuksen vertailuindeksi on näistä 75/25 –painotettu keskiarvo.

Phoebus on vajaassa seitsemässä vuodessa tuottanut 13,7 % vuodessa eli neljä prosenttia enemmän kuin vertailuindeksinsä. Se ei ole normaalia. Tulostammehan rasittavat hallinnointi- ja kaupankäytipalkkiot, joten jo indeksin mukainen kehitys kulujen jälkeen on erittäin hyvä. Älkää siis kuvitelko, että olisimme jokaisella seitsemänvuotisjaksolla yhtä onnekkaita.

Maailman osakemarkkinoiden nollatuotossa on myös arvokas opetus. Vaikka suosittelemme Phoebuksen ja useimpien muiden osakerahastojemme vähimmäis-sijoitusajaksi 7 vuotta se ei suinkaan tarkoita, etteikö seitsemän vuoden jälkeen sijoitus voisi olla tappiolla. Hyvin (mutta ei loistavasti) pärjännyt maailmanrahasto, joka ennen kuluja pysyy markkinoiden tahdissa, olisi itse asiassa Phoebuksen historian aikana kulujensa jälkeen tuottanut tappiota!

Silti seitsemän vuoden suosituksemme ei ole huono (ainakin toivon niin!). Se vain on laskettu sen perusteella, että yhdeksän kymmenestä sijoitushorisontista tuottaisi voittoa. Kuluneet seitsemän vuotta ovat siis maailman osakemarkkinoilla, mitattuna maailman indeksillä, olleet poikkeuksellisen huonoja, ainakin euromääräisen sijoittajan näkökulmasta.

SIOJITUKSEMME

Sitten viime Vuosikirjan olen myynyt yhden yhtiömme (Tomra) ja hankkinut meille yhden uuden yhtiön (Harley-Davidson). Loput 18 yhtiötä ovat samat kuin puolitoista vuotta sitten.

Joku ehkä miettii, onko salkunhoitaja siis vain kaivanut nenäänsä salkun hoitamisen sijasta? Olen kuitenkin tyytyväinen siihen, että (turhaa) liikehdintää salkussa ei ole ollut. Kaupankäynti maksaa aina, mutta se ei läheskään aina tuo lisätuottoja. Looginen johtopäätös tästä on pyrkiä välttämään turhaa kaupankäyntiä.

Salkkumme kiertonopeus olemassa olevien yhtiöiden osalta on kuitenkin ollut melko suuri, kuten näette seuraavan sivun taulukossa. Puolessatoista vuodessa olen yhteensä käynyt kauppaa 8,1 miljoonalla eurolla. Miksi ihmeessä?

Näennäisesti (liian) suureen aktiviteettiini on kolme syytä:

1. Asiakkaiden merkinnät ja lunastukset (5,9me). Juuri kun olin saanut kevään 2007 ylisuuren kassamme (15%) osittain sijoitettua, iso osuudenomistaja lunasti osan omistuksestaan ja jouduin myymään osakkeita saadakseni lunastukseen rahaa.

2. Olen, kuten ennenkin, pyrkinyt hyödyntämään markkinoiden pienet tehottomuudet samojen yhtiöiden eri osakesarjojen välillä. Tällä puolentoista vuoden jaksolla vaihdoin Handelsbankenin A-osakkeemme B-osakkeiksi

ARVOPAPERIKAUPAT 1.4.2007 - 31.7.2008 (euroissa)

OSTOT

Handelsbanken B	1 335 046
Harley-Davidson	637 261
China Fire Safety	341 682
Progressive	306 297
Tulikivi	257 017
TietoEnator	215 325
Tamfelt	194 776
Fastenal	148 736
State Street	143 291
Hennes & Mauritz	140 461
Automatic Data Processing	136 066
Stockmann	110 764
Niscayah	103 133
Air Liquide	88 152
Costco	82 053
Yhteensä	4 240 060
Merkinnät	1 830 684

MYYNIT

Handelsbanken A	1 243 495
Tomra	415 422
China Fire Safety	407 240
Lassila & Tikanoja	379 455
Stockmann	360 819
State Street	265 072
Exel	230 313
Vacon	183 623
Nokian Renkaat	102 267
Air Liquide	99 179
Costco	89 833
Vaisala	67 954
Broadridge	51 731
Yhteensä	3 896 403
Lunastukset	4 082 047

ja vaihdoin loput Stockmannin A-osakkeet B-osakkeiksi. Tienasimme 14.000 euroa (palkkioiden jälkeen).

3. En normaalisti spekuloi, mutta tein China Fire Safety Enterprise Holdings –yhtiöön (8201.HK) lyhytaikaisen, täysin spekulatiivisen sijoituksen alkuvuonna 2008. Tienasimme sillä 65.500 euroa (palkkioiden jälkeen).

Myyneistäni kohtien 2-3 arbitraasikaupoista johtui siis noin puolet. Kun myyntimme yhteensä olivat suurin piirtein yhtä suuria kuin asiakkaiden lunastukset, voimme päätellä, että onnistuin välttämään suuren osan osuudenomistajien ”hötkyilyn” vaikutuksista rahaston salkkuun. Säästimme näin kaupankäyntikuluja. Olen siitä iloinen.

VARAINHOITAJAMME

Phoebusta kauemmin seuranneet tietävät, että kiinnitän paljon huomiota yhtiöidemme johtoon. Miksi? Koska pitkällä aikajänteellä menestyksemme ei juuri riipu minusta, kunhan osaan pitää sormeni poissa kaupankäyntinapilta. Menestyksemme ratkaisevat todelliset ”salkunhoitajamme” 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 kuitenkin siihen, että Jari Sarjo kollegoineen jatkaa yhtiön luotsaamista oikeaan suuntaan.

Pörssi-yhtiöiden johdossa on niin Suomessa kuin muuallakin maailmassa yllättävän paljon ns. leipätyöläisiä. Henkeen ja vereen yhtiön pulssilla eläviä yrittäjähenkisiä johtajia on selvästi vähemmän. Uskon silti, että Phoebuksen salkkuyhtiöissä he ovat enemmistönä.

Puolessatoista vuodessa palkkasin siis yhden uuden salkunhoitajan: Harley-Davidsonin Jim Ziemerin. Uskon, että hän on Phoebukseen sopiva johtaja. Ensinnäkin, hän on ollut H-D:lla töissä jo 39 vuotta. Toiseksi, hän kertoi kesällä tatuoineensa yhtiön logon oikeaan käsivarteensa. Voimmeko pyytää suurempaa sitoutumista?

Salkunhoitajiemme joukossa tapahtui muitakin muutoksia, jotka eivät johtuneet minusta. Kerroin vuosi sitten, että odotan mielenkiinnolla Exeliltä pysyvämpää ratkaisua kuin

ruotsalaista konsulttia yhtiön johtoon. Olen myös kertonut – yksityisesti, vaikka en julkisuudessa – että näkisin mielelläni Vesa Korpimiehen yhtiön ohjaksissa. Olin siksi mielissäni, kun Vesa viime keväänä nimitettiin Exelin toimitusjohtajaksi.

Tulikivi teki luontevan siirron, kun pääomistaja Heikki Vauhkonen siirtyi markkinoinnista yhtiön johtoon. Pidän ex-toimitusjohtajaa Juha Sivosta erittäin suuressa arvossa ja olen iloinen, että Tulikivi onnistui pitämään hänet, vaikka hän nykyään vastaa ”vain” yhtiön tulisijaliiketoiminnasta. Käytännössä hän on siis edelleen vastuussa pääosasta yhtiön liiketoiminnasta kuten ennenkin.

Kolmas vaihdos suomalaisissa yhtiöissämme tapahtui, kun TietoEnator nimitti toimitusjohtajakseen Hannu Syrjälän. Muistan Hannun Instrumentariumin ajoilta vain hämärästi, mutta olen ollut tyytyväinen siihen, mitä olen toistaiseksi nähnyt. Sen sijaan en ollut kovinkaan tyytyväinen siihen, että Tamfeltin hallitus nimitti eläkkeelle jäävän Jyrki Nuutilan sijalle ulkopuolisen. Aika näyttää oliko toimenpide viisas.

Myös yhtiöidemme hallituksissa on tapahtunut merkittäviä vaihdoksia. Handelsbankenin hallituksen puheenjohtaja, arvostamani Lars Grönstedt, sai viime keväänä potkut. En kuitenkaan usko, että olisi syytä huoleen. Pikemminkin Handelsbankenin strategia siirtyy piirun verran kohti peruspankkitoimintoja, joka lienee hyvä asia.

Eniten jään kaipaamaan Matti Lehteä, joka erosi viime keväänä TietoEnatorin hallituksesta. Matti sai viime metreillä jostain syystä – mielestäni aiheetta – suhteellisen paljon kielteistä julkisuutta. Hän on silti Phoebuksen historian kaikista yritysjohtajista se kehen luotan eniten. On harmi, ettei Matti enää ole salkunhoitajamme.

AJOITUKSESTA

Tavallisin asiakkaiden ja taloustoimittajien esittämä kysymys on: Mitä nyt pitäisi tehdä? Viime aikoina kysymys on entisestään yleistynyt. Pitäisikö myydä, kun kurssit tuntuvat olevan alamäessä? Vai pitäisikö ostaa, kun kurssi on jo laskenut puoleen?

Vastaan yleensä, että en tiedä. Se ei ole arroganssia eikä välinpitämättömyyttä. Se on yksinkertaisesti totuus. Tiedän, että en osaa ajoittaa markkinoita.

Uskon, ettei kukaan osaa. Tämä johtuu yksinkertaisesti siitä, miten markkinat toimivat. Joka hetki mahdollisia myyjiä ja ostajia – joista noin kolme neljäsosaa ovat ammattisijoittajia - on tuhansien miljardien eurojen edestä. Jotta osaisi ajoittaa markkinat, pitäisi tietää enemmän kuin useimmat heistä.

Miksi? Koska markkinat toimivat juuri siksi, että kurssit joka hetki sopeutuvat kaikkeen yleisesti saatavilla olevaan uuteen tietoon niin, että vallitsevalla kurssitasolla osakkeen kysyntä ja tarjonta on tasapainossa. Muussa tapauksessa ei syntyisi kauppia. Joka kaupassa kun on aina sekä myyjä että ostaja.

Jos markkinoille tulee vaikkapa huonoja uutisia, mitä tapahtuu? Markkinaosapuolet tajuavat (heti), että tilanne on muuttunut. He, jotka hetki sitten olivat valmiit pitämään osakkeensa (vallitsevaan kurssitasoon), haluavat niitä nyt myydä. He, jotka hetki sitten olivat valmiita ostamaan osakkeita (vallitsevaan kurssitasoon), eivät enää halua ostaa.

Jos kyseessä ei olisi toimiva markkina, vaan esimerkiksi suunnitelmatalouden säännöstelty hinta, mitä silloin tapahtuisi? Kurssi jäisi entiselleen, mutta siihen hintaan olisi vain myyjiä, eikä yhtään ostajaa. Yhtään kauppaa ei tehtäisi eikä yksikään myyjä pääsisi osakkeistaan eroon.

Kauppaa voi syntyä vain, jos sekä kysyntä että tarjonta ovat olemassa. Jotta uudessa tilanteessa näin olisi, kurssin on ensin sopeuduttava uuteen informaatioon. Ja kauppia voidaan käydä vasta sen jälkeen kun kurssi on jo sopeutunut.

Siksi markkinoiden ajoittajan olisi etukäteen pystyttävä ennakoimaan millaisia uutisia tulevaisuudessa tulee ja miten toiset sijoittajat reagoivat niihin. Koska uutiset ovat määritelmällisesti juuri sitä – uutta tietoa – meillä ei voi olla niistä tietoa tänään. Muutenhan ne eivät olisi uutisia.

Pidän siksi selvänä, että markkinoiden ajoitus ei voi järjestelmällisesti onnistua. Kun tähän lisää sen, että jokainen kauppa maksaa välityspalkkioina, loogisesti ajateltuna sijoittajan on pärjättävä sitä paremmin, mitä vähemmän hötkyilee.

Samaan päätelmään pääsee myös hieman toisenlaisen ajatusjuoksun kautta. Joka hetki jonkun on omistettava kaikki maailman osakkeet. Jotta minä voisin hyötyä markkinoiden ajoittamisesta, jonkun toisen on siis hävitävä yhtä paljon. Mistä näitä kestohäviöitä jatkuvasti löytyisi?

MITEN TAANTUMA VAIKUTTAI MEIHIN?

Osakesijoittamisessa kaikkein tärkein oivallus mielestäni on, että osake on osuus yrityksestä. Sitä ajatusjuoksua ekstrapoloiden saavuttaa merkittäviä ahaa-elämyksiä.

Jos ajatellaan vaikkapa Lassila & Tikanojaa, niin sen tulevaisuuden näkymät 15-20 vuoden tähtäimellä tuskin ovat kovinkaan erilaisia, oli sen neljännesvuositulos tänään hyvä tai huono tai sattuko tänään olemaan matala- vai korkeasuhdanne. Tämä on melko itsestään selvää. Siitä seuraa, että myöskään yhtiön tulevaisuudessa maksamien osinkojen määrä tuskin oleellisesti muuttuu, olipa tällä hetkellä matalasuhdanne tai ei.

Silti L&T:n kurssi on nyt 43% halvempi kuin viime Vuosikirjan ilmestyessä. Se tarkoittaa, että voimme odottaa saavamme osakkeesta tulevaisuudessa parempia tuottoja. Vuoden 2023 osinkotuottoa (nykyhinnalle) laskettaessa, osoittaja tuskin on juuri muuttunut. Nimittäjä on laskenut 43%. Tuotto on noussut 75% (= $1/[1-0,43]$) siitä mitä se oli puolitoista vuotta sitten.

Tämä tietysti edellyttää, että yhtiö on vielä olemassa vuonna 2023. Kun osake muuttuu arpalipuksi, kuten Fannie Maen ja Freddie Macin osalta on käynyt, tulevaisuus on hämärän peitossa.

Fanniasta ja Freddiestä opimme sen, että osakkeita ei ole syytä ostaa vain, koska niiden hinta on laskenut. Fannien ja Freddie kurssit olivat viime vuoden lopussa laskeneet huipuistaan jo 50%. Tänä vuonna ne ovat laskeneet 90% lisää. Ja niillä on edelleen 100% laskuvaraa.

Entä onko Phoebuksen salkussa arpalipuiksi muuttuneita yhtiöitä? En usko. Toki Exelillä, Tulikivellä ja Tieto-Enatorilla on kaikilla omat ongelmansa, eivätkä ne ole pelkästään suhdanneongelmia, joten niitä on syytä pitää silmällä. Mutta ainakin toistaiseksi näiden yhtiöiden velkaantuneisuus vaikuttaa olevan hyvin hallinnassa.

Kaikkein olennaisinta on siis seurata yhtiöitä, ei osakekursseja. Kunhan yhtiö pysyy kilpailukykyisenä, pieni taantuma ei vaikuta mitenkään sen tulevaisuuden näkymiin. Jos taantumien aiheuttama tuloksen heikkeneminen vaikuttaa osakekurssiin, se tarkoittaa vain, että sijoittajalle avautuu tilaisuus saada entistä parempia tuottoja jatkossa.

Oikea perspektiivi on osakesijoittamisessa oleellinen. Se ei ole vuosineljännes, eikä edes neljä vuotta, kuten Phoebuksen historian aikana olemme nähneet. Uskon, että oikea perspektiivi ja yhtiöihin – ei osakekursseihin – keskittyminen auttavat sijoittajia suhtautumaan oikealla tavalla markkinoiden heilahteluihin. Ainakin tiedän, että ne auttavat minua keskittymään olennaiseen.

Helsingissä 24.8.2008
malttia ja vaurastumista toivottaen,



Anders Oldenburg
salkunhoitaja
anders.oldenburg@seligson.fi



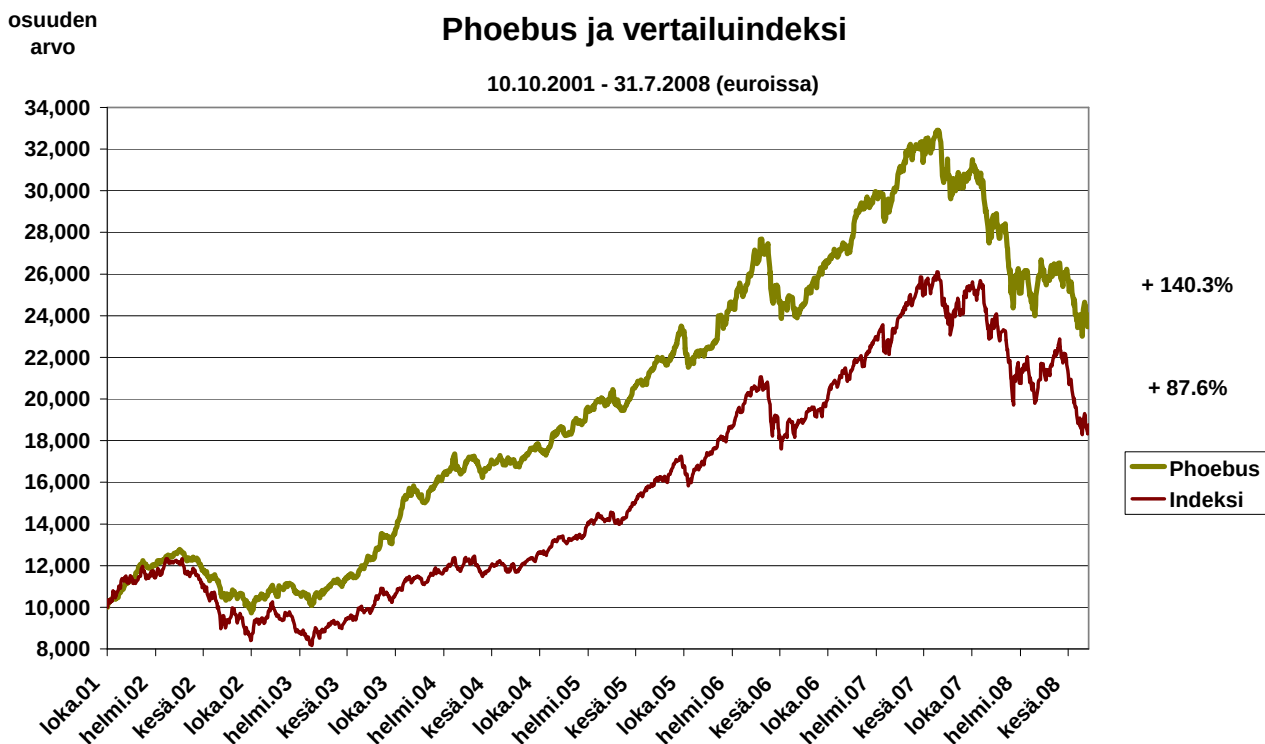
Salkunhoitaja
hakemassa
suuntaa.

SIJOITUKSET

ARVOPAPERISIJOITUKSET 31.7.2008

	Osakkeita	Osakekurssi valuutta	euro	Markkina- arvo EUR	Osuus rahastosta
Vacon	55000		26.03	1,431,650	8.9%
Lassila & Tikanoja	77000		14.43	1,111,110	6.9%
Nokian Renkaat	36000		27.57	992,520	6.2%
Exel	115868		7.30	845,836	5.2%
Tulikivi	608140		1.39	845,315	5.2%
Tietoenator	60000		13.31	798,600	5.0%
Vaisala	25000		26.58	664,500	4.1%
Tamfelt etu	80401		7.50	603,008	3.7%
Stockmann B	30000		19.99	599,700	3.7%
Kotimaiset osakkeet				7,892,239	49.0%
Air Liquide	13200	85.37	85.37	1,126,884	7.0%
Handelsbanken B	65000	153.00	16.19	1,052,186	6.5%
Hennes & Mauritz	24000	325.00	34.39	825,244	5.1%
Fastenal	25000	49.93	31.98	799,622	5.0%
Progressive	55000	20.27	12.98	714,167	4.4%
Costco	14000	63.02	40.37	565,184	3.5%
Automatic Data Processing	20000	41.57	26.63	532,590	3.3%
Harley-Davidson	20000	38.23	24.49	489,799	3.0%
State Street	10000	72.13	46.21	462,061	2.9%
Niscayah	240000	11.00	1.16	279,313	1.7%
Ulkomaiset osakkeet				6,847,050	42.5%
YHTEENSÄ osakkeet				14,739,288	91.4%
Käteinen				1,383,431	8.6%
RAHASTON ARVO				16,122,719	100.0%
Osuuksien lkm (A-korjattu)				670,833.76	
Arvo per A-osuus				24.0339	

RAHASTON ARVON KEHITYS



PHOEBUKSEN JA VERTAILUINDEKSIN VUOSITUOTTO JA KUMULATIIVINEN TUOTTO -31.7.2008

Vuosituotot	2001*	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008**	YHTEENSÄ
OMXH Cap gross	16%	-13%	23%	21%	34%	30%	8%	-20%	125%
MSCI AC World, net	11%	-32%	12%	6%	28%	8%	0%	-18%	3%
Vertailuindeksi	15%	-18%	20%	18%	33%	25%	6%	-19%	88%
Phoebus	19%	-9%	41%	21%	23%	28%	-3%	-15%	140%
Ylituotto	5%	9%	21%	3%	-10%	4%	-9%	4%	53%

Kumulatiivinen tuotto jakson alusta 31.7.2008 saakka

OMXH Cap gross	125%	95%	125%	83%	51%	12%	-14%	-20%
MSCI AC World, net	3%	-7%	36%	22%	15%	-11%	-18%	-18%
Vertailuindeksi	88%	64%	100%	67%	42%	6%	-15%	-19%
Phoebus	140%	101%	121%	57%	30%	6%	-18%	-15%
Ylituotto	53%	38%	21%	-9%	-11%	-1%	-3%	4%

* 10.10.-31.12.2001

** 1.1.-31.7.2008

THE STORY OF PRINCE

"Why should a staid, old financial institution, established almost a century ago, and including among its depositors some of the greatest corporations and banks of the country, use the picture of a dog as a trade-mark?"

This question has been asked many times about the Farmers Deposit National Bank and the Farmers Deposit Savings Bank of Pittsburgh. The two banks for years have used pictures of "Prince," a white English Bull Terrier, on checks, forms, calendars and in announcements. A picture of Prince's head is also reproduced by large paintings on the front windows of the bank offices and by inlaid brass designs in the sidewalks around the Farmers Bank Building. Moreover, his head is sculptured in stone above the building's main entrance.

The trade-mark is known in every civilized country, and it is doubtless true that "Prince is the best advertised dog that ever lived." Were he alive today and given a place in motion picture acting, he would probably share some of the fame that has been attained by "Rin-Tin-Tin" and other well-known dogs.

Bought in 1889

Prince was bought for the Farmers Deposit National Bank in the summer of 1889 from Henry Kramer, a traffic officer at Fifth Avenue and Wood Street, the banks' present location. The late Mr. T. H. Given, an ardent fancier of dogs, was then President of the bank and directed the purchase of Prince. Mr. Given personally owned a number of fine, pedigreed dogs, which he kept in his private kennels, but admired Prince most of all.

Prince, however, had no pedigree. He was a commoner in the canine realm. No family coat-of-arms was handed down to decorate the leather collar he wore. Instead, a small name-plate on top was simply engraved, "Prince." Below was the plebian license tag. He was named Prince before acquired by the bank, perhaps because his intelligence and other fine qualities suggested him worthy the crown of the canine kingdom.

When Prince was bought, the Farmers Deposit National Bank was at No. 220 Fourth Avenue, where he made his home for the next nine years. He liked the bank and appeared thoroughly to enjoy the surroundings. He was cared for from the beginning by Chatam Gilbert, colored janitor, who is still with the bank and who, incidentally, is the oldest employee, both in years and length of service. It was part of Chatam's duties to feed Prince twice daily, to keep him scrupulously clean at all times, and to see that he got exercise.

Watch Dog of the Treasury

Prince had his own quarters in the basement, but he usually slept at night on a cushioned seat by the big window that looked into Fourth Avenue. Here he was in plain view of passers-by. During a good part of banking

hours he lay on guard upon a rug by the entrance to the vault. At times, however, he broke the monotony by strolling through the lobby. There he gave friendly recognition to some depositor by rubbing against him and looking up with a cordial murmur.

Prince loved children with kind affection. It is recalled by many that he often gave them special attention. If a child toddled away from its mother while she was transacting business, Prince would walk along to let the child lean on him and otherwise looked after its safety. With the business finished, Prince would follow them to the door and stop, in the manner of saying, "We are glad to have seen you. Come again."

In contrast to his devotion to children, he was vicious at night and fought without mercy when necessary. If robbers had gotten into the bank, he would have attacked them ferociously. He was not quarrelsome, however, and was never known to bite anyone. Chatam, his faithful custodian, says that, while he often fought other dogs, he never picked a fight; also that he was never whipped. There were times, of course, when victory was won slowly and painfully, but he managed tenaciously to hold on without a thought of quitting.

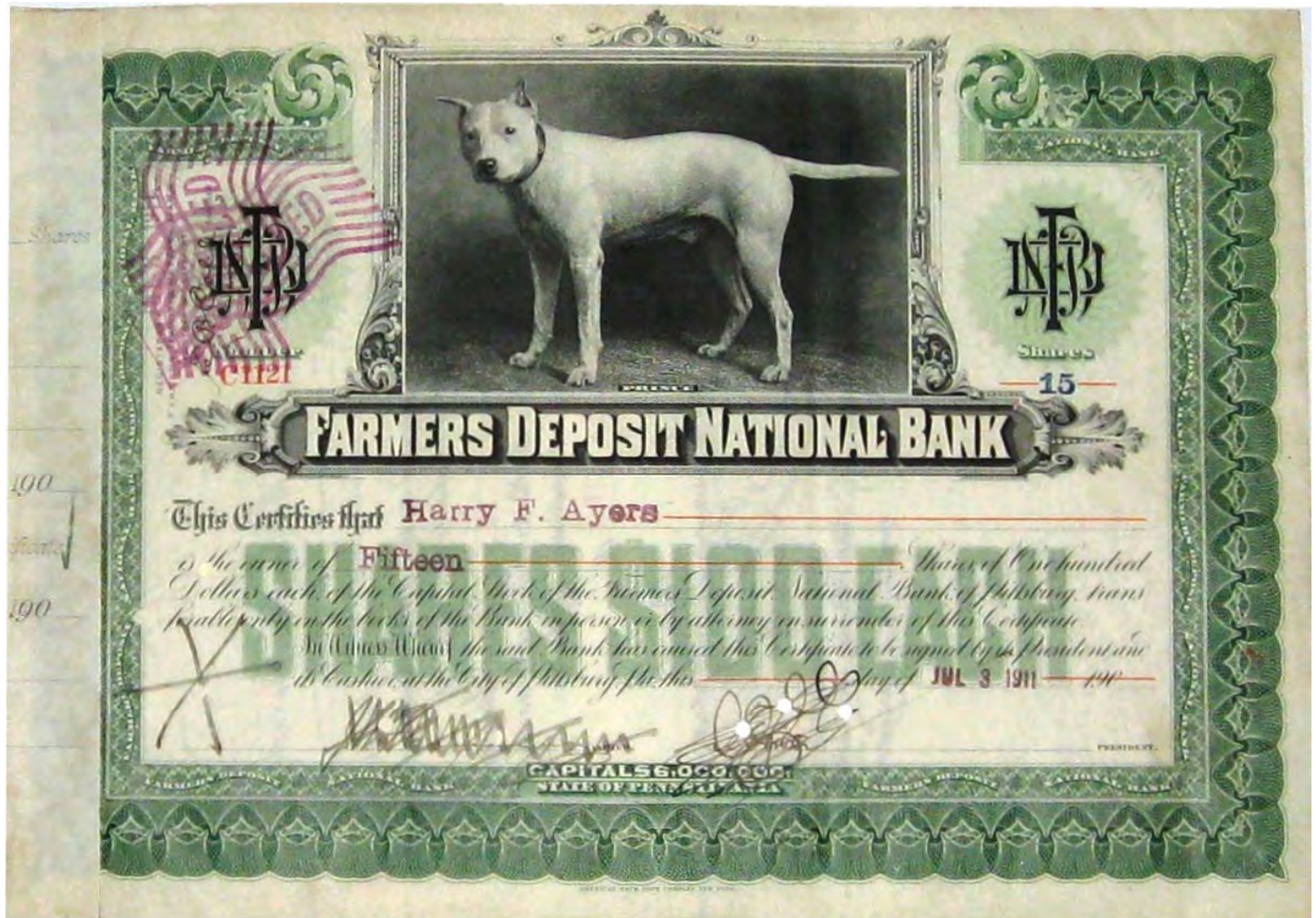
As a mascot, he played hard, was full of life and mischief, and even made his presence felt in athletic games where the bank's various teams were contestants.

Helps Win Ball Game

It is recorded that on one occasion he was partly responsible for the winning of a baseball game by the Farmers Bank team. The score was tied in the last half of the ninth inning, with the Farmers at bat. A long fly was driven to center field. Prince made a dash for the ball, while the fielder, thinking Prince was after him, took to his heels, the ball dropped safely and the runner went home with a winning tally.

Besides being present at the bank's baseball, football and hockey games, he also went to the gymnasium, which in those days was in the basement of the banking house. At the punching bag, Prince took his turn by jumping up and punching it with his nose. He enjoyed the experience so thoroughly that the bag had to be removed every day to keep him from over-indulgence in the exercise.

Known as he was by many of the bank's customers and friends, "Where is Prince" became a frequent question, if he was not on duty. Being a favorite alike with men, women and children, it is small wonder that he found new friends and was enticed to other congenial surroundings. Indeed, he was lost or stolen on four occasions. The expense of advertising rewards for his return and the payment of them to his finders amounted to several times his original cost. It is believed that he was deliberately taken once or twice and kept until the reward was publicly offered.



Final Disappearance

He was always a great friend of the soldiers. He liked their playful, manly ways and enjoyed watching them maneuver. When the Spanish-American War began in 1898, a Pittsburgh regiment, in which some members of the bank had enlisted, marched away to battle.

About that time Prince disappeared and for the last time. Another reward was offered, several dogs were brought and claim made for the reward; but Prince was not one of those returned and the bank never heard of him again. Perhaps the bugle call, the fluttering flag and the marching soldiers lured him away as a mascot. Who knows but that he gave his life gallantly, like a good soldier, on the battlefield? If he did, those who remember him would say he died, facing the enemy.

Referring to dogs, Senator George Graham Vest once said:

"The one absolutely unselfish friend that man can have in this selfish world, the one that never deserts him the one that never proves ungrateful or treacherous, is his dog. A man's dog stands by him in prosperity and in poverty, in health and in sickness. He will sleep on the cold ground, where the wintry winds blow and the snow drives fiercely, if only he may be near his master's side. He will kiss the hand that has no food to offer, he will lick the wounds and sores that come in encounter with the roughness of the world. He guards the sleep of his pauper master as if he were a prince. When all other friends desert, he remains.

When riches take wings, and reputation falls to pieces, he is as constant in his love as the sun in its journey through the heavens.

"If fortune drives the master forth an outcast in the world, friendless and homeless, the faithful dog asks no higher privilege than that of accompanying him to guard against danger, to fight against his enemies; and when the last scene of all comes, and death takes the master in its embrace and his body is laid away in the cold ground, no matter if all other friends pursue their way, there, by his graveside, will the noble dog be found, his head between his paws, his eyes sad but open in alert watchfulness, faithful and true even to death."

This, and more, applies to Prince. His good sense and other high qualities made him such an asset that his place has never been filled. The banks have since bought one or two other dogs, but found them unadapted to the requirements.

Memory Perpetuated

Because of Prince's consideration of women and children; because he was a true friend and faithful companion of business men; and because he was actually "the watch dog of the treasury," the Farmers Banks have perpetuated his memory by adopting his picture as their trade-mark."

Mr. Clyde Wright:
Farmers Bank – The story of Prince
(Pittsburgh 1925)

KUSTANNUKSILLA ON MERKITYSTÄ

ERIKOISSIJOITUSRAHASTO PHOEBUS - TUNNUSLUKUJA 2002-2007

Perustiedot	laskenta	2002	2003	2004	2005	2006	2007
1 Rahaston arvo 1.1.		1 812 786	5 032 186	10 436 814	14 019 827	17 070 640	21 838 125
2 Merkinnot		3 773 366	2 941 245	2 011 024	2 518 792	1 762 994	1 621 998
3 Lunastukset		25 960	206 292	632 052	2 818 832	1 679 835	4 072 162
4 Nettomerkinnot		3 747 406	2 734 953	1 378 973	- 300 040	83 159	-2 450 164
5 Tuotonmaksu		21 300	28 300	49 987	61 977	73 520	91 559
6 Arvonnousu		- 506 706	2 697 976	2 254 027	3 412 830	4 757 845	- 686 292
7 Rahaston arvo 31.12.	1+4-5+6	5 032 186	10 436 814	14 019 827	17 070 640	21 838 125	18 610 109
8 Osuuksia (A-korjattu)		462 472	682 422	759 861	749 976	748 762	657 575
9 Arvo per A-osuus		10.881	15.294	18.451	22.762	29.166	28.301
10 Osuudenomistajia		89	149	262	477	743	997
11 Keskimääräinen rahaston arvo		4 707 413	7 349 910	12 490 817	16 820 013	18 911 732	22 919 443
12 Ostot		4 121 471	4 004 089	1 986 244	2 701 706	4 339 088	4 328 903
13 Myynnit		626 941	807 136	373 960	2 839 983	4 926 005	5 407 058
14 Kaupankäynti yhteensä		4 748 412	4 811 225	2 360 204	5 541 689	9 265 093	9 735 961
15 Hallinnointipalkkio		58 843	91 874	93 681	126 150	141 838	171 896
16 Tuottosidonnainen palkkio		0	0	149 382	71 572	0	0
17 Pankkikulut		2 462	4 965	2 804	3 219	4 638	3 601
18 Kaupankäyntikulut		8 582	7 602	2 865	7 425	12 907	14 937
19 Merkintäpalkkiot		12 348	8 120	9 673	20 384	17 720	23 477

Tunnusluvut	laskenta	2002	2003	2004	2005	2006	2007
20 Kiinteä hallinnointipalkkio	15/11	1.25%	1.25%	0.75%	0.75%	0.75%	0.75%
21 Tuottosidonnainen palkkio	16/11	-	-	1.20%	0.43%	0.00%	0.00%
22 Pankkikulut	17/11	0.05%	0.07%	0.02%	0.02%	0.02%	0.02%
23 Total Expense Ratio TER	20+21+22	1.30%	1.32%	1.97%	1.19%	0.77%	0.77%
24 Kaupankäyntikulut	18/11	0.18%	0.10%	0.02%	0.04%	0.07%	0.07%
25 TKA	23+24	1.48%	1.42%	1.99%	1.24%	0.84%	0.83%
26 Kommissio/kauppa	18/14	0.18%	0.16%	0.12%	0.13%	0.14%	0.15%
27 Kiertonopeus (Rata/Suomi)	[14-(2+3)]/11	0.20	0.23	-0.02	0.01	0.31	0.18
28 Kiertonopeus (Ruotsi)	min(12,13)/11	0.13	0.11	0.03	0.16	0.23	0.19
29 Kaupankäynti/Keskikoko	14/11	1.01	0.65	0.19	0.33	0.49	0.42
30 Rahaston tuotto	9/9(t-1)	-8.79%	40.55%	20.64%	23.37%	28.14%	-2.97%
31 Vertailuindeksi tuotto**		-18.04%	19.96%	17.65%	32.95%	24.57%	6.10%
32 Rahaston ylituotto	30-31	9.25%	20.59%	2.99%	-9.59%	3.57%	-9.07%

Kaupankäyntikulujen jakauma per välittäjä	2002	2003	2004	2005	2006	2007
Handelsbanken	80%	37%	11%	23%	59%	41%
Deutsche Bank	8%	34%	43%	27%	23%	30%
eQ Online	12%	29%	46%	45%	18%	24%
Evli						5%
United Bankers				5%		

* 10.10. - 31.12. 2001

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

SIJOITUSKRITEERIT

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

Sijoituskohteita valittaessa tärkeimmät kriteerit ovat:

PYSYVÄT KILPAILUEDUT

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

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

KASVUPOTENTIAALI

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

TASERAKENNE

Kasvu edellyttää aina investointeja. 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 kelpoisen ja huono johto ajaa vahvimman yhtiön kriisiin. Johdon arviointi on vaikeaa, mutta se on valintatekijöistämme ehdottomasti tärkein.

Yritän kartoittaa johdon kyvyt esimerkiksi seuraavilla tekijöillä:

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

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

ARVOSTUS

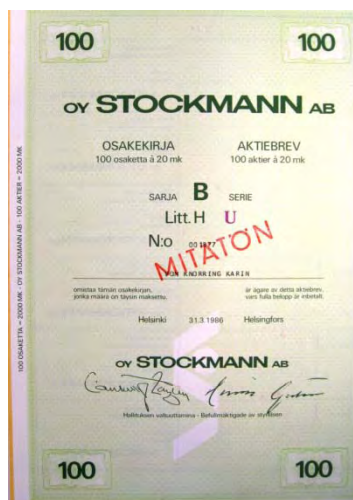
Hyvän yhtiön löytäminenkin ei riitä; osake ei ole hyvä sijoitus, jos se ostetaan liian kalliilla. Arvostus on kuitenkin aina toissijainen kriteeri; Phoebus ei sijoita ikinä huonosti johdettuun yhtiöön, arvostuksesta riippumatta.

Maailmasta löytyy tarpeeksi hyviäkin yhtiöitä.

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



SUOMALAISET YHTIÖMME



Esimerkkiyhtiö:

EUR miljoonia

	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	5v	10v
Tuloslaskelma													
Liikevaihto	17	26	44	65	91	97	112	129	150	186	232	19%	30%
EBITA	3	3	6	8	10	10	12	15	18	23	29		
Marginaali	15.1%	12.2%	13.6%	12.5%	11.5%	10.2%	10.7%	11.6%	12.1%	12.4%	12.6%	12%	12%

Tase

NWC	3	7	7	11	10	9	8	6	12	19	24		
Käyttöomaisuus	2	4	4	12	16	17	18	17	22	24	28		
Nettovelka	3	7	5	4	3	-1	-6	-12	-8	-9	-11		
Oma pääoma	2	4	7	18	23	27	32	35	42	52	63		
Sijoitettu pääoma	5	11	11	22	26	26	26	23	34	43	52	15%	27%
SiPo tuotto	52%	28%	53%	36%	39%	38%	46%	64%	52%	53%	56%	54%	49%

Kassavirta

Vapaa kassavirta	-5	4	-5	3	7	8	12	3	7	13	43	46
Yrityssostot	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Osingot	0	0	-1	-2	-2	-3	-8	-5	-6	-10	-33	-39
Annit /takaisinostot	0	-1	7	0	0	0	1	-1	0	0	0	6
Muut erät	0	0	0	0	0	0	1	0	0	0	0	0
Nettovelan muutos	-5	3	1	1	4	5	5	-4	1	2	10	14

Arvostus

Osakkeita	11.7	11.7	11.7	13.7	15.2	15.2	15.2	15.3	15.2	15.2	15.2		
Kurssi				8.30	9.33	7.40	9.80	11.78	17.50	26.10	28.00	30%	
Markkina-arvo				114	141	112	148	180	266	397	427		
EPS	0.14	0.16	0.33	0.41	0.45	0.43	0.52	0.66	0.79	1.04	1.37	26%	26%
Osinko	0.01	0.03	0.07	0.14	0.16	0.17	0.55	0.35	0.41	0.65	0.75	35%	54%
P/E				20.4	20.7	17.2	19.0	17.9	22.2	25.1	20.4		
EV/EBITA				14.5	13.9	11.2	11.8	11.3	14.3	16.8	14.2		
Osinkotuotto				2%	2%	2%	6%	3%	2%	2%	3%		

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

TAULUKOIDEN LUKUOHJE

Seuraavassa esittelen lyhyesti yhtiötämme. Jokaisen yhtiön osalta löytyy taulukko, joka ensi katsomalla voi olla vaikea ymmärtää. Tämän ohjeen luetuane 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 eliminoidaan kaikki epärelevantit erät, kuten kertaluonteiset tuotot ja kulut, goodwill -poistot ja muut kirjanpidon turhat kiemurat.

TULOSLASKELMA

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

EBITA eli liiketulos ennen goodwill -poistoja mittaa mielestäni parhaiten liiketoiminnan tulosta. Olen pyrkinyt eliminoidaan 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, tehtaot 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.

Yritysosot (/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 **netto-velan muutos**. Aina näin ei ole, johtuen satunnaisista eristä. ”**Muut erät**” ovat tällaisia.

ARVOSTUS

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

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

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



Liiketoiminta:

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

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

Yhtiö sijoituskohteena:

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

Maailman sähkömoottoreista vasta alle kymmenes on varustettu taajuusmuuttajilla, joten alan kasvu jatkuu. Vacon on onnistunut solmimaan merkittäviä uusia asiakassopimuksia erityisesti tuulivoimateollisuudessa, 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 (31.7.2008)

Osakkeita: 55.000
Osuus yhtiöstä: 0,36%
Paino rahastossa: 8,9%

Lisätietoja katsauksissa: 4/04, 2/08

EUR miljoonia

	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	5v	10v
Tuloslaskelma													
Liikevaihto	17	26	44	65	91	97	112	129	150	186	232	19%	30%
EBITA	3	3	6	8	10	10	12	15	18	23	29		
Marginaali	15.1%	12.2%	13.6%	12.5%	11.5%	10.2%	10.7%	11.6%	12.1%	12.4%	12.6%	12%	12%

Tase

NWC	3	7	7	11	10	9	8	6	12	19	24		
Käyttöomaisuus	2	4	4	12	16	17	18	17	22	24	28		
Nettovelka	3	7	5	4	3	-1	-6	-12	-8	-9	-11		
Oma pääoma	2	4	7	18	23	27	32	35	42	52	63		
Sijoitettu pääoma	5	11	11	22	26	26	26	23	34	43	52	15%	27%
SiPo tuotto	52%	28%	53%	36%	39%	38%	46%	64%	52%	53%	56%	54%	49%

Kassavirta

Vapaa kassavirta	-5	4	-5	3	7	8	12	3	7	13	43	46	
Yrityssostot	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Osingot	0	0	-1	-2	-2	-3	-8	-5	-6	-10	-33	-39	
Annit /takaisinostot	0	-1	7	0	0	0	1	-1	0	0	0	6	
Muut erät	0	0	0	0	0	0	1	0	0	0	0	0	0
Nettovelan muutos	-5	3	1	1	4	5	5	-4	1	2	10	14	

Arvostus

Osakkeita	11.7	11.7	11.7	13.7	15.2	15.2	15.2	15.3	15.2	15.2	15.2		
Kurssi				8.30	9.33	7.40	9.80	11.78	17.50	26.10	28.00	30%	
Markkina-arvo				114	141	112	148	180	266	397	427		
EPS	0.14	0.16	0.33	0.41	0.45	0.43	0.52	0.66	0.79	1.04	1.37	26%	26%
Osinko	0.01	0.03	0.07	0.14	0.16	0.17	0.55	0.35	0.41	0.65	0.75	35%	54%
P/E				20.4	20.7	17.2	19.0	17.9	22.2	25.1	20.4		
EV/EBITA				14.5	13.9	11.2	11.8	11.3	14.3	16.8	14.2		
Osinkotuotto				2%	2%	2%	6%	3%	2%	2%	3%		



Liiketoiminta:

Lassila & Tikanoja on Suomen johtava jätehuolto- ja kierrätysyhtiö noin 25% markkinaosuudella sekä toiseksi suurin siivous- ja kiinteistöhoito-yhtiö 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 alalietukynnystä.

Lisäpotentiaalia tulee ulkomailta, joissa liiketoiminnan kehittäminen toki varmasti aluksi rasittaa tulokset. 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 (31.7.2008)

Osakkeita: 77.000
Osuus yhtiöstä: 0,20%
Paino rahastossa: 6,9%

Lisätietoja katsauksissa: 4/03, 4/07

EUR miljoonia

	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	5v	10v
Tuloslaskelma													
Liikevaihto	101	118	146	211	246	267	306	337	377	436	555	16%	19%
EBITA	10	11	12	23	32	33	43	44	39	48	49		
Marginaali	9.5%	9.6%	8.1%	10.7%	12.9%	12.3%	14.2%	12.9%	10.4%	11.0%	8.8%	11%	11%

Tase

NWC	-6	-11	-11	-14	-17	-21	-21	-28	-39	-31			
Käyttöomaisuus	39	57	175	167	177	194	212	257	265	319			
Nettovelka	-38	-25	92	73	73	78	60	76	52	86			
Oma pääoma	71	71	73	80	86	96	131	153	174	202			
Sijoitettu pääoma	33	46	164	153	159	173	191	229	227	289	13%		
SiPo tuotto	34%	26%	14%	21%	21%	25%	23%	17%	21%	17%	20%		

Kassavirta

Vapaa kassavirta	-5	8	26	20	22	23	20	51	11	126			
Yritysosot	0	-117	0	-10	-11	-17	-16	-11	-35	-90			
Osingot	-8	-8	-8	-9	-12	-35	-10	-15	-21	-93			
Annit /takaisinotot	0	0	0	0	0	49	2	1	3	54			
Muut erät	0	-1	1	-1	-3	-3	-12	-2	9	-11			
Nettovelan muutos	-13	-117	19	0	-4	17	-16	24	-34	-13			

Arvostus

Osakkeita	32.8	33.1	34.5	34.5	34.5	34.5	38.1	38.4	38.5	38.8			
Kurssi					8.26	7.12	12.62	13.13	14.90	21.66	22.70	26%	
Markkina-arvo					285	245	435	501	572	835	881		
EPS	0.25	0.28	0.26	0.41	0.59	0.63	0.86	0.80	0.70	0.84	0.82	5%	13%
Osinko				0.23	0.28	0.34	1.01	0.25	0.40	0.55	0.55	10%	
P/E					14.0	11.3	14.7	16.5	21.3	25.7	27.6		
EV/EBITA					11.3	9.7	11.8	12.9	16.5	18.5	19.8		
Osinkotuotto					3%	5%	8%	2%	3%	3%	2%		



Liiketoiminta:

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

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

Yhtiö sijoituskohteena:

Nokian Renkaat 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 laajentuu vauhdilla Ukrainaan. 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 (31.7.2008)

Osakkeita: 36.000
Osuus yhtiöstä: 0,03%
Paino rahastossa: 6,2%

Lisätietoja katsauksissa: 3/04, 1/08

EUR miljoonia

	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	5v	10v
Tuloslaskelma													
Liikevaihto	212	251	323	399	423	479	529	602	687	836	1025	16%	17%
EBITA	28	35	45	46	57	67	85	119	116	153	234		
Marginaali	13.1%	14.0%	14.1%	11.6%	13.6%	14.0%	16.2%	19.7%	16.9%	18.3%	22.8%	19%	17%

Tase

NWC	40	54	77	97	85	84	94	144	213	255	304		
Käyttöomaisuus	85	140	214	252	259	249	253	267	378	429	511		
Nettovelka	40	94	170	218	194	158	136	144	120	127	102		
Oma pääoma	85	100	121	131	149	175	211	267	471	557	713		
Sijoitettu pääoma	125	194	291	349	343	334	347	411	590	684	815	20%	21%
SiPo tuotto	22%	18%	16%	13%	17%	20%	25%	29%	20%	22%	29%	25%	22%

Kassavirta

Vapaa kassavirta	-23	-19	-25	27	43	31	3	-60	16	49	40	43	
Yritystosit	-25	-48	-7	-2	-1	0	4	-16	0	0	-13	-96	
Osingot	-6	-8	-9	-7	-9	-12	-17	-26	-28	-38	-120	-158	
Annit /takaisinostot	1	1	0	0	0	2	4	134	5	7	151	153	
Muut erät	-1	-2	-7	6	2	1	3	-8	-1	7	3	0	
Nettovelan muutos	-55	-76	-48	24	36	22	-4	24	-7	25	60	-59	

Arvostus

Osakkeita	102.4	103.2	105.4	105.8	105.8	105.8	106.8	108.5	121.0	125.2	129.1		
Kurssi	2.79	2.78	3.78	1.79	3.51	3.40	5.99	11.18	10.65	15.52	24.05	48%	24%
Markkina-arvo	286	286	399	189	371	360	640	1213	1289	1942	3105		
EPS	0.17	0.22	0.28	0.25	0.30	0.39	0.51	0.71	0.68	0.86	1.31	28%	23%
Osinko	0.06	0.07	0.09	0.07	0.08	0.11	0.16	0.22	0.23	0.31	0.50	35%	24%
P/E	16.4	12.5	13.6	7.1	11.6	8.8	11.9	15.7	15.7	18.1	18.4		
EV/EBITA	11.7	10.8	12.5	8.8	9.8	7.7	9.1	11.4	12.2	13.5	13.7		
Osinkotuotto	2%	3%	2%	4%	2%	3%	3%	2%	2%	2%	2%		



Liiketoiminta:

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

Varainhoitajamme:



Vesa Korpimies

syntynyt 1962
yhtiössä vuodesta 1987
toimitusjohtaja 2008

Yhtiö sijoituskohteena:

Keväällä 2008 Exel luopui Sport-liiketoiminnastaan, joka kolmen vuotta on syönyt yhtiön tulosta. Samalla Exelin teollisuuspuolta kauan vetänyt Vesa Korpimies nousi konsernin johtoon. Pidän näitä muutoksia erittäin positiivisina.

Suhdanteet asettavat toki teollisuuspuolelle omat haasteensa, erityisesti rakennustoiminnan hidastuessa. Tuulivoimaloiden ja tukiasema-antennien profiilien toimittajana Exel on myös menettänyt markkinaosuutta, joten Vesalla riittää töitä.

www.exel.net

Phoebusin omistus (31.7.2008)

Osakkeita: 115.868
Osuus yhtiöstä: 0,97%
Paino rahastossa: 5,2%

Lisätietoja katsauksissa: 4/01, 2/05

EUR miljoonia

	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	5v	10v
Tuloslaskelma													
Liikevaihto	25	30	34	48	50	51	57	84	91	112	113	17%	16%
EBITA	4	4	5	7	6	4	6	13	12	0	5		
Marginaali	13.9%	12.6%	14.8%	14.3%	11.5%	8.5%	10.3%	15.6%	13.6%	0.3%	4.2%	8%	9%

Tase

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

Kassavirta

Vapaa kassavirta	1	2	0	2	4	4	13	6	0	1	23	33	
Yrityssostot	-1	0	-3	-3	0	0	-7	-2	-18	2	-26	-32	
Osingot	0	-1	-2	-2	-2	-1	-7	-4	-5	-2	-19	-26	
Annit /takaisinostot	1	0	0	0	0	0	1	1	3	0	6	7	
Muut erät	-1	0	0	1	0	0	0	-4	1	-1	-4	-3	
Nettovelan muutos	1	1	-4	-2	2	3	0	-3	-19	0	-20	-21	

Arvostus

Osakkeita	10.5	10.5	10.5	10.5	10.5	10.6	10.7	11.0	11.5	11.9	11.9		
Kurssi	2.44	2.57	2.88	5.40	4.95	3.19	5.95	11.50	13.05	13.60	11.90	30%	17%
Markkina-arvo	26	27	30	57	52	34	64	127	150	162	142		
EPS	0.21	0.23	0.34	0.43	0.36	0.26	0.37	0.80	0.77	-0.06	0.17		
Osinko	0.05	0.09	0.15	0.19	0.18	0.10	0.65	0.35	0.40	0.20	0.20	15%	15%
P/E	11.6	11.1	8.5	12.4	13.8	12.2	16.3	14.3	16.9	neg	nm		
EV/EBITA	9.1	8.7	6.8	9.6	11.0	9.7	11.7	10.1	12.8	nm	nm		
Osinkotuotto	2%	3%	5%	4%	4%	3%	11%	3%	3%	1%	2%		



Liiketoiminta:

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

Varainhoitajamme:



Heikki Vauhkonen

syntynyt 1970
yhtiössä vuodesta 1997
toimitusjohtaja 2007

Yhtiö sijoituskohteena:

Tulikiven liiketoiminta ei ole aivan niin syklistä kuin voisi kuvitella, mutta pientalorakentamisen hidastuminen erityisesti Saksassa on vähentänyt myyntiä. Myös jakeluketjun muutos Suomessa (rautakaupoista erikoismyymälöihin) on ollut raskas.

Merkittävät kustannussäästöt Suomussalmen ja Kuhmon tehtaiden lopettamisesta pitänevät kuitenkin tuloksen siedettävänä parempia suhdanteita odoteltaessa. Perinteisestihän Tulikivi on normaaleissa suhdanteissa ollut erittäin kannattava.

www.tulikivi.com

Phoebusin omistus (31.7.2008)

Osakkeita: 608.140
Osuus yhtiöstä: 1,64%
Paino rahastossa: 5,2%

Lisätietoja katsauksissa: 2/02, 1/06

EUR miljoonia

	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	5v	10v
Tuloslaskelma													
Liikevaihto	33	36	39	47	59	52	54	55	59	82	70	6%	8%
EBITA	6	6	5	7	7	4	5	5	6	8	1		
Marginaali	17.2%	15.7%	13.6%	15.4%	11.7%	6.7%	8.8%	9.6%	10.7%	10.0%	1.4%	8%	10%

Tase

NWC	1	1	2	3	5	6	5	6	3	3	5		
Käyttöomaisuus	16	17	19	21	23	21	20	20	22	41	40		
Nettovelka	0	0	0	0	1	1	1	3	-1	13	18		
Oma pääoma	16	19	20	24	27	26	24	23	26	31	28		
Sijoitettu pääoma	17	19	21	24	28	27	26	26	25	43	45	11%	11%
SiPo tuotto	34%	31%	26%	30%	25%	13%	18%	20%	25%	19%	2%	15%	19%

Kassavirta

Vapaa kassavirta	2	2	4	2	2	2	5	4	5	0	-2	13	25
Yrityssostot	0	0	-2	-2	0	0	0	0	0	-13	0	-13	-17
Osingot	-1	-2	-2	-2	-3	-4	-5	-2	-3	-3	-3	-17	-26
Annit /takaisinostot	0	0	-1	1	0	0	0	0	0	2	0	2	3
Muut erät	0	0	0	0	0	0	-1	0	0	0	0	-2	-2
Nettovelan muutos	0	0	0	-1	0	0	0	-1	4	-13	-5	-17	-17

Arvostus

Osakkeita	35.4	35.4	35.4	35.3	35.8	36.4	36.4	36.4	36.4	37.1	37.1		
Kurssi	0.80	0.97	0.78	0.87	1.10	1.00	1.30	1.58	2.04	3.51	1.56	9%	7%
Markkina-arvo	28	34	27	31	39	36	47	58	74	130	58		
EPS	0.11	0.11	0.10	0.14	0.14	0.07	0.10	0.10	0.12	0.15	0.01		
Osinko	0.04	0.04	0.05	0.06	0.08	0.12	0.13	0.06	0.07	0.09	0.05	-17%	1%
P/E	7.2	8.7	7.6	6.1	8.1	14.0	13.5	15.4	17.0	22.8	nm		
EV/EBITA	5.1	6.0	5.2	4.3	5.8	10.7	10.3	11.3	11.7	17.4	nm		
Osinkotuotto	5%	5%	7%	6%	7%	12%	10%	4%	3%	3%	3%		

TietoEnator^{TE}

Liiketoiminta:

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

Kansainvälistymisstrategian epäonnistuttua yritys pyrki keskittymään ydinvoimavahvuksiinsa, uuden toimitusjohtajan vetämänä.

Varainhoitajamme:



Hannu Syrjälä

syntynyt 1966
yhtiössä vuodesta 2008
toimitusjohtaja 2008

Yhtiö sijoituskohteena:

Nordic Capitalin ostotarjouksen kaaduttua osake on valunut sitä edeltävälle tasolle, mutta yritys on mielestäni laadukkaampi kuin osakemarkkinat tällä hetkellä tuntuvat uskon.

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

www.tietoenator.com

Phoebusin omistus (31.7.2008)

Osakkeita: 60.000
Osuus yhtiöstä: 0,08%
Paino rahastossa: 5,0%

Lisätietoja katsauksissa: 4/02, 2/06

EUR miljoonia

	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	5v	10v
Tuloslaskelma													
Liikevaihto	409	473	1229	1120	1135	1271	1374	1525	1682	1647	1772	7%	16%
EBITA	49	75	115	92	135	130	143	171	164	112	43		
Marginaali	12.0%	15.9%	9.3%	8.2%	11.9%	10.2%	10.4%	11.2%	9.8%	6.8%	2.4%	8%	9%

Tase

NWC	-14	-6	43	54	-12	37	34	155	-16	22	14		
Käyttöomaisuus	131	147	260	264	310	476	431	480	727	698	628		
Nettovelka	-36	-21	-62	-41	-190	51	-13	69	211	93	165		
Oma pääoma + väh	153	162	365	359	488	462	479	566	501	626	478		
Sijoitettu pääoma	117	141	304	318	298	513	466	634	712	720	642	5%	19%
SiPo tuotto	42%	53%	38%	29%	45%	25%	31%	27%	23%	16%	7%	20%	25%

Kassavirta

Vapaa kassavirta	39	87	59	163	52	123	94	104	50	55	426	826
Yritystulot/-myynnit	-12	-23	-7	85	-195	-27	-5	-139	171	-24	-23	-176
Osingot	-16	-26	-34	-40	-83	-41	-81	-80	-66	-88	-356	-555
Annit /takaisinotot	-28	3	-33	-20	1	0	-97	-80	-52	-32	-262	-340
Muut erät	1	1	-6	-37	-17	9	7	53	15	18	101	44
Nettovelan muutos	-16	41	-21	149	-241	64	-82	-142	117	-71	-114	-201

Arvostus

Osakkeita	52.8	53.3	77.0	83.6	83.3	82.9	82.9	78.7	75.8	73.6	71.7		
Kurssi	17.18	38.18	62.00	30.30	29.75	13.00	21.70	23.40	30.85	24.44	15.36	3%	-1%
Markkina-arvo	907	2037	4771	2534	2479	1078	1799	1843	2340	1799	1101		
EPS	0.65	1.03	1.03	0.81	1.19	1.14	1.28	1.58	1.55	1.03	0.13	-35%	-15%
Osinko	0.30	0.49	0.49	0.49	1.00	0.50	1.00	1.00	0.85	1.20	0.50	0%	5%
P/E	26.2	36.9	60.1	37.6	25.1	11.5	17.0	14.8	19.9	23.7	118.4		
EV/EBITA	17.8	26.8	41.1	27.0	16.9	8.7	12.5	11.2	15.5	16.9	29.5		
Osinkotuotto	2%	1%	1%	2%	3%	4%	5%	4%	3%	5%	3%		



Liiketoiminta:

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

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

Yhtiö sijoituskohteena:

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

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

Varainhoitajamme:



Kjell Forsén

syntynyt 1958
yhtiössä vuodesta 2006
toimitusjohtaja 2006

www.vaisala.com

Phoebusin omistus (31.7.2008)

Osakkeita: 25.000
Osuus yhtiöstä: 0,14%
Paino rahastossa: 4,1%

Lisätietoja katsauksessa: 4/05

EUR miljoonia

	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	5v	10v
Tuloslaskelma													
Liikevaihto	114	115	145	180	184	196	189	181	198	221	224	3%	7%
EBITA	30	23	31	35	34	30	29	27	30	39	35		
Marginaali	26.5%	20.2%	21.6%	19.4%	18.3%	15.3%	15.4%	14.7%	15.2%	17.5%	15.8%	16%	17%

Tase

NWC	17	21	24	30	47	44	38	30	21	23	22		
Käyttöomaisuus	27	26	39	46	49	58	57	50	54	60	56		
Nettovelka	-35	-42	-47	-51	-43	-37	-45	-53	-80	-86	-98		
Oma pääoma	79	89	110	127	138	139	133	133	154	170	176		
Sijoitettu pääoma	44	47	63	76	95	102	95	80	74	83	78	-5%	6%
SiPo tuotto	69%	49%	50%	46%	35%	29%	31%	33%	40%	46%	45%	39%	39%

Kassavirta

Vapaa kassavirta	14	18	16	6	18	14	30	37	28	28	137	208	
Yritysostot	0	-12	-5	-4	-13	0	0	-3	-16	0	-19	-52	
Osingot	-6	-6	-7	-12	-9	-10	-22	-13	-13	-16	-73	-113	
Annit /takaisinostot	0	0	1	0	2	0	0	9	6	0	16	19	
Muut erät	0	5	0	1	-4	3	0	-3	2	0	1	3	
Nettovelan muutos	7	5	4	-8	-6	8	9	27	7	12	62	64	

Arvostus

Osakkeita	17.2	17.2	17.2	17.2	17.2	17.4	17.5	17.5	17.7	18.2	18.2		
Kurssi	19.34	17.66	19.37	29.50	27.30	22.98	24.50	18.20	24.00	33.07	35.60	9%	6%
Markkina-arvo	332	303	332	507	471	399	428	318	424	602	648		
EPS	1.17	0.99	1.31	1.55	1.43	1.19	1.01	1.13	1.41	1.46	1.42	4%	2%
Osinko	0.34	0.34	0.42	0.67	0.55	0.55	1.25	0.75	0.75	0.85	0.85	9%	10%
P/E	16.5	17.8	14.8	19.0	19.1	19.4	24.3	16.1	17.0	22.6	25.1		
EV/EBITA	9.8	11.3	9.1	13.1	12.8	12.1	13.2	9.9	11.4	13.4	15.6		
Osinkotuotto	2%	2%	2%	2%	2%	2%	5%	4%	3%	3%	2%		



Liiketoiminta:

Tamfelt on johtava paperikoneiden kudostuottaja. Se tekee märkä- ja kuivatusviroja, puristinhuopia ja belttejä paperiteollisuudelle sekä suodatinkankaita lähinnä sellu- ja kaivosteollisuudelle. Vaikka yhtiö ei ole iso – se on kotimarkkinoillaan Euroopassa noin 13% markkinaosuudella vasta 5. suurin alallaan – se on jatkuvasti kuulunut alansa kannattavimpiin yrityksiin maailmassa. Yhtiö panostaa organiseen kasvuun eikä juuri tee yritysostoja.

Varainhoitajamme:



Jyrki Nuutila

syntynyt 1948
yhtiössä vuodesta 1986
toimitusjohtaja 2005

Yhtiö sijoituskohteena:

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

Kiinan uuden viiratehtaan käynnistyminen aiheuttaa lisäkuluja vuonna 2008, eikä markkinatilanne ole ainakaan helpottunut. Tamfelt näyttää silti edelleen kutovan tasaista tulosta.

Jyrki Nuutila jää eläkkeelle vuoden 2008 lopussa. Hänen tilalleen hallitus nimitti Reima Kerttulan Metsosta. Olen yllätynyt siitä, että seuraaja valittiin talon ulkopuolelta.

www.tamfelt.fi

Phoebusin omistus (31.7.2008)

Osakkeita: 80.401
Osuus yhtiöstä: 0,29%
Paino rahastossa: 3,7%

Lisätietoja katsauksissa: 1/04, 3/07

EUR miljoonia

	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	5v	10v
Tuloslaskelma													
Liikevaihto	102	103	110	124	131	126	126	134	140	155	168	6%	5%
EBITA	20	19	19	21	23	16	13	16	20	24	26		
Marginaali	20.0%	18.4%	17.4%	17.1%	17.4%	12.7%	10.0%	12.0%	14.5%	15.4%	15.5%	14%	15%

Tase

NWC	20	25	31	32	32	30	22	21	25	20	25		
Käyttöomaisuus	39	49	51	58	68	76	71	78	81	83	95		
Nettovelka	-30	-22	-22	-24	-14	-3	0	11	6	-5	11		
Oma pääoma	88	96	105	113	114	109	93	88	99	108	109		
Sijoitettu pääoma	58	74	82	90	100	106	93	99	106	103	121	3%	8%
SiPo tuotto	35%	26%	23%	24%	23%	15%	14%	16%	19%	23%	21%	19%	20%

Kassavirta

Vapaa kassavirta	-1	6	8	7	7	23	7	12	20	1	62	89	
Yrityssostot	0	0	0	0	0	0	0	-1	2	0	2	2	
Osingot	-7	-8	-9	-11	-17	-29	-17	-9	-11	-17	-84	-135	
Annit /takaisinostot	0	0	0	0	0	5	0	1	0	0	6	6	
Muut erät	1	2	2	-5	-1	-1	0	2	0	-1	-1	-2	
Nettovelan muutos	-7	0	1	-9	-11	-3	-11	4	11	-16	-14	-41	

Arvostus

Osakkeita	26.6	26.6	26.6	26.6	26.6	26.6	27.3	27.4	27.6	27.6	27.6		
Kurssi	8.10	7.00	7.50	5.99	8.83	9.67	9.27	7.98	8.05	10.65	11.10	3%	3%
Markkina-arvo	215	186	199	159	235	257	253	218	222	294	306		
EPS	0.61	0.56	0.54	0.59	0.64	0.48	0.34	0.47	0.52	0.66	0.76	10%	2%
Osinko	0.27	0.29	0.33	0.43	0.63	1.10	0.63	0.35	0.41	0.61	0.54	-13%	7%
P/E	13.3	12.4	13.9	10.1	13.8	20.2	27.0	16.8	15.5	16.2	14.7		
EV/EBITA	9.1	8.6	9.3	6.4	9.7	15.8	20.1	14.3	11.2	12.1	12.2		
Osinkotuotto	3%	4%	4%	7%	7%	11%	7%	4%	5%	6%	5%		



Liiketoiminta:

Stockmannilla on elokuussa 2007 yhteensä 12 tavarataloa, joiden myyntipinta-ala on noin 18 hehtaaria. Näistä 7 on Suomessa, eikä Suomeen enää uusia rakennettane. Laajentuminen tapahtuu Venäjällä (3 tavarataloa ja 4 rakenteilla) ja Baltiassa (2+1).

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

Varainhoitajamme:



Hannu Penttilä

syntynyt 1953
yhtiössä vuodesta 1978
toimitusjohtaja 2001

Yhtiö sijoituskohteena:

Moskovan Smolenskajan tavaratalon sulkeminen keväällä 2008 tuntuu tuloksessa lyhyellä aikavälillä, mutta kompensoituneen pian uusien tavaratalojen avautuessa.

Naisten alusvaateketju Lindexin osto yli kolminkertaisti Stockmannin liiketoimintaan sidotun pääoman. Minun on vaikea nähdä, että Lindex voisi tuoda samassa suhteessa osakkeenomistajille lisää arvoa. Erityisen oudolta kauppa tuntuu siksi, että Stockmann on sitoutunut investoimaan lähivuosina tavarataloihinsa Helsingissä ja Pietarissa yli neljännesmiljardi euroa. Kiinnostukseni Stockmannia kohtaan sijoitus-kohteena on siksi laimentunut selvästi.

www.stockmann.fi

Phoebusin omistus (31.7.2008)

Osakkeita: 30.000
Osuus yhtiöstä: 0,05%
Paino rahastossa: 3,7%

Lisätietoja katsauksissa: 3/03, 3/06

EUR miljoonia

	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	5v	10v
Tuloslaskelma													
Liikevaihto	1161	1217	1320	1221	1282	1315	1413	1445	1543	1240	1398	1%	2%
EBITA	61	50	49	33	39	53	50	68	97	95	116		
Marginaali	5.3%	4.1%	3.7%	2.7%	3.1%	4.0%	3.6%	4.7%	6.3%	7.6%	8.3%	6.0%	4.9%

Tase

NWC	62	93	59	78	97	95	90	97	102	69	32		
Käyttöomaisuus	284	342	332	347	346	301	289	315	325	368	1335		
Nettovelka	-18	-54	-114	-77	-64	-128	-168	-79	-79	-135	774		
Oma pääoma	364	490	505	502	506	525	547	492	505	572	594		
Sijoitettu pääoma	346	435	391	425	442	397	379	412	427	437	1367	28%	15%
SiPo tuotto	18%	11%	13%	8%	9%	13%	13%	17%	23%	22%	8%	14%	13%

Kassavirta

Vapaa kassavirta	-42	34	-5	8	47	34	19	22	-5	-10	59	102	
Yritysosot/-myynnit	-2	65	0	10	50	37	5	19	99	-852	-693	-570	
Osingot	-22	-43	-31	-31	-31	-46	-123	-53	-60	-72	-354	-511	
Annit /takaisinostot	102	0	0	0	0	16	10	14	20	6	65	167	
Muut erät	1	4	-2	-1	-2	-1	1	-2	3	20	21	21	
Nettovelan muutos	37	60	-37	-13	65	40	-89	-1	56	-908	-902	-791	

Arvostus

Osakkeita	46.7	49.5	51.4	51.2	51.0	51.0	52.2	52.9	54.1	55.3	56.1		
Kurssi	17.64	16.08	14.30	10.40	13.40	13.80	18.30	21.70	32.53	36.48	29.66	17%	5%
Markkina-arvo	824	796	735	533	683	703	956	1147	1759	2017	1664		
EPS	1.00	0.87	0.69	0.52	0.59	0.85	0.78	1.04	1.29	1.27	1.45	11%	4%
Osinko	0.47	0.84	0.60	0.60	0.60	0.90	1.35	1.00	1.10	1.30	1.35	8%	11%
P/E	17.7	18.4	20.7	20.2	22.9	16.2	23.4	20.8	25.2	28.8	20.5		
EV/EBITA	13.2	14.9	12.6	13.9	15.8	10.8	15.7	15.6	17.4	19.9	21.1		
Osinkotuotto	3%	5%	4%	6%	4%	7%	7%	5%	3%	4%	5%		



ULKOMAISET YHTIÖMME





Liiketoiminta:

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

Varainhoitajamme:



Benoît Potier

syntynyt 1957
yhtiössä vuodesta 1981
toimitusjohtaja 1997

Yhtiö sijoituskohteena:

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

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.

www.airliquide.com

Phoebusin omistus (31.7.2008)

Osakkeita: 13.200
Osuus yhtiöstä: 0,005%
Paino rahastossa: 7,0%

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

EUR miljoonia

	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	5v	10v
Tuloslaskelma													
Liikevaihto	5851	6087	6538	8099	8328	7900	8394	9376	10435	10949	11801	8%	7%
EBITA	800	871	964	1151	1215	1199	1235	1344	1518	1659	1794		
Marginaali	13.7%	14.3%	14.7%	14.2%	14.6%	15.2%	14.7%	14.3%	14.5%	15.2%	15.2%	15%	15%

Tase

NWC	-314	-291	-336	-331	-293	-360	-234	-729	-2053	-1780	-2323		
Käyttöomaisuus	6037	6612	8041	8254	8553	7834	7504	10235	12073	11788	13459		
Nettovelka	1259	1677	2433	2280	2584	2022	1730	3790	3811	3441	4660		
Oma pääoma +väh	4464	4644	5272	5643	5676	5452	5539	5715	6209	6567	6476		
Sijoitettu pääoma	5723	6321	7705	7923	8260	7474	7269	9505	10019	10008	11137	8%	7%
SiPo tuotto	15%	15%	13%	15%	15%	17%	18%	15%	16%	17%	16%	16%	16%

Kassavirta

Vapaa kassavirta	-172	135	529	725	942	668	527	731	653	1468	4047	6206	
Yritysosot/-myynnit	-214	-319	-125	-372	-307	-75	-2037	87	-72	-1308	-3406	-4743	
Osingot	-193	-224	-248	-318	-366	-414	-336	-391	-432	-497	-2070	-3420	
Annit /takaisinostot	-10	-94	-101	-242	-88	-139	-31	19	-23	-443	-617	-1152	
Muut erät	171	-254	98	-97	381	251	-183	-466	244	-439	-593	-293	
Nettovelan muutos	-418	-756	153	-304	562	292	-2060	-20	369	-1219	-2638	-3401	

Arvostus

Osakkeita	272.0	272.0	271.0	270.3	266.7	264.4	262.3	261.2	260.7	264.1	263.1		
Kurssi	38	43	50	54	54	48	52	56	67	82	93	14%	9%
Markkina-arvo	10301	11702	13628	14528	14336	12613	13628	14636	17531	21667	24370		
EPS	1.80	1.99	2.18	2.54	2.77	2.80	2.92	3.23	3.44	3.79	4.29	9%	9%
Osinko	0.64	0.73	0.79	1.00	1.07	1.20	1.20	1.45	1.59	1.82	2.05	11%	12%
P/E	21.1	21.7	23.0	21.2	19.4	17.0	17.8	17.3	19.5	21.7	21.6		
EV/EBITA	13.9	14.4	15.8	14.1	13.5	11.8	12.0	13.2	13.6	14.8	15.9		
Osinkotuotto	2%	2%	2%	2%	2%	3%	2%	3%	2%	2%	2%		

Handelsbanken

Liiketoiminta:

Handelsbanken on yleispankki, jonka osuus Ruotsin asunto-lainamarkkinoista 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 18 vuotta ollut alan tyytyväisimmät asiakkaat. Sen pääoman tuotto on 36 vuotta ylittänyt kilpailijoiden vastaavan.

Yhtiö sijoituskohteena:

Pär Boman on selvästi alentanut Handelsbankenin markkinariskiä, ensin myymällä henkivakuuttaja SPP:n ja sitten sulkemalla trading-toiminnot New Yorkissa. Tämä on minusta hyvää, vaikka se lienee syy Lars Grönstedtin potkuihin hallituksen puheenjohtajan paikalta.

Lähes vuosikymmenen luottotappioton aika lähenee loppuaan myös pohjoismaisille pankeille. Perinteisesti Handelsbanken on pärjännyt vaikeilla markkinoilla hyvin, koska sen luottoriskit ovat olleet pieniä. Toivon mukaan sama pätee tulevaisuudessa.

Varainhoitajamme:



Pär Boman

syntynyt 1961
yhtiössä vuodesta 1991
toimitusjohtaja 2006

www.handelsbanken.se

Phoebusin omistus (31.7.2008)

Osakkeita: 65.000
Osuus yhtiöstä: 0,010%
Paino rahastossa: 6,5%

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

SEK miljoonia

	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	5v	10v
Tuloslaskelma													
Tuotot	15815	16837	17056	20680	21654	21664	22292	23981	26338	29560	27126	5%	6%
Tulos ennen veroja	8067	8007	8912	12001	11577	10829	11780	13520	15661	17164	14732		
Marginaali	51.0%	47.6%	52.3%	58.0%	53.5%	50.0%	52.8%	56.4%	59.5%	58.1%	54.3%	56%	55%

Tase (miliardeja)

Antolainaus	591	591	630	692	803	842	826	863	986	1103	1295		
Riskikorjattu	415	443	482	542	611	641	630	658	769	876	1069		
Tier 1 pääoma	26	28	31	35	37	41	46	50	58	59	66		
Tier 1 vakavaraisuus	6.2%	6.3%	6.5%	6.4%	6.1%	6.4%	7.3%	7.6%	7.6%	6.8%	6.1%		
Oma pääoma	32	34	39	42	48	52	57	61	66	66	74	7%	9%
OPo tuotto pretax	25%	23%	23%	28%	24%	21%	21%	22%	24%	26%	20%	22%	23%

Kassavirta

Yrityssostot/-myynnit		0	-1550	-7100	-2525	0	0	-1100	0	0	18200	17100	5925
Osingot		-1565	-1922	-2144	-2751	-3120	-3294	-3602	-4018	-4543	-5022	-20479	-31981
Annit /takaisinostot		0	0	-2950	-46	0	0	-3426	-2468	-4362	-2208	-12464	-15460

Arvostus

Osakkeita	714.7	714.7	714.7	693.2	693.4	693.4	693.4	669.6	656.5	634.2	624.2		
Kurssi	91.00	114.00	107.00	161.50	154.00	116.00	147.00	173.00	197.00	207.00	207.00	12%	9%
Markkina-arvo bn	65.0	81.5	76.5	112.0	106.8	80.4	101.9	115.8	129.3	131.3	129.2		
EPS	8.01	8.14	8.91	12.44	12.05	11.54	12.16	14.67	17.31	20.70	17.39	9%	8%
Osinko	2.17	2.67	3.00	4.00	4.50	4.75	5.25	6.00	7.00	8.00	13.50	23%	20%
P/E	11.4	14.0	12.0	13.0	12.8	10.1	12.1	11.8	11.4	10.0	11.9		
P/E ennen veroja	8.1	10.2	8.6	9.3	9.2	7.4	8.7	8.6	8.3	7.6	8.8		
Osinkotuotto	2%	2%	3%	2%	3%	4%	4%	3%	4%	4%	7%		



Liiketoiminta:

Hennes & Mauritzin päämäärä on tarjota muodikkaimpia vaatteita parhaisiin hintoihin. Yhtiöllä oli tilikauden 2007 lopussa 1522 myymälää 28 maassa. Tavoitteena on lisätä myymälöiden määrää 10-15% vuodessa, samalla kasvattaen vanhojen myymälöiden myyntiä.

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

Varainhoitajamme:



Rolf Eriksen

syntynyt 1944
yhtiössä vuodesta 1986
toimitusjohtaja 2000

Yhtiö sijoituskohteena:

H&M:n menestys on ollut satumaista. Viimeisen 10 vuoden aikana myymälöiden määrä on kolminkertaistunut (kasvanut 12% vuodessa), liikevaihto nelin- (16%/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 (Fabric, COS, kodin tekstiilit) aiheuttanevat aluksi lähinnä kuluja, mutta vahva kasvu ydin-toiminnassa pitää silti kannattavuuden edelleen loistavana.

www.hm.com

Phoebusin omistus (31.7.2008)

Osakkeita: 24.000
Osuus yhtiöstä: 0,003%
Paino rahastossa: 5,1%

Lisätietoja katsauksessa: 4/06

SEK miljoonia

30-Nov

	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	5v	10v
Tuloslaskelma													
Liikevaihto	18011	22541	27888	30454	39699	45522	48238	53695	61262	68400	78346	11%	16%
EBITA	2425	3327	4580	3767	5478	8259	9223	10667	13173	15298	18382		
Marginaali	13.5%	14.8%	16.4%	12.4%	13.8%	18.1%	19.1%	19.9%	21.5%	22.4%	23.5%	22%	19%

Tase

NWC	770	784	338	1473	302	-929	462	446	1078	1251	596		
Käyttöomaisuus	1952	2508	3167	5055	6684	6538	6442	6712	8078	8033	10689		
Nettovelka	-3752	-5114	-6789	-5361	-8445	-13480	-13194	-15051	-16768	-18495	-20808		
Oma pääoma	6473	8406	10294	11890	15432	19088	20097	22209	25924	27779	32093		
Sijoitettu pääoma	2722	3292	3505	6529	6987	5608	6903	7158	9156	9284	11285	15%	15%
SiPo tuotto	89%	101%	131%	75%	81%	131%	147%	149%	144%	165%	163%	152%	132%

Kassavirta

Vapaa kassavirta	1736	2846	-478	3852	6747	4847	6934	7613	10266	12449	42109	56812	
Yritysosot	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	
Osingot	-621	-828	-1117	-1117	-1448	-4965	-4965	-6620	-7861	-9515	-33927	-39058	
Annit /takaisinostot	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	
Muut erät	246	-343	168	349	-264	-168	-111	724	-678	-621	-853	-698	
Nettovelan muutos	1362	1675	-1428	3084	5035	-286	1858	1717	1727	2313	7329	17057	

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	89.25	150.25	270.00	169.00	213.00	191.00	176.50	216.00	253.00	319.00	399.00	16%	16%
Markkina-arvo bn	74	124	223	140	176	158	146	179	209	264	330		
EPS	2.04	2.76	3.72	3.08	4.61	6.87	7.72	8.79	11.17	13.05	16.42	19%	23%
Osinko	0.75	1.00	1.35	1.35	1.75	6.00	6.00	8.00	9.50	11.50	14.00	18%	34%
P/E	43.7	54.4	72.7	54.8	46.2	27.8	22.9	24.6	22.6	24.4	24.3		
EV/EBITA	28.9	35.8	47.3	35.7	30.6	17.5	14.4	15.3	14.6	16.0	16.8		
Osinkotuotto	1%	1%	1%	1%	1%	3%	3%	4%	4%	4%	4%		



Liiketoiminta:

Fastenal on USA:n johtavia teollisuus- ja rakennustarvikkeiden tukku- ja vähittäiskauppiaita. Nimensä mukaisesti yhtiö aloitti kiinnikkeiden jakelijana, mutta on hiljalleen laajentanut tuotevalikoimaansa myös muihin tarvikkeisiin. Yhtiön yli 2.000 kauppaa palvelevat noin 275.000 ammattimaista asiakasta.

Yhtiön tavoitteena on avata 7-10% uusia kauppiaa vuodessa.

Varainhoitajamme:



Willard Oberton

syntynyt 1958
yhtiössä vuodesta 1980
toimitusjohtaja 2002

Yhtiö sijoituskohteena:

Viimeisen 10 vuoden aikana Fastenal on kasvanut 18% vuodessa avaamalla 13% uusia kauppiaa vuodessa. Jatkossa yhtiö aikoo avata uusia kauppiaa noin 7-10% vuodessa ja säästyneillä rahoilla palkata vanhoihin kauppiaihin lisää myyjiä. Näin se toivoo edelleen kasvavansa lähes vanhaan tahtiin, mutta entistä kannattavammin.

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.

www.fastenal.com

Phoebusin omistus (31.7.2008)

Osakkeita: 25.000
Osuus yhtiöstä: 0,017%
Paino rahastossa: 5,0%

Lisätietoja katsauksessa: 1/07

USD miljoonia

	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	5v	10v
Tuloslaskelma													
Liikevaihto	398	503	618	756	818	905	995	1238	1523	1809	2062	18%	18%
EBITA	68	87	106	129	111	113	135	207	268	320	376		
Marginaali	17.1%	17.3%	17.1%	17.1%	13.6%	12.5%	13.6%	16.7%	17.6%	17.7%	18.3%	17%	17%

Tase

NWC	121	142	163	218	222	286	309	413	486	621	670		
Käyttöomaisuus	61	78	91	109	125	147	173	197	228	268	280		
Nettovelka	16	2	-28	-33	-78	-67	-96	-74	-70	-34	-59		
Oma pääoma	166	218	282	359	425	500	577	684	784	922	1010		
Sijoitettu pääoma	182	219	254	327	347	433	481	610	713	888	951	17%	18%
SiPo tuotto	38%	40%	42%	40%	32%	26%	28%	34%	38%	36%	40%	36%	35%

Kassavirta

Vapaa kassavirta	15	31	8	52	-16	36	2	63	24	170	295	386	
Yritysosot	0	0	0	-14	21	0	0	0	0	0	0	7	
Osingot	-1	-2	-3	-3	-4	-16	-30	-47	-61	-66	-220	-233	
Annit /takaisinostot	0	0	0	0	0	0	0	-19	-5	-87	-111	-111	
Muut erät	0	0	0	11	-13	9	7	-2	5	9	28	26	
Nettovelan muutos	14	30	5	45	-11	29	-21	-4	-36	25	-7	75	

Arvostus

Osakkeita	151.8	151.8	151.8	151.8	151.8	151.8	151.8	152.0	151.5	151.2	150.6		
Kurssi	9.56	11.00	11.24	13.72	16.61	18.70	24.88	30.78	39.13	35.88	40.42	17%	16%
Markkina-arvo	1451	1669	1705	2082	2520	2837	3776	4678	5929	5424	6085		
EPS	0.27	0.35	0.43	0.53	0.46	0.47	0.55	0.86	1.10	1.32	1.55	27%	19%
Osinko	0.01	0.01	0.01	0.02	0.02	0.03	0.11	0.20	0.31	0.40	0.44	77%	56%
P/E	35.5	31.5	26.0	25.8	35.9	39.9	44.9	35.7	35.5	27.3	26.2		
EV/EBITA	21.5	19.2	15.8	15.8	21.9	24.5	27.2	22.2	21.9	16.9	16.0		
Osinkotuotto	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	1%	1%	1%	1%		

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 18 vuoden aikana joka vuosi ollut kannattavampi kuin autovakuuttajat keskimäärin. Se on 10 vuodessa yli tuplannut markkinaosuutensa ja laajentunut kuorma-autojen vakuutuksiin, kasvaen 3,5 kertaa autovakuutusala nopeammin.

Yhtiön laatu näkyy myös sijoitustoiminnassa. Allokaatio 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 (31.7.2008)

Osakkeita: 55.000
Osuus yhtiöstä: 0,008%
Paino rahastossa: 4,4%

Lisätietoja katsauksessa: 4/06

USD miljoonia

	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	5v	10v
Tuloslaskelma													
Nettopreemiot	4235	4986	5731	6369	7187	8918	11383	13218	13805	14148	13900	9%	13%
Vakuutustulos	280	423	105	-279	351	691	1458	1982	1655	1884	1027		
Combined Ratio %	93.4	91.5	98.2	104.4	95.1	92.3	87.2	85.0	88.0	86.7	92.6		
Tulos ennen veroja	579	661	407	36	588	981	1829	2451	2059	2433	1693		
Marginaali	13.7%	13.3%	7.1%	0.6%	8.2%	11.0%	16.1%	18.5%	14.9%	17.2%	12.2%	16%	13%

Tase

Nettosijoitukset	4518	4916	5393	6243	7142	8812	11055	11818	12995	13509	11997		
Käyttöomaisuus	287	410	488	544	539	547	680	758	892	1174	1198		
Liikevelat ("float")	2669	2769	3128	3917	4430	5592	6704	7420	7780	7836	8259		
Oma pääoma	2136	2557	2753	2870	3251	3768	5031	5155	6108	6847	4936	6%	9%
OPo tuotto pretax	27%	26%	15%	1%	18%	26%	36%	48%	34%	36%	34%	37%	30%

Kassavirta

Yritysosot/-myynnit	0	-10	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	-10
Osingot	-18	-19	-20	-21	-21	-22	-23	-24	-25	-1407	-1500	-1599	
Annit /takaisinostot	-31	12	1	-94	-192	-267	-1577	-439	-1171	-1518	-4971	-5275	

Arvostus

Osakkeita	867.6	870.4	877.2	882.4	881.2	872.0	865.6	801.6	799.3	783.8	718.5		
Kurssi	9.99	14.12	6.10	8.64	12.44	12.41	20.90	21.21	29.20	24.22	19.16	9%	7%
Markkina-arvo bn	8.7	12.3	5.3	7.6	11.0	10.8	18.1	17.0	23.3	19.0	13.8		
EPS	0.46	0.52	0.33	0.02	0.47	0.77	1.41	2.06	1.74	2.10	1.65	17%	14%
Osinko	0.02	0.02	0.02	0.02	0.02	0.02	0.03	0.03	0.03	0.03	2.15	146%	60%
P/E	21.7	26.9	18.4	351.1	26.7	16.2	14.8	10.3	16.7	11.5	11.6		
P/E ennen veroja	15.0	18.6	13.1	211.7	18.7	11.0	9.9	6.9	11.3	7.8	8.1		
Osinkotuotto	0.2%	0.1%	0.4%	0.3%	0.2%	0.2%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	11.2%		



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 2007 lopussa 529 kauppaa (joista 30 yhteisyrityksessä Meksikossa) ja 50 miljoonaa jäsentä.

Yhtiön pääkilpailija on Wal-Martin Sam's Club.

Varainhoitajamme:



Jim Sinegal

syntynyt 1937
yhtiössä vuodesta 1983
toimitusjohtaja 1983

Yhtiö sijoituskohteena:

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

Kasvulle on vielä tilaa myös Pohjois-Amerikassa, mutta ennen kaikkea muualla maailmassa. Pohjois-Amerikassa on 91% yhtiön kaupoista, mutta Costcolla on jo vankka jalansija Iso-Britanniassa ja Aasiassa (Japani, Etelä-Korea, Taiwan).

www.costco.com

Phoebusin omistus (31.7.2008)

Osakkeita: 14.000
Osuus yhtiöstä: 0,003%
Paino rahastossa: 3,5%

Lisätietoja katsauksessa: 1/07

USD miljoonia

31-Aug

	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	5v	10v
Tuloslaskelma													
Liikevaihto	21874	24270	27456	32164	34797	38762	42546	48110	52952	60151	64400	11%	11%
EBITA	581	787	860	1037	992	1132	1157	1386	1474	1626	1609		
Marginaali	2.7%	3.2%	3.1%	3.2%	2.9%	2.9%	2.7%	2.9%	2.8%	2.7%	2.5%	3%	3%

Tase

NWC	-131	-173	-435	-697	-878	-787	-1126	-2008	-2238	-2387	-2793		
Käyttöomaisuus	3366	3632	4189	5164	6207	6990	7480	7823	8427	9263	10282		
Nettovelka	767	493	222	227	446	509	-201	-1809	-2692	-2268	-1134		
Oma pääoma	2468	2966	3532	4240	4883	5694	6555	7625	8881	9143	8623		
Sijoitettu pääoma	3235	3458	3754	4467	5329	6203	6354	5816	6190	6876	7490	4%	9%
SiPo tuotto	18%	23%	23%	23%	19%	18%	18%	24%	24%	24%	21%	22%	22%

Kassavirta

Vapaa kassavirta		195	258	-24	-281	-56	693	1554	709	556	683	4196	4288
Yritysosot/-myynnit		0	0	-52	0	0	0	-95	-4	0	0	-99	-151
Osingot		0	0	0	0	0	0	-92	-205	-230	-246	-773	-773
Annit /takaisinostot		74	62	-1	62	67	35	125	146	-880	-1670	-2244	-1980
Muut erät		5	-49	71	0	-73	-18	116	236	130	98	562	517
Nettovelan muutos		274	271	-5	-219	-63	710	1608	883	-424	-1134	1643	1901

Arvostus

Osakkeita	449.3	463.4	471.1	475.7	475.8	479.3	479.3	482.5	492.0	480.3	457.6		
Kurssi	18.03	23.53	37.38	34.44	37.41	33.41	32.25	41.17	43.40	46.79	61.75	13%	13%
Markkina-arvo	8102	10903	17608	16384	17801	16012	15458	19863	21354	22475	28259		
EPS	0.69	0.99	1.09	1.33	1.27	1.46	1.50	1.83	2.01	2.30	2.37	10%	13%
Osinko	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.20	0.43	0.49	0.55		
P/E	26.0	23.7	34.2	25.9	29.6	22.9	21.4	22.5	21.6	20.4	26.1		
EV/EBITA	15.3	14.5	20.7	16.0	18.4	14.6	13.2	13.0	12.7	12.4	16.9		
Osinkotuotto	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	1%	1%	1%		



Liiketoiminta:

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

ADP jakoi huhtikuussa 2007 sijoittajapalvelujen ulkoistamisyrhtiönsä Broadridgen omistajilleen.

Varainhoitajamme:



Gary C. Butler

syntynyt 1946
yhtiössä vuodesta 1975
toimitusjohtaja 2006

Yhtiö sijoituskohteena:

ADP on 3-4 kertaa suurempi kuin lähin kilpailijansa, mikä näkyy kannattavuudessa. Yhtiön läpi kulkee (viiveellä) jatkuvasti noin 16 miljardia dollaria asiakasvaroja, joten se hyötyy korkeista koroista.

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

www.adp.com

Phoebusin omistus (31.7.2008)

Osakkeita: 20.000
Osuus yhtiöstä: 0,004%
Paino rahastossa: 3,3%

Lisätietoja katsauksissa: 3/04, 3/06

USD miljoonia

30-Jun

	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	5v	10v
Tuloslaskelma													
Liikevaihto	4843	5456	6168	6854	7004	7147	7755	8499	8882	7800	8777	4%	6%
EBITA	870	1058	1261	1507	1673	1518	1438	1644	1679	1507	1726		
Marginaali	18.0%	19.4%	20.4%	22.0%	23.9%	21.2%	18.5%	19.3%	18.9%	19.3%	19.7%	19%	20%

Tase

NWC	-461	-356	-230	-221	-312	-719	-894	-902	-1213	-1194	-1136		
Käyttöomaisuus	2419	2341	2492	2435	2767	3831	4295	4642	4697	4501	4615		
Nettovelka	-1481	-2023	-2321	-2487	-2659	-2260	-2016	-2043	-2528	-1841	-1608		
Oma pääoma	3439	4008	4583	4701	5114	5371	5418	5784	6012	5148	5087		
Sijoitettu pääoma	1958	1985	2262	2214	2455	3112	3401	3741	3483	3307	3479	2%	6%
SiPo tuotto	44%	53%	56%	68%	68%	49%	42%	44%	48%	46%	50%	46%	51%

Kassavirta

Vapaa kassavirta	625	762	1002	1216	1421	1065	1059	1262	856	1054	5295	10321
Yritysosotot/-myynnit	169	-161	-73	-213	-647	-268	-417	566	939	15	834	-90
Osingot	-181	-213	-248	-277	-285	-309	-345	-394	-1145	-549	-2741	-3945
Annit /takaisinostot	15	-28	-717	-647	-846	-461	-401	-1036	-1556	-1265	-4719	-6942
Muut erät	-85	-63	202	93	-43	-270	131	87	219	512	679	783
Nettovelan muutos	542	297	166	172	-399	-243	27	485	-687	-233	-651	127

Arvostus

Osakkeita	628.2	636.9	646.1	646.0	630.6	605.9	598.7	590.0	580.3	557.9	527.2		
Kurssi	35.11	42.71	52.37	48.91	43.12	33.86	41.88	41.97	45.35	48.47	41.64	4%	2%
Markkina-arvo	22056	27202	33836	31595	27191	20516	25076	24763	26317	27041	21953		
EPS	1.03	1.16	1.36	1.59	1.75	1.68	1.56	1.79	1.85	1.77	2.18	5%	8%
Osinko	0.26	0.30	0.34	0.40	0.45	0.48	0.54	0.61	0.71	5.80	1.10	18%	16%
P/E	34.0	36.8	38.4	30.8	24.7	20.2	26.8	23.5	24.5	27.4	19.1		
EV/EBITA	23.6	23.8	25.0	19.3	14.7	12.0	16.0	13.8	14.2	16.7	11.8		
Osinkotuotto	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	2%	12%	3%		



Liiketoiminta:

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

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

Varainhoitajamme:



James L. Ziemer

syntynyt 1950
yhtiössä vuodesta 1969
toimitusjohtaja 2005

Yhtiö sijoituskohteena:

USA:n matalasuhdanne on vaikuttanut vähentävästi raskaiden moottoripyörien kysyntään, ja pudotus jatkunee. H-D:n tuskaa lisää se, että yhtiö on päättänyt vähentää jakeluportaan varastoja, joka on mielestäni fiksu veto vaikka se rasittaa tulosta lyhyellä tähtäimellä.

H-D:lle on myös tullut vaikeammaksi jälleenrahoittaa rahoitus-yhtiötään myymällä sen arvopaperistettuja saamia jälkimarkkinoille.

Näistä suhdanneongelmista johtuen olemme saaneet tilaisuuden ostaa H-D:n osakkeita halvalla. Suhdanteet tulevat ja menevät, mutta H-D:n brändi lienee pysyvistä laatuja.

www.harley-davidson.com

Phoebusin omistus (31.7.2008)

Osakkeita: 20.000
Osuus yhtiöstä: 0,009%
Paino rahastossa: 3,0%

Lisätietoja katsauksessa: 3/07

USD miljoonia

	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	5v	10v
Tuloslaskelma													
Liikevaihto	1763	2088	2483	2943	3407	4091	4624	5015	5342	5801	5727	7%	13%
EBITA	258	313	388	478	601	778	981	1173	1278	1392	1213		
Marginaali	14.6%	15.0%	15.6%	16.2%	17.6%	19.0%	21.2%	23.4%	23.9%	24.0%	21.2%	23%	21%

Tase

NWC	55	123	180	86	50	232	177	295	528	605	626		
Käyttöomaisuus	646	756	808	905	1074	1205	1458	1312	1509	1256	1344		
Nettovelka	-127	-151	-173	-415	-633	-796	-1323	-1612	-1046	-897	-405		
Oma pääoma	827	1030	1161	1406	1756	2233	2958	3218	3084	2757	2375		
Sijoitettu pääoma	700	879	988	991	1124	1437	1635	1606	2037	1860	1970	7%	11%
SiPo tuotto	37%	36%	39%	48%	54%	54%	60%	73%	63%	75%	62%	66%	59%

Kassavirta

Vapaa kassavirta	50	159	360	337	250	786	773	733	961	875	4128	5282	
Yrityssostot	0	0	151	-2	0	0	-10	0	0	1	-9	141	
Osingot	-24	-27	-30	-35	-41	-59	-119	-174	-213	-261	-826	-984	
Annit /takaisinostot	-4	-121	-111	-83	-44	-85	-502	-1023	-936	-1132	-3678	-4041	
Muut erät	3	12	-128	1	-1	-116	147	-102	39	26	-6	-119	
Nettovelan muutos	24	22	241	218	163	527	289	-566	-150	-491	-390	279	

Arvostus

Osakkeita	307.9	309.4	309.7	307.5	306.2	305.2	304.5	296.9	281.0	265.3	249.9		
Kurssi	13.51	23.60	32.01	39.75	54.31	46.20	47.53	60.75	51.49	70.47	46.71	0%	13%
Markkina-arvo	4160	7302	9914	12222	16632	14098	14471	18034	14470	18694	11672		
EPS	0.57	0.69	0.86	1.09	1.43	1.90	2.50	3.00	3.41	3.93	3.74	14%	21%
Osinko	0.07	0.08	0.09	0.10	0.12	0.14	0.20	0.41	0.63	0.81	1.06	51%	32%
P/E	23.9	34.2	37.1	36.3	38.0	24.3	19.0	20.3	15.1	17.9	12.5		
EV/EBITA	15.7	22.8	25.1	24.7	26.6	17.1	13.4	14.0	10.5	12.8	9.3		
Osinkotuotto	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	1%	1%	1%	2%		



STATE STREET

Liiketoiminta:

State Street on maailman johtavia institutionaalisille sijoittajille tarkoitettujen ulkoistuspalvelujen tuottajia. Se säilyttää arvopapereita yli 15 triljoonan dollarin edestä ja sen varainhoidossa (lähinnä indeksituotteissa) on lähes 2000 miljardia dollaria. Päivittäin se laskee arvot melkein joka toiselle amerikkalaiselle sijoitusrahastolle.

Kaikki tämä edellyttää hyviä tietojärjestelmiä.

Varainhoitajamme:



Ronald E. Logue

syntynyt 1946
yhtiössä vuodesta 1990
toimitusjohtaja 2004

Yhtiö sijoituskohteena:

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

Vuonna 2007 hankitun Investors Financial Services Corporationin integrointi on sujunut hyvin. Sen sijaan sijoitusriskit ovat toteutuneet – State Streetillä on ollut vaikeuksia sekä asiakkaiden että omien korkosijoitustensa kanssa. Asiakkaidensa menetyksiä yhtiö joutui viime vuonna korvaamaan 600 miljoonaa dollaria.

Suhteessa muihin pankkeihin State Streetin riskit ovat silti suhteellisen pieniä, enkä näe rahoituskriisin muodostavan yhtiölle suurta uhkaa.

www.statestreet.com

Phoebusin omistus (31.7.2008)

Osakkeita: 10.000
Osuus yhtiöstä: 0,002%
Paino rahastossa: 2,9%

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

USD miljoonia

	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	5v	10v
Tuloslaskelma													
Tuotot	2342	2765	3119	3615	3914	3962	4453	4996	5499	6351	8394	16%	14%
Tulos ennen veroja	608	697	783	971	1085	1121	1237	1299	1458	1811	2159		
Marginaali	26.0%	25.2%	25.1%	26.9%	27.7%	28.3%	27.8%	26.0%	26.5%	28.5%	25.7%	27%	27%

Tase /liiketoiminta

Säilytys (bn)	3903	4812	5952	6118	6203	6171	9370	9497	10121	11854	15299		
Varainhoito (bn)	390	485	667	711	775	763	1106	1354	1441	1749	1979		
Oma pääoma	1847	2311	2652	3262	3845	4787	5747	6159	6375	7233	11299	19%	20%
OPo tuotto pretax	33%	30%	30%	30%	28%	23%	22%	21%	23%	25%	19%	22%	24%

Kassavirta

Yritysosot/-myynnit		0	1659	0	-176	570	-887	-100	-43	0	-4968	-5998	-3945
Osingot		-84	-93	-106	-127	-149	-179	-209	-232	-259	-301	-1180	-1739
Annit /takaisinostot		-69	-125	5	-188	23	373	-65	-433	-175	3410	3110	2756

Arvostus

Osakkeita	327.6	327.9	327.5	328.1	330.5	327.5	335.3	339.6	334.6	335.7	365.5		
Kurssi	29.10	35.06	36.53	62.11	52.25	39.00	52.08	49.12	55.44	67.44	81.20	16%	11%
Markkina-arvo	9531	11495	11964	20378	17268	12772	17464	16681	18552	22642	29678		
EPS	1.16	1.33	1.49	1.81	2.08	2.20	2.34	2.47	2.78	3.46	3.80	12%	13%
Osinko	0.22	0.26	0.30	0.35	0.41	0.48	0.56	0.64	0.72	0.80	0.88	13%	15%
P/E	25.1	26.4	24.5	34.2	25.1	17.8	22.3	19.9	20.0	19.5	21.4		
P/E ennen veroja	15.7	16.5	15.3	21.0	15.9	11.4	14.1	12.8	12.7	12.5	13.7		
Osinkotuotto	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%		



Liiketoiminta:

Niscayah 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.

Niscayah oli ennen Securitas Systems, joka oli aiemmin Securitas AB:n liiketoiminta-alue.

Yhtiö sijoituskohteena:

Markkinat kasvavat 6-8% vuodessa ja Niscayahin 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.

Pankit ovat tärkein asiakasryhmä ja sektorin ongelmat näkyvät Niscayahin lähiaikojen kehityksessä. Osake on kuitenkin jo reagoinut täysimittaisesti – ehkä liikaakin – suhdanteiden heikkenemiseen.

Varainhoitajamme:



Juan Vallejo

syntynyt 1957
yhtiössä vuodesta 1990
toimitusjohtaja 2003

www.niscayah.com

Phoebusin omistus (31.7.2008)

Osakkeita:	240.000
Osuus yhtiöstä:	0,066%
Paino rahastossa:	1,7%
Lisätietoja katsauksessa:	2/07

SEK miljoonia

	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	5v	10v
Tuloslaskelma													
Liikevaihto		2092	2897	3102	3388	3641	4026	4724	5805	6370	7260	15%	
EBITA		194	271	151	218	301	434	554	588	630	658		
Marginaali		9.3%	9.4%	4.9%	6.4%	8.3%	10.8%	11.7%	10.1%	9.9%	9.1%	10%	

Tase

NWC						421	336	233	393	529	778		
Käyttöomaisuus						979	954	2521	3038	3083	3482		
Nettovelka						366	24	1235	1376	1385	1772		
Oma pääoma						1034	1266	1519	2055	2227	2488		
Sijoitettu pääoma						1400	1290	2754	3431	3612	4260		
SiPo tuotto						22%	34%	20%	17%	17%	15%	19%	

Kassavirta

Vapaa kassavirta						386	462	194	181	146	1368		
Yritysostot						-44	-1673	-336	0	-344	-2396		
Osingot						0	0	0	0	-146	-146		
Annit /takaisinostot						0	0	0	0	0	0		
Muut erät						0	0	0	-190	-43	-232		
Nettovelan muutos		0	0	0	0	0	342	-1211	-141	-9	-387	-1406	

Arvostus

Osakkeita		365.1	365.1	365.1	365.1	365.1	365.1	365.1	365.1	365.1			
Kurssi								27.70	27.70	23.00			
Markkina-arvo								10112	10112	8396			
EPS		0.29	0.42	0.56	0.77	0.94	1.01	1.03	1.16	1.16	16%		
Osinko								0.00	0.40	0.50			
P/E								27.3	26.9	19.9			
EV/EBITA								19.6	18.3	15.4			
Osinkotuotto								0%	1%	2%			

Erikoissijoitusrahasto Phoebus

OSUUDENOMISTAJAN OPAS

Anders Oldenburg

31.1.2002

ALUKSI

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

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

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

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

PHOEBUSIN TOIMINTAPERIAATTEET

1.

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

Ostaessani osakkeen ajattelen ostavani pienen osuuden yhtiöstä. Kenellekään täysijärkiselle yrittäjälle ei tulisi mieleenkään käydä jatkuvasti kauppaa 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 suosituksestamme; katso kohta 7), ja hoidan rahastoa kuin hoitaisin omaa salkkuani. Haluan asettaa teidät Phoebusin osuudenomistajina samalle viivalle itseni kanssa. Maksan samat palkkiot kuin muut osuudenomistajat - toki omistan osan Seligson & Co:sta, joten emme ole täysin samalla viivalla. Tällä rakenteella pääsemme kuitenkin erittäin lähelle optimitilannetta, joka on partnership eikä tuottaja-asiakassuhde.

7.

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

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

8.

Joillekin Phoebus ei yksinkertaisesti sovi.

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

LOPUKSI

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

Anders Oldenburg
salkunhoitaja
anders.oldenburg@seligson.fi

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
