

Saimaan ammattikorkeakoulu
Liiketalous Lappeenranta
Liiketalouden koulutusohjelma
Laskentatoimi

Juho Niinimäki

Laatu- ja arvosijoittamisen vertailu

Opinnäytetyö 2018

Tiivistelmä

Juho Niinimäki

Laatu- ja arvosijoittamisen vertailu, 40 sivua

Saimaan ammattikorkeakoulu

Liiketalous Lappeenranta

Liiketalouden koulutusohjelma

Laskentatoimi

Opinnäytetyö 2018

Ohjaajat: yliopettaja Heikki Sintonen, Saimaan ammattikorkeakoulu

Opinnäytetyön tarkoituksena oli tutkia laatusijoittamista sekä verrata sitä sijoitusstrategiana arvo- ja kasvusijoittamiseen. Tutkimuksessa verrattiin laatusijoittamista arvosijoittamiseen Helsingin pörssissä. Tarkoituksena oli myös löytää tuottoisimmat sekä tasaisimmin kasvaneet yhtiöt. Tutkimuksen ajanjaksona on vuodet 2009–2017. Ajanjakson pituus on yhdeksän vuotta ja se alkaa samasta vuodesta, jolloin finanssikriisi päättyi.

Aineistoa kerättiin yhtiöiden vuosikertomuksista sekä Kauppalehdestä. Tutkimuksessa muodostettiin P/E- ja P/B-luvun, efektiivisen osinkotuotto-%:n ja oman pääoman tuotto-%:n mukaan kaksi ryhmää, jotka koostuivat viidestä arvo- ja laatu-yhtiöstä. Ryhmien tuottoja vertailtiin seuraamalla kurssien kehitystä sekä yhtiöiden maksamien osinkojen määrää. Yhtiöiden tuotoista laskettiin myös vuosittaiset tuotot. Kurssien kasvun tasaisuutta mitattiin neljännesvuosittaisten volatili-teettien avulla.

Tutkimuksen mukaan arvoyhtiöiden ryhmä tuotti keskimäärin 55,5 prosenttiyksikköä laatu-yhtiöitä enemmän kyseisellä ajanjaksolla. Vaikka arvoyhtiöt tuottivat keskimäärin enemmän, kaikkein tuottoisin yhtiö oli kuitenkin laatu-yhtiö Kone. Vähiten tuotti laatu-yhtiö Fortum. Laatu-yhtiöillä oli keskiarvoisesti pienempi volatili-teetti ja ne maksoivat yhteensä noin 10 euroa enemmän osinkoja koko tarkastelujaksolta. Opinnäytetyössä käsiteltyjen aikaisempien tutkimuksien mukaan laatusijoittaminen on pitkällä aikavälillä tuottanut parhaiten, mutta tämän tutkimuksen tulokset eivät anna samaa kuvaa.

Asiasanat: Sijoittaminen, laatusijoittaminen, arvosijoittaminen

Abstract

Juho Niinimäki

Comparison of quality and value investing, 40 Pages

Saimaa University of Applied Sciences

Business Administration Lappeenranta

Degree Programme in Business Administration

Specialisation in Accounting

Bachelor's Thesis 2018

Instructor: Mr Heikki Sintonen, Principal Lecturer, Saimaa University of Applied Sciences

The purpose of the thesis was to research quality investing and compare it as an investment strategy to value and growth investing. In the study quality investing will be compared to value investing in the Helsinki Stock Exchange. The objective is also to find the most profitable and steadily growing companies. The period studied is 2009–2017. The length of the studied period is nine years and it begins in the year that the financial crisis ended.

The data were collected from the annual reports and from Kauppalehti. P/E- and P/B-ratio, dividend yield and return on equity are used to construct two groups out of five quality and five value companies. The returns of these groups are calculated by using the growth of stock prices and paid dividends. Annualized returns are also calculated. The steadiness of growth will be measured by quarterly volatilities.

The results of the study show that value companies on average yielded 55,5 percentage points more than quality companies. Even though value companies yielded more, the most profitable company was a quality company, Kone. Fortum was also a quality company but it was the least profitable. On average quality companies had lower volatilities and they paid about 10 euros more dividends. Earlier studies have shown that quality companies are the most profitable in the long run but the results of the study do not give the same notion.

Keywords: Investing, quality investing, value investing

Sisällys

1	Johdanto.....	5
1.1	Tausta.....	5
1.2	Tavoite ja rajaukset.....	5
1.3	Tutkimuskysymykset.....	6
1.4	Teoreettinen viitekehys.....	7
1.5	Aikaisempia tutkimuksia.....	7
1.6	Työn rakenne.....	10
2	Arvo-, kasvu- ja laatusijoittaminen.....	11
2.1	Arvosijoittaminen.....	12
2.2	Kasvusijoittaminen.....	13
2.3	Laatusijoittaminen.....	14
2.4	Laatuyhtiöiden tunnistaminen.....	16
2.4.1	Mittakaavaetu ja markkina-asema.....	17
2.4.2	Vallihauta.....	18
2.4.3	Liiketoimintamalli.....	19
2.4.4	Johto.....	19
2.5	Laatusijoittaminen verrattuna arvo- ja kasvusijoittamiseen.....	21
3	Tutkimuksen taustatiedot.....	22
3.1	Tutkimusaineisto.....	22
3.2	Tutkimusmenetelmä.....	23
3.3	Tunnusluvut.....	23
3.3.1	P/E-luku.....	24
3.3.2	P/B-luku.....	24
3.3.3	Oman pääoman tuotto-%.....	25
3.3.4	Efektiiivinen osinkotuotto.....	25
3.4	Yhtiöiden valinta.....	25
3.5	Tuloksien laskeminen.....	27
4	Tutkimuksen tulokset.....	28
4.1	Arvoyhtiöiden kurssit.....	28
4.2	Laatuyhtiöiden kurssit.....	29
4.3	Kurssien vertailu.....	30
4.4	Volatiliteetti ja osingot.....	31
4.5	Tuotot.....	33
5	Johtopäätökset.....	35
6	Yhteenveto.....	36
	Kuviot.....	38
	Taulukot.....	38
	Kaavat.....	38
	Lähteet.....	39

1 Johdanto

Tämä opinnäytetyö käsittelee laatu- ja arvosijoittamista Helsingin pörssissä vuosien 2009 ja 2017 välillä. Opinnäytetyön tarkoituksena on tutkia valittujen yhtiöiden tuottoja tunnuslukujen avulla sekä vertailla yhtiöiden menestystä kyseisellä ajanjaksolla. Tarkoituksena on myös löytää kaikkein kannattavimmat laatu-yhtiöt sekä selvittää miten tasaiseen kasvuun ne ovat pystyneet.

1.1 Tausta

Tämän opinnäytetyön aihealueeksi on valittu laatusijoittaminen. Aihetta valittaessa laatusijoittamista ei ole aikaisemmin tehty tarkemmin käsitteleviä opinnäytetöitä. Laatusijoittaminen ei ole vielä yhtä tunnettu termi kuin arvo- ja kasvusijoittaminen, joten työ avaa termiä. Useat opinnäytetyöt ovat vertailleet keskenään arvo- ja kasvusijoittamista, mutta näiden vertailua laatusijoittamiseen ei ole vielä tapahtunut. Arvosijoittaminen on pitkäaikaisesti tuottanut paremmin kuin kasvusijoittaminen, mutta kasvusijoittamisella on lyhyillä ajanjaksoilla saatu parempaa tuottoa.

Laatusijoittamisesta on tehty ulkomaalaisia tutkimuksia, jotka ovat todistaneet kyseisen sijoitustyylin menestystä. Tutkimuksia on tehty useiden vuosikymmenien ajalta, koska laatusijoittamisen hyödyt tulevat esille pitkäaikaisessa sijoittamisessa. Useimmat kuuluisimmat sijoitusgurutkin käyttävät laatusijoittamisen ominaisuuksia ja kriteereitä sijoituksia tehdessä. Suomessa laatusijoittaminen on terminä vähemmän tunnettu ja sitä on käsitelty vain yhdessä kirjassa tähän mennessä.

1.2 Tavoite ja rajaukset

Opinnäytetyön tavoitteen on avata laatusijoittamista terminä sekä osoittaa tutkimuksen avulla, miten se tuottaa sijoitusstrategiana arvosijoittamiseen verrattuna sekä tuoda esille sen heikkouksia ja vahvuuksia. Tämä työ luo laatusijoittamiseen avaavan pohjan, jonka avulla siitä saadaan selventävää tietoa sekä tulevaisuudessa pystytään tekemään jatkotutkimuksia.

Vertailtavaksi kohteeksi on valittu arvosijoittaminen, koska se eroaa laatusijoittamisesta enemmän kuin kasvusijoittaminen. Kasvuyhtiöiden ja laatu-yhtiöiden välisen rajan määrittäminen on vaikeampaa, sillä useat kasvuyhtiöt voivat olla myös laatu-yhtiöitä. Arvoyhtiöt ovat historiallisesti tuottaneet pitkällä aikavälillä kasvuyhtiöitä paremmin, joten se on parempi vertailukohde tähän tutkimukseen, joka perustuu 9 vuoden lukuihin.

Helsingin pörssissä on muutamia yhtiöitä, jotka voidaan eri kriteerein määritellä laatu-yhtiöiksi. Pörssissä on noin 140 yhtiöitä, joista tutkimukseen valitaan 10 laadukkainta yhtiötä. Pienemmällä rajauksella valituksi tulee pörssin kaikkein parhaimmat laatu-yhtiöt, joten tutkimus antaa hyvän kuvan niiden laadukkuudesta sekä tuotosta.

Vertailun toisella puolella on arvosijoittaminen, johon huomioidaan sama määrä yhtiöitä. Arvoyhtiöitä on Helsingin pörssissä useampia kuin laatu-yhtiöitä ja niiden kaikkien selvittämiseen kuluu paljon aikaa, joten niistä valitaan kaikkein parhaimmat sijoituskohteet.

Yhtiöiden määrän ollessa alhainen, mittauksen ajanjaksoksi on valittu vuodet 2009–2017. Aineistoa otetaan vuoden 2009 tammikuusta alkaen, koska kyseisenä vuotena oli alhaisin OMXH-indeksi 10 vuoteen finanssikriisin seurauksena ja kurssit lähtivät nousuun kyseisenä vuotena. OMXH-indeksi sisältää Helsingin pörssin kaikkien vaihdettujen osakkeiden kurssikehityksen. Tutkimuksen aineiston seuraus päättyy joulukuuhun 2017. Kyseisenä aikana tapahtuneen kasvun ansiosta nähdään kummat yhtiöt ovat olleet parempia sijoituskohteita.

1.3 Tutkimuskysymykset

Tutkimuksen tavoitteena on etsiä vastausta pääkysymykseen:

Onko laatusijoittamisella saatu parempaa tuottoa verrattuna arvosijoittamiseen Helsingin pörssissä vuosina 2009–2017?

Tämän avulla nähdään, onko laatusijoittaminen arvosijoittamista kannattavampi sijoitusstrategia Suomen markkinoilla. Tutkimus sisältää myös seuraavat alakysymykset:

Ovatko laatuyhtiöt pystyneet tasaiseen kasvuun valitulla jaksolla?
Mitkä laatuyhtiöt ovat olleet kannattavimpia sijoituskohteita?

Kysymyksiin haetaan vastauksia vertailemalla valittuja Helsingin pörssin yhtiöitä niiden kurssikehityksen ja osingonmaksun avulla. Tasainen kasvu selvitetään yhtiöiden kvartaalien volatilitiitin eli tuoton keskihajonnan avulla. Kannattavimmat laatuyhtiöt selvitetään suurimman kasvun ja osingonmaksun mukaan. Yhtiöiden valintaperusteet kerrotaan tutkimuksessa myöhemmin.

1.4 Teoreettinen viitekehys

Tutkimusta lähestytään vertailemalla Helsingin pörssin laatu- ja arvoyhtiöitä keskenään. Oleellisia käsitteitä opinnäytetyössä on osakesijoittamisen osa-alueet arvo-, kasvu- ja laatusijoittaminen. Työssä on tarkoitus avata kyseisiä termejä ja kertoa niiden eroavaisuuksista sekä kertoa niiden strategioista.

Arvo- ja laatusijoittamisen välillä ei ole mitään selvää rajaa. Laatusijoittaja ostaa ensiluokkaisia yhtiöitä kohtuullisella hinnalla, kun taas arvosijoittaja ostaa keskinertaisia halvalla. Sijoituksen tuotto syntyy laatusijoittamisessa tasaisesti kasvavasta tuloksesta sekä osingosta eikä osaketta ole tarkoitus myydä.

Laatusijoittajan tulee ymmärtää yhtiö ja sen toiminta johtoa myöten, jotta päästään selville yhtiön kyvystä selviytyä huonoinakin talouden aikoina. Yhtiön arvo tulee määrittää oikein, jottei sen osakkeesta makseta liikaa, vaikka se onkin laatuyhtiö. Laatuyhtiön kurssin tulee kasvaa tasaisesti ja varmasti, kun taas heikompien arvoyhtiöiden kurssi voi vaihdella enemmän, jolloin lyhytaikainen treidaus on paljon kannattavampaa.

Aikaisemmista opinnäytetöistä on löytynyt tietoa arvo- ja kasvuyhtiöiden vertailusta. Näistä pystytään poimimaan tietoa arvoyhtiöihin koskien. Laatuguru-kirja sisältää taulukoita ja oleellista tietoa laatuyhtiöihin koskien ja näitä tietoja hyödynnetään opinnäytetyössä.

1.5 Aikaisempia tutkimuksia

Laatusijoittamisen juuret ovat arvosijoittamisen historiassa. Arvosijoittaminen syntyi 1920-luvulla Benjamin Grahamin ja David Doddin toimesta. Heidän vuonna

1934 ilmestynyt kirja ”Security Analysis” loi pohjan arvosijoittamiselle. Graham julkaisi toisen arvosijoittamista käsittelevän kirjan ”The Intelligent Advisor” vuonna 1949. Grahamin opettamilla luennoilla oli monia kuuluisia sijoittajia, kuten laatusijoittamista edustavat Warren Buffett ja William Ruane.

Charlie Munger on yksi laatusijoittamisen merkittävimmistä henkilöistä. Hän on vuodesta 1978 lähtien toiminut sijoitusyhtiö Berkshire Hathawayn varapuheenjohtajana. Warren Buffett uskoi arvosijoittamiseen, mutta Munger halusi ostaa laadukkaita yhtiöitä kohtuullisella hinnalla. Hän kääntyi Buffettin pois arvosijoittamisesta ja tämän ansiosta Buffettin sijoitusyhtiö Berkshire osti See’s Candies yhtiön vuonna 1972. Tämä oli ensimmäinen kerta, kun Buffett ja Munger maksoivat laadusta. Buffett kertoi, että jos he eivät olisi ostaneet kyseistä yhtiötä, he eivät olisi ikinä ostaneet The Coca-Cola Companya. Tämä on merkittävää, sillä Berkshire’n omistus Coca-Colassa on nykyään arvoltaan noin 18 miljardia dollaria. (Hagstrom 2004, 23 & 43; CNBC 2018.)

Rahoitusyhtiö Grantham Mayo & van Otterloon (GMO) vuonna 2004 tekemän tutkimuksen mukaan laadukkaat osakkeet ovat aina tuottaneet pitkällä aikavälillä enemmän verrattuna vähemmän laadukkaisiin vuosien 1980 ja 2003 välillä. Laatuosakkeet selviytyvät finanssikriisissä muita osakkeita paremmin niiden kannattavuuden ja tuloksen ansiosta. Kun vähemmän laadukkaat osakkeet saavuttavat huippunsa ja lähtevät laskuun, laatuosakkeet ovat keskiarvoisesti seuraavan kahden vuoden aikana tuottaneet 22 % enemmän verrattuna markkinoihin. (GMO 2004.)

Asness, Frazzini ja Pederson ovat tehneet tutkimuksen, jonka mukaan laatuosakkeet osoittavat laatuominaisuuksia vielä useiden vuosien jälkeen siitä, kun ne on määriteltä laatuosakkeiksi. Tämä kertoo laatuosakkeiden olevan pitkäaikaisesti kannattavia ja turvallisia sijoituksia. (Asness, Frazzini & Pedersen 2013.)

Finanssialan yrityksen Northern Trustin tekemän tutkimuksen mukaan korkealaatuiset osakkeet suoriutuvat paremmin selvästi pienemmällä riskillä kuin vähemmän laadukkaat osakkeet. Tämä on toteutunut kansainvälisillä sekä kehittyneillä ja kehittyvillä markkinoilla. Heikolla laadulla ja korkealla volatilititeetilla on yhteys

toisiinsa, mutta korkealla laadulla ja matalalla volatiliteetilla ei ole niin selvää yhteyttä; laadukkaallakin osakkeella voi olla korkea volatiliteetti. (Hunstad 2014.)

Massachusetts Financial Services (MFS) julkaisi tutkimuksen, jonka mukaan korkealaatuiset yhtiöt luovat enemmän arvoa markkinoilla muita yhtiöitä enemmän. Tutkimuksessa oli mukana 1000 taseeltaan suurinta yhdysvaltalaisista yhtiötä. Yhtiön arvostus tulee huomioida, sillä kaikkein laadukkaimmat ja samalla edulliset yhtiöt ovat pitkäaikaisesti kaikkein tuottavimpia. (Mead, Sage & Citro 2015.)

Varainhoitoyhtiö T. Rowe Price on tehnyt tutkimuksen laadusta, jossa se jakoi viisisataa eurooppalaista suuryhtiötä kymmeneen ryhmään niiden laadun perusteella. Jako tapahtui kahdeksan kriteerin perusteella eikä yksikään näistä ollut osakkeen hinta. Kymmenen ryhmän kehitystä seurattiin vuodesta 1996 vuoteen 2012 syyskuuhun asti. Laadukkaimmat yhtiöt tuottivat kaikkein eniten ja huonoimmat kaikkein vähiten. Paras ryhmä tuotti keskimäärin 7,8 prosenttiyksikkö enemmän kuin huonoin ryhmä. Paras ryhmä tuotti ylituottoa, kun kuukausimuutos pörssissä oli alle 3 %. Mutta muutoksen ollessa yli 3 prosenttia, huonommat yhtiöt pärjäsivät laadukkainta ryhmää paremmin. (Hämäläinen 2017.)

Perkins-varainhoitoyhtiö on tehnyt tutkimuksen yhdysvaltalaisista laaturyhtiöistä vuosien 1991–2011 aikana. Tuhat yhtiötä jaettiin viiteen ryhmään kuuden kriteerin avulla. Laadukkain ryhmä antoi keskimäärin 10,5 prosentin vuosituoton, kun huonoin ryhmä antoi 7,3 prosentin vuosituoton. Tutkimuksen mukaan laaturyhmään sijoittamalla sai 3,2 prosenttiyksikköä paremman tuoton 24 prosenttia pienemmällä riskillä. (Perkins Investment Management 2011.)

Rochesterin yliopiston professori Robert Novy-Marx on tutkinut eri laatustrategioita ja hän on huomannut laatukriteerien mukaan tehtyjen salkkujen tuottaneen ylituottoa. Arvokriteereiden yhdistäminen laatukriteereihin lisää tuottojen määrää. Tällä sijoitusstrategialla yksi sijoitettu dollari on 1960–2000-lukujen aikana kasvanut 1690 dollariksi. Markkina-arvoltaan suuriin yhtiöihin sijoittama yksi dollari on myös kyseisellä ajanjaksolla kasvanut viisi kertaa enemmän kuin Russell 1000 -indeksi, mikä pitää sisällään 1000 suurinta yhdysvaltalaisista yhtiötä. (Novy-Marx 2014.)

Investment Intelligence Oy on käyttänyt ja muodostanut vertailevan kuvaajan Morgan Stanley Capital Internationalin (MSCI) neljästä eri indeksistä suhteutettuna markkinaindeksiin vuosien 2008 ja 2018 ajalta. Indeksit ovat osinko-osakkeet, kasvuosakkeet, laatuosakkeet sekä arvo-osakkeet. Näistä laatuosakkeet ovat tuottaneet kaikkein eniten. Se on tuottanut noin 15 prosenttiyksikköä enemmän verrattuna seuraavaksi korkeimpaan indeksiin eli kasvuosakkeisiin. MSCI:n indekseissä on painotettu yhdysvaltalaisia yhtiöitä, mutta ne sisältävät myös useiden muiden valtioiden yhtiöitä. (Sijoittaja 2018.)

Kaikkein näiden tutkimusten välillä nähdään selviä yhtäläisyyksiä laatusijoittamiseen koskien: laatu-yhtiöt ovat pitkäaikaisesti kannattavia ja vähäriskisiä sijoituskohteita sekä ne yleisesti luovat enemmän arvoa verrattuna vähemmän laadukaisiin yhtiöihin. Markkinoiden kasvaessa tasaisesti laatuosakkeet ovat yleisesti tuottaneet parhaiten. Markkinoiden ollessa kovassa kasvussa huonoimmat yhtiöt ovat pärjänneet paremmin, koska laatu-yhtiöt ovat jatkaneet tasaista kasvuaan.

1.6 Työn rakenne

Opinnäytetyö tulee sisältämään viisi päälukua sekä johtopäätökset ja yhteenvedon. Johdanto on ensimmäinen luku ja se sisältää työn oleelliset taustatiedot. Tämän jälkeen työssä avataan sijoitusstrategioita laatu-, arvo- ja kasvusijoittamista ja näiden osakkeiden ominaisuuksia sekä niiden eroavaisuuksia. Pääpaino teoriaosuudessa on laatusijoittamisessa ja siitä kerrotaan tarkemmin.

Empiirinen osuus pitää sisällään tutkimusmenetelmät ja -aineiston sekä tiedon siitä, miten vertailtavat portfoliot on luotu, mistä osakkeista ne koostuvat sekä millä periaattein niitä vertaillaan toisiinsa. Johtopäätöksissä on saatujen tutkimustuloksien analysointi sekä tutkimuskysymyksiin vastaaminen. Yhteenvedossa myös vertaillaan saatuja tuloksia aikaisemmin tehtyihin tutkimukseen sen näkemiseksi, onko saadut tutkimustulokset samankaltaisia muiden tutkimusten kanssa.

2 Arvo-, kasvu- ja laatusijoittaminen

Sijoittamisessa on valittavissa monia erilaisia sijoitusstrategioita. Näiden strategioiden avulla osakesalkut muodostuvat erilaisista yhtiöistä sekä niiltä voidaan odottaa erilaisia riskejä ja tuottoja. Sijoitusstrategian tarkoituksena on luoda sijoittajalle tavat, joiden mukaan sijoittaminen tapahtuu. Strategioilla voidaan tavoitella monia eri asioita, kuten taloudellista riippumattomuutta tai varojen kerryttämistä eläkettä varten. Tärkeää on sijoitusstrategioissa pysyminen. Osakesalkun sijoitukset tulee hajauttaa moneen eri kohteeseen, sillä tämä estää yhden tappiollisen sijoituksen tuhoamasta koko salkun luoman tuoton.

Kaksi tunnetuinta sijoitusstrategiaa ovat kasvu- ja arvosijoittaminen. Näiden strategioiden valitut osakkeet ovat tunnusluvuiltaan toistensa vastakohtia. Arvosijoittamisessa osakkeen tärkein ostokriteeri on sen edullisuus osakkeen ollessa ali-arvostettu. Tuottoa syntyy, kun osakkeen hinta palautuu sopivalle tasolle ja se myydään. Kasvusijoittamisessa tavoitteena on ostaa osakkeita, joiden tulevaisuuden odotukset lupaavat kovaa kasvua. Houkuttelevimpia sijoituskohteita ovat halvat osakkeet, mutta kasvuosakkeiden hinnat ovat usein korkeita. Osakkeista voidaan maksaa paljon, koska niiden hintojen uskotaan kasvavan vielä ja ne myydään vielä kalliimmalla kasvun jälkeen.

Sijoittaminen voidaan jakaa top down- ja bottom up -sijoittamiseen. Top down -sijoittamisessa tehdään sijoituspäätöksiä tutkimalla markkinoita ja niiden kehitystä seuraamalla esimerkiksi inflaatiota ja taloudellista kasvua. Tuottojen uskotaan syntyvän talouden kehityksen ennustamisesta. Bottom down -sijoittamisessa keskitytään yksittäisten yhtiöiden talouden analysointiin. Täten tarkoituksena on löytää sopivia sijoituskohteita yhtiöiden tunnuslukujen perusteella. Sekä arvo- että kasvusijoittaminen lukeutuvat tähän tyyliin. (Lindström 2007, 19–21.)

Arvoyhtiöt voivat muuttua kasvuyhtiöiksi, jos sijoittajat uskovat yhtiöllä olevan hyvät tulevaisuuden odotukset. Osakkeen kurssi lähtee näin nousuun ja hinta voi olla moninkertainen verrattuna tasearvoon. (Oksaharju 2013, 193.)

Myös kasvuyhtiö pystyy muuntautumaan arvoyhtiöksi. Näin tapahtuu, jos yhtiö ei pysty suoriutumaan odotusten mukaisesti, ja osakkeen hinta laskee hyvin paljon,

kun hinnasta poistuu tulevaisuuden kasvuodotukset. Hinta voi laskea viidennekseen alkuperäisestä, koska kasvuosakkeiden hinnat voivat yleisesti olla viisi kertaa yhtiön tasearvon. (Oksaharju 2013, 194.)

Tässä opinnäytetyössä tutkitaan arvo- ja kasvusijoittamisen lisäksi myös vähemmän tunnettua laatusijoittamista. Laatusijoittamisessa tarkoituksena on hankkia kaikkein menestyvimpiä ja vakaita yhtiöitä siinä uskossa, että niiden vahva kasvu ja osingonjakopolitiikka jatkuvat tulevaisuudessa.

2.1 Arvosijoittaminen

Sijoitusstrategioista kaikkien tunnetuin ja tutkituin on arvosijoittaminen. Tarkoituksena on ostaa matalan arvostuskertoimen osakkeita ja näin ollen alhainen hinta on kaikkein tärkein oston määrittävä tekijä. Osakkeet ovat arvostettu edullisiksi esimerkiksi liiketoiminnan hetkellisten ongelmien takia. (Hämäläinen, Oksaharju & Walker 2017, 20.)

Arvosijoittaminen voidaan jakaa kahteen päätyyliin: osakkeiden mekaaninen seulonta tunnuslukujen avulla ja sijoittaminen aliarvostettuihin osakkeisiin. Mekaanisessa seulonnassa etsitään yhtiöitä, joiden hinta on alhainen verrattuna niiden tulokseen, taseen pääomaan tai osinkoihin. Toisin sanoen etsitään yhtiöitä, joilla on joko matala P/E- ja P/B-luku tai korkea osinkotuotto eli D/P-luku. Salkku tulee käydä läpi tietyin väliajoin ja sieltä poistetaan sopimattomia yhtiöitä ja niiden tilalle ostetaan uusia osakkeita. (Hämäläinen, Oksaharju & Walker 2018, 26.)

Aliarvostettuihin osakkeisiin sijoittaminen etsii alihinnoiteltuja osakkeita nykytilanteen mukaan, eikä tulevaisuutta huomioida. Arvosijoittamisessa tärkeätä on tutustua yhtiön taseeseen ja tuloslaskelmaan ja etsiä osakkeita, jotka ovat halvempia kuin muut. (Hämäläinen ym. 2018, 27–28.) Kyseinen tapa on työläämpi ja vie enemmän aikaa, mutta sillä voi löytää parempia sijoituskohteita ja parempaa tuottoa. Tavoitteena on tehdä yritysanalyysi, jonka avulla selvitetään tarkasti yhtiön toimintaa ja kannattavuutta. (Lindström 2007, 161–162.)

Tuotto arvosijoittamisessa perustuu osakkeen myyntiin hinnan korjaannuttua aliarvostuksesta. Myynnin jälkeen etsitään uusia aliarvostettuja osakkeita. Arvo-

sijoittamiseen sisältyy tiettyjä riskejä. Aliarvostetut osakkeet syntyvät liiketoiminnan ongelmista, joten osakkeen hinta voi laskea ostokurssista vielä alaspäin. Osakkeesta ei tule maksaa liikaa ja yhtiön kilpailukyvyn arvioimisessa voidaan olla väärässä. (Hämäläinen ym. 2017, 20.)

Pitkäaikaisesti arvoyhtiöt ovat olleet kasvuyhtiöitä parempia sijoituskohteita. Pieniin arvoyhtiöihin sijoitettu pääoma on kaksinkertaistunut keskimäärin viiden vuoden välein vuosien 1927 ja 2003 aikana. (Saario 2005, 51.)

Arvo-osakkeilla ilmenee markkinoita keskimääräisesti matalampaa riskiä, vaikka ne ovat tuottaneet paremmin. Laskusuhdanteessa arvo-osakkeiden kurssit ovat laskeneet kasvuosakkeita vähemmän. Näistä myönteisistä tekijöistä huolimatta arvoyhtiöt ovat kasvuyhtiöitä velkaantuneempia. Rahoitusrakenteen velkaisuus näkyy osakkeiden hinnan alentumisena. Tämä on yhtenä syynä siihen, miksi arvo-osakkeiden voitot ovat kasvuosakkeita suurempia noususuhdanteessa. (Lindström 2007, 84–85.)

2.2 Kasvusijoittaminen

Toinen tunnettu sijoitusstrategia on kasvusijoittaminen. Sen perusteella sijoitetaan yhtiöihin, joissa on hyvät ennusteet tulevaisuuden kasvusta. Yhtiöiltä odotetaan keskimääräistä nopeampaa liiketoiminnan kasvua. (Hämäläinen ym. 2017, 21.) Toteutunut kasvu johtaa tuloksen sekä pörssikurssin kasvuun. Kasvuosake voidaan tunnistaa sen korkean markkina-arvon avulla; P/B-luku voi olla 3–10. (Saario 2005, 47.)

Yhtiöiden osakkeet ostetaan yleensä kalliilla siinä toivossa, että osakkeen hinta nousee vielä. Riskinä kasvusijoittamisessa on kasvun arvioiminen liian suureksi tai korkean hinnan maksaminen odotetusta kasvusta, jota ei välttämättä ikinä tapahdu. (Hämäläinen ym. 2017, 21.) Korkea ostohinta perustuu siihen, että sijoittajat eivät huomioi nykyhetken osakekursseja tulevaisuuden kasvun takia. (Lindström 2007, 21.)

Hyvä kasvuosake voi kasvaa useiden vuosien ajan 15–18 % vuodessa, kun muilla osakkeilla kasvu on 6–8 %. Kasvuyhtiöt yleensä maksavat vähän osinkoja,

sillä suurin osa tuotoista sijoitetaan investointeihin tulevaisuuden kasvun jatkamiseksi. Kasvuosakkeet myös seuraavat vahvasti markkinoiden kehitystä: markkinoiden ollessa nousussa myös kasvuosakkeet kasvavat nopeasti ja kovassa laskutilanteessa kasvuosakkeet laskevat paljon. Kasvusijoittaminen soveltuu sijoittajille, jotka haluavat osinkotuottojen sijaan kovaa kasvua korkealla riskillä. (Gitman, Joehnk & Smart 2011, 226.)

Kasvuosakkeiden kurssit ovat yleisesti alhaisia korkokannan ollessa korkea. Korkokannan laskiessa tulevaisuuden tuottojen nykyarvo on korkea ja täten kasvuosakkeiden kurssit nousevat. Inflaation ollessa alhainen kasvuyhtiöiden P/E-luvut voivat olla hyvin korkeita, mutta korkeassa inflaatiossa P/E-luvut laskevat huomattavasti. (Saario 2016, 149–150.) Yleisesti kasvuyhtiöiden P/E- ja P/B-luvut voivat olla markkinoiden keskiarvoa suurempia. (Lindström 2007, 21).

Vaikka arvosijoittamisella on yleisesti saatu parempaa tuottoa verrattuna kasvusijoittamiseen, kasvusijoittamisella on ollut ajanjaksoja, jolloin on saatu aikaan suuriakin tuottoja. (Lindström 2007, 121.)

Kasvusijoittamisessa on myös mahdollisuudet suuriin voittoihin, sillä kasvun ollessa odotettua suurempaa, osakekurssi voi kasvaa moninkertaiseksi. Näin kävi esimerkiksi Nokian kanssa 1990-luvulla. (Hämäläinen 2005, 39.)

2.3 Laatusijoittaminen

Tämän opinnäytetyön pääpaino on laatusijoittamisessa. Se on arvo- ja kasvusijoittamiseen verrattuna passiivisempi sijoitusstrategia. Laatu-yhtiöiden osakkeita ostetaan ja niitä on tarkoitus omistaa vuosikymmenien ajan kaikkein parhaimman tuoton aikaansaamiseksi.

Indeksiin pohjautuvat osakesalkut sisältävät erilaisia osakkeita, joista osa laskee salkun tuottoa. Laatusijoittamisessa tarkoituksena on jättää osakesalkusta kaikki huonot osakkeet pois ja keskittyä vain kaikkein parhaimpiin osakkeisiin. (Hämäläinen ym. 2017, 17.)

Laatuyhtiöille ominaista on korkea kannattavuus sekä korkea liiketoiminnan suorituskyky. Yleisesti parhaiten menestyvät osakkeet ovat sellaisia, jotka jakavat ylimääräisen tulon osinkoina. Monet sijoittajat eivät odota laatuyhtiöiden pystyvän

ylläpitämään niiden vahvaa kannattavuutta ja osingonmaksukykyä. (Schroders QEP 2015.)

Laatusijoittamisessa tuottoa syntyy sillä perusteella, että kaikkein kannattavimmat ja vakavaraisimmat yhtiöt jatkavat kasvuaan ja samalla maksaen yhä kasvavimpia osinkoja. Tarkoituksena on pitää osakkeita mahdollisimman kauan, jolloin keskitytään yhtiöiden kasvavaan arvonnousuun eikä osakekurssin kehityksen enustamiseen. (Hämäläinen ym. 2017, 17.)

Huonoina aikoina laatuyhtiöillä on parempi asema kuin muilla yhtiöillä. Laskusuhdanteet eivät vaikuta laatuyhtiöihin paljoa, koska niillä on yleisesti suuri markkina-asema tai erittäin kannattavalla pohjalla oleva liiketoimintamalli. Osa näistä yhtiöistä tarjoaa palveluita ja tuotteita, jotka ovat välttämättömiä laskusuhdanteessa kin.

Laatusijoittamiselle ei ole yleisiä kriteereitä, joiden avulla yhtiöt valitaan ja tämän takia eri sijoittajat etsivät yhtiöitä monien eri kriteerien avulla. Yleisiä kriteereitä ovat kannattavuus, vakaus, taloudellinen vahvuus, kestävä kasvu sekä oman pääoman tuotto prosentti. Perimmäisenä tavoitteena on pääoman turvaaminen ja laatuyhtiöihin sijoittamalla saatu tuotto. (Schroders QEP 2015; Hämäläinen ym. 2017, 18.)

Laatuyhtiöillä on monia ominaisuuksia, joiden avulla ne voidaan tunnistaa. Niillä on usein kestävä kilpailuetu, toimintaa kasvumarkkinalla, muuntautumis- ja reagointikyky ympäristön muuttuessa sekä panostusta tuotekehitykseen. Muuntautumiskyky on hyvin tärkeää, sillä mikäli yhtiö ei pysty reagoimaan ympäristön ja markkinoiden muutoksiin, siitä voi tulla kriisiyhtiö. (Heikkilä 2017a.)

Laatusijoittamisen ideana on tutustua yhtiöön ja sen toimintaan, jotta pystytään arvioimaan, miten se tulee menestymään tulevaisuudessa. Yhtiön analysointi on paljon tärkeämpää kuin osakekurssin tai markkinan analysointi. Ennestään menestyneet kannattavat ja vakaat yhtiöt ovat suosittuja sijoituskohteita. Laatuyhtiöt eivät välttämättä ole pelkästään kaikkein suurimpia ja menestyneimpiä yhtiöitä, vaan ne voivat myös olla syklisiä pieniyhtiöitä. Tärkeintä on pitkän ajan korkeat keskimääräiset tuotot tai vakaa kilpailuetu. (Hämäläinen ym. 2017, 19.)

Useat sijoitusgurut käyttävät laatusijoittamista omissaan strategioissa. Heidän strategioistaan on noussut esille viisi merkittävää tekijää, jotka tulee huomioida laatustrategioissa. Niiden mukaan keskittäminen on kannattavaa, kurssiheilunta ei ole kaikista suurin riski, osakemarkkinat eivät ole täysin tehokkaat, pitkäaikainen omistajuus on kannattavaa ja sijoitettavilla kohteilla tulee olla jonkinlainen kilpailuetu. (Hämäläinen ym. 2017, 23.)

Laatusijoittamiseen kuuluu myös erinäisiä haittoja. Jotta suurimpiin ja kaikkein menestyneimpiin yhtiöihin pääsee sijoittamaan paljon, sijoitettavaa pääomaa tarvitaan paljon. Yhden suuryhtiön osakkeen hinnalla voidaan saada useampi pienemmän yhtiön osake, joilla voidaan lyhyellä aikajaksolla suuriakin tuottoja suurien riskien ansiosta. Piensijoittajille halvemmat arvo- ja kasvuyhtiöt ovat houkuttelevampia sijoituskohteita.

Laatuyhtiöiden löytymiseksi tulee tehdä tarkkaa taustatutkimusta ja analyysiä yhtiön toiminnasta, mutta kaikilla sijoittajille ei ole aikaa eikä osaamista näiden tekoon. Täten on vain helpompaa ostaa muita osakkeita vähemmällä taustatutkimuksella. Laatusijoittaminen ei sovellu henkilöille, jotka haluavat paljon tuottoa nopeasti. Laatuyhtiöt tuottavat tasaisesti ja varmasti, mutta tuottojen kerryttämiseen tarvitaan useita vuosia tai vuosikymmeniä.

2.4 Laatuyhtiöiden tunnistaminen

Laatuyhtiön tunnistaminen on tärkeä asia laatusijoittamisessa. Jos jonkin yhtiön kuvitellaan olevan laatuyhtiö, mutta sitä se ei todellisuudessa ole, kyseisen yhtiön kannattavuus ja liiketoiminta voivat romahtaa huonojen päätösten ja huonon johdon seurauksena.

Kunnollisen laatuyhtiön tulee olla taloudellisesti vahva ja kannattava. Tällaisten yhtiöiden odotetaan tuottavan pitkällä aikavälillä keskimääräistä paremmin. Laatuyhtiön tunnistamiseen on monia eri tunnusmerkkejä. Korkea sijoitetun pääoman tuotto sekä myyntikatteen suhde taseen loppusummaan ovat hyvin suosittuja tunnusmerkkejä. Toisena tunnistamisen tapana on useiden eri tunnuslukujen käyttäminen. (Hämäläinen ym. 2017, 33.)

Sijoittajat voivat käyttää laadun määrittämisessä erilaisia keinoja. Perinteisenä tapana on etsiä korkeaa oman pääoman tuottoastetta, matalaa velkaantuneisuutta sekä tasaisia tuottoja. Tämä todentaa laadun olevan vastakohtana ros-kalle, jolle on ominaista syklinen kannattavuus, velkaisuus sekä epätasaiset tuotot. Toisena tapana on käyttää tilinpäätöstietoja, jossa etsitään tasaisia tuottoja ja osinkoja. Sijoittajat voivat yhtiöiden analyysissä seurata ESG-tekijöitä eli vastuullista sijoittamista. Tämän kaltaisessa tavassa huomioidaan tulevaisuuden näkymät ottamalla huomioon ilmastonmuutoksen luomat riskit ja näihin varautuneet yhtiöt voivat olla korkealaatuisia. Viimeisenä keinona on analysoida yhtiöitä niiden osakkeiden tunnuslukujen avulla, jolloin etsitään matalaa volatiliiteettia ja riskiä. (Hanson & Dhanuka, 2015.)

Monet sijoitusalan yhtiöt, kuten MSCI ja Standard & Poor's, ovat käyttäneet laatu-yhtiöitä sisältävien indeksien määrittämisessä eri keinoja. Nämä voidaan jakaa seitsemään kategoriaan, joita ovat kannattavuus, tuottojen vakaus, pääoman rakenne, kasvu, kirjanpidon laatu, osingot sekä sijoitukset. (Hsu, Kalesnik & Kose, 2018.)

Taloudellinen vahvuus on laatu-yhtiöiden yksi tärkeimmistä piirteistä ja se koostuu kannattavuudesta, turvallisuudesta ja tuloksen laadusta. Kannattavuutta voidaan mitata myyntikatteen, nettotuloksen ja pääoman tuoton avulla ja turvallisuutta voidaan mitata omavaraisuuden ja maksuvalmiuden avulla. Turvallisuuden suhteen yhtiöllä tulee olla mahdollisimman vähän korollista velkaa sekä sen tuloksen tulee olla ennakoitavissa ja vakaata. (Hämäläinen ym. 2017, 33–42.)

2.4.1 Mittakaavaetu ja markkina-asema

Markkina-asema ja mittakaavaetu ovat keinoja, joilla laatu-yhtiöt toimivat paremmin kuin kilpailijansa. Vahvan markkina-aseman ansiosta yhtiöt pystyvät toimimaan talouskehitystä paremmin. Markkinajohtajat pystyvät hyvän tuottoasteen ansiosta selviytymään kilpailijoitaan paremmin huonoista suhdanteista. (Hämäläinen ym. 2017, 47–48.)

Mittakaavaedulla tarkoitetaan tilannetta, jolloin yhtä tuotetta valmistavan tuotantolaitoksen laajentaminen alentaa yksittäisten tuotteiden valmistuskustannuksia. Mittakaavaedut pystyvät olemaan sisäisiä tai ulkoisia. Sisäisiä etuja ovat yhtiön

ja tuotantolaitosten muutokset, kuten teknologian uudistaminen tai työympäristön parantaminen. Ulkoisilla eduilla tarkoitetaan tilannetta, jolloin yhtiöön vaikuttaa koko maan teollisuus; suuri teollisuus mahdollistaa osaavia työntekijöitä kehittämään tehokkaampia tuotantomenetelmiä. Toisia ulkoisia etuja ovat kansalliset tai kansainväliset teollisuuksien väliset liiketoiminnot, jotka mahdollistavat halvempien raaka-aineiden käytön. (EU Commission 1997, 9–10.)

Mittakaavaedun ansiosta markkinajohtajat pystyvät myymään tuotteitaan kilpailijoitaan halvemmalla ja paremmalla kannattavuudella. Tämän mahdollistaa massatuotannon kustannusedut, mikä toteutuu, kun tuotettavan tuotteen suurimmat kulut ovat muualla kuin tuotannossa. Tällöin kalliilla suunniteltuja tuotteita pystytään tekemään ja myymään halvalla. (Hämäläinen ym. 2017, 48–49.)

2.4.2 Vallihauta

Vallihauta auttaa laatuyhtiöitä säilyttämään vahvan markkina-aseman ja estämään uusien kilpailijoiden tulon toimialalle. Kaikilla toimialoilla ei ole vallihautaa ja niissä missä on, niiden yhtiöt voidaan jakaa vakaisiin ja kasvaviin vallihautayhtiöihin. Vakaisiin vallihautayhtiöihin kuuluu suurin osa laatuyhtiöistä. Tällaisilla yhtiöillä on vakaa markkina-asema ja niiden pääoma tuottaa hyvin. Kasvu on hidasta, mutta vakaata ja turvallista. Esimerkkinä tällaisesta yhtiöstä on Tikkurila, jonka liikevaihto on pysynyt samalla tasolla jo vuodesta 2010 lähtien. Yhtiöllä on tunnettu brändi ja markkinajohtajuus, mutta se jakaa suurimman osan tuloksestaan osinkoina ja täten kasvuinvestointeja ei ole tehty, mikä taas hidastaa kasvua. (Hämäläinen ym. 2017, 57–58.)

Kasvavat vallihautayhtiöt ovat samanlaisia kuin vakaat yhtiöt, mutta ne pystyvät sijoittamaan voittojaan liiketoimintaan. Kun suurin osa voitosta investoidaan, osakekurssit nousevat, mutta osinkoa jaetaan vähemmän. Kone on esimerkkinä tällaisesta kasvavasta vallihautayhtiöstä. Kone tekee jatkuvasti investointeja myyden hissejä kehittyviin maihin. Kone tekee myös huoltotoimintaa, joten mitä enemmän hissejä se myy, sitä enemmän sillä on myös huollettavaa. Vallihaudan muodostamiseksi yhtiöllä tulee olla vahva brändi, johtava markkina-asema sekä toimintaa suurella mittakaavalla. (Hämäläinen ym. 2017, 59–60.)

Morningstarin mukaan vallihautayhtiöt voidaan jakaa neljän eri kriteerin mukaan. Nämä kriteerit ovat mittakaavaetu, aineeton omaisuus, asiakkaiden korkeat vaihtokustannukset sekä verkostotalous. Aineettoman omaisuuden, kuten patenttien tai valtion lupien, avulla yhtiöt pystyvät muodostamaan vallihaudan muihin kilpailijoihin, koska kilpailijat eivät pysty tuottamaan samanlaisia tuotteita tai toimimaan samoilla markkinoilla. Asiakkaiden korkeat vaihtokustannukset tarkoittavat tilannetta, jossa asiakkaiden ei kannata vaihtaa palveluntarjoajaa, sillä vaihdosta syntyvät kulut ovat saatuja säästöjä suurempia. Täten asiakkaat ostavat palveluita ja tuotteita samalta tarjoajalta, jolloin muiden yhtiöiden on vaikeampi kasvattaa asiakaskuntaa. Verkostotaloudessa hyötyä syntyy käyttäjien määrän mukaan; miten enemmän käyttäjiä palvelulla on, sitä enemmän muut käyttäjät saavat hyötyä. Esimerkkinä tästä on Adobe Reader -ohjelma, josta on muodostunut kyseisen alan standardi sen useiden käyttäjien ansiosta. (Boyd 2005; Quinn 2006.)

2.4.3 Liiketoimintamalli

Liiketoimintamalli on keino, jonka avulla yhtiö luo taloudellista lisäarvoa sekä luo itsensä ja kilpailijoiden välille vallihaudan. Liiketoimintamalli vastaa kolmeen peruskysymykseen: kuka on asiakas, mitä asiakas arvostaa ja miten se voidaan tuottaa. Yhtiön täytyy ensin selvittää asiakkaan tarve, jonka jälkeen mallin avulla selvitetään, millä tavoin tarve täytetään. Suurimmat yhtiöt pystyvät selvittämään asiakkaitten tarpeita ja oman liiketoimintamallin avulla viemään asiakkaita muilta kilpailijoilta parannettujen palvelujen ansiosta. Esimerkkeinä tästä ovat Airbnb ja Amazon, jotka tarjoavat palveluitaan hyvin halvalla ja helpottamalla palveluiden ja tuotteiden myyntiä. Laatuyhtiöiden tarkoituksena on muodostaa kestäviä asiakassuhteita liiketoimintamallien avulla. Ne eivät tarjoa pelkästään tuotteita vaan myös huoltopalveluitaan, mikä mahdollistaa taloudellisen kehityksen, vaikka tuotteiden myynnille ei ole kysyntää. (Hämäläinen ym. 2017, 63–70.)

2.4.4 Johto

Laadukas johto on asia, jonka laatusijoittajat ottavat huomioon sijoituskohteita etsiessä. He etsivät johtoa, joka pyrkii vakaaseen pääoman tuottoon pitkällä ajanjaksolla. Hyvä johto pystyy nostamaan heikon tai keskinkertaisen yhtiön seuraavalle tasolle ja samoin huono johto pystyy vahingoittamaan yhtiön menestystä ja

tulosta huonoilla valinnoilla ja investoinneilla. Johdon tehtävänä on huolehtia strategian toteutumisesta ja kilpailuedun vahvistamisesta. Jos johto ei osaa ylläpitää kilpailuetua ja vahvistaa sitä, yhtiö voi menettää asemansa. (Hämäläinen ym. 2017, 73.)

Laatuyhtiöiden johto on yleisesti sijoittajaystävällistä ja he ymmärtävät liiallisten investointien vaarallisuuden. Tämä ymmärrys auttaa yhtiöiden tulevaisuuden tuottojen kestävydessä, sillä tarpeettomia investointeja ei tehdä. (Schroders' QEP Investment Team 2017.)

Warren Buffett tarkastelee huolella uusien mahdollisten sijoituskohteiden johtoa. Johtohenkilöiden tulee olla rehellisiä, osaavia sekä luotettavia. Hän etsii johdossa kolmea ominaisuutta: järkiperäisyyttä, avoimuutta osakkeenomistajien kanssa sekä kykyä pysyä omassa strategiassa. (Hagstrom 2004, 81.)

Hyvän johdon tulee ymmärtää, milloin strategiaa tulee muuttaa konkurssin uhattessa. Monet mielellään ostavat uuden yhtiön, kuin korjaavat nykyiset ongelmat. Buffett on kertonut kolme näkemystään, minkä takia tämä tapahtuu. Ensimmäisenä syynä on johdon yliaktiivisuus, joka usein ilmenee yritysostoissa. Toisena syynä on yhtiön tunnuslukujen liiallinen vertailu muihin yhtiöihin ja tästä seuraa yliaktiivisuutta. Kolmantena syynä on johdon liiallinen usko omiin kykyihin. (Hagstrom 2004, 98.)

Johdon laatua pystytään tutkimaan laajemmin kuuden eri mittarin avulla. Näitä ovat: osakeomistus, palkitseminen, kokemus, track record, viestintä ja pitkäjänteisyys. Osakeomistuksella nähdään, onko johtoryhmällä suurta omistususuutta yhtiössä. Omistus yhtiössä luo johdolle kannustimen, jotta he toimisivat paremmin. Laatusijoittajat haluavat yhtiön johdon palkitsemisen kannustavan pitkäaikaiseen omistaja-arvon nostamiseen. Johtoa näin palkittaisiin hyvästä suorituksesta. (Hämäläinen ym. 2017, 74.)

Kokemus ja osaaminen ovat asioita, jotka kertyvät pitkäaikaisille johtohenkilöille. Tämän takia laatuyhtiöissä ei tarvitse vaihtaa toimitusjohtajaa usein, sillä mitä kauemmin hän on ollut töissä, sitä paremmin hän tuntee yhtiön ja sen toiminnan. Jos toimitusjohtaja tulee vaihtaa, uuden henkilön on parhainta nousta yhtiön si-

sältä, sillä hänellä on siten valmiiksi tietoa yhtiön toiminnasta. Uutta johtoa hankittaessa tulee ottaa huomioon heidän track record. Sen avulla nähdään miten henkilöt ovat suoriutuneet aikaisemmissa työtehtävissä. Täytyy myös osata erottaa asiat, joihin johto on aikaisemmassa työssä pystynyt vaikuttamaan. Jotkin yhtiöt pystyvät menestymään, vaikka johto ei ole tehnyt mitään erikoista ja toisissa tapauksissa hyväkään johto ei onnistu pelastamaan kaatuvaa yhtiötä. (Hämäläinen ym. 2017, 75–76.)

Hyvän johdon tulee viestiä avoimesti osakkeenomistajille yhtiössä tapahtuvista positiivista ja negatiivista asioista. Tämä mahdollistaa osakkeen hinnan pysyvän lähellä liiketoiminnan arvoa. Jos tämä tapahtuu, sijoittajien tuotto muodostuu samanlaiseksi kuin yhtiön liiketoiminnan kehitys. Hyvän johdon tulee kestää huonoa tulosta, eikä lähteä muokkaamaan strategiaa kilpailijoiden ja trendin perusteella. Jos valittu strategia on hyvä, sen avulla yhtiön vallihauta ja tulos kasvavat pitkällä aikajaksolla hetkellisestä heikosta tilanteesta huolimatta. (Hämäläinen ym. 2017, 76.)

2.5 Laatusijoittaminen verrattuna arvo- ja kasvusijoittamiseen

Laatusijoittamisella on moria eroavaisuuksia verrattuna arvo- ja kasvusijoittamiseen. Arvosijoittaminen toimii lähes laatusijoittamisen vastakohtana. Arvoyhtiöitä etsivä sijoittaja haluaa mahdollisimman edullisia ja aliarvostettuja osakkeita, joiden yhtiöt yleensä kärsivät joistain hetkellisistä ongelmista. Tuotto syntyy alihinnon purkaututtua ja osake pystytään myymään nopeasti pois. Riskit ovat suuret, jos hinnoittelu ei korjaannu ikinä. Arvoyhtiöt ovat yleisesti laatuyhtiöitä kannattamattomimpia, syklisempiä sekä heikotaseisempia. Laatusijoittaja ostaa vain kaikkein parhaimpia yhtiöitä kohtuullisella hinnalla. Osakkeen hinta ei ole merkitsevä kriteeri, vaan tärkeintä on yhtiön hyvä asema ja vakaus. Osaketta tullessaan pitämään pitkän aikaa, jolloin kasvava arvo ja osinkotuotto muodostavat vakaan tuoton. (Schroders QEP 2015; Hämäläinen ym. 2017, 20.)

Kasvusijoittaminen on lähempänä laatusijoittamista kuin arvosijoittaminen. Laatusijoittajan tavoin kasvuyhtiöiltä odotetaan osakekurssin kasvua, sillä osakkeet ovat ostettu kalliilla. Ostopäätös perustuu ennusteisiin ja nopeaan liiketoiminnan

kasvuun. Laatusijoittajat pyrkivät ostamaan kohtuullisella hinnalla osakkeita, kun kasvusijoittajalle hinta ei ole tärkeä tekijä. (Hämäläinen ym. 2017, 20–21.)

Jokaisessa sijoitusstrategiassa on omat riskinsä. Arvosijoittamisessa riskit kohdistuvat hinnoittelun väärin arvioimiseen, jolloin ostetun osakkeen hinta ei välttämättä tule ikinä nousemaan. Kasvusijoittamisessa on samankaltainen riski, kun yhtiön kasvu arvioidaan väärin ja osakkeesta on maksettu liikaa, jolloin odotettua kasvua ei ikinä tapahdu. Laatusijoittamisessa riskinä on väärin tunnistettu laatu-yhtiö tai laatu-yhtiö ei pysy markkinoiden ja ympäristön muutosten perässä, jolloin se voi menettää asemansa.

3 Tutkimuksen taustatiedot

Opinnäytetyön tarkoituksena on tutkia ja selvittää, onko laatusijoittamisella pystytty saavuttamaan parempaa tuottoa verrattuna arvosijoittamiseen Helsingin pörssissä ja mitkä ovat olleet tuottoisimpia yhtiöitä sijoituskohteina kyseisenä aikana. Tämä luku sisältää tutkimuksessa käytettävät tunnusluvut sekä yhtiöiden valinnan.

3.1 Tutkimusaineisto

Tutkimusaineistona on Helsingin pörssin noteeratut yhtiöt. Yhtiöistä valitaan arvo- ja laaturyhmisiin 5 yhtiötä, jotka ovat olleet pörssissä vuosien 2009 ja 2017 välisen ajan. Aineistoa on kerätty yhtiöiden vuosikertomuksista sekä Kauppalehdestä. Yhtiöitä on valittu 5 molempiin ryhmiin, koska valittavien yhtiöiden ryhmä ei sisällä tarpeeksi montaa laadukasta arvoyhtiötä suuremman määrään valitsemiseksi. Suurempi otanta täten laskee ryhmien tuottoja ja tutkimuksen tarkoituksena on vertailla laadukkaimpia arvo- ja laatu-yhtiöitä toisiinsa.

Tutkimuksessa olevat yhtiöt valitaan vuoden 2008 tilinpäätöstietojen perusteella, koska se antaa tarkimmat käytettävissä olevat tiedot vuoden 2009 alusta alkavan tutkimuksen tekoon. Yhtiöiden määrää on rajattu Helsingin pörssin vuoden 2008 viimeisen pörssipäivän neljäänkymmeneen vaihdetuimpaan yhtiöön.

Valittavien yhtiöiden ryhmän kokoa on laajennettu alun perin suunnitellusta OMXH25-indeksin yhtiöstä, koska kyseinen indeksi ei sisältänyt tarpeeksi monia tutkimukseen tunnuslukujen perusteella hyväksyttävää yhtiöitä. 40:n yhtiön ryhmästä poistetaan ulkomaalaisomisteiset Nordea ja Telia, joiden vuosikertomukset sisälsivät puutteellisia tietoja, sekä Pohjola Pankki, Rautaruukki ja Vacon, jotka ovat poistuneet pörssistä ajanjakson aikana.

3.2 Tutkimusmenetelmä

Tutkimusmenetelmänä toimii numeerisen tiedon vertailu Helsingin pörssin arvoja ja laatuyhtiöiden välillä. Menetelmä on tällöin määrällistä eli kvantitatiivista. Aineistoa käsitellään Excel-ohjelmiston avulla. Neljäkymmenen yhtiön joukosta rajataan pois yhtiöt, joiden vuosikertomukset ovat puutteellisia tai yhtiöt eivät oleet pörssissä koko tarkastelujaksoa. Lopulta valitut yhtiöt jaetaan kahteen eri ryhmään tunnuslukujen perusteella ja yhtiöiden osinkoa sekä kurssikehitystä vertaillaan toisiinsa.

Tutkimuksessa ei huomioida osinkojen verotusta eikä osinkoja sijoiteta uudelleen takaisin yhtiöihin. Tarkoituksena on vain seurata osakkeen kurssikehityksen ja maksettujen osinkojen muodostamaa tuottoa.

3.3 Tunnusluvut

Tunnusluvut auttavat yhtiöiden analysoimisessa sekä sopivien sijoituskohteiden löytämisessä. Useita tunnuslukuja vertailemalla pystytään löytämään yhtiöitä, joiden taloudellinen tilanne on kunnossa sekä niiden osakkeet ovat sopivan hintaisia.

Tunnusluvut yleisesti jaetaan kannattavuuden, vakavaraisuuden, maksuvalmiuden ja tehokkuuden tunnuslukuihin. Näiden lisäksi on vielä sijoittamiseen kohdistuvat markkinaperusteiset tunnusluvut, jotka arvioivat yhtiön asemaa sijoituskohteena sen osakkeen hinnan perusteella. (Kallunki, Lantto & Sahlström 2008, 113 & 169.)

Tässä tutkimuksessa käytetään neljää pääasiallista tunnuslukua yhtiöiden valinnassa ja vertailussa. Nämä luvut ovat P/E- ja P/B-luku, oman pääoman tuotto-% sekä efektiivinen osinkotuotto-%. Kyseiset tunnusluvut on valittu, koska P/E- ja

P/B-lukua käytetään yhtiöiden rajaamisessa arvo- ja laatu-yhtiöihin. Oman pääoman tuotto-% ja efektiivisen osinkotuotto-% ovat sijoittajan kannalta tärkeitä tunnuslukuja, koska niiden avulla voidaan selvittää yhtiöiden kannattavuutta sekä niiden osingonmaksukykyä. Näiden kahden luvun avulla rajatuista yhtiöistä valitaan viisi yhtiötä kumpaakin ryhmään.

3.3.1 P/E-luku

P/E-luku (Price per Earnings) kertoo kuinka monta vuotta yhtiöllä kestää tuottaa markkina-arvon verran nykyisellä tuloksella. P/E-luku on sijoittajien eniten käytämä tunnusluku. P/E-luvun käyttö on hyödyllistä aliarvostettujen arvoyhtiöiden löytämisessä, sillä alhaisempi luku tarkoittaa edullisempaa yhtiötä. Luku saadaan joko jakamalla osakkeen hinta osakekohtaisella tuloksella tai jakamalla markkina-arvo nettotuloksella. P/E-lukua ei voida käyttää yhtiön tehdessä tappiota tai yhtiön ollessa syklinen, sillä luku ei silloin anna oikeaa kuvaa yhtiön toiminnasta. (Hämäläinen 2005, 65–66.)

Helsingin pörssissä P/E-luku on keskiarvoisesti ollut 16 vuosien 2006 ja 2016 aikana. Historiallisesti pitkän aikavälin aikana se on ollut keskimäärin 15. Yhtiöiden luvut voivat vaihdella paljon yhtiön tyypin mukaan. Laatu-yhtiöillä ja kasvuyhtiöillä P/E-luku voi olla paljon yli markkinoiden keskiarvon. Hitaasti kasvavat yhtiöt ja arvoyhtiöt omaavat yleisesti alhaisia P/E-lukuja. (Pulkkinen 2016.)

3.3.2 P/B-luku

P/B-luku (Price per Book Value) saadaan jakamalla markkina-arvo omalla pääomalla. Yleisin tapa on jakaa oman pääoman määrä osakkeiden määrällä. Täten saadaan osakekohtainen oma pääoma, jolla jaetaan vielä osakkeen hinta. Saatua P/B-luku kertoo, kuinka paljon suurempi osakkeen hinta on verrattuna omaan pääomaan. Helsingin pörssin Cap-indeksin P/B-luku on ollut 1,2 ja 2,3 välillä vuosien 2001–2016 aikana. Cap-indeksissä on pörssin kaikkien vaihdettujen osakkeiden kurssikehitys, mutta yksi osake voi olla enintään 10 % indeksin arvosta. Alle yhden arvot tarkoittavat yhtiön olevan alihinnoiteltu ja sen markkina-arvo on pienempi kuin kirjanpitoarvo. (Pulkkinen 2017.)

P/B-lukua on kannattavaa katsoa oman pääoman tuotto-% (ROE) kanssa. P/B:n ollessa alhainen ja ROE:n ollessa korkea yhtiö on halpa sijoituskohde. P/B-luvun käyttö soveltuu parhaiten perusteellisuuden yhtiöiden tarkastelemiseen. (Hämäläinen 2005, 68.)

3.3.3 Oman pääoman tuotto-%

Oman pääoman tuotto-% (ROE) kertoo, kuinka paljon tuottoa on syntynyt suhteessa omaan pääomaan. Luku saadaan jakamalla tilikauden voitto eli nettotulos keskimääräisellä omalla pääomalla. Keskimääräinen oma pääoma saadaan tilikauden alun ja lopun oman pääoman keskiarvolla. Yritykset pystyvät parantamaan oman pääoman tuottoa ottamalla velkaa ja käyttämällä velan vipuvaikutusta hyödykseen. (Kallunki ym. 2008, 136–138.) Ohjearvona 15–20 % on hyvä ja näitä korkeammat luvut ovat erinomaisia ja alhaisemmat ovat heikkoja.

3.3.4 Efektiivinen osinkotuotto

Efektiivinen osinkotuotto-% kuvastaa maksetun osingon suhdetta osakkeen hintaan. Luku saadaan jakamalla osakekohtainen osinko osakekurssilla. Luku kuvastaa yhden vuoden tuottoa, sillä osinkoja maksetaan yleisesti kerran vuodessa. Eri yhtiöiden lukuja voi vertailla toisiinsa, sillä lukuun ei voida vaikuttaa tilinpäätöskäytännöillä. (Kallunki ym. 2008, 182–183.) Osinkotuotto-% on Helsingin pörssissä ollut keskimäärin noin 4 % historian aikana (Heikkilä 2017b).

3.4 Yhtiöiden valinta

Laatuyhtiöillä yleisesti P/B- ja P/E-luku on historiallista keskiarvoa korkeampia ja oman pääoman tuotto-% on hyvällä tasolla eli yli 15 %. Vuonna 2008 kyseessä oli poikkeuksellinen tilanne pörssikurssien ollessa kovassa laskusuhdanteessa, joten yhtiöiden tunnusluvut tulevat olemaan normaalia alhaisempia. Arvoyhtiöiden määrittelyssä suoraviivaisin keino on käyttää P/E- ja P/B-lukuja. P/E-luvun halutaan olevan alle markkinoiden keskiarvon ja P/B-luvuksi halutaan alle yksi, jolloin markkina-arvo on pienempi kuin kirjanpitoarvo ja osake on täten alihinnoiteltu.

Neljänkymmenen vaihdetuimman yhtiön joukosta on tutkimuksen alussa poistettu viisi yhtiötä, joiden vuosikertomukset olivat puutteellisia tai ne eivät olleet

pörssissä koko tarkastelujaksoa. Jäljelle jääneiden 35 yhtiön P/E-lukujen keskiarvo on 10,3, joka markkinoiden historiallista keskiarvoa alhaisempi. Ainoastaan kahdella yhtiöllä luku on yli 15 ja kahdeksalla yhtiöllä luku on negatiivinen. Keskiarvoon ei huomioida negatiivisia P/E-lukuja. Kyseisten yhtiöiden P/B-lukujen keskiarvo on 1,3. Kyseisellä hetkellä pörssin vaihdetuimpien yhtiöiden markkina-arvo ei ole kirjanpitoarvoa paljoa suurempi. Oman pääoman tuotto-% on 11,3 eli useimmilla luku on tyydyttävällä tasolla, paitsi yhdeksällä yhtiöllä kyseinen tunnusluku on negatiivinen. P/B-luvun ja oman pääoman tuotto-%:n keskiarvojen laskemiseen on huomioitu kaikki 35 yhtiötä.

Jäljelle jääneistä 35 yhtiöstä poimitaan laatu- ja arvoryhmään yhtiöitä, jotka sisältävät niitä edustavia ominaisuuksia. Laaturyhmään lukeutuu 15 kelvollista yhtiötä korkean P/B-luvun perusteella. Näiden yhtiöiden keskiarvoinen ROE on 25,5 %; P/B-luku on 2,0 ja P/E-luku on 9,9. Arvoryhmään lukeutuu 8 yhtiötä alhaisen P/B-luvun mukaan. Monella aliarvostetulla yhtiöllä on negatiivinen ROE ja P/E-luku, joten kyseiset yhtiöt jäivät valinnan ulkopuolelle. Kyseisellä ryhmällä keskiarvoisesti ROE on 13,0; P/B on 0,8 ja P/E on 8,6. Arvo- ja laaturyhmän välillä vähiten eroa on P/E-luvuissa, muutoin ryhmien välillä on selvä ero. Molemmista ryhmistä valitaan 5 parhaita yhtiötä tunnuslukujen perusteella muodostamaan osakesalkut tutkimukseen.

Tässä tutkimuksessa käytettäviksi laatu-yhtiöiksi on valittu Kone, Elisa, Orion, Uponor ja Fortum (Taulukko 1). Tämän lopullisen osakesalkun keskiarvoinen oman pääoman tuotto-% on 27,8; P/B-luku on 2,7; P/E-luku on 9,8 ja efektiivinen osinkotuotto-% on 6,9.

	Efektiivinen osinkotuotto %	Oman pääoman tuotto-%	P/B	P/E
Elisa	4,9	18,5	2,2	11,0
Fortum	6,6	18,7	1,7	8,8
Kone	4,2	46,8	3,9	9,0
Orion	7,9	32,1	4,0	12,4
Uponor	11,0	22,7	1,8	7,8

Taulukko 1. Valitut laatu-yhtiöt

Arvoyhtiöiksi on valittu Kesko, Metso, Cramo, YIT ja Cargotec (Taulukko 2). Keskolla on pörssissä A- ja B- osake ja tutkimuksessa käytetään B-osaketta, koska sitä vaihdettiin enemmän vuoden 2008 viimeisenä pörssipäivänä. Näiden viiden yhtiön oman pääoman tuotto-% on 16,6; P/B-luku on 0,7; P/E-luku on 6,4 ja efektiivinen osinkotuotto-% on 8,2. Laatu-yhtiöillä kaikki tunnusluvut ovat korkeampia verrattuna arvoyhtiöihin, paitsi efektiivinen osinkotuotto-%, joka on alhainen Elisän ja Koneen tunnusluvun alhaisuuden takia. Cargotec on arvoyhtiöistä poikkeuksellinen, sillä sen P/E-luku on kaikkia yhtiöitä korkeampi.

	Efektiivinen osinkotuotto-%	Oman pääoman tuotto-%	P/B-luku	P/E-luku
Cargotec	7,4	13,7	0,6	13,5
Cramo	8,7	14,9	0,4	2,9
Kesko B	5,6	12,1	0,9	8,0
Metso	8,2	26,0	0,8	3,1
YIT	10,9	16,5	0,7	4,4

Taulukko 2. Valitut arvoyhtiöt

Valitut yhtiöt eivät välttämättä tule sisältämään jälkikäteen katsottuna kaikkia tuottoisimpia yhtiöitä, sillä osa niistä ei saata lukeutua 40 vaihdetuimman yhtiön joukkoon tai niillä on ollut vuoden 2008 lopulla tunnuslukujen perusteella tapahtunut heikkoa kehitystä, jonka takia ne ovat jääneet valinnan ulkopuolelle. Tämän tutkimuksen tarkoituksena on valita tarkasteltavat yhtiöt tarkastelujakson alun tunnuslukujen perusteella, joten valintaa ei tehdä jälkikäteen tarkastelemalla yhtiöiden kehitystä.

3.5 Tuloksien laskeminen

Arvo- ja laatu-yhtiöstä muodostettujen osakesalkkujen tuoton laskemisessa huomioidaan osakekurssien kehitys sekä maksetut osingot. Osakekurssien kehitystä seurataan neljännesvuosittain ensimmäisten pörssipäivien päätöskurssien mukaan. Tämänkaltainen seuranta antaa hyvän kuvan kurssin kehityksestä monen vuoden ajalta. Vuoden 2017 viimeisessä neljänneksessä käytetään ensimmäisen päivän lisäksi myös vuoden viimeisen pörssipäivän päätöskurssia, koska tämä

antaa laajemman kuvan yhtiöiden kurssien kehityksestä koko ajanjaksolta. Yhtiöiden osakkeiden muodostama tuotto lasketaan seuraavalla kaavalla:

$$\frac{\text{Myyntihinta} - \text{Ostohinta} + \text{Osingot}}{\text{Ostohinta}} \quad (1)$$

Osakkeiden kokonaistuotoista lasketaan myös keskimääräiset vuosituotot yhdeksän vuoden ajalta seuraavalla kaavalla:

$$(\text{Tuotto} + 1)^{\frac{1}{9}} - 1 \quad (2)$$

Tuoton lisäksi tutkimuksessa lasketaan myös yhtiöiden kurssien kasvun tasaisuus vertailemalla kurssin muutosta edellisen kvartaalin lukuun sekä seuraamalla kurssikehitystä. Tarkastelujakson muutoksista lasketaan vuosittaiset volatilitetit keskihajonnan avulla.

4 Tutkimuksen tulokset

Tämä luku sisältää tutkimuksesta saadut tulokset arvo- ja laaturyhmistä. Tutkimustulokset sisältävät koko ajanjakson tuotot, pörssikurssien muutokset, keskimääräiset vuosittaiset tuotot, maksetut osingot ja osinkotuotto-%:n sekä osakkeiden volatilitetit.

4.1 Arvoyhtiöiden kurssit

Kaikkien valittujen arvoyhtiöiden pörssikurssit ovat kasvaneet tarkastelujaksolla (Taulukko 3). Keskon B osake oli muita osakkeita paljon kalliimpi alussa ja se pysyi toiseksi kalleimpana lopussa. Cargotecin osake on noussut 422,1 % eli kasvua on tapahtunut muita arvoyhtiöitä huomattavasti enemmän. Cramo on kasvanut toiseksi eniten 300,8 %:lla. YIT:n kurssi oli alussa ja lopussa kaikkein alhaisin sekä se on ainoa osake, jonka arvo ei vähintään kaksinkertaistunut. Arvoyhtiöiden pörssikurssien kasvut ovat olleet hyvin vaihtelevia, sillä kahden toisiaan kasvuprosenttiltaan lähimpänä olevien osakkeiden ero on ollut 65,9 prosenttiyksikköä ja koko ryhmän vaihteluväli oli 362 prosenttiyksikköä.

	Q1 2009	Q4 2017	Kasvu-%	Vuosittainen tuotto-%
Cargotec	9,0	47,2	422,1	20,2
Cramo	4,9	19,8	300,8	16,7
Kesko B	18,0	45,3	151,7	10,8
Metso	9,0	28,5	217,7	13,7
YIT	4,0	6,4	60,1	5,4
Keskiarvo	9,0	29,4	227,6	14,1

Taulukko 3. Arvoyhtiöiden pörssikurssit

Tarkastelujakson alun kurssit eivät eronneet toisistaan paljoa Keskon osaketta lukuun ottamatta; kaikkien hinnat pysyivät noin 14 euron sisällä toisistaan. Viimeisten hintojen välillä on suurta eroa vaihteluvälin kasvaessa 41 euroon. Ryhmän keskiarvoinen tuotto on ollut 227,6 %. Arvoyhtiöiden ryhmän vuosittainen tuotto on ollut keskimäärin 14,1 %. Yhtiöiden tuottojen vaihteluväli oli 5,4–20,2 %.

4.2 Laatu-yhtiöiden kurssit

Arvoyhtiöiden tapaan kaikkien laatu-yhtiöiden pörssikurssit ovat kasvaneet tarkastelujaksolla (Taulukko 4.) Fortum on ollut laatu-yhtiöistä huonoin sijoituskohde korkean ostohinnan ja alhaisimman kasvun takia; sen osake on kasvanut vain 7 %, kun kaikki muut laatuosakkeet ovat vähintään kaksinkertaistuneet. Kone on kasvanut kaikkein eniten laatu-yhtiöistä.

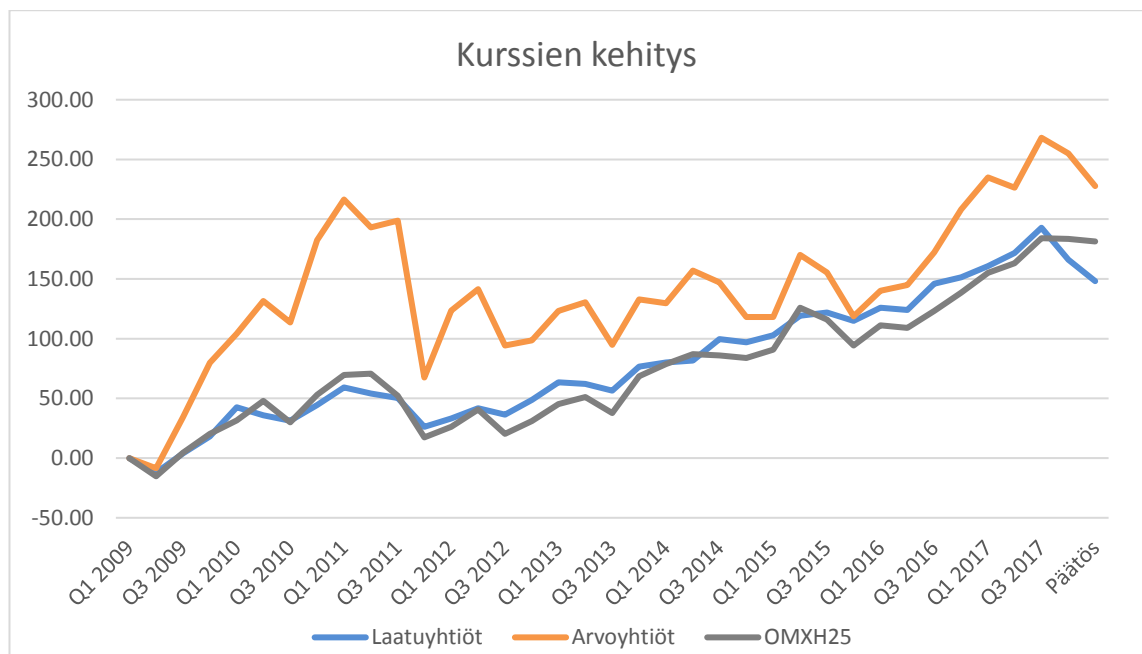
	Q1 2009	Q4 2017	Kasvu-%	Vuosittainen tuotto-%
Elisa	13,1	32,7	149,4	10,7
Fortum	15,4	16,5	7,0	0,8
Kone	8,0	44,8	458,7	21,1
Orion B	12,6	31,1	146,1	10,5
Uponor	8,0	16,8	110,8	8,6
Keskiarvo	11,4	28,4	148,2	10,6

Taulukko 4. Laatu-yhtiöiden pörssikurssit

Laatuyhtiöiden ostohinnat lukeutuvat kaikki 8 euron sisälle ja viimeiset hinnat ovat 30 euron sisällä toisistaan. Kone ja Fortum ovat kasvultaan ääripäitä, sillä loput kolme yhtiötä, Orion, Elisa ja Uponor, pysyivät kasvuprosenteillaan 38,6 prosenttiyksikön sisällä toisistaan. Ryhmän keskimääräinen kasvu oli 148,3 %, jota kuvastaa hyvin edellä mainitun kolmen yhtiön kasvu. Laatuyhtiöiden keskimääräinen vuosittainen tuotto on ollut 10,6 %. Yhtiöiden tuottojen vaihteluväli oli 0,8–21,1 %. Laatuyhtiöiden keskimääräinen vuosittainen tuotto oli arvoyhtiöitä 3,5 prosenttiyksikköä alhaisempi, mutta Koneella oli kaikkein korkein tuotto, 21,1 %.

4.3 Kurssien vertailu

Laatu- ja arvoyhtiöiden pörssikurssien kehityksen vertailuun on myös lisätty OMXH25-indeksin kehitys kyseiseltä ajalta (Kuvio 1). Laatu- ja arvoyhtiöiden ryhmässä ei ollut mukana osakkeita, joiden kurssi on laskenut negatiiviseksi tarkastelujakson lopussa.



Kuvio 1. Kurssien kehitys

Kaikkien kolmen käyrän kurssikehitys oli negatiivista tarkastelujakson alussa. Arvoyhtiöt saavuttivat tämän jälkeen laatuyhtiöitä voimakkaampaa kasvua. Vuoden 2011 alkuun mennessä kurssit olivat kasvaneet keskimäärin yli 200 %. Arvoyhtiöillä oli suuria nopeita kasvuja sekä suuria laskuja, jolloin osakkeen arvosta hävisi

suuri osa. Vuoden 2012 alussa kurssikehitys oli laskenut 67 prosenttiin. Arvoyhtiöt ovat olleet laatuyhtiöitä riskisempiä sijoituskohteita kyseisellä ajanjaksolla; väärään aikaan sijoittamalla pystyi menettämään suuren osan tuotoista.

Laatuyhtiöiden kasvu on ollut tasaisempaa eikä arvoyhtiöiden tapaisia suuria laskuja ole tapahtunut. Laatuyhtiöiden indeksi on seurannut OMXH25-indeksin kehitystä ja se on suurimman osan ajasta pysynyt sen yläpuolella. Vuoden 2017 lopulla arvo- ja laatuyhtiöiden tuotot laskivat molemmilla noin 40 prosenttiyksikköä. Kyseisen vuoden kolmannella vuosineljänneksellä kaikilla indekseillä oli tarkastelujakson korkeimmat kurssit. Tarkastelujakson lopussa arvoyhtiöryhmän kurssit olivat tuottaneet 227,6 %, kun laatuyhtiöiden tuotto jäi alhaisemmaksi tuoton ollessa 148,3 %. OMXH25-indeksin tuotot jäivät molempien ryhmien puoliväliin 181,5 %:lla ja sen tuotto laski vain 2,6 prosenttiyksikköä korkeimmasta arvosta. Suurempi yhtiömäärä ja hajauttaminen voi olla syynä siihen, minkä takia indeksi laski niin vähän verrattuna muihin.

4.4 Volatiliteetti ja osingot

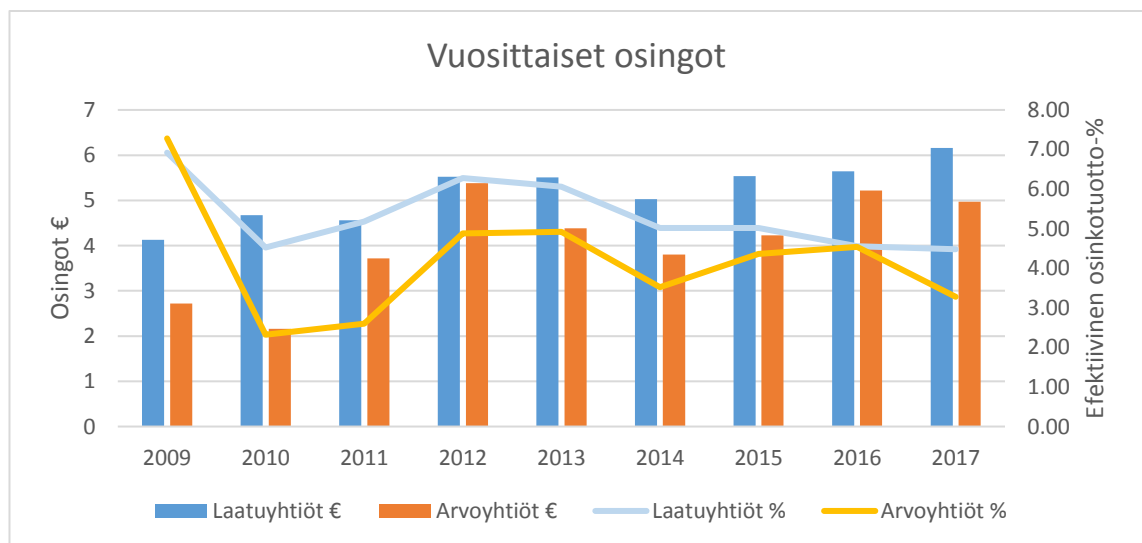
Yhtiöiden volatiliteetit on laskettu jokaiselta vuodelta kvartaalien ensimmäisen pörssipäivän päätöskurssien keskihajonnan avulla. Keskiarvo on laskettu geometrisellä keskiarvolla yhdeksän vuoden arvoista. Pienimmät ja suurimmat arvot kertovat, minä vuotena oli suurin ja pienin volatiliteetti. Laatuyhtiöiden volatiliteettien keskiarvot ovat kaikkia arvoyhtiöiden arvoja pienempiä (Taulukko 5). Pienimmät ja suurimmat arvot ovat suurimmilta osin arvoyhtiöiden arvoja pienempiä.

	Keskiarvo	Pienin	Suurin
Elisa	9,3	3,8	18,2
Fortum	10,6	6,7	16,2
Kone	7,5	3,9	21,5
Orion	13,0	4,3	23,7
Uponor	15,7	8,8	27,7
Cargotec	23,4	12,5	46,3
Cramo	21,1	12,8	38,6
Kesko B	14,5	8,7	21,8
Metso	17,0	6,5	40,5
YIT	17,5	12,5	27,1

Taulukko 5. Yhtiöiden volatiliteetti

Koneella on alhaisin keskiarvo sekä toiseksi pienin hajonta pienimmän ja suurimman arvon välillä. Cargotecilla on näiden lukujen perusteella ollut korkein volatilitteetti; sen keskiarvo ja suurin arvo ovat muiden yhtiöiden lukuja suurempia sekä pienin arvo on toiseksi suurin kaikista yhtiöistä. Laatu-yhtiöiden ryhmän keskiarvo on 11,2 ja arvoyhtiöiden keskiarvo on 18,7. Keskiarvojen sekä suurimpien arvojen avulla nähdään arvoyhtiöiden volatilitteetin olevan laatu-yhtiöitä korkeampi useimmissa tapauksissa.

Keskiarvoisesti molemmilla ryhmillä oli korkein efektiivinen osinkotuotto-% ensimmäisenä vuotena (Kuvio 2). Se on myös ainoa ajanhetki, jolloin arvoyhtiöillä kyseinen luku oli laatu-yhtiöitä korkeampi. Toisena vuotena luku laski kolmanneksen arvoyhtiöiden voimakkaan kurssinousun seurauksena. Kurssien nousut selittävät molemmilla ryhmillä osinkotuotto-%:n laskemisen kasvavista osingoista huolimatta.



Kuvio 2. Osingot ja efektiivinen osinkotuotto-%

Arvoyhtiöiden yhteensä maksamien osinkojen määrä vaihteli laatu-yhtiöitä enemmän; laatu-yhtiöiden kehitys oli tasaisempaa ja noususuhdanteisempaa. Arvoyhtiöt eivät myöskään onnistuneet minään vuonna maksamaan laatu-yhtiöitä enempää osinkoa.

Vuosi 2012 oli kaikkein tasaisin laatu-yhtiöiden maksaessa osinkoja vain yhteensä 0,14 euroa enemmän. Suurin ero oli vuonna 2010, jolloin laatu-yhtiöt maksoivat

osinkoja 2,51 euroa enemmän. Laatu-yhtiöiden osingot pysyivät viimeisenä kuukautena vuotena viiden euron yläpuolella arvoyhtiöiden maksaessa vain kahtena vuotena yli viisi euroa osinkoina. Laatu-yhtiöt maksoivat koko ajalta osinkoja yhteensä 46,76 euroa ja arvoyhtiöt maksoivat 36,58 euroa eli 10,18 euroa vähemmän.

4.5 Tuotot

Yhtiöiden tuotto-%:iin on laskettu pörssikurssin kehitys sekä maksettujen osinkojen määrä (Taulukko 6). Luku kertoo yhden osakkeen muodostaman tuoton määrän tarkastelujaksolla. Maksettujen osinkojen vaihteluväli on 3,32–13 euroa koko ajanjaksolta. Neljä laatu-yhtiötä ovat pystyneet maksamaan keskimäärin yli euron osinkoina joka vuosi. Ainoastaan Uponorin osingot ovat jääneet laatu-yhtiöissä alle yhdeksän euron ja ne ovat kaikista yhtiöistä kolmanneksi pienimmät osingot.

	Osinko €	Tuotto-%	Vuosittainen tuotto-%
Elisa	11,84	239,6	14,6
Fortum	9,60	69,3	6,0
Kone	9,56	578,0	23,7
Orion	11,43	236,6	14,4
Uponor	4,33	165,2	11,5
Cargotec	7,05	500,1	22,0
Cramo	3,54	372,6	18,8
Kesko B	13,00	224,0	14,0
Metso	9,67	325,7	17,5
YIT	3,32	143,5	10,4

Taulukko 6. Maksetut osingot ja tuotto-%

Kesko on 13 eurolla maksanut eniten osinkoja ja sen lisäksi vain Elisa ja Orion ovat maksaneet yli kymmenen euroa osinkoja. Suurista osingoista huolimatta Keskon tuotto jäi arvoyhtiöistä toiseksi alhaisimmaksi sen heikon kurssikasvun takia. Osasyynä tähän on sen kallis hinta tarkastelujakson alussa.

Osinkojen avulla laatu-yhtiöiden ryhmän tuotot kasvoivat 148,3 %:sta 257,7 %:iin kasvun ollessa 109,4 prosenttiyksikköä. Arvoyhtiöllä tapahtui samanlaista kasvua

tuoton kasvaessa 227,6 %:sta 313,2 %:iin kasvaen 85,6 prosenttiyksikköä. Molemmilla ryhmillä maksetuilla osingoilla on ollut suuri vaikutus osakkeen tuoton muodostamisessa.

Fortum jäi kaikista yhtiöistä vähätuottoisimmaksi sen kurssikasvun ollessa kaikkein heikoin. Sen kurssi oli tarkastelujakson alussa kaikista yhtiöistä toiseksi suurin. Yhtiö maksoi vahvaa osinkoa, mutta sen tuotto silti jäi alle 70 %:iin. Arvoyhtiöistä heikointen tuottanut yhtiö oli YIT. Se maksoi kaikista yhtiöistä vähiten osinkoa ja Fortumin jälkeen sillä oli heikoin kurssikehitys kasvun ollessa vain 60,1 %. Osinkojen avulla sen tuotto kasvoi 143,5 %:iin. Tarkastelujakson alussa ja lopussa sen osakkeen hinta oli kaikista yhtiöistä alhaisin.

Molemmista ryhmistä Kone on tuottanut kaikkein eniten. Se maksanut laatuyhtiöistä toiseksi vähiten osinkoa euromääräisesti, mutta sillä on ollut kaikkia muita yhtiöitä korkeampi kurssikehitys; sen kurssi on kasvanut 458,7 %. Koneen yksi osake on tuottanut osingot mukaan lukien 578 %. Kone on myös Metson ohella ainoa yhtiö, joka on pelkästään osinkojen avulla tuottanut osakkeen ostohinnan verran arvoa.

Arvoyhtiöistä kaikkein tuottoisin sijoituskohteeksi oli Cargotec. Sen kurssi kasvoi 422,1 % ja osinkojen ansiosta tuotto nousi 500,1 %:iin. Sen hinta oli alussa toiseksi kallein arvoyhtiöistä ja tarkastelun lopussa sen hinta oli kaikkia muita yhtiöitä korkeampi. Keskiarvoisesti Koneen volatilitteetti oli alhaisin ja Cargotecin oli korkein, mutta molemmat tuottivat kaikkia muita yhtiöitä paremmin vahvan kurssikehityksen ansiosta eivätkä ne maksaneet osinkoja niin paljoa kuin muut yhtiöt.

Yhtiöiden vuosittaiset tuotto-% olivat Fortumin kuutta prosenttia lukuun ottamatta korkealla tasolla. Kone ja Cargotec pystyivät vuotuisesti tuottamaan yli 20 % ja muilla yhtiöillä tuotto jäi 19 ja 6 % välille. Laatuyhtiöiden vuosittainen tuotto-% oli keskimäärin 15,21 % ja arvoyhtiöillä vastaava luku oli 17,07 %. Keskiarvojen välillä on noin 2 prosenttiyksikön ero ja se johtuu osin Fortumin alhaisesta luvusta.

Tällä tarkastelujaksolla kolmeksi tuottoisimmaksi sijoituskohteeksi ovat muodostuneet Cargotec, Kone ja Cramo. Näistä yhtiöistä Koneella oli suurin kurssin kasvu sekä eniten maksettuja osinkoja. Cargotecilla oli toiseksi suurin kurssikehitys ja se oli maksanut osinkoja kohtalaisesti; näiden ansiosta sen tuotto-% oli

noin 128 prosenttiyksikköä suurempi verrattuna kolmanneksi eniten tuottaneeseen. Cramo oli kaikista yhtiöistä maksanut toiseksi vähiten osinkoja, mutta vahvan kurssikehityksen ansiosta se nousi kolmanneksi eniten tuottavaksi yhtiöksi.

5 Johtopäätökset

Tutkimuksen tarkoituksena oli tutkia laatusijoittamista ja verrata sitä arvosijoittamiseen Helsingin pörssissä. Tutkimuksen tarkastelujaksona oli vuodet 2009–2017. Tutkimuksessa verrattiin laatu- ja arvoyhtiöiden tuottoja kurssikehityksen ja maksettujen osinkojen avulla.

Tutkimuksen pääkysymyksenä oli, onko laatusijoittamisella saatu parempaa tuottoa verrattuna arvosijoittamiseen Helsingin pörssissä vuosina 2009–2017. Tämän lisäksi tutkimuksessa oli kaksi alakysymystä: ovatko laatu-yhtiöt pystyneet tasaiseen kasvuun valitulla jaksolla ja mitkä laatu-yhtiöt ovat olleet kannattavimpia sijoituskohteita. Vastauksia näihin kysymyksiin etsittiin muodostamalla kaksi ryhmää viidestä arvo- ja laatu-yhtiöstä.

Tutkimuksella saatiin vastauksia esitettyihin kysymyksiin. Viiden laatu-yhtiön ryhmä ei ole saanut aikaan parempia tuottoja verrattuna arvoryhmään. Arvoyhtiöiden ryhmän tuotto oli 313,2 % ja se oli 55,5 prosenttiyksikköä suurempi kuin laatu-yhtiöiden ryhmän tuotto 257,7 %. Arvoyhtiöiden keskiarvoinen kurssi oli koko tarkastelujakson ajan suurempi, vaikkakin sen kurssi koki voimakkaampia kurssivaihteluita. Laatu-yhtiö Koneen tuotto oli kokonaisuudessaan 578,0 % ja se tuotti kaikista yhtiöistä eniten. Tämän perusteella laatusijoittamisella on ollut menestystä tarkastelujaksolla. Laatu-yhtiöiden tuotto jäi alhaiseksi osaksi Fortumin heikon 7,0 %:n kurssikasvun takia. Arvoyhtiöiden voimakasta kasvua selittää se, että tarkastelujakso alkoi finanssikriisin päätyttyä, jolloin pörssikurssit lähtivät vahvasti nousuun ja arvoyhtiöt hyötyivät noususuhdanteesta laatu-yhtiöitä enemmän.

Tutkimuksen ensimmäinen alakysymys käsitteli kasvun tasaisuutta. Laatu-yhtiöt pystyivät keskiarvoisesti arvoyhtiöitä tasaisempaan kasvuun. Tuottoisimmalla yhtiöllä Koneella oli myös alhaisin volatiliteettien keskiarvo 7,5. Arvoyhtiöiden alhai-

sin volatiliteettien keskiarvo oli Keskon 14,5. Arvoyhtiöiden keskiarvoinen volatiliteetti oli 18,7 ja laatu-yhtiöiden vastaava luku oli vain 11,2. Laatu-yhtiöiden korkein keskiarvo oli Uponorin 15,7 ja sekin on vielä arvoyhtiöiden keskiarvoa alhaisempi. Tutkimuksesta käy myös ilmi, että korkealla volatiliteetilla on saanut aikaiseksi korkeita tuottoja. Cramolla ja Cargotecilla on korkein volatiliteetti, mutta niillä on myös Koneen jälkeen suurimmat tuotot.

Toisena alakysymyksenä oli, mitkä laatu-yhtiöt olivat kaikkein kannattavimpia sijoituskohteita. Kone nousi kaikista yhtiöistä kaikkein tuottoisimmaksi, sillä se tuotti yhteensä 578,0 % ja sen vuosittainen tuotto oli 23,7 %. Sen osakkeen kurssi kasvoi 458,7 % yhdeksän vuoden aikana ja tämän lisäksi se maksoi 9,56 euroa osinkoja. Muut laatu-yhtiöt tuottivat selvästi vähemmän, mutta toiseksi ja kolmanneksi kannattavimpia laatu-yhtiöitä olivat Elisa 239,6 %:n tuotolla ja Orion 236,6 %:n tuotolla. Arvoyhtiöistä Cargotec, Cramo ja Metso tuottivat näitä kahta yhtiötä enemmän.

Arvoyhtiöt tuottivat keskimääräisesti laatu-yhtiöitä paremmin, mutta niillä oli myös korkeampi volatiliteetti ja täten korkeampi riski. Laatu-yhtiöt maksoivat osinkoja yhteensä 10,18 euroa eli noin 28 % enemmän. Fortum ja YIT olivat omien ryhmiensä heikointen tuottaneet yhtiöt ja Kone ja Cargotec olivat tuottaneet eniten. Koneella oli alussa neljänneksi alhaisin ostohinta, mutta tarkastelun lopussa sen hinta oli kasvanut kolmanneksi kalleimmaksi. Kolmen kalleimman yhtiön kurssit olivat 2,50 euron sisällä toisistaan. Kone kasvoi vahvan kasvun ja osinkojen avulla yhdeksi kalleimmaksi osakkeeksi.

6 Yhteenveto

Tämän opinnäytetyön tarkoituksena oli kerätä tietoa laatusijoittamisesta ja tehdä laatu- ja arvosijoittamista vertaileva tutkimus Helsingin pörssissä vuosien 2009 ja 2017 ajalta. Aikaisempien tutkimuksien mukaan laatusijoittaminen on tuottanut muita sijoitusstrategioita enemmän pitkällä aikavälillä. Tämän tutkimuksen tuloksien mukaan arvosijoittaminen kuitenkin tuotti laatusijoittamista paremmin yhdeksän vuoden aikana. Tutkimuksesta saatuihin tuloksiin vaikuttavat tarkastelujakson pituus ja ajankohta sekä valittavien yhtiöiden määrä, maantieteellinen sijainti ja valintaperusteet.

Yhtiöt valittiin P/B- ja P/E- luvun, efektiivisen osinkotuotto-%:n ja oman pääoman tuotto-%:n avulla. Yhtiöiden tuotot koostuivat maksetuista osingoista sekä kurs-sikehityksestä. Laatu-yhtiöt tuottivat keskimääräisesti vähemmän, mutta laatu-yhtiö Kone oli parhain sijoituskohte, sillä se oli kaikkein tuottoisin ja alhaisimman volatilitteen omaava yhtiö.

Laatusijoittamisesta pystytään tekemään jatkotutkimuksia, koska aihetta ei ole aikaisemmin käsitelty paljoa opinnäytetöissä. Jatkotutkimuksissa tarkastelujak-soa voi laajentaa paremman pitkäaikaisen kuvan ja yhtiöiden tuoton saamiseksi. Useampien yhtiöiden ottaminen jatkotutkimuksiin antaisi laajemman kuvan eri-laisten laatu-yhtiöiden menestyksestä. Tässä tutkimuksessa laatusijoittamista on vertailtu vain arvosijoittamiseen, joten useampiin sijoitusstrategioihin vertaile-malla saadaan laajempi kuva eri strategioiden toimivuudesta ja niiden tuotoista eri ajoilta.

Kuviot

Kuvio 1. Kurssien kehitys, s. 30

Kuvio 2. Osingot ja efektiivinen osinkotuotto-%, s. 32

Taulukot

Taulukko 1. Valitut laatuyhtiöt, s. 26

Taulukko 2. Valitut arvoyhtiöt, s. 27

Taulukko 3. Arvoyhtiöiden pörssikurssit, s. 28

Taulukko 4. Laatuyhtiöiden pörssikurssit, s. 29

Taulukko 5. Yhtiöiden volatilitaetti, s. 31

Taulukko 6. Maksetut osingot ja tuotto-%, s. 33

Kaavat

Kaava 1. Osakkeiden tuotto-%, s. 28

Kaava 2. Vuosittaiset tuotot, s. 28

Lähteet

- Asness, C., Frazzini, A. & Pedersen, L. 2013. Quality Minus Junk. http://www.econ.yale.edu/~shiller/behfin/2013_04-10/asness-frazzini-pedersen.pdf. Luettu 28.8.2018.
- Boyd, D. 2005. Financial Performance Of Wide-Moat Companies. <https://clutejournals.com/index.php/JBER/article/view/2756>. Luettu 4.10.2018.
- CNBC 2018. Berkshire Hathaway Portfolio Tracker. <https://www.cnbc.com/berkshire-hathaway-portfolio/>. Luettu 30.8.2018.
- EU Commission 1997. The Single Market Review. SUBSERIES V: IMPACT ON COMPETITION AND SCALE EFFECTS Volume 4: Economies of scale. <http://aei.pitt.edu/85784/>. Luettu 4.10.2018.
- Gitman, L., Joehnk, M. & Smart, S. 2011. Fundamentals of Investing. Eleventh Edition. London: Pearson.
- Grantham, Mayo, Van Otterloo & Co. LLC 2004. The Case for Quality – The Danger of Junk. <https://thetooofwealth.files.wordpress.com/2012/08/the-case-for-quality-the-danger-of-junk.pdf>. Luettu 29.8.2018.
- Hagstrom, R. 2004. The Warren Buffett Way, Second Edition. New Jersey: John Wiley & Sons.
- Hanson, D. & Dhanuka, R. 2015. The “Science” and “Art” of High Quality Investing. <http://irrcinstitute.org/wp-content/uploads/2016/12/2016-Practitioner-Winner.pdf>. Luettu 2.10.2018.
- Heikkilä, T. 2017a. Mikä on laatuyhtiö? <https://www.sijoittaja.fi/58197/mika-on-laatuyhtio/>. Luettu 21.8.2018.
- Heikkilä, T. 2017b. Kolme sijoittajan tärkeintä tunnuslukua. <https://www.sijoittaja.fi/64957/kolme-sijoittajan-tarkeinta-tunnuslukua/>. Luettu 11.10.2018.
- Hsu, J., Kalesnik, V. & Kose, E. 2018. What is quality? https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2971185. Luettu 2.10.2018.
- Hämäläinen, K. 2005. Sijoittajan käsikirja. Helsinki: Talentum Oyj.
- Hämäläinen, K. & Oksaharju, J. 2016. Sijoita kuin guru. Helsinki: Oksaharju Capital Oy.
- Hämäläinen, K. 2017. Hinnasta viis? <https://www.taloustaito.fi/Rahat/hinnastaviis/>. Luettu 21.8.2018.
- Hämäläinen, K., Oksaharju, J. & Walker, R. 2017. Laatuguru. Helsinki: Oksaharju Capital Oy.
- Hämäläinen, K., Oksaharju, J. & Walker, R. 2018. Arvoguru. Helsinki: Oksaharju Capital Oy.

- Hunstad, M. 2014. Insights on Quality Investing. <https://www.northerntrust.com/documents/commentary/insights-on/defining-quality-investing.pdf>. Luettu 29.8.2018.
- Kallunki, J., Lantto, A. & Sahlström, P. 2008. Tilinpäätösanalyysi IFRS-maailmassa. Helsinki: Talentum.
- Lindström, K. 2007. Vaurastu arvo-osakkeilla. Helsinki: Talentum.
- Mead, K., Sage, J. & Citro, M. 2015. Quality and value. https://mfs.com/content/dam/mfs-enterprise/pdfs/thought-leadership/us/mfse_qualval_wp_5_15.pdf. Luettu 28.8.2018.
- Novy-Marx, R. 2014. Quality Investing. <http://rnm.simon.rochester.edu/research/QDoVI.pdf>. Luettu 2.10.2018.
- Oksaharju, J. 2013. Hajauta tai hajoa. Helsinki: Oksaharju Capital Oy.
- Perkins Investment Management 2011. High-Quality Investing: Compound the Benefits. <http://news.morningstar.com/pdfs/PerkinsWhitepaperSept2011.pdf>. Luettu 4.10.2018.
- Pulkkinen, V. 2016. Mikä on P/E-luku? <https://www.inderes.fi/fi/mika-pe-luku>. Luettu 5.9.2018.
- Pulkkinen, V. 2017. Mikä on P/B-luku? <https://www.inderes.fi/fi/mika-pb-luku>. Luettu 5.9.2018.
- Quinn, R. 2006. Financial Metrics In Wide-Moat Firms. <https://clutejournals.com/index.php/JBER/article/download/2676/2723>. Luettu 4.10.2018.
- Saario, S. 2016. Miten sijoitan pörssiosakkeisiin. 12., kokonaan uudistettu painos. Helsinki: Talentum Pro.
- Saario, S. 2005. Miten sijoitan pörssiosakkeisiin II. Helsinki: WSOY.
- Schroders QEP 2015. Why Quality stocks offer higher return and lower risk. <https://www.schroders.com/en/sysglobalassets/staticfiles/schroders/sites/americas/canada/documents/why-quality-stocks-offer-higher-return.pdf>. Luettu 5.10.2018.
- Schroders' QEP Investment Team 2017. The benefits of quality investing <http://www.schroders.com/getfunddocument?oid=1.9.2655049>. Luettu 4.10.2018.
- Sijoittaja 2018. TOP 10 laatuosakkeet maailmalta. <https://www.sijoittaja.fi/69225/top-10-laatuosakkeet-maailmalta-2/>. Luettu 28.8.2018.