

Opinnäytetyö (AMK)

Liiketalous

2018

Jeremias Makkonen ja Jussi Virtanen

SIJOITTAMINEN LAATUYHTIÖIHIN



OPINNÄYTETYÖ (AMK) | TIIVISTELMÄ

TURUN AMMATTIKORKEAKOULU

Liiketalous | BisnesAkademia

2018 | 55 sivua

Jeremias Makkonen ja Jussi Virtanen

SIJOITTAMINEN LAATUYHTIÖIHIN

[Click here to enter text.](#)

Tämän opinnäytetyön aiheenvalinta perustuu molempien kirjoittajien intohimoon sijoittamista kohtaan. Opinnäytetyössä pyritään esittelemään syvällinen ja rationaalinen tapa sijoituskohteiden valitsemiseen. Laatuyhtiöihin pitkäjänteisesti sijoittamalla on mahdollista saavuttaa varsin tyydyttäviä tuottoja taloudellisista suhdanteista riippumatta.

Opinnäytetyössä selvitetään, mitä laatusijoittaminen käsitteenä tarkoittaa ja mitkä tekijät vaikuttavat laatusijoittajan sijoituspäätöksiin. Lopussa tutkitaan, mitkä Helsingin pörssin yhtiöistä täyttävät määrittelemämme kriteerit ja selvitetään, miten nämä seikat näkyvät kyseisissä yhtiöissä käytännössä.

Kaikkeen sijoitustoimintaan liittyy omat riskinsä, eikä laatusijoittaminen ole sen suhteen poikkeus. Oleellista on kuitenkin se, miten riskiä hallitaan. Tietoa tarvittavien laskelmien ja päätelmien tekemiseen on nykymaailmassa tarjolla aivan riittämiin, mutta sijoittajien menestyksen esteenä ovat usein psykologiset sudenkuopat. Valikoimalla sijoituskohteet laatuyhtiöiden kriteerejä noudattaen, sijoittaja pystyy parhaiten hallitsemaan sijoittamiseen liittyviä riskejä.

ASIASANAT:

sijoittaminen, pörssi, sijoitusstrategiat, osakkeet

BACHELOR'S THESIS | ABSTRACT

TURKU UNIVERSITY OF APPLIED SCIENCES

Business Administration | BusinessAcademy

2018 | 55 pages

Jeremias Makkonen and Jussi Virtanen

INVESTING IN HIGH-QUALITY STOCKS

[Click here to enter text.](#)

The topic for this thesis is based on our authors' passion for investing. The thesis strives to bring a deep and rational way how to pick companies for the nonprofessional's investment portfolio. By investing with a humble and long-term attitude, it is possible to achieve good profits regardless of the low economic times.

The thesis determines the definition of Quality company, and discusses which factors affect to quality investor's decisions. The study also presents which companies from Helsinki Stock Exchange meet the criteria and how such aspects are met in practice.

Risk is always there when people invest money and quality investing is not an exception. Essential is the way, how all the risks are managed. There is no shortage of different calculations or conclusions, but very often difficulties with simple human psychology. By selecting quality companies with certain principles, any investor can reduce and control risks.

KEYWORDS:

investing, stock exchange, investment strategies, stocks

SISÄLTÖ

1 JOHDANTO	1
2 LAATUYHTIÖIHIN SJOITTAMINEN	3
2.1 Laatusijoittaminen sijoitusstrategiana	4
2.2 Laatusijoittaminen vs. arvosijoittaminen	6
2.3 Laatusijoittaminen vs. kasvusijoittaminen	7
2.4 Fokussijoittaminen	9
2.5 Laatusijoittamisen hyödyt	10
2.6 Laatusijoittamisen käänöpuoli ja riskit	14
3 PÖRSSIYHTIÖN LAATUTEKIJÄT	16
3.1 Markkina-asema	16
3.2 Kestävä kilpailuetu	16
3.3 Vallihauta	18
3.4 Oman pääoman tuotto	18
3.5 Laadukas johto	21
3.6 Tuloksen laatu	23
3.7 Investoinnit	23
3.8 Voitonjako	24
3.9 Yhteenveto pörssi-yhtiön laatutekijöistä	26
4 SELVITYS HELSINGIN PÖRSSIN LAATUYHTIÖISTÄ	27
4.1 Helsingin pörssin laatuyhtiöt	27
4.1.1 Sampo	28
4.1.2 Kone	31
4.1.3 Neste	33
4.1.4 Nokian Renkaat	35
4.1.5 Elisa	37
4.1.6 Olvi	39
4.1.7 Wärtsilä	40
4.1.8 UPM-Kymmene	42
4.1.9 Orion	44
4.1.10 Nordea	46
4.2 Yhteenveto	48

5 YHTEENVETO JA JOHTOPÄÄTÖKSET	50
LÄHTEET	52

KUVIOT

Kuvio 1. Osakkeen hinnan pitkän aikavälin kehitykseen vaikuttavat tekijät (Hagström 2014, 69).	5
Kuvio 2. Sijoitusstrategioiden tuotot 1988-2017 markkinaindeksiin verrattuna (Sijoittaja.fi 2017).	11
Kuvio 3. Osakkeiden tuotto-odotus suhteessa riskiin (Marks 2013, 42).	12
Kuvio 4. Vertailua osakkeiden oman pääoman tuoton ja omavaraisuusasteen välillä.	20
Kuvio 5. Helsingin pörssin osinkoaristokraatteja.	25
Kuvio 6. Laatu-yhtiöiden tärkeimpien laatutekijöiden vertailua.	27
Kuvio 7. Sammon osakkeen tuotto vuosina 2001-2017.	30
Kuvio 8. Koneen osakkeen tuotto vuosina 2005-2017.	32
Kuvio 9. Nesteen osakkeen tuotto vuosina 2005-2017.	34
Kuvio 10. Nokian Renkaiden osakkeen tuotto vuosina 2001-2017.	36
Kuvio 11. Elisan osakkeen tuotto vuosina 2001-2017.	38
Kuvio 12. Olvin osakkeen tuotto vuosina 2001-2017.	40
Kuvio 13. Wärtsilän osakkeen tuotto vuosina 2001-2017.	42
Kuvio 14. UPM-Kymmene osakkeen tuotto vuosina 2001-2017.	44
Kuvio 15. Orionin osakkeen tuotto vuosina 2006-2017.	46
Kuvio 16. Nordean osakkeen tuotto vuosina 2001-2017.	48
Kuvio 17. Helsingin pörssin laatu-yhtiöiden tuotto verrattuna indeksiin vuosina 2001-2017.	49

1 JOHDANTO

Sijoittaminen on viime aikoina noussut lähes koko kansan huulille jo lähes kymmenen vuotta kestäneen nousukauden siivittämänä. Pörssimarkkinoiden syklisestä luonteesta johtuen laskumarkkina on kuitenkin väistämättä edessä ennemmin tai myöhemmin. Siksi sijoituskohteina olevien pörssiyhtiöiden laadukkuuteen on mielestämme juuri nyt erityisen tärkeää kiinnittää huomiota sijoituspäätöksiä tehdessä.

Osakesijoittaminen voidaan jakaa karkeasti kahteen luokkaan: arvosijoittamiseen ja kasvusijoittamiseen. Arvosijoittaja ostaa osakkeita, joiden arvostus on alhainen, jolloin tuotto perustuu aliarvostuksen korjautumiseen pitkällä aikavälillä. Kasvusijoittaja puolestaan sijoittaa voimakkaasti kasvaviin yhtiöihin, joiden osaketuotto perustuu nopean kasvun jatkumiseen. Laatusijoittamisessa yhdistyy sekä arvo-, että kasvusijoittamisen elementtejä. Arvosijoittaja ostaa edullisesti keskinkertaisia yhtiöitä, kasvusijoittaja kalliilla voimakkaasti kasvavia yhtiöitä, kun taas laatusijoittaja ostaa erinomaisia yhtiöitä kohtuuhinnalla.

Laadukkaat yhtiöt tarjoavat sijoittajilleen vakaata ja kasvavaa tuottoa vuodesta toiseen läpi eri talouden suhdanteiden osingon ja osakkeen pörssikurssin arvonnousun muodossa. Laatu-yhtiöihin sijoittaminen mahdollistaa keskimääräistä paremman tuoton samalla sijoitetun pääoman menetykseen liittyvän riskin pienentyessä.

Laatusijoittaminen on tuottoisa ja turvallinen strategia erityisesti pitkän aikavälin sijoittajille. Sijoittamalla erityisen laadukkaisiin vahvan kilpailuedun omaaviin yhtiöihin, sijoittaja onnistuu todennäköisesti välttämään pahimmat sudenkuopat ja arvonlaskut. Laatusijoittamisesta on yllättävän vähän suomenkielistä kirjallisuutta, ensimmäinen puhtaasti laatusijoittamista käsittelevä suomenkielinen teos ilmestyi vasta keväällä 2017.

Opinnäytetyömme ensimmäisenä tavoitteena on määritellä, mitä laatusijoittaminen käsitteenä käytännössä tarkoittaa. Vertaamme laatusijoittamista myös tunnetuimpiin sijoitusstrategioihin eli arvosijoittamiseen ja kasvusijoittamiseen. Laatusijoittamisessa on paljon keskeisiä elementtejä molemmista sijoitusstrategioista, mutta myös huomattavia eroavaisuuksia. Vertailun tarkoituksena on havainnollistaa laatu-yhtiöstrategian tunnusmerkit.

Opinnäytetyön kolmannessa luvussa määrittelemme laatusijoittajan kannalta keskeisimmät pörssi-yhtiön laatutekijät. Käymme läpi tärkeimpiä kriteerejä, joihin laatu-yhtiöstrategiaa noudattavan sijoittajan tulisi kiinnittää huomiota sijoituspäätöksiä tehdessään.

Lopuksi sovellamme määriteltyjä laatutekijöitä Helsingin pörssiin. Selvitämme, mitkä yhtiöt täyttävät kyseiset laatukriteerit ja tutkimme, miten ne näkyvät yhtiöiden liiketoiminnassa.

Opinnäytetyö on suunnattu erityisesti pitkäjänteisille piensijoittajille, jotka haluavat saada rahoilleen vakaata ja ennustettavaa tuottoa markkinatilanteesta riippumatta.

2 LAATUYHTIÖIHIN SIOITTAMINEN

Laatusijoittaminen vaatii pitkäjänteisyyttä ja perinpohjaista tutkimustyötä. Toisaalta, monet tutkimukseen käytetyt tunnit maksavat itsensä takaisin moninkertaisesti niin tuoton, kuin myöhemmin säästetyn ajankin muodossa. Löydettyään sopivat sijoituskohteet, laatusijoittaja voi pitää kyseisiä osakkeita salkussaan vuosien tai jopa vuosikymmenten ajan huoletta, ellei yhtiöiden liiketoiminnassa tapahdu perustavanlaatuisia muutoksia.

Tunnetuimpana laatusijoittamisen puolestapuhujana voidaan pitää maailman menestyneintä sijoittajaa, sijoitusyhtiö Berkshire Hathawayn perustajaa ja toimitusjohtajaa Warren Buffettia. Columbian yliopistosta valmistunut Buffett on onnistunut uskomattoman uransa aikana kerryttämään lähes tyhjästä yli 92,5 miljardin dollarin omaisuuden ja osoittanut laatusijoittamisen periaatteet toimiviksi myös käytännössä.

Buffettin sijoitusstrategia ja samalla koko laatusijoittamisen käsite juontaa juurensa kolmen suuren sijoittajan, Benjamin Grahamin, Philip Fisherin ja Charlie Mungerin opeista (Hagstrom 2014, 21). Benjamin Grahamia (1894-1976) pidetään arvosijoittamisen isänä ja hänet tunnetaan koko sijoitusmaailman perusteet luoneista teoksistaan *Security Analysis* (1934) ja *The Intelligent Investor* (1949). Grahamissakin esiintyi jo laatusijoittajan piirteitä. Esittelemistään seitsemästä kriteeristä, jotka potentiaalisten sijoituskohteiden tulisi täyttää, viisi liittyi suoraan yhtiön laatuun ja vain kaksi osakkeen arvostustasoon. (Novy-Marx 2013, 1.)

Philip Fisher (1907-2004) tunnetaan kasvusijoittamisen pioneerina. Fisher arvosti eniten yhtiöitä, jotka pystyivät kasvattamaan myyntiään ja tuottojaan huomattavasti toimialan keskiarvoa nopeammin (Hagstrom 2014, 30-31). Fisher esittelee sijoitusperiaatteitaan kuuluisassa kirjassaan *Common Stocks and Uncommon Profits* (1958).

Charlie Munger puolestaan on Buffettin läheinen yhtiökumppani ja Berkshire Hathawayn varapuheenjohtaja. Munger auttoi Buffettia hahmottamaan yhtiöiden pitkän aikavälin arvoa kasvattavat tekijät ja herätti Buffettissa ajatuksen laadukkaisiin yhtiöihin sijoittamisesta. (Hagstrom 2014, 37.)

Lyhyesti sanottuna laatusijoittaja etsii laadukkaan liiketoiminnan omaavia yhtiöitä, joilla on erinomaiset kasvunäkymät myös tulevaisuudessa, mutta ei kuitenkaan suostu maksamaan kasvusta yhtiön ja sen osakkeen todellista arvoa kovempaa hintaa.

2.1 Laatusijoittaminen sijoitusstrategiana

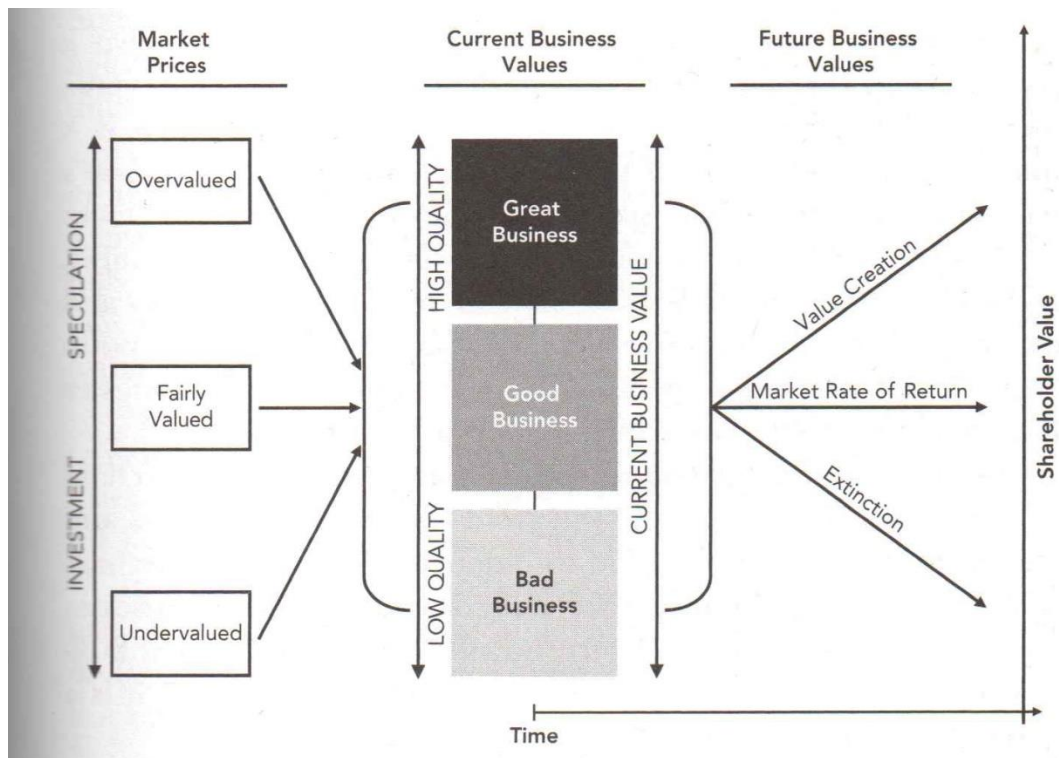
Laatusijoittaja ostaa salkkuunsa ainoastaan erinomaisia yhtiöitä ja pyrkii ostamaan niitä alennuksella osakkeen todelliseen arvoon nähden. Laatu-yhtiöt kykenevät luomaan omistaja-arvoa suhdanteista riippumatta, joten yhtiöiden laadukkuus pääsee oikeuksiinsa etenkin taloudellisesti vaikeampina aikoina. (Hämäläinen & Oksaharju 2017, 17.)

Laatusijoittajan tuotot syntyvät yhtiöiden liiketoiminnan suotuisan kehityksen myötä syntyvästä arvonnoususta. Arvosijoittamisen isänä pidetty Benjamin Graham on todennut, että osakkeen kurssikehitystä ei pidä sotkea yhtiön liiketoiminnan kehitykseen. Laatusijoittajan tarvitsee huolehtia osakekurssin muutoksista vain yhtiön liiketoiminnassa tapahtuvien merkittävien muutosten johdosta. Laatusijoittajan yksi pahimmista virheistä on spekuloida osakekurssien tai markkinatrendien lyhytaikaisilla vaihteluilla, joilla ei ole suoraa yhteyttä yhtiön liiketoimintaan. (Hämäläinen & Oksaharju 2017, 17-25.)

Graham pyrkii erottamaan sijoittamisen ja spekuloinnin kirjassaan *Security Analysis*. Ensin tulee selvittää sijoitustoiminnan tarkoitus, eli onko tarkoituksena tehdä nopeita voittoja vai saavuttaa tasaista tulovirtaa pitkällä aikavälillä. Alle kolmen vuoden sijoituksia Graham pitää spekulatiivisina. Sijoitusten tulisi aina perustua fundamentteihin ilman, että tunteet pääsevät vaikuttamaan päätöksiin. Faktoihin perustuvat sijoitukset pienentävät sijoittamisen riskiä ja tarjoavat usein varsin tyydyttävää tuottoa. (Graham & Dodd 2009, 100-113.)

Graham havainnollisti osakekurssien päivittäisiä vaihteluita kuvainnollisella tarinalla. Kuvitellaan, että osakemarkkina on henkilö nimeltään Herra Markkina (Mr. Market). Joka päivä Herra Markkina kertoo sinulle omistuksiesi arvon ja tarjoaa mahdollisuuden myydä osakkeesi tai ostaa niitä lisää. Herra Markkinan mieli on kuitenkin ailahtelevainen. Silloin kun hän on hyvällä päällä, hän saattaa tarjoutua ostamaan osakkeesi huomattavasti todellista arvoa korkeammalla hinnalla. Herra Markkinan ollessa huonolla tuulella hän puolestaan asettaa osakkeille huomattavasti todellista arvoa alhaisemman hinnan. (Graham 2005, 42.) Osakekurssit saattavat vaihdella rajustikin lyhyellä aikavälillä. Se ei kuitenkaan tarkoita, että yhtiöiden arvo vaihtelisi todellisuudessa yhtä paljon, jos lainkaan. Tämä tarjoaa laatusijoittajalle mahdollisuuden ostaa osakkeita silloin, kun markkina tarjoaa niitä huomattavan edullisesti, tai myydä, kun niistä tarjotaan selvää ylihintaa. Muina aikoina laatusijoittajan tulisi unohtaa osakemarkkinan heilahtelut ja keskittää huomionsa osakekurssin sijaan yhtiön tuloksentelekykyyn. (Greenblatt 2010, 37.)

Laatusijoittaja suhtautuu yhtiöön aivan kuin ostaisi sen kokonaan, vaikka ostaisikin vain pienen määrän osakkeita. Hän arvioi yhtiön menestyksen avaimet ja miten ne toimivat tulevaisuudessa. Kaiken keskiössä on yhtiön suotuisa liiketoiminnan kehitys pitkällä aikavälillä. (Hämäläinen & Oksaharju 2017, 19.)



Kuvio 1. Osakkeen hinnan pitkän aikavälin kehitykseen vaikuttavat tekijät (Hagström 2014, 69).

Yllä oleva kuvio havainnollistaa Warren Buffettin näkemyksen siitä, miten osakkeen arvo ja osakkeenomistajan saama tuotto määräytyy pitkällä aikavälillä. Loistava liiketoiminta tuottaa kasvavaa arvoa osakkeenomistajilleen pitkällä aikavälillä, jos osake on ostettu kohtuulliseen hintaan, eivätkä yritysjohton päätökset ole turmiollisia. (Hagström 2014, 69.)

Warren Buffettin mukaan avain hyvään sijoitukseen on ostaa hyvää liiketoimintaa silloin, kun sitä on tarjolla huomattavaan alennushintaan todelliseen arvoon verrattuna (Hämäläinen & Oksaharju 2016, 185). Benjamin Graham esitteli kirjassaan *The Intelligent Investor* turvamarginaalin (margin of safety) käsitteen. Turvamarginaali tarkoittaa eroa osakkeen intrinsiittisen eli käyvän arvon ja osakkeen hinnan välillä. Mitä suurempi

turvamarginaali, sitä paremmin sijoitettu pääoma on turvassa. Jos turvamarginaali on riittävä, sijoitus saattaa osoittautua hyväksi, vaikka yhtiön tulos tulevaisuudessa ei olisi-kaan niin hyvä kuin sijoittajan analyysi antoi olettaa. Mitä laadukkaampi yhtiö on, sitä pienemmän turvamarginaalin sijoittaja voi sijoitukselleen hyväksyä. (Graham 2005, 241.)

Buffettin suurennuslasin alla ovat erityisesti suuret, jo markkina-asemansa vakiinnutta- neet yhtiöt, joiden liiketoiminta on helposti ymmärrettävää ja joita johtavat omistaja-arvoa maksimoimaan pyrkivät johtajat (Hämäläinen & Oksaharju 2016, 186). Buffett on myös todennut pyrkivänsä ostamaan niin hyvää yhtiötä, että idioottikin osaisi johtaa sitä, koska on todennäköistä, että ennemmin tai myöhemmin käy niin (Influential Individuals 2017, 60).

2.2 Laatusijoittaminen vs. arvosijoittaminen

Arvosijoittaminen on tunnetuin ja sijoittajien keskuudessa eniten mainetta niittänyt sijoitusstrategia. Arvosijoittaja pyrkii etsimään edullisesti arvostettuja yhtiöitä ja ensisijainen ostokriteeri on osakkeiden edulliset arvostuskertoimet. (Hämäläinen & Oksaharju 2017, 20.) Arvosijoittajan yleisimpinä työkaluina toimivat muun muassa P/E-luku eli yhtiön osakkeen hinnan ja osakekohtaisen tuloksen välinen suhde ja P/B-luku eli osakkeen hin- nan ja osakekohtaisen oman pääoman suhde. Tutkimusten mukaan alhaisten P/E- ja P/B-lukujen osakkeet tuottavat keskimääräistä paremmin. Myös korkea osinkotuotto ja yrityksen rahoitusrakennetta kuvaavat tunnusluvut kuten nettovelkaantumisaste ja oma- varaisuusaste ovat kasvattaneet suosiotaan arvosijoittajien keskuudessa (Lindström 2007, 30). Arvosijoittaja pyrkii minimoimaan riskiään keskittymällä jo sijoitushetkellä tie- dossa oleviin tietoihin. Kasvu- ja laatusijoittajat puolestaan ainakin osittain perustavat sijoituspäätöksensä myös odotuksiin tulevasta kasvusta. (Lindström 2007, 20.)

Arvosijoittajan suurin haaste on se, että edullisesti arvostetut yhtiöt kärsivät useimmiten liiketoiminnallisista ongelmista, joten ne eivät yleensä ole markkinoiden kannattavimpia yrityksiä (Hämäläinen & Oksaharju 2017, 20). Vaikka arvosijoittajan salkusta löytyy useita hyviä yhtiöitä, joita sijoittaja on saanut ostettua alennushintaan, mahtuu niiden joukkoon usein myös paljon niin sanottuja roskayhtiöitä, joille alhaisempi arvostustaso on täysin oikeutettu. Huomioimalla myös sijoituskohteiden laatutekijät, sijoittaja välttyy näiltä niin sanotuilta hinta-ansoilta eli osakkeilta, joiden arvo on syystäkin pohjaluke- missa (Novy-Marx 2013, 39). Laatusijoittaja voi jäädä paitsi kaikkein kovimmista

tuotoista, mutta saa nukkua yönsä rauhassa, sillä salkusta löytyy vain laadultaan ensiluokkaisia yhtiöitä, joiden tuloksentelekyky on vakaalla pohjalla.

Arvosijoittaja poimii salkkuunsa keskinkertaisia yhtiöitä edulliseen hintaan, kun laatusijoittaja puolestaan ostaa mieluummin erinomaisia yhtiöitä kohtuuhinnalla. Arvosijoittajan tuotto muodostuu useimmiten osakkeen aliarvostuksen korjautumisen aiheuttamasta kurssinoususta. Laatusijoittajan tuotto sen sijaan perustuu liiketoiminnan positiivisen kehityksen tuomaan paranevaan tuloksentelekykyyn ja kasvavaan osinkoon. (Hämäläinen & Oksaharju 2017, 20.)

Laatusijoittajalla ei ole tarvetta osakkeiden myymiseen yhtä usein kuin arvosijoittajalla, sillä laatu-yhtiöillä liiketoiminnan tulos kasvaa vuodesta toiseen ja yhtiön arvo nousee vakaasti (Hämäläinen & Oksaharju 2017, 20). Arvosijoittaja joutuu yleensä käymään osakekauppaa melko tiuhaan tahtiin, kun osakkeen arvostuskertoimiin perustuneet aliarvostukset purkautuvat ja kasvunäkymien puuttuessa sijoittajan täytyy etsiä uusi kohde rahoilleen. Laatusijoittaja hyötyy vähäisemmän kaupankäynnin myötä myös pienemmistä kaupankäyntikuluista ja verovaikutuksista. Myöskään aktiiviseen markkinoiden seuraamiseen ei laatusijoittajan tarvitse käyttää niin paljon aikaa kuin arvosijoittajan. Laadukkaan ja kohtuullisesti hinnoitellun yhtiön löytäessään laatusijoittaja pitää osaketta salkussaan osakekurssien vaihteluista välittämättä yleensä jopa kymmeniä vuosia, mikäli yhtiön liiketoiminnassa ei tapahdu merkittäviä muutoksia.

Laatusijoittamisessa on toisaalta myös paljon yhtäläisyyksiä arvosijoittamisen kanssa. Laatusijoittaja pyrkii ostamaan huippulaadukkaita yhtiöitä ilman, että niistä tarvitsee maksaa laatuisen sisältävää hintaa. Siten laatusijoittajan pyrkimykset ostaa turvamarginaalin sisältäviä osakkeita eivät juuri eroa siitä, kun arvosijoittaja tavoittelee keskimääräisen hyvien yhtiöiden ostamista alennushinnoin. (Novy-Marx 2013, 1.)

2.3 Laatusijoittaminen vs. kasvusijoittaminen

Kavusijoittajan kohteena ovat yhtiöt, joiden liiketoiminta sisältää mahdollisuuden suureen tuloskasvuun lupaavien ennusteiden siivittämänä. (Hämäläinen & Oksaharju 2017, 20). Sijoittajilla on taipumusta ajatella, että kovia tuottoja menneisyudessa tuoneiden yhtiöiden osakkeet jatkavat samanlaista menestyskulkua myös tulevaisuudessa. Siksi kasvusijoittaminen voimakkaasti kasvaneisiin ja kovat kasvuodotukset omaaviin yhtiöihin on suosittua. Etenkin mielenkiintoiset yritystarinat vetävät ihmisiä puoleensa, minkä

johdosta tylsät, mutta liiketoiminnaltaan kannattavat yhtiöt saattavat jäädä kasvuraketien varjoon. (Lindström 2007, 73.) Kääntöpuolena on se, että markkinan kääntyessä laskuun kasvuyhtiöiden osakkeet usein menettävät arvonsa yhtä nopeasti kuin nousivatkin. Ostojen ja myyntien ajoittaminen onkin avainasemassa kasvusijoittajan näkökulmasta, sillä on osattava ostaa silloin, kun osakekurssit eivät ole vielä hinnoitelleet kasvunäkymiä täysimääräisesti, ja myydä ennen laskumarkkinan alkamista. (Saario 2005, 52.) Tässä laatusijoittaminen eroaa ratkaisevasti kasvusijoittamisesta. Laatu-yhtiöt kykenevät luomaan jatkuvaa liikevaihtoa esimerkiksi palvelu- tai huoltoliiketoiminnan avulla, mikä pienentää laatu-yhtiöiden suhdanneriippuvuutta. Siinä missä voimakas kasvu saattaa kasvuyhtiöllä laskusuhdanteen alkaessa kääntyä alaviistoon tulovirtojen tyrehtyessä, laatu-yhtiöt pystyvät säilyttämään tuloksentelekykynsä myös vaikeampina aikoina.

Kavusijoittaja metsästää erityisesti yhtiöitä, joiden tuotteiden tai palveluiden kysynnällä on potentiaalia mittavaan kasvuun lähivuosien aikana. Pelkästään myynnin kasvu ei kuitenkaan sijoittajalle riitä, vaan samalla myös voittomarginaalin on kasvettava. Avainasemassa on se, mitä yhtiö tekee ylläpitääkseen tai jopa kasvattaakseen voittomarginaaliin myynnin kasvaessa. (Fisher 2003, 62-63.) Ennustettavuus tuo haasteita kasvusijoittamiseen, sillä potentiaalinen kurssinousu perustuu lähes kokonaan tulevaisuuden myynti- ja tuloslukuihin ja sijoitusten tuotto riippuu vahvasti sijoittajan omien ennusteiden osumisesta oikeaan tai väärään. (Lindström 2005, 117.)

Kasvuosakkeiden houkutus perustuu siihen, että niillä on taipumus nousta useita satoja prosentteja jokaisen vuosikymmenen aikana. Riskinä on se, että kasvunäkymät on jo valmiiksi ladattu sisään osakkeen arvostukseen ja kasvusijoittaja joutuu maksamaan kovan hinnan korkeista kasvuodotuksista luottaessaan kasvun korjaavan kalliin arvostuksen. (Fisher 2003, 80.) Myös laatusijoittaja arvostaa kasvua, mutta ei suostu maksamaan siitä mitä tahansa, vaan pyrkii täyttämään salkkunsaa vankan markkina-aseman saavuttaneilla ja vakaasti kasvavilla yhtiöillä (Hämäläinen & Oksaharju 2017, 20-21).

Kasvuosakkeiden osinkotuotto jää yleensä huomattavasti alhaisemmaksi kuin esimerkiksi laatuosakkeiden. Tämä johtuu siitä, että kasvuosakkeisiin liittyvät odotukset tulevasta nostavat osakekurssin niin korkeaksi, että ostohetken osinkotuotto jää matalaksi. Monilla kasvuyhtiöillä osinko jää kokonaan maksamatta ja kaikki liiketoiminnan tulot käytetään kasvun rahoittamiseen. Parhaassa tapauksessa kasvusijoittaja pääsee nauttimaan sekä rivakasta kurssinoususta, että kasvavasta osingosta. Jos yhtiöön asetetut odotukset eivät toteudukaan, voi sijoittaja jäädä kokonaan ilman tuottoa, kun osakekurssi ei nouse eikä yhtiö pysty maksamaan kelvollista osinkoa. Laatu-yhtiöt eivät ehkä tarjoa

aivan niitä satumaisimpia tuottoja, mutta tuottavat tasaisemmin pienemmällä riskillä ja pitkällä aikavälillä usein jopa paremmin kuin kasvuyhtiöt. (Lindström 2005, 87.)

Etenkin viimeisen vuosikymmenen aikana laatusijoittaminen on kasvattanut suosiotaan vaihtoehtona perinteiselle kasvusijoittamisen trendille. 2000-luvun alun IT-kuplan puhkeamisen aiheuttama kasvuosakkeiden raju romahdusaalto on varmasti osaltaan vaikuttanut siihen, että sijoittajat ovat alkaneet huomioidaan sijoituskohteiden laatutekijöitä entistä enemmän. Vakaa tuotto ja vähäinen velka ovat nousseet räjähdysmäistä kasvua tärkeämmiksi tekijöiksi sijoituskohteiden valinnassa. (Novy-Marx 2013, 2.)

2.4 Fokussijoittaminen

Modernin portfolioteorian mukaan riski muodostuu tuoton keskihajonnasta eli volatilitteetista. Teorian mukaan sijoitustoiminnassa on siis sitä enemmän riskiä, mitä enemmän osakekurssit vaihtelevat verrattuna markkinoiden keskimääräiseen kehitykseen. (Oksaharju 2013, 36.) Modernin portfolioteorian mukaisesti salkun riskiä voi pienentää lisäämällä salkun hajautusta siten, että salkkuun poimitaan markkinoiden liikkeessä eri suuntiin liikkuvia osakkeita, jolloin salkun kokonaisvolatilitteetti pienenee.

Pitkäjänteisen laatusijoittajan näkökulmasta keskeisin riski ei liity niinkään osakkeen lyhyen aikavälin kurssivaihteluihin, vaan yhtiön pitkän aikavälin osingonmaksupotentiaalin laskemiseen (Oksaharju 2013, 37). Hetkelliset osakekurssien vaihtelut tarjoavat laatusijoittajalle sen sijaan paljon mahdollisuuksia. Sijoittaja voi hyödyntää laskevia kurssseja ostamalla samalla rahamäärällä enemmän kohdeyhtiön osakkeita ja siten saada entistä suuremman osuuden tulevista voitoista itselleen. Vastaavasti kurssien ollessa huomattavan paljon korkeammalla kuin sijoittajan analysoima yhtiön todellinen arvo, voi sijoittaja saada tuottoa myös kurssinousun muodossa myymällä osakkeet.

Buffettin mukaan vähänkin enemmän sijoittamiseen perehtyneiden kannattaa laajan hajauttamisen sijaan koota salkkunsaa 5-10 tarkkaan valikoidun yhtiön ympärille, keskimääräiselle sijoittajalle riittää hajautus 10-20 yhtiöön. Sijoittaminen muutamaan laadukkaaseen vahvan kilpailuedun omaavaan yhtiöön, joilla on suuri todennäköisyys suoriutua tulevaisuudessakin keskimääräistä paremmin, tarjoaa pitkällä aikavälillä paremman mahdollisuuden suuriin tuottoihin kuin laajan hajauttamisen strategia. Lyhyellä aikavälillä volatilitteetti on suurempaa kuin laajemmin hajautetulla salkulla, mutta laatuyhtiöiden pitkän aikavälin tuloksentelekyky kompensoi lyhyen aikavälin kurssivaihtelut ja tarjoaa

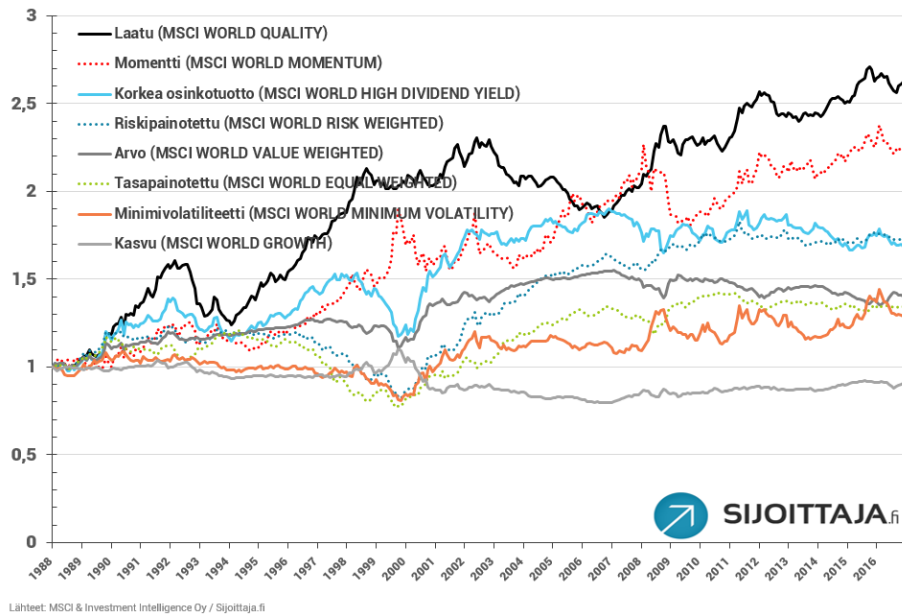
pitkäjänteisille sijoittajille mahdollisuuden yliverlaiseen tuottoon. (Hagstrom 2014, 138-142.) Muutamiin yhtiöihin keskitetty sijoitussalkku tarjoaa myös paremman mahdollisuuden seurata salkkuun valittujen yhtiöiden liiketoiminnallista kehitystä tarkemmin ja tunteaa läpikotaisin. Siten sijoittaja voi havaita yhtiön liiketoiminnassa tapahtuvat pysyvät positiiviset tai negatiiviset muutokset ajoissa ja toimia sen mukaisesti.

2.5 Laatusijoittamisen hyödyt

Vahvojen kilpailuetujensa ansiosta laatu-yhtiöt pärjäävät haastavimpienkin suhdanteiden läpi, joten laatusijoittajan ei tarvitse pelätä taloudellisia katastrofeja (Hämäläinen & Oksaharju 2017, 17). Pitkän aikavälin kasvu on laatusijoittajan valitsemissa yhtiöissä keskimääräistä nopeampaa, kun taas samalla riski menettää koko sijoitettu pääoma on keskimääräistä pienempi (Hämäläinen & Oksaharju 2017, 18).

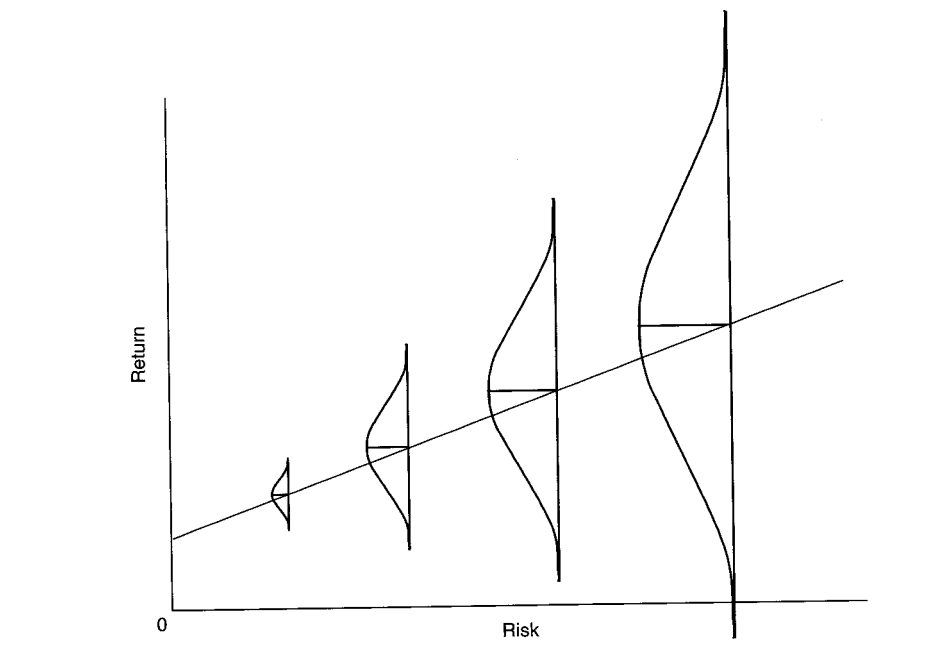
Laatu-yhtiöt näyttävät kyntensä erityisesti silloin, kun pörssissä yleisesti on vaikeampia aikoja. Pörssin laadukkaimmat yhtiöt eivät välttämättä ole nousumarkkinan aikana tuottavimpien osakkeiden terävimmässä kärjessä, mutta niiden suorituskyky on keskimääräisesti erinomaisella tasolla ja tuotto tasaisempaa kuin hetkellisesti trendikkäillä osakkeilla. Laskumarkkinan iskiessä laatu-yhtiöiden kurssien vaihtelu on keskimääräistä pienempää ja fundamentaaliset riskit pienempiä kuin muilla yhtiöillä. (Marks 2013, 48.)

Albert Einsteinin maailman kahdeksanneksi ihmeeksi tituleeraama korkoa korolle -efekti korostuu erityisen vahvasti laatusijoittamisessa, sillä laatusijoittaja on aina liikkeellä pitkällä tähtäimellä, jolloin saadut voittovarat jäävät salkkuun kerryttämään korkoa korolle. Hyvänä esimerkkinä tästä toimii Warren Buffettin omaisuus. Buffettin täyttäessä 30 vuotta, hänen omaisuutensa oli miljoona dollaria. 52 vuoden ikään mennessä omaisuus oli kasvanut 376 miljoonaan dollariin ja 83-vuotiaana summa oli jo 58,5 miljardia euroa. Yli 99 % Buffettin varallisuudesta on siis tullut vasta 50 ikävuoden jälkeen korkoa korolla -efektin ansiosta. (Marketwatch 2017.)



Kuvio 2. Sijoitusstrategioiden tuotot 1988-2017 markkinaindeksiin verrattuna (Sijoittaja.fi 2017).

Kuviossa 1 nähdään MSCI:n eli Morgan Stanley Capital Internationalin määrittelemien eri sijoitusstrategioita noudattavien osakeindeksien kehitys vuosien 1988-2017 aikana. Laatustrategiaan perustuva MSCI World Quality -indeksin tuotto on kyseisen ajanjakson aikana ollut noin 600 % tuottaen omistajilleen yli 2,5 kertaa enemmän rahaa suhteessa markkinaindeksiin. Muut suositut sijoitusstrategiat, kuten arvo- tai kasvusijoittaminen jäävät vertailussa kauas taakse. Erityisesti finanssikriisin laskumarkkinan aikana vuosina 2007-2009 laatuystiöstrategia erottautuu selvästi edukseen. (Sijoittaja.fi 2017.) MSCI World Quality -indeksin suurimmat omistukset ovat suuria, vakuuttavan historian omaavia kansainvälisiä yrityksiä, kuten Microsoft, Apple, Johnson & Johnson, Alphabet ja Visa (MSCI 2018).



Kuvio 3. Osakkeiden tuotto-odotus suhteessa riskiin (Marks 2013, 42).

Yllä oleva kuvio esittelee Howard Marksin kirjassaan *The Most Important Thing Illuminated – Uncommon Sense for the Thoughtful Investor* (2013) esiin tuoman näkemyksen riskin ja tuoton välisestä suhteesta. Perinteisesti tuoton ja riskin on kuvattu kulkevan käsi kädessä siten, että korkeampi riski tarkoittaa automaattisesti myös korkeampia tuottoja. Marks muistuttaa kirjassaan sijoittajia siitä, että asia ei ole kuitenkaan aivan niin yksiselitteinen. (Marks 2013, 41.) Sijoittamalla korkean riskin sisältäviin kohteisiin, kuten esimerkiksi lyhyen historian omaaviin pelkkien tulevien kasvuodotusten varassa toimiviin yhtiöihin, voi saavuttaa paremman tuoton. Samalla kuitenkin myös riski koko sijoitetun pääoman menetykselle kasvaa huomattavaksi. Lopputuloksen mahdollinen vaihteluväli on siis sitä suurempi, mitä enemmän riskiä sijoituskohte sisältää.

Laatusijoittaminen edustaa kuvion keskialuetta. Laatusijoittaja ei välttämättä pääse käsi käsi kaikista kovimpiin mahdollisiin tuottoihin, mutta samalla myös suurten tappioiden mahdollisuus on huomattavasti pienempi. Korkean tuoton ja pienen riskin voi saavuttaa samanaikaisesti ostamalla osakkeita, jotka ovat alennuksessa todelliseen arvoonsa nähden. Laatustrategiaa noudattava piensijoittaja voi siis istua osakesalkkunsa päällä rauhallisina mielin. Sijoittajan täytyy kuitenkin muistaa, että maksamalla osakkeesta liikaa, joutuu kärsimään sekä pienemmästä tuotosta, että suuremmasta riskistä. (Marks 2013, 47.) Myös Perkins-varainhoitotalon tekemä tutkimus tukee tätä väitettä. Tutkimuksessa mitattiin laatu-yhtiöiden osakekurssien keskihajontaa suhteessa markkinoiden

keskiarvoon. Tulokset osoittivat, että laatu-yhtiöiden riski keskihajonnalla mitattuna oli markkinoiden keskiarvoa pienempi. (Hämäläinen & Oksaharju 2017, 19.)

Yleinen käsitys on jo pitkään ollut, että sijoittajan tuotto riippuu siitä, kuinka paljon riskiä hän on valmis kantamaan. Benjamin Grahamin mukaan tuoton määrä on riippuvainen siitä määrästä työtä, jonka sijoittaja on valmis tekemään sijoitustensa eteen. Siten pienimmät tuotot kuuluvat passiivisille sijoittajille, jotka haluavat sijoittaa helposti ja huolettomasti. Vastaavasti sijoittajat, jotka käyttävät eniten älyään ja taitojaan sijoituspäätöksiä tehdessään, saavuttavat myös parhaat tuotot. (Graham 2005, 55.) Laatusijoittajilla pitäisi siis olla avaimet koviin tuottoihin, sillä he näkevät paljon vaivaa potentiaalisten sijoituskohteiden liiketoiminnan ja kilpailuetujen kartoitukseen.

Liiketoiminnaltaan huonojen tai keskinkertaisten yhtiöiden ostaminen edes edullisilla arvostustasoilla ei tuo menestystä pitkällä aikavälillä. Pitkäjänteisen sijoittajan tulisi aina keskittyä ensiluokkaisten yhtiöiden metsästämiseen ja ostaa niitä, kun niiden markkina-arvo on hinnoiteltu selvästi alle yhtiöiden todellisen arvon. (Hämäläinen & Oksaharju 2016, 186.) Kuten laatusijoittamisen oppi-isä Warren Buffett on todennut: ”Keittiössä ei yleensä ole vain yhtä torakkaa.” Tällä hän viittaa siihen, että edullisesti arvostettujen yhtiöiden halpa markkina-arvo on yleensä oikeutettu, sillä niillä tapaa ilmetä liiketoiminnallisia ongelmia yksi toisensa jälkeen. (Hämäläinen & Oksaharju 2016, 188.)

Laatu-yhtiöille tyypillinen vahva tulos ja isot käteisvarat juontavat juurensa tasaisesti kasvavasta ja turvallisesta liiketoiminnasta (Hämäläinen & Oksaharju 2017, 33). Vahva tase vähäisellä velalla on laatusijoittajalle ehdoton edellytys. Velalla on yleensä negatiivinen vaikutus huonojen taloudellisten aikojen koittaessa. (Hämäläinen & Oksaharju 2017, 39.) Ennustettavuus kassavirroille on hyvä ja kassavirrat suuria laatu-yhtiöiden tavallista tehokkaampien prosessien ansiosta. Laatu-yhtiöiden tulokset eivät juuri heilahtele vaan nousevat tasaista tahtia vuodesta toiseen. Laatu-yhtiöt ovat usein markkinajohtajia, joiden tuotteille on paljon kysyntää. Se tarjoaa mahdollisuuden hyödyntää skaalaetuja tuotannon tehostamiseksi ja siten myös tuotantokustannuksien alentamiseksi. Kun vapaa kassavirta on tarpeeksi suuri, se mahdollistaa samanaikaisesti osakkeenomistajia ilahduttavan muhkean osingon jakamisen sekä varojen käyttämisen kannattavien investointien tekemiseen. (Lindström 2007, 164.) Vahvan ja kestävä kilpailuedun ansiosta kassavirtoja voi odottaa kertyvän myös pitkän ajan päästä tulevaisuudessakin (Hämäläinen & Oksaharju 2016, 210).

2.6 Laatusijoittamisen kääntöpuoli ja riskit

Laatusijoittaminen vaatii sijoittajalta paljon aikaa ja kärsivällisyyttä. Löytäessään potentiaalisen ja houkuttelevan yhtiön, on laatusijoittajan perehdyttävä vielä lukuisiin vuosikerromuksiin ja omaksuttava yhtiön liiketoimintamalli perinpohjaisesti. Jos kaikki yhtiön ominaisuudet vaikuttavat laadullisesti ensiluokkalaisilta, on vielä hinnankin oltava yhtiön osakkeen todellista arvoa alhaisempi, jotta sijoitus on järkevä. Mitä pienempi turvamarginaali sijoittajan oman arvion ja osakekurssin välillä on, sitä suuremmaksi kasvaa riski siitä, että sijoittajan virheellinen arvo kostautuu alhaisempien tuottojen muodossa.

Laatusijoittamiseen liittyy myös psykologisia sudenkuoppia. Yhtiöiden liiketoiminnan perinpohjaisesta tuntemisesta seuraa helposti ylikuottamus oman osaamisen suhteen. Sijoittaja kuvittelee äkkiä tietävänsä tietystä yhtiöstä enemmän kuin muut, vaikka todellisuudessa suurimmalla osalla sijoittajista on sama tieto kuin sinullakin. Nykyisellä aikakaudella kaikki yhtiöstä saatavilla oleva informaatio on useimmiten myös hinnoiteltu valmiiksi osakekurssiin. Piensijoittajan täytyy siis olla tarkkana, ettei niin sanottu vauhtisokeus pääse vaikuttamaan sijoituspäätöksiin liiaksi.

Laatusijoittaminen ei ole läheskään helpoimpia tapoja päästä käsiksi kelpolliseen tuottoon. Niinkin yksinkertaisella tavalla kuin sijoittamalla laajaan ja matalakuluiseen indeksirahastoon, saavuttaa markkinoiden keskimääräisen tuoton vähennettynä veroilla ja kuluilla. Indeksisiin sijoittamalla aloittelevakin sijoittaja voi päihittää suurimman osan sijoitusalan ammattilaisista lähestulkoon mitään tekemättä ja paljoakaan sijoittamisesta tietämättä. Toisaalta, indeksisijoittaminen ei anna mahdollisuutta voittaa markkinoiden keskiarvoa, vaan maksimaalinen suoritus on aina keskiarvo vähennettynä kuluilla ja veroilla. Laatusijoittajalla on mahdollisuus poimia salkkuunsa pörssin kirkkaimmat tähdet ja siten päästä käsiksi yliverlaiseen tuottoon. Se vaatii kuitenkin paljon työtä ja perehtymistä sijoituskohteisiin ja niiden arvonmääritykseen, sekä sijoittamisen periaatteisiin. Lisäksi laatusijoittaminen vaatii paljon kärsivällisyyttä ja psykologista vahvuutta, sillä tulokset saattavat konkretisoitua vasta vuosien tai jopa vuosikymmenten kuluttua sijoitushetkestä.

Käsite ”laatu” itsessään sisältää joitakin vaaran paikkoja. Sijoittajilla on taipumus pitää erinomaisen laadukkaita yhtiöitä automaattisesti myös erinomaisina sijoituskohteina. Ongelma on kuitenkin se, että useimmiten laadukkaiden pörssiyhtiöiden osakekurssit ovat myös hyvin korkealla tasolla. Laatu on yleensä jo valmiiksi huomioitu hinnoissa, usein vieläpä ylikorostetusti. Mahdollisen yliarvostuksen takia myös laatuyhtiö voi olla

huono ja korkean riskin sisältävä sijoituskohde. Vastaavasti laatutekijöiltään hieman heikommatkin yritykset voivat olla tuottoisia ja kohtuullisen riskin sijoituskohteita, jos hinta on tarpeeksi matala. (Marks 2013, 69.) Huolellinen ja mahdollisimman tarkka osakkeen arvonmääritys on laatusijoittajalle kriittinen vaihe jokaista sijoituspäätöstä tehdessä, jotta salkkuun valikoituu vain laadukkaita osakkeita, joiden arvostustaso mahdollistaa korkean tuoton pienellä riskillä.

3 PÖRSSIYHTIÖN LAATUTEKIJÄT

Laatusijoittamisessa avainasemassa on pelkkien tunnuslukujen sijaan fundamentaalinen eli pörssiyhtiön perustekijöihin perustuva analyysi. Laatusijoittaja keskittyy sijoituspäätöksiä tehdessään tutkimaan yhtiöiden menestykseen olennaisesti liittyviä tekijöitä, kuten kestävästä kilpailuetua, yritysjohton laadukkuutta tai omalle pääomalle saatavaa tuottoa. Tässä luvussa esittelemme kahdeksan mielestämme keskeisintä kriteeriä, joihin laatusijoittajan tulisi kiinnittää huomiota sijoituskohteita valitessaan.

3.1 Markkina-asema

Laatuyhtiön markkina-asema on vahva ja kilpailukyky erinomainen. Warren Buffett sijoittaa mieluiten asemansa jo vakiinnuttaneisiin ja hyviä tuloksia aiemmin osoittaneisiin yhtiöihin (Hagstrom 2014, 48). Laatuyhtiö menestyy yleistä talouskehitystä paremmin voittamalla markkinaosuuksia ja siten vahvistamalla markkina-asemaansa ja luomalla kasvua. Laatuyhtiöt onnistuvat yleensä voittamaan toimialan keskimääräisen kasvuvauhdin. Korkeampi markkinaosuus johtaa yleensä myös korkeampaan tuottoasteeseen, mikä näkyy sijoitetun pääoman tuoton kasvuna. (Hämäläinen & Oksaharju 2017, 47.)

Johtavan markkina-aseman omaava yhtiö pystyy suuruuden ekonomian ansiosta myymään tuotteitaan halvemmalla hinnalla ja paremmalla katteella kilpailijoihinsa verrattuna. Tämä johtuu siitä, että osa kustannuksista on kiinteitä, eivätkä ne kasva samaan tahtiin muiden kustannusten kanssa tuotantokapasiteetin kasvaessa. Kyseessä on siis mitta-kaavaetu. (Hämäläinen & Oksaharju 2017, 48.)

Suuret liiketoiminnan kiinteät kustannukset muuttuviin kustannuksiin verrattuna tarjoavat olemassa oleville yhtiöille suojaa markkinoille pyrkiviltä uusilta kilpailijoilta, sillä markkinoille tulon kynnyks on suurempi kuin vähän alkupääomaa tarvitsevilla liiketoiminnoilla (Hämäläinen & Oksaharju 2017, 48).

3.2 Kestävä kilpailuetu

Laatusijoittajan salkusta löytyy innovointiin ja tavaramerkkiin panostavia yhtiöitä, joiden ei tarvitse osallistua hintakilpailuun (Hämäläinen & Oksaharju 2017, 50).

Liiketoimintamalli, joka perustuu ainoastaan kilpailijoita alhaisempiin hintoihin, on harvoin pitkällä aikavälillä voittoisa strategia.

Kilpailuetu voi perustua esimerkiksi brändiin, paikallisuuteen, jakelukanaviin, teknologiaan tai tiettyyn kapeaan kohderyhmään erikoistumiseen. Vahinkovakuutusyhtiöt ovat hyvä esimerkki paikallisuuden hyödyntämiseen kilpailuetuna. Mitä paremmin vakuutusyhtiöt tuntevat toiminta-alueensa ja asiakkaansa, sitä paremmin he pystyvät arvioimaan sattuvien vahinkojen todennäköisyyden. Siten ne myös pystyvät hinnoittelemaan vakuutuksensa tuottavasti ja pitämään tehokkuutta kuvaavan yhdistetyn kulusuhteen hyvällä tasolla. Vakuutusosalalla matalilla hinnoilla kilpailu ei pitkällä aikavälillä ole tuottoisa strategia. Jos maksettavien korvaussummien määrä on korkeampi kuin saatavat vakuutusmaksut, ei yrityksellä ole mahdollisuuksia tehdä voittoa. Niinpä vakuutusosalalla paras ja kestävin kilpailuetu on paikallisten olosuhteiden perinpohjainen tunteminen.

Vahva brändi kilpailuetuna mahdollistaa myytävien tuotteiden tai palveluiden korkeamman hinnoittelun ja siten myös paremman voittomarginaalin. Tästä hyvänä esimerkkinä toimii yhdysvaltalainen kulutuselektronikkayhtiö Apple. Applen asiakaskunta on niin laaja ja brändiuskollinen, että yhtiö kykenee tuomaan markkinoille tasaiseen tahtiin uusia tuotteita ja hinnoittelemaan ne aina vain korkeammilla hinnoilla. Vaikka hinnat ovatkin monia kilpailijoitaan huomattavasti korkeammalla tasolla, uudet Applen tuotteet viedään silti käsistä heti ilmestymisensä jälkeen, vaikkei uusissa tuotteissa olisikaan huomattavia eroja edellisiin malleihin verrattuna.

Laatuyhtiöiden kilpailuetu voi syntyä myös erikoistumisesta tiettyihin kapeisiin markkinasegmentteihin tietyillä maantieteellisillä alueilla (Hämäläinen & Oksaharju 2017, 48). Tämä niin kutsuttu niche-strategia mahdollistaa jonkin tietyn kapean osaamisalueen erinomaisen hallinnan, mikä avaa tien korkeakatteisten tuotteiden tai palveluiden myyntiin. Hyvä kotimainen esimerkki niche-strategian hyödyntämisestä on Nokian Renkaat. Yhtiö on päättänyt erikoistua valmistamaan pohjoisen hankalia ajo-olosuhteita huomioivia renkaita henkilö- ja kuorma-autoihin sekä työkoneisiin. Vahvan erikoistumisen ja laadukkaan brändin ansiosta yhtiö pystyy hinnoittelemaan tuotteensa korkealle ja saavuttamaan erinomaisen katteen myymilleen renkaille.

Liiketoimintamalleja kehitetään jatkuvasti panostamalla tuotekehitykseen sekä ansaintalogiikan parantamiseen. Ylivertainen liiketoimintamalli on osa vahvaa kilpailuetua. (Hämäläinen & Oksaharju 2017, 64.)

3.3 Vallihauta

Vallihauta on Warren Buffettin tunnetuksi tekemä termi, joka tarkoittaa kestävästä kilpailuetua. Vallihaudan tarkoitus on luoda turvaa kilpailijoilta, jotka pyrkivät valtaamaan markkinaosuutta itselleen. Vallihauta voi rakentua esimerkiksi vahvan brändin, ainutlaatuisen liiketoimintamallin tai jakeluverkoston ympärille. (Hämäläinen & Oksaharju 2017, 57-60)

Laatuyhtiöt voidaan jakaa kahteen tyyppiin: vakaisiin vallihautayhtiöihin ja kasvaviin vallihautayhtiöihin. Vakaiden vallihautayhtiöiden markkina-asema on jo vakiintunut eikä niillä ole juurikaan mahdollisuuksia merkittävään kasvuun ilman huomattavia lisäinvestointeja. Vakaat vallihautayhtiöt saavat kuitenkin pääomansa tuottamaan hyvällä tasolla ja ne ovatkin usein turvallisia ja vakaita sijoituskohteita, sekä hyviä osingonmaksajia. (Hämäläinen & Oksaharju 2017, 57.)

Kasvavilla vallihautayhtiöllä on vakaiden vallihautayhtiöiden tapaan vahva markkina-asema, korkea pääoman tuottoaste ja hyvä osingonmaksukyky, mutta sen lisäksi ne pystyvät investoimaan suuren osan voitoistaan olemassa olevaan liiketoimintaan korkeilla tuottoasteilla ja luomaan edellytyksiä nopealle tuloskasvulle. Kasvavat vallihautayhtiöt pääsevät parhaiten nauttimaan myös korkoa korolle -ilmioistä, kun voittovaroja voidaan sijoittaa kannattavasti uudelleen, mikä tuottaa jälleen suuremman määrän voittoa yrityksen kassaan. (Hämäläinen & Oksaharju 2017, 59.)

Warren Buffett on todennut vallihaudan merkityksestä seuraavasti: ”Minulle tärkein asia on hahmottaa, kuinka iso vallihauta liiketoiminnan ympärillä on. Mistä pidän eniten, on tietenkin iso linna ja sen ympärillä mahdollisimman leveä vallihauta pirajoiden ja krokoitiilien kera.” (Hagstrom 2014, 50.)

3.4 Oman pääoman tuotto

Laatusijoittajan ajattelumallin lähtökohtana on se, että sijoittaja ei ainoastaan osta yrityksen osakkeita, vaan kuvittelee ostavansa koko yrityksen, oli kyseessä sitten kuinka pieni tai iso osakehankinta tahansa. Pääoman tuotto on tärkeä tekijä osakkeenomistajien kannalta. Yrityksen on kyettävä takomaan tuottoa pääomilleen, jotta liiketoiminta olisi

kannattavaa ja kassavirtaa riittäisi myös omistajien taskuun. Kaikkein paras tilanne laatusijoittajan kannalta on se, jossa yritys pystyy investoimaan pääomiaan hyvällä tuotolla. Silloin liiketoiminta luo aidosti arvoa kasvulle. Mitä korkeamman pääoman tuoton yhtiö saa investoinneilleen, sitä nopeammin myös tulos kasvaa. Korkean oman pääoman tuoton yrityksillä on yleensä jokin erityinen kilpailuetu puolellaan, jonka avulla he pystyvät saamaan huomattavasti kilpailijoitaan korkeampaa tuottoa. (Greenblatt 2013, 90.)

Pörssiyritysten suorituskykyä mitataan usein tarkastelemalla yrityksen tulosta yhtä osaketta kohden. Osakekohtaista tulosta verrataan yleensä edellisiin vuosiin ja edellisvuosia paremmista tuloksista ollaan automaattisesti tyytyväisiä. Warren Buffettin mukaan osakekohtainen tulos ei kuitenkaan ole paras mahdollinen suorituskyvyn mittari, sillä edellisten vuosien tulokset kasvattavat yleensä myös yrityksen pääomien määrää. Siten on oletettavaa, että yritysten osakekohtainen tulos kasvaa vuodesta toiseen. Buffettin mielestä oman pääoman tuotto, eli nettovoiton suhde yhtiön oman pääoman määrään, ja sen parantuminen kuvaa paremmin yrityksen vuotuista suorituskykyä. (Hagstrom 2014, 59.) Osakekohtainen tulos, nettotulos, P/E-luku tai muut vastaavat tulospohjaiset mittarit eivät kerro sitä, kuinka paljon yrityksen liiketoimintoihin on jouduttu investoimaan rahaa, jotta tulos on saatu aikaan. Siksi oman pääoman tuotto nousee tärkeään rooliin laatusijoittajien suorituskykyä tarkasteltaessa.

Oman pääoman tuotto on etenkin laatusijoittajalle tärkeämpi mittari kuin esimerkiksi usein käytetty sijoitetun pääoman tuotto. Sijoitetun pääoman tuotto kuvaa nettovoiton suhdetta kaikkeen yhtiön sijoitettuun pääomaan, oli se sitten omaa tai velkapääomaa. (Lindström 2007, 227.) Hyvä pääoman tuotto tulisi saavuttaa vähäisellä velan määrällä tai mieluiten kokonaan ilman velkaa. Mikäli yrityksen liiketoiminnalliset ja investointeihin liittyvät päätökset ovat järkeviä ja kannattavia, tulokset ovat erinomaisia myös ilman velan vipuvaikutusta. Velka ei kuitenkaan aina ole ehdottoman pahasta. Buffettin mukaan on parempi ottaa velkaa mieluummin silloin kun yrityksellä vielä menee hyvin, jos korkotaso on matala. Jos lainaa aletaan ottamaan vasta vaikeuksien kohdatessa, korot saattavat olla huomattavan korkealla tasolla ja velan kustannukset nousevat pilviin. (Hagstrom 2014, 60.)

Laatusijoittaja ei kuitenkaan voi tuijottaa pelkästään oman pääoman tuottoa, sillä sitä voi vivuttaa korkealla vieraan pääoman määrällä. Velkamäärän kasvaessa myös yritystoiminnan rahoitukselliset riskit kasvavat, mikä voi vaikeuttaa esimerkiksi investointien tai yrityskauppojen toteuttamista. Siksi on hyvä pitää silmällä myös yhtiön velkaisuudesta kertovia mittareita. (SalkunRakentaja 2012)

Yhtiö	Maa	Oman pääoman tuotto (2017)	Omavaraisuusaste (2017)
Novo Nordisk	Tanska	85 %	49 %
Kone	Suomi	34 %	49 %
IBM	USA	32 %	14 %
Ponsse	Suomi	27 %	52 %
Home Depot	USA	298 %	3 %

Kuvio 4. Vertailua osakkeiden oman pääoman tuoton ja omavaraisuusasteen välillä.

Kuviosta 4 nähdään lukuja oman pääoman tuoton ja omavaraisuusasteen suhteen muutamilta erinomaiseen oman pääoman tuottoon kykeneviltä yhtiöiltä. Tanskalainen lääke-teollisuusyritys Novo Nordisk on malliesimerkki laatusijoittajan etsimistä sijoituskohteista oman pääoman tuoton osalta. Yhtiö on viimeisen viiden vuoden aikana kyennyt saamaan omalle pääomalleen huimaa 60-85 % tuottoa. Samalla omavaraisuusasteekin on ollut varsin hyvällä noin 50 % tasolla, eli puolet yhtiön varallisuudesta on rahoitettu omalla pääomalla.

Suomalaisista pörssiyrityksistä esimerkiksi hissejä, liukuportaita ja automaattiovia valmistava Kone ja metsäkoneita valmistava Ponsse täyttävät laatuyhtiön kriteerit oman pääoman tuoton osalta. Koneen 34 % ja Ponssen 27 % oman pääoman tuotto vuonna 2017 edustavat Helsingin pörssin kärkipäätä omavaraisuusasteen ollessa molemmilla yhtiöillä 50 % luokkaa.

Yhdysvaltalainen teknologiayritys IBM on hyvä esimerkki velan vipuvaikutuksesta oman pääoman tuottoon. Pelkkää oman pääoman tuottoa tarkastelemalla yhtiö vaikuttaa olevan erittäin hyvä sijoituskohde. Sudentuopan sijoittajille aiheuttaa kuitenkin heikko omavaraisuusaste, joka vuonna 2017 oli yhtiöllä vain 14 % eli yhtiön varallisuudesta velkaa on yli 7-kertainen määrä verrattuna omaan pääomaan. Siten suuri velan määrä johtaa myös helposti vääristyneen suureen oman pääoman tuottoon. Kokonaispääoman tuotto yhtiöllä onkin huolestuttavan alhainen 5 %. Suuri velan määrä selittyy osittain sillä, että

IBM tarjoaa myös rahoituspalveluita asiakkailleen, mitä varten yhtiö tarvitsee huomattavan määrän myös vierasta pääomaa.

Äärimmäisenä esimerkkinä toimii yhdysvaltalainen rautakauppa Home Depot, jonka oman pääoman tuotto on päätähuimaava 298 %. Selitys ällistyttävän korkealle oman pääoman tuotolle löytyy jälleen omavaraisuusastetta tutkailemalla. Se paljastaa, että yhtiön varallisuudesta vain 3 % on omaa pääomaa ja loput velkaa, mikä aiheuttaa valtavan vipuvaikutuksen oman pääoman tuoton suhteen vääristäen sitä hämäävän korkeisiin lukemiin. Home Depotin velan määrä johtuu suurilta osin yhtiön suuresta omien osakkeiden takaisinosto-ohjelmasta, jota yhtiö on rahoittanut vieraalla pääomalla.

3.5 Laadukas johto

Vahva markkina-asema ja vahva liiketoimintamalli ovat äärimmäisen tärkeitä kriteereitä, mutta johdon tärkeyttä ei pidä myöskään vähätellä. Johdolla on todella tärkeä rooli koko yrityksen näytelmässä. On harmi, miten todella moni hyvä liiketoiminta kärsii huonoista johtajista. Toisaalta, on myös hienoa nähdä, miten huonoista liiketoiminnoista saadaan jalostettua hyviä, kun johto on osaavissa käsissä. Hyvän johdon alaisuudessa yritys pysyy maksimoimaan osakkeenomistajien arvon. (Hämäläinen & Oksaharju 2017, 73.) Warren Buffett on todennut, että vaikka yrityksen liiketoiminta olisi muuten miten hyvä tahansa, hän jättää sijoittamatta, jos yrityksen johto ei ole tarpeeksi laadukas (Hagstrom 2014, 50).

Laatusijoittaja arvostaa yhtiöitä, joissa johtoryhmällä on isot osakeomistukset itse yhtiöstä. Johdon omistukset kielivät siitä, miten motivoituneita johtajat ovat ja miten he pyrkivät viemään yritystä eteenpäin omistaja-arvoa kasvattaen. (Hämäläinen & Oksaharju 2017, 74.)

Yrityksen johdossa tulee olla pitkäjänteisiä ja kokeneita johtajia. Päätöksenteon tulee olla järkipäristä ja toimien tulee keskittyä omistaja-arvon maksimointiin. Erinomainen yritysjohto nousee valokeilaan erityisesti, kun taloudelliset ajat käyvät haastaviksi. Hyvät ja kokeneet johtajat pystyvät kasvattamaan tulosta huonoinakin aikoina. Laadukas yritysjohto pyrkii aina kustannustehokkaisiin ratkaisuihin ja kulujen minimointiin, vaikka taloudellinen suhdanne olisikin vielä hyvä. Jokainen yrityksen kassaan hyvinä aikoina kerrytetty ylimääräinen euro auttaa yrityksiä selviämään myös vaikeampien aikojen koittaessa. (Hämäläinen & Oksaharju 2017, 75.)

Hyvä johtaja osaa allokoida pääomat oikeisiin kohteisiin, kuten ratkaisuihin joissa riskitaso pyritään pitämään matalana ilman jättimäisiä investointeja. Tämänkaltaisissa tilanteissa mahdollistetaan hyvä tuloskasvu hyvin hallitulla riskillä. (Hämäläinen & Oksaharju 2017, 76.) Kun yritykselle tarjoutuu normaalia tuottoisampi investointi, sen tulee käyttää ylimääräiset varat tämän tuottavan investoinnin tukemiseksi. Jos ylimääräisille rahoille ei löydy hyvin tuottavaa ja omistajien tuottovaatimukset ylittävää kohdetta, laatu-yhtiö palauttaa osakkeenomistajille ylimääräiset voittovarot osinkojen muodossa tai ostamalla omia osakkeitaan takaisin. (Hagstrom 2014, 52-53.)

Erinomainen johtaja kertoo aina läpinäkyvästi sekä yrityksen tilanteen hyvistä, että huonoista puolista. Virheiden myöntäminen avoimesti on hyvän johtajan merkki. Näin toimimalla ongelmat ratkaistaan ja niistä puhutaan avoimesti, joten kaappiin ei jää luurankoja. (Hämäläinen & Oksaharju 2017, 76.) Liiallinen asioiden panttaaminen ja ongelmien ylioptimisointi ovat vain haitaksi yritykselle. Pitkällä aikavälillä rehellisyys palkitaan. Vaikka ongelmien tunnustaminen saattaa laskea yhtiön osakekurssia hetkellisesti, pitkän aikavälin hyödyt ongelmien ratkaisemisesta ovat paljon isommat. (Hagstrom 2014, 54.)

Hyvä yritysjohtaja toimii aina järkensä varassa. Laatujohtaja ei seuraa niinkään hetkellisiä trendejä tai mitä kilpailijat tekevät, vaan pyrkii määrätietoisesti suurentamaan yrityksen vallihautaa. (Hämäläinen & Oksaharju 2017, 76.) Useat yritysjohtajat seuraavat muiden johtajien liikkeitä markkinoilla ja kopioivat heidän strategiansa. He ajattelevat, että jos kilpailijakin tekee jotain tietyllä tavalla, sen täytyy olla oikein. Tätä ilmiötä Warren Buffett kutsuu termillä *institutional imperative*. Hyvät johtajat uskaltavat tehdä omia ratkaisujaan ja ovat valmiita näyttämään hölmöiltä lyhyellä aikavälillä, jotta mahdollisuus suurempiin pitkän aikavälin tuottoihin kasvaa. (Hagstrom 2014, 56-57.) Johdolla on oltava rohkeutta uudistaa yhtiötä rajustikin, jos markkinaympäristö sitä vaatii. Kysyntätilanteen muuttuessa pysyvästi on myös yhtiön kyettävä uudistumaan, jotta se säilyisi kilpailussa mukana. Laatu-yhtiöistä voi tulla nopeasti kriisiyhtiöitä, jos reagointikyky puuttuu. Tästä hyvinä esimerkkeinä ovat vielä muutamia vuosia sitten laatu-yhtiöinä pidettyjen Stockmannin ja Nokian kohtalot. (Sijottaja.fi 2017.)

Johdon laadukkuutta voi tarkkailla muun muassa tutkimalla yhtiön vanhoja vuosikertomuksia. Sijoittajan kannattaa tarkastella vanhoissa vuosikertomuksissa mainittuja strategioita ja lupauksia ja vertailla niitä nykyhetken tilanteeseen. Siten sijoittaja saa selville, ovatko tavoitteet saavutettu ja lupaukset täytetty, vai ovatko ne olleet pelkkää sanahelelinää.

Osakeoptiot ovat yleinen tapa palkita yritysjohtoa liiketoiminnan kannattavasta kasvusta. Warren Buffett kuitenkin vastustaa johtajien optio-ohjelmia, joissa palkkioita onnistuneista tilikausista maksetaan yrityksen osakeoptioina. Optio-ohjelmat kannustavat yritysjohtoa nostamaan yrityksen osakekurssia lyhytnäköisesti omia etujaan ajatellen tai tehden liian kapeakatseisia päätöksiä pitkän aikavälin seuraamuksista välittämättä. (Cunningham 1998, 11.)

Osakeoptiot käytännössä ryöstävät rahaa nykyisiltä osakkeenomistajilta. Buffettin mielestä hyvästä suoriutumisesta kuuluu kyllä aina palkita, mutta mieluummin käteisbonus-ten kuin osakeoptioiden muodossa. Näin johtajat voivat halutessaan itse ostaa yhtiön osakkeita ja täten todistaa kävelevänsä aidosti johtajien saappaissa. (Cunningham 1998, 11.)

3.6 Tuloksen laatu

Kannattavan liiketoiminnan kannalta hyvä tulos on kaikki kaikessa. Asian voi yksinkertaistaa niin, että jos teet huonoa tulosta, et luultavasti pysy markkinoilla kauaa, kun taas hyvä ja kasvava tulos mahdollistaa paljon hyviä asioita. (Buffett & Clark 2012, 45.) Tuloksen ei ole kuitenkaan tarkoitus jäädä voitoksi paperille, vaan myös realisoitua kassavirraksi. Tuloslaskelman ja kassavirtatuloksen tulee poiketa toisistaan, kun puhutaan laatu-yhtiöstä. (Hämäläinen & Oksaharju 2017, 43.)

Liiketoiminnan vapaa rahavirta on laatusijoittajalle tärkeä mittari, sillä se määrittelee yhtiön kyvyn maksaa osinkoa osakkeenomistajilleen. Vapaa rahavirta saadaan laskettua vähentämällä liikevaihdosta kaikki kulut, verot ja rahat, jotka kuluvat liiketoiminnan ylläpitämiseksi ja kehittämiseksi tarvittaviin investointeihin. (Saario 2005, 129.)

Jos yrityksen pitkän aikavälin taloudelliset näkymät ovat hyvät ja yritystä johtaa omistajarvoa ajatteleva johtaja, sen pitäisi näkyä yrityksen kasvavan markkina-arvon muodossa. Samoin jokaista taseeseen jätettyä euroa kohden yrityksen markkina-arvon tulisi kasvaa vähintään samaisen euron verran. (Hagstrom 2014, 63-64.)

3.7 Investoinnit

Osinkoja ei kannata jakaa lainkaan, jos jokaiselle tuloseurolle on omistajan parasta uudelleensijoituskohdetta paremmin tuottava sijoitusidea (Hagstrom 2014, 52). Hyvä

yritysjohto pyrkii ensisijaisesti löytämään ylimääräiselle rahalle hyviä investointikohteita, mutta jos niitä ei löydy, on voitot parempi jakaa omistajille esimerkiksi osinkojen muodossa (Hämäläinen & Oksaharju 2017, 77).

Laatuyhtiö pyrkii ensisijaisesti löytämään tuottavia investointikohteita jo olemassa olevista liiketoiminnoistaan, mutta kasvua voidaan hakea myös yrityskauppojen muodossa. Yrityskauppojen ongelmana on se, että potentiaaliset ostokohteet on yleensä hinnoiteltu selvällä preemiolla verrattuna niiden todelliseen arvoon. Yrityskaupat ovat oikeutettuja, kun ostettavan yrityksen hintalappu tarjoaa investoidulle pääomalle tuottovaatimuksen ylittävän tuoton ja sisältää varaa myös pienille takaiskuille (Hämäläinen & Oksaharju, 78-79). Yrityskauppoja ei tule myöskään tehdä pelkästä ostamisen ilosta, vaan yhdistymisestä pitää seurata vahvat synergiaedut ja hyötyä myös pitkällä aikavälillä.

Laatuyhtiön tunnistaa sen kyvystä investoida suuri osa tuloksestaan kasvuhankkeisiin niin, että samalla yritys ei tingi senttiäkään pääoman tuotosta. On myös mukava omistaa yhtiötä, jonka ei tarvitse käyttää ylläpitoinvestointeihin puolta tuloksestaan, vaan pystyy säilyttämään markkina-asemansa vain pienin investoinnein. Näin tuloksesta jää enemmän käytettäväksi esimerkiksi kasvuhankkeisiin ja muihin paremmin tuottaviin kohteisiin. (Hämäläinen & Oksaharju 2017, 44.)

3.8 Voitonjako

Kuten aikaisemmin jo mainitsimme, osinko on yritykselle hyvä tapa jakaa voittoa omistajilleen, jos tuottavaa investointikohdetta ei löydy. Osingot sijoittaja voi itse sijoittaa uudelleen paremmin tuottaviin kohteisiin tai takaisin osingon maksaneen yrityksen osakkeisiin, jolloin hänellä on oikeus entistä suurempaan osaan yrityksen tulevista voitoista. Toinen voitonjakomuoto on omien osakkeiden takaisinosto, jolloin yhtiö ostaa markkinoilta omia osakkeitaan takaisin, joten sijoittajan osuus yhtiöstä ja samalla sen voitoista kasvaa.

Osinkoa ei kuitenkaan ole järkevää jakaa, jos yhtiö pystyy sijoittamaan varat paremmin kuin yhtiön osakkeenomistajat. Tästä hyvänä esimerkkinä toimii Warren Buffettin perustama sijoitusyhtiö Berkshire Hathaway, joka on jakanut osinkoa omistajilleen vain kerran, ja sekin vuonna 1967. Buffettin track record on niin vakuuttava, että Berkshire Hathawayn päätös olla jakamatta osinkoa on täysin ymmärrettävä. On hyvin todennäköistä,

että Buffett pystyy luomaan yhtiön voittovaroille enemmän lisäarvoa kuin yksikään osakkeenomistajista.

Pitkäjänteiselle osakkeenomistajalle osingot ovat ainoa tulovirta, mitä sijoittaja saa yhtiöltä sijoitusaikana. Siten osakkeenomistajan näkökulmasta katsottuna odotettavissa oleva osinkovirta määrittelee yhtiön arvon. (Saario 2005, 37.) Laatusijoittaja suosii erityisesti yhtiöitä, jotka pystyvät kasvattamaan osinkoaan vuodesta toiseen. Osingon kasvun tulee perustua liiketoiminnan kasvuun, jolloin vuosi vuodelta kasvavista voitoista jää enemmän jaettavaksi myös osakkeenomistajille. Korkea ja vakaa osinkotuotto suojaa sijoittajaa osakkeen kurssikehityksen vaihteluilta, sillä suuri osinko tasoittaa mahdollisen kurssilaskun vaikutusta sijoittajan tuottoon. Korkea osinkotuotto voi kertoa myös osakkeen alhaisesta arvostustasosta, jolloin sijoittaja pääsee hyötymään sekä osingosta, että suuresta kurssinousun todennäköisyydestä. (Lindström 2007, 192.)

Yhtiö	Osinkotuotto (2018)	Peräkkäisten osingonkorotusvuosien määrä
Sampo	5,6 %	9
Nordea	7,0 %	6
Elisa	4,3 %	7
Nokian Renkaat	4,5 %	9
UPM-Kymmene	3,8 %	9

Kuvio 5. Helsingin pörssin osinkoaristokraatteja.

Kuvio 5 esittelee osan Helsingin pörssin parhaista osingonmaksajista osinkotuoton ja osingon kasvun perusteella. Peräkkäisiin osingonkorotusvuosiin on laskettu mukaan vuodet, joina osinko on pysynyt vähintään samana tai noussut edellisvuoteen verrattuna. Lähimpänä osinkoaristokraatin asemaa Helsingin pörssissä on Sampo, jolla osinko on noussut joka vuosi 9 vuoden ajan osinkotuoton ollessa vuonna 2018 erinomainen 5,6 %. Myös Nokian Renkailla ja UPM:llä osinko on kasvanut mukavasti vuodesta toiseen, mutta molemmilta yhtiöiltä löytyy 2010-luvun alusta kolmen perättäisen vuoden ajanjakso, jolloin osingon määrä pysyi samana. Helsingin pörssin suuryhtiöiden osinkokuningas vuonna 2018 oli Nordea, joka tarjosi osakkeenomistajilleen muhkean 7 prosentin osinkotuoton.

Madaltunut osinkotuotto ei itsessään ole merkki hiipuvasta liiketoiminnasta. Yritys voi supistaa maksettavan osingon määrää, kun se löytää tuottavan kohteen voittovaroilleen, esimerkiksi olemassa olevaan liiketoimintaan investoimisen. Liiketoiminnan kasvu

kasvattaa pitkällä aikavälillä myös yrityksen markkina-arvoa, mikä kompensoi menetetyt osinkotuotot. Vastaavasti, jos osingonjakosuhte on jatkuvasti lähellä tai jopa yli sadan prosentin, yhtiö voi maksaa osinkoja yli varojensa ja mahdollisuudet kasvuinvestointeihin ovat matalat.

Yhtiö voi ostaa omia osakkeitaan takaisin esimerkiksi tilanteessa, jossa omistajat katsovat yhtiön markkinahinnan olevan aliarvostettu. Yhtiö usein mitätöi ostamansa osakkeet, jos niitä ei käytetä yrityskauppoihin tai yritysjohton palkitsemiseen. Täten jo olemassa olevien omistajien omistusosuus yhtiöstä kasvaa. Samalla yhtiö saa ostettua osakkeita markkinoilta alihintaan, joten se toimii yritykselle investoinnin tapaan. Tärkeää on kuitenkin huomata, että omien osakkeiden ostaminen on järkevää ainoastaan silloin, kun osake on todellista arvoaan alhaisemmin hinnoiteltu. (Saarnio 2018.)

3.9 Yhteenveto pörssiyhtiön laatutekijöistä

Edellä mainitut kahdeksan kriteeriä, eli markkina-asema, kestävä kilpailuetu, vallihauta, erinomainen oman pääoman tuotto, laadukas johto, laadukas tulos, viisaat investoinnit ja järkevä pääomien allokointi, ovat keskeisimmät pörssiyhtiöihin liittyvät seikat laatusijoittajan kannalta. On kuitenkin todettava, että harva pörssiyhtiö kykenee täyttämään kaikki nämä kriteerit täydellisesti. Useilla yhtiöillä joku näistä osa-alueista on vahvempi ja joku hieman heikompi, mutta kokonaisuutena jokaisen tekijän tulisi olla vähintään hyvällä tasolla, jotta yhtiö voisi läpäistä laatusijoittajan seulan.

Tärkeimpinä laatutekijöinä esiin nousevat laadukas johto ja kestävä kilpailuetu. Ilman osaavaa yritysjohtoa laadukkaastakin liiketoiminnasta voi seurata huono lopputulos. Erinomainen johto puolestaan voi onnistua jalostamaan heikommastakin liiketoiminnasta kukoistavan bisneksen. Kestävän kilpailuedun voimin pörssiyhtiö pystyy kasvamaan kannattavasti vuodesta toiseen ja laajentamaan vallihautaa pahimpiin kilpailijoihinsa nähden. Kestävä kilpailuetu mahdollistaa myös sen, että pienet virheet eivät aiheuta pysyviä vaurioita liiketoimintaan pitkällä aikavälillä.

4 SELVITYS HELSINGIN PÖRSSIN LAATUYHTIÖISTÄ

Tämän luvun tavoitteena on selvittää, mitkä Helsingin pörssin yhtiöistä täyttävät laatuyhtiön määritelmän. Lisäksi analysoimme, miten kyseisten yhtiöiden laatutekijät toteutuvat yhtiöiden liiketoiminnoissa.

4.1 Helsingin pörssin laatuyhtiöt

Haravoimme Helsingin pörssistä mahdollisia laatuyhtiöitä muutamien tärkeimmiksi havaitsemiemme kriteerien perusteella. Erityisesti painotimme valinnoissamme laadukkaan johdon ja kestävien kilpailuetujen merkitystä. Muita tärkeitä tekijöitä laatuyhtiöiden määrittämisessä olivat johtava markkina-asema, taito pääomien järkevään allokontiin ja sopivaan voitonjakopolitiikkaan, liiketoiminnan kannattavuus ja kasvumahdollisuudet, sekä tuloksentekeyky ilman merkittäviä määriä velkaa. Aivan ykkösluokan laatuyhtiöitä, jotka täyttäisivät kaikki laatukriteerit täydellisesti, ei Helsingin pörssin yhtiöiden valikoi- masta löydy. Kymmenen yhtiötä, jotka mielestämme täyttävät laatuyhtiöiden tunnusmer- kit parhaiten, ovat Sampo, Kone, Nordea, Elisa, Neste, Nokian Renkaat, Orion, Olvi, UPM-kymmene ja Wärtsilä.

Yhtiö	Markkina- asema	Vallihauta / kilpailuetu	Oman pääoman tuotto	Yrityksen johto
Sampo	+++	++	++	+++
Kone	+++	+++	+++	++
Nordea	+++	+	+	+++
Elisa	++	+	+++	+++
Neste	+++	++	++	++
Nokian Renkaat	+++	+++	++	++
Orion	++	++	+++	++
Olvi	++	++	++	++
UPM-kymmene	++	++	+	+++
Wärtsilä	+++	+++	++	++

Kuvio 6. Laatuyhtiöiden tärkeimpien laatutekijöiden vertailua.

Kuviosta 3 nähdään tutkimukseemme valittujen yhtiöiden tärkeimpien laatutekijöiden vertailua. Kuten laatu-yhtiöille tyypillistä on, kaikki tutkimukseemme yhtiöt ovat joko johtavassa tai erittäin hyvässä markkina-asemassa. Kone ja Wärtsilä ovat panostaneet koneiden ja laitteiden toimittamisen lisäksi vahvasti myös palvelu- ja huoltoliiketoimintaan. Siten kyseiset yhtiöt voivat solmia asiakkaiden kanssa koko tuotteiden elinkaaren mittaisia kumppanuuksia, jolloin yhtiöiden vallihauta kasvaa entisestään. Nokian Renkaiden kilpailuetu puolestaan perustuu onnistuneeseen niche-strategiaan, vahvaan brändiin ja tehokkaaseen jakeluverkostoon. Oman pääoman tuoton suhteen laatu-yhtiöiden parhaimmista edustavat Kone, Elisa ja Orion, jotka takovat vuodesta toiseen yli 25 % tuottoa omille pääomilleen. Kone ja Orion hätyyttelevät usein jopa 40 prosentin lukemia. Laatu-yhtiöidemme johtoryhmiä tarkasteltaessa yksi nimi toistuu useasti. Sammon, Nordean ja UPM-Kymmenen hallituksen puheenjohtajan Björn Wahlroos on ollut isossa roolissa kunkin yhtiön menestykseen. Elisan Veli-Matti Mattila on toiminut yhtiön toimitusjohtajana vuodesta 2003 lähtien ja istuu myös Sampon hallituksessa. Maininnan arvoinen on myös UPM:n toimitusjohtaja Jussi Pesosen UPM-ura, joka alkoi yhtiössä jo vuonna 1987.

4.1.1 Sampo

Sampo-konserni koostuu vahinkovakuuttaja Ifistä, vahinko- ja henkivakuutusyhtiö Topdanmarkista ja finanssiyhtiö Mandatum Lifestä. Lisäksi Sampo on Pohjoismaiden johtavan pankin Nordean suurin omistaja yli 20 prosentin omistusosuudellaan. Sammon strategia määrittelee yhtiön tavoitteiksi omistaja-arvon luominen kannattavilla liiketoiminnoilla ja osakkeenomistajien hyötyminen arvonnoususta vakaan osinkotuoton muodossa. (Sampo Oyj 2017.)

Sammon markkina-asema on erittäin vahva ja se on selvä markkinajohtaja ydintoimialoillaan eli vahinko- ja henkivakuutustoiminnoissa Pohjoismaiden alueella. Konserniin kuuluva If Vahinkovakuutus on Pohjoismaiden johtava vahinkovakuuttaja yli 3,7 miljonnalla asiakkaallaan Pohjoismaiden ja Baltian alueella. Suomessa Ifin markkinaosuus on 26, Norjassa 25 ja Ruotsissa 19 prosenttia. Topdanmark puolestaan on Tanskan toiseksi suurin vahinkovakuutusyhtiö 17 prosentin markkinaosuudellaan ja 9 prosentin markkinaosuudella Tanskan henkivakuutusmarkkinoista. (Sampo Oyj 2017.)

Sammon tulovirta on hyvin hajautettu konsernitasolla pankki- ja vakuutustoimintojen kesken. Pankkitoimintojen eli Nordean liiketoiminnan tuotot eivät juurikaan korreloi

keskenään vakuutustoimintojen eli Ifin ja Topdanmarkin tulovirtojen kanssa. Lisäksi toiminta on maantieteellisesti hajautettu kaikkien Pohjoismaiden välille. Jos esimerkiksi Norjassa tapahtuisi jonakin vuonna poikkeuksellisen paljon luonnonilmiöitä, jotka kasvattavat vakuutuskorvauksien määrää, ei se vaikuta dramaattisesti Sammon tuottoihin, sillä muiden maiden vakuutustoimintojen myyntituotot paikkaavat tilannetta. Vakuutus- ja pankkitoiminnot eivät myöskään ole merkittävästi riippuvaisia talouden suhdanteista, joten Sammon liiketoiminnan voidaan olettaa pysyvän vakaana eri suhdanteiden yli.

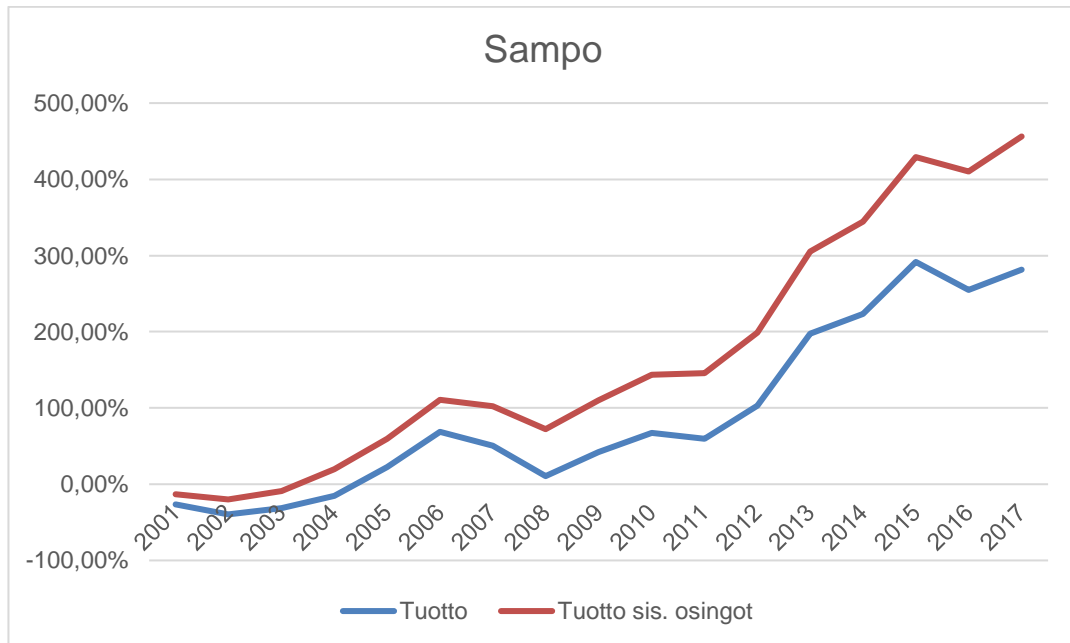
Sampo on kyennyt vuosien mittaan hakemaan kasvua erityisesti onnistuneiden yritysjärjestelyiden kautta. Niistä vahvoja näyttöjä on etenkin Björn Wahlroosilla, joka toimi Sammon konsernijohtajana vuosina 2001-2009 ja hallituksen puheenjohtajana vuodesta 2009 lähtien. Sampo on suorittanut yritysostoja silloin, kun kannattavia liiketoimintoja on ollut saatavilla huomattavaan alennushintaan. Tästä hyvinä esimerkkeinä toimivat muun muassa If Vahinkovakuutuksen ostaminen vuonna 2004 tai Nordean osakkeiden osto yhtiön markkina-arvon ollessa lähes koko pörssihistoriansa alhaisimmalla tasolla. Toisaalta Sampo on myös onnistunut myymään kannattamattomat liiketoimintonsa ajoissa. Sampo Pankki myytiin vuonna 2007 korkeaan 4,05 miljardin euron hintaan tanskalaiselle Danske Bankille. Myynnistä saadut varat Sampo käytti huomattavasti kannattavamman Nordean osakkeiden oston pilkkahintaan.

Yksi merkittävästä tekijöistä piensijoittajien kannalta on, että Sammon johto omistaa huomattavan määrän yhtiön osakkeita. Esimerkiksi Björn Wahlroosin omistusosuus Sammosta on 1,80 % eli lähes 454 miljoonaa euroa osakkeen nykykurssilla laskettuna. Johdon merkittävien omistusten myötä piensijoittajien ja yhtiön johdon intressit ovat varmasti hyvin samansuuntaiset liiketoiminnan keskittyessä omistaja-arvon kasvattamiseen. (Sampo Oyj 2017.)

Voitonjakopolitiikka Sammolla on koko pörssihistoriansa ajan ollut suotuisa osingoista pitävälle sijoittajille. Ne varat, joita yhtiö ei ole kyennyt tarpeeksi tuottavasti käyttämään investointeihin, on se palauttanut tehokkaasti osakkeenomistajilleen. Sammon osakkeenomistaja onkin vuodesta 2000 lähtien lähes poikkeuksetta saanut nauttia noin 5 prosentin luokkaa olevasta osinkotuotosta. Sammon osakekohtainen osinko on kasvanut jopa yhdeksän peräkkäisen vuoden ajan, mikä on Helsingin pörssin paras suoritus tällä hetkellä.

Myös lukujen valossa Sampo on Helsingin pörssin ehdotonta eliittiä. Oman pääoman tuotto on läpi vuosien ollut rahoitussektorin yhtiölle erinomaisella 15-20 % tasolla.

Vahinkovakuutusyhtiöiden kannattavuutta mittaava yhdistetty kulusuhde eli korvaus- ja liikekulujen suhde vakuutusmaksutuottoihin on Sammolla parantunut vuodesta toiseen. Vuoden 2017 yhdistetty kulusuhde Ifillä oli erinomainen 85,3 % ja Topdanmarkilla ennätysellinen 82,0 %. (Sampo Oyj 2017.) Vertailussa kansainväliseen verrokkiryhmään Sammon yhdistetty kulusuhde on aivan kärkipäässä keskiarvon ollessa reilusti yli 90 % luokkaa. Tämä kertoo siitä, että Sampo on onnistunut trimmaamaan vakuutustoimintonsa erittäin kannattavaan tulokuntoon.



Kuvio 7. Sammon osakkeen tuotto vuosina 2001-2017.

Sammon osakkeen tuottokäyrästä selviää, että yhtiö on ollut omistajilleen nimensä veroinen tuottokone tämän vuosituhatvuoden puolella. Vuosien 2007-2009 finanssikriisin pientä notkahdusta lukuun ottamatta Sampo on takonut sijoittajilleen tuottoa tasaiseen tahtiin. Osingot huomioiden Sammon osakkeenomistajat ovat saaneet rahoilleen 456 % tuoton 17 vuoden aikana. Osinkoa on samassa ajassa sijoittajille kertynyt 20,95 euroa jokaista vuoden 2001 alussa ostettua osaketta kohden. Sijoittajat saavat todennäköisesti nauttia hyvästä osinkotuotosta jatkossakin, sillä Sammon konsernijohtaja Kari Stadigh kertoi helmikuussa 2018, että Sammon tavoitteena on ylläpitää graafisesti kaunista nousujohteista osinkokäyrää (Arvopaperi 2018). Sammolla on täysi mahdollisuus maksaa kasvavaa osinkoa vielä kaukana tulevaisuudessakin, jos tuloksentekeyky säilyy ennallaan. Yhtiö on viime vuosina maksanut noin 70-85 % tuloksestaan osinkoina, joten osingonmaksukyky on kestäväällä pohjalla.

4.1.2 Kone

Vuonna 1910 perustettu Kone Oyj tarjoaa asiakkailleen globaalisti moderneja hissejä, automaattiovia ja liukuportaita. Koneen liiketoiminta koostuu uusien laitteiden myynnistä, huoltotoiminnasta ja vanhojen laitteiden modernisoinnista. Yhtiö oli Suomen yksi ensimmäisistä onnistuneesti kansainvälistyneistä yrityksistä ja lukeutuu yhä menestyksikkäimpien suomalaisten yhtiöiden terävimpään kärkeen. (Kone Oyj 2018.)

Koneen markkina-asema on laatu-yhtiöille tyypillisen vahva. Suurimmalla osalla markkina-alueistaan Kone on joko markkinajohtaja tai markkinakakkonen. Koneen osuus globaalista uuslaitemarkkinasta oli vuonna 2016 19 prosenttia. Yhtiö on hajauttanut liiketoimintansa tulovirran uuslaitemyynnin ja huolto- sekä modernisointipalveluiden kesken. Huolto- ja modernisointiliiketoiminnan tärkeyttä kuvastaa hyvin se, että Koneen liikevaihdosta jo lähes 50 % syntyy niiden muodostamista kassavirroista. Useimmilla markkina-alueillaan Kone toimii sekä uuslaitemyyjän, että huolto-yhtiön roolissa. Tästä seuraa se, että Koneen toiminta on lähes suhdanneriippumaton, sillä uuslaitemyynnin suhdannevaihteluita on tasaamassa huoltoliiketoiminnan vakaat tulot. (Kone Oyj 2018.)

Toimialan oligopolisen markkinatilanteen ansiosta Koneen ei tarvitse käydä veristä hintakilpailua kilpailijoidensa kanssa. Markkinoilla on vain muutamia toimijoita, jotka ovat kaikki oppineet toimimaan markkinalla omilla vahvuuksillaan, eikä hintojen polkemista kilpailuedun luomiseksi juurikaan esiinny.

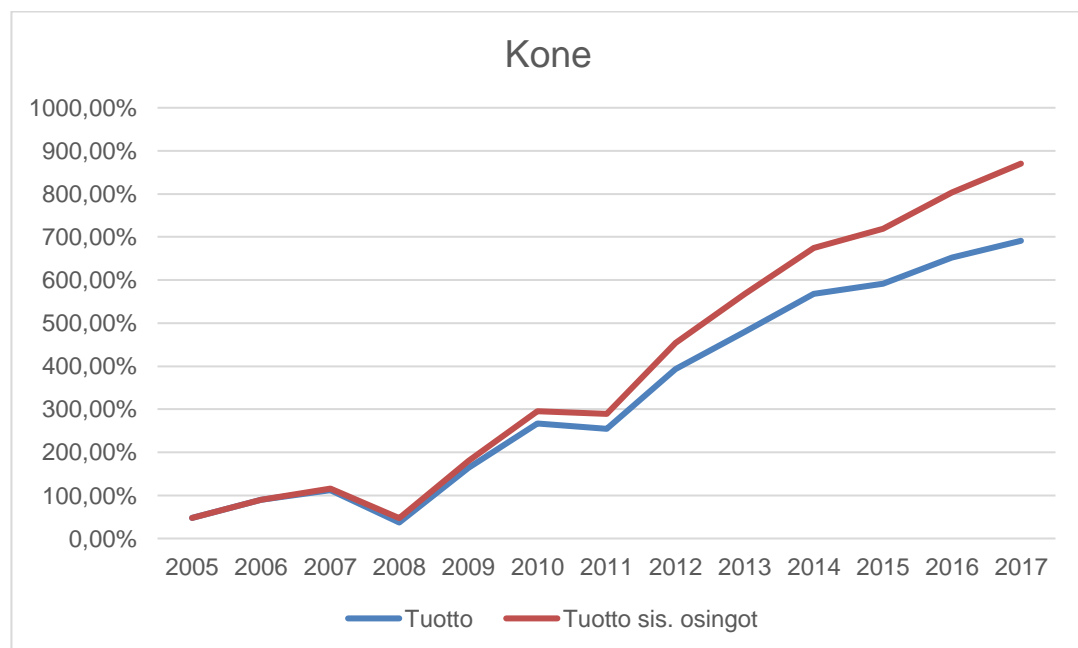
Koneella on takanaan monen megatrendin risteyskohdan aiheuttama myötätuuli. Kaupungistuminen lisää hissien ja liukuportaiden tarvetta erityisesti nopeasti kasvavilla Aasian markkinoilla. Väestön ikääntyminen puolestaan vaatii lisää liikkumista helpottavia laitteita, johon Koneella on tarjota moderneja ratkaisuja. Luotettavuuden ja turvallisuuden tärkeyden globaali kasvu on eduksi Koneen huolto- ja modernisointitoiminnalle, kun yhä suurempi osa vanhoista laitteista alkaa jo olla modernisoinnin tarpeessa. (Kone Oyj 2018.)

Koneen yksi suurimmista kilpailueduista on se, että pelkän laitemyyjän sijaan Kone on asiakkailleen pitkäaikainen liikekumppani. Yhtiön liiketoimintamallin perustana on tarjota myymilleen laitteille koko elinkaaren kattavia ratkaisuja. Asiakkaille on helppoa ostaa koko paketti Koneelta sen sijaan, että ostaisi laitteet yhdeltä toimittajalta, huollot toiselta

ja modernisoinnit kolmannelta yritykseltä. Strategia on hyvä myös itse Koneen kannalta, sillä samalla kun uusien laitteiden myynti kasvaa, kasvavat myös huoltoliiketoiminnan tuomat tuotot. Siitä seuraa positiivinen kierre, joka vain kasvattaa Koneen vallihautaa entisestään.

Kone on malliesimerkki kasvavasta vallihautayhtiöstä. Sen lisäksi, että se saa pääomilleen hyvän tuoton, se myös löytää jatkuvasti erinomaisesti tuottavia investointikohteita. Yhtiö kykenee hakemaan kasvua erityisesti Aasian ja Tyynenmeren alueelta, jossa erityisesti huolto- ja modernisointiliiketoiminta kasvaa vauhdikkaasti. Yhtiön kannattavuudesta ja vallihaudan leveydestä kertoo oman pääoman tuotto, joka on vuodesta toiseen ollut huimalla 30-40 % tasolla ja ajoittain reippaasti ylikin. Kone on myös lähes koko 2000-luvun ajan ollut nettovelaton, joten yhtiön ei ole tarvinnut rahoittaa kasvuaan velkarahalla.

Koneeseen sijoittaneet ovat saaneet nauttia myös tasaisesta ja useimmiten kasvavasta osinkovirrasta. Vaikka yhtiön arvostus ei ole viimeisten vuosikymmenten aikana ollut matalimmasta päästä, on se silti pystynyt tarjoamaan osakkeenomistajilleen lähes poikkeuksetta 2,5-4,0 % osinkotuottoa osakekurssiin nähden. Vakaa osinko ja osakekohtaisen osingon kasvattaminen on Koneella kestävällä pohjalla, sillä yhtiö on viimeisten vuosien aikana jakanut tuloksestaan osinkoina ulos noin 60-80 %, jolloin loput voitoista on jäänyt käytettäväksi kasvuinvestointeihin.



Kuvio 8. Koneen osakkeen tuotto vuosina 2005-2017.

Koneen osalta tuottoseurantamme alkaa vasta vuodelta 2005, kun Kone ja Cargotec jakautuivat omiksi yhtiöikseen. Sen jälkeen yhtiön kurssi onkin tyypillistä finanssikriisin kurssilaskua lukuun ottamatta osoittanut jyrkästi yläviistoon. Koneen osake on tuonut omistajilleen kunnioitettavan 870 % tuoton osingot mukaan laskettuna. Koneen osakkeenomistajien kannalta osinko ei ole näytellyt aivan yhtä suurta roolia kokonaistuoton suhteen kuin esimerkiksi Sammossa. Koneen tuotto pelkästään kurssinousu huomioiden on 691 %, joten osingon merkitys jää hieman pienemmäksi kuin kovimpia osinkotuottoja tarjoavissa yhtiöissä.

4.1.3 Neste

Neste on pääasiassa Itämeren alueella toimiva öljynjalostaja ja puhtaamman liikenteen polttoaineiden tuottaja. Yhtiön historia ulottuu vuoteen 1948, kun Neste Oy perustettiin turvaamaan Suomen öljyhuolto. Helsingin pörssissä Neste on hieman näky, sillä yhtiö listautui pörssiin vasta vuonna 2005. (Inderes 2016, 4.)

Nesteen liiketoiminta jakautuu kolmeen osa-alueeseen: öljytuotteisiin, uusiutuviin tuotteisiin ja öljyn vähittäismyyntiin. Näistä öljytuotteet muodostavat selvästi suurimman osan eli 8,5 miljardia euroa yhtiön liikevaihdosta. Uusiutuviin tuotteisiin kuuluu muun muassa uusiutuva diesel ja uusiutuvat lentopolttoaineet. Lisäksi Nesteen laaja öljytuotteiden vähittäismyyntiverkosto kattaa yhteensä 1 076 asemaa viidessä maassa. (Neste Oyj 2017, 13.)

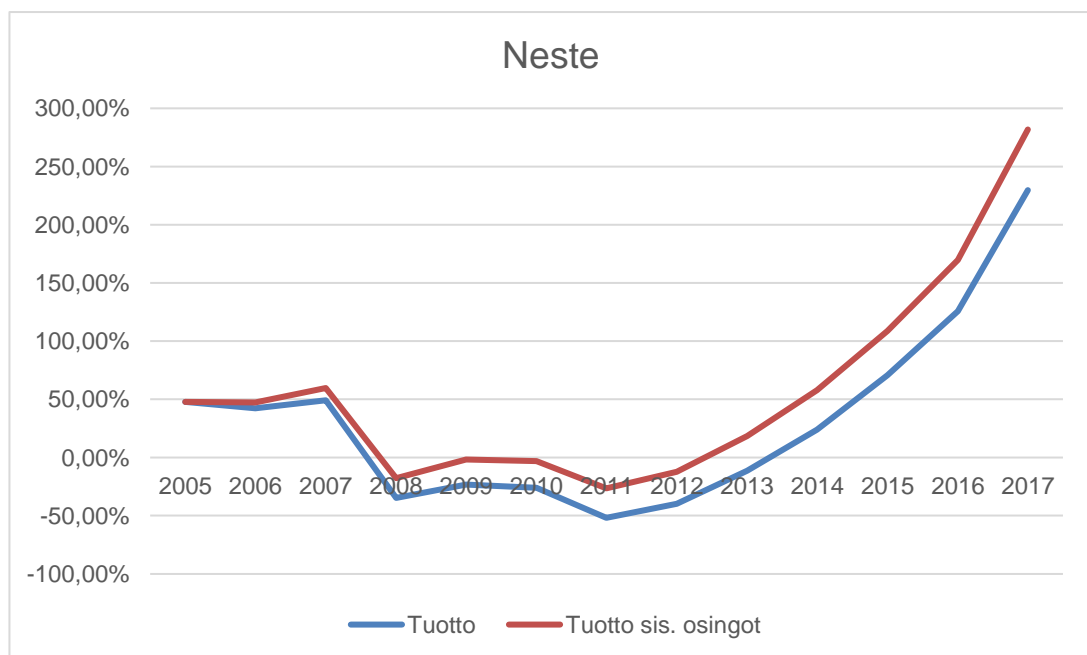
Neste on maailman suurin uusiutuvan dieselin tuottaja 60 prosentin osuudella maailman tuotantokapasiteetista. Lisäksi yhtiön markkina-asema on erittäin vahva öljytuotteissa ja öljyn vähittäismyynnissä Itämeren alueella. Nesteen johtava markkina-asema uusiutuvien tuotteiden liiketoiminta-alueella parantaa yhtiön kasvunäkymiä tulevaisuudessakin, kun se pääsee hyötymään uusiutuvien polttoaineiden markkinan yleisestä kasvusta suurella markkinaosuudellaan.

Nesteellä on puolellaan edelläkävijyyden tuomia etuja. Teknologisen etumatkan ja huipputason jalostusosaamisen ansiosta Neste pystyy käyttämään tuotteiden jalostuksessa raskaampia ja siten myös edullisempia raaka-aineita, jolloin jalostusmarginaali eli valmiiden tuotteiden hinnan erotus raaka-aineiden hintaan kasvaa. Yksi merkittävä kustannusetu yhtiölle syntyy venäläisen Urals-öljyn käytöstä yleisesti käytössä olevan Brent-

laadun sijaan. Vuonna 2017 Nesteen käyttämästä raakaöljystä yli 70 prosenttia oli Urals-laatua. Yhtiö hyötyy Urals-öljyn käytöstä edullisemman hankintahinnan ja lyhyempien kuljetusmatkojen tuomien etujen ansiosta. (Inderes 2016, 9.)

Neste hyötyy myös globaaleista megatrendeistä, kun ilmastonmuutoksen myötä ympäristöystävällisten tuotteiden merkitys kasvaa vuosi vuodelta. Vastuullisuus ja ympäristöystävällisyys on avainasemassa yhtiön toiminnassa ja se investoi suuren osan voitoistaan nimenomaan puhtaampien polttoaineiden kehitystyöhön.

Osakkeenomistajille Neste on ollut varsinkin viime vuosien aikana unelmasijoitus. Yhtiön osakekurssi oli vuoden 2017 lopussa lähes 7-kertainen vuoden 2011 päätöskurssiin verrattuna. Vahva tase ja vähäinen velkaantuneisuus on mahdollistanut Nesteelle suuretkin investoinnit kasvuhankkeisiin siten, että osinko on pystytty samalla pitämään vakaana ja muhkeana. Osinkotuotto Nesteellä on pyörinyt 3-4 prosentin tuntumassa lähes poikkeuksetta vuodesta toiseen. Osingon suhde tulokseen on kuitenkin ollut yleensä vain alle 50 % prosentin luokkaa, mikä osoittaa osingon olevan kestäväällä pohjalla rahaa jääden myös kannattaviin kasvuhankkeisiin investoimiseen.



Kuvio 9. Nesteen osakkeen tuotto vuosina 2005-2017.

Myös Nesteen osalta osakkeen kurssiseurantamme alkaa vasta vuodelta 2005, kun yhtiö siirtyi Helsingin pörssiin päälistalle. Nesteen osakkeen osalta tuottokäyrät eroavat jonkin verran edellä nähdystä Sammon ja Koneen vastaavista. Vuoden 2005 alussa

Nesteen osakkeita ostanut sijoittaja oli finanssikriisin jälkeen noin viiden vuoden ajan sijoitustensa osalta jopa hieman tappiolla. Tämän jälkeen tilanne kuitenkin muuttui radikaalisti ja vuoden 2011 pohjalukemat ovat viimeisen kuuden vuoden aikana muuttuneet 282 % kokonaistuottoon. Neste onkin ollut yksi viime vuosien kovimmista kurssiraketeista varsinkin pörssin suuryhtiöiden osalta.

4.1.4 Nokian Renkaat

Nokian Renkaat Oyj on vuonna 1988 perustettu yhtiö, joka listautui Helsingin pörssiin vuonna 1995. Yhtiö on maailman ainoa rengasvalmistaja, jonka liiketoiminta keskittyy tuotteisiin ja palveluihin, jotka helpottavat ihmisten liikkumista pohjoisissa olosuhteissa alueilla, joilla on lunta, metsää ja vuodenaikojen vaihteluista johtuvat vaikeat olosuhteet. (Nokian Renkaat Oyj 2018.) Nokian Renkaat käyttää hyödykseen niche-strategiaa eli pieneen kohderyhmään erikoistunutta liiketoimintaa. Yhtiöllä on monopoliasema pohjoisten olosuhteiden renkaiden valmistajana ja suurin osa Nokian Renkaiden tuotteista on erikoistuotteita, mikä mahdollistaa rengasalan keskiarvoa kovemman katteen.

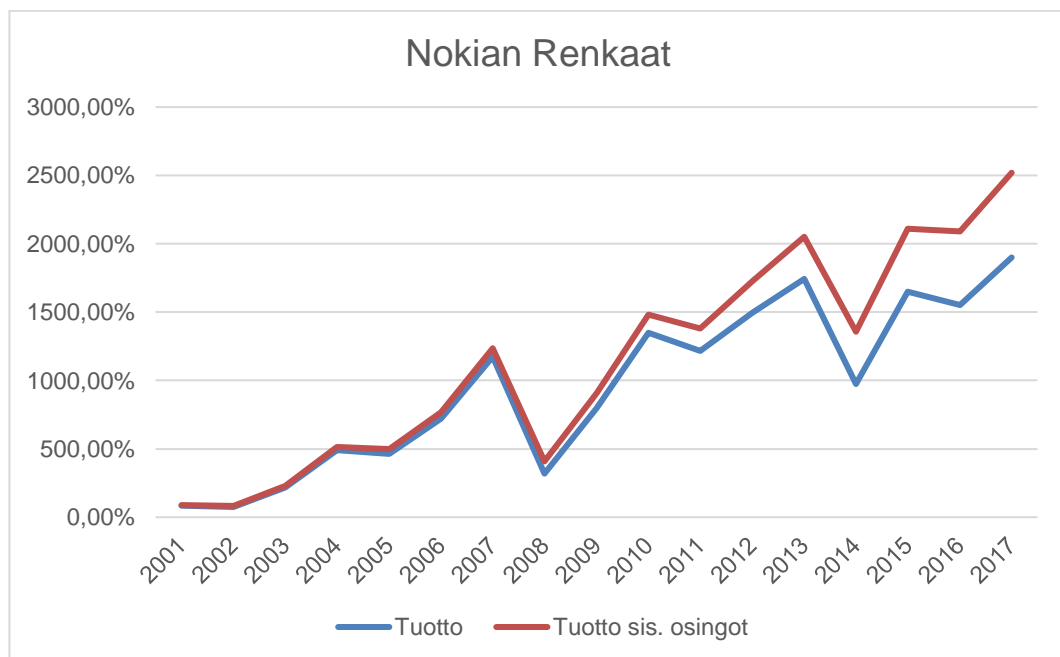
Yhtiön toiminta jakautuu kolmeen liiketoiminta-alueeseen, jotka ovat Henkilöautonrenkaat, Raskaat renkaat ja Vianor. Henkilöautonrenkaat valmistaa renkaita henkilöautoihin ja katumaastureihin, Raskaat renkaat muun muassa metsäkoneisiin, kuorma-autoihin ja maatalouskoneisiin ja Vianor-ketju tarjoaa autonhuolto- ja rengaspalveluita. Vuonna 2016 67 % yhtiön liikevaihdosta tuli Henkilöautonrenkaat -liiketoimintayksiköstä, 23 % Vianorista ja 10 % Raskaista renkaista. Nokian Renkaiden myynti on maantieteellisesti hajautettu Pohjoismaihin, Keski-Eurooppaan, Venäjälle ja Pohjois-Amerikkaan. (Nokian Renkaat Oyj 2016.)

Nokian Renkaat on markkinajohtajan asemassa ydinliiketoiminta-alueillaan eli Pohjoismaissa ja Venäjällä. Laaja jakeluverkosto on yksi Nokian Renkaiden keskeisimmistä kilpailueduista. Perustamansa Vianor-ketjun kautta Nokian Renkaat toimii sekä renkaiden valmistajana, että jälleenmyyjänä loppuasiakkaalle 1 466 palvelupistettä ja 26 maata kattavalla verkostolla. Vianor-ketju luo myös Nokian Renkaille tärkeän suoran kontaktin kulluttajiin ja tarjoaa arvokasta tietoa heidän toiveistaan ja tarpeistaan.

Vahva brändi ja tuotteiden huippulaadukas maine mahdollistaa yhtiölle tuotteiden kalliin hinnoittelun ja sitä kautta myös paremman kannattavuuden. Nokian Renkaiden kannattavuus onkin ollut jo vuosien ajan selvästi isoja kansainvälisiä kilpailijoitaan, kuten

Bridgestonea, Michelinia tai Continentalia, paremmalla tasolla. Esimerkiksi vuosien 2012-2017 Nokian Renkaiden tilikauden voitto on ollut 13-20 % liikevaihdosta, kun kilpailijoiden lukemat ovat pyörineet 5 ja 10 prosentin välillä. (Nokain Renkaat Oyj 2018.) Myös pääoman tuotto on yhtiöllä huippuluokkaa. Venäjän kriisin pahimmillakin hetkillä Nokian Renkaat kykeni yli 20 prosentin pääoman tuottoon, joten yhtiöllä on kyky tehdä tulosta vaikeinakin aikoina.

Nokian Renkaat on varsinkin viime vuosina tarjonnut omistajilleen muhkeaa 4-5 % osinkotuottoa maksaen 80-100 % tuloksestaan osinkoina ulos osakkeenomistajille. Yhtiöllä ei ole kovin suuria investointitarpeita, joten se pystyy vuodesta toiseen jakamaan lähes koko nettotuloksensa osinkoina. Vahva tase ja negatiivinen velkaantumisaste mahdollistavat sen, että osingonmaksukyky on turvattu myös pitkälle tulevaisuuteenkin. Pitkäjänteinen Nokian Renkaiden osakkeenomistaja on voinut olla erittäin tyytyväinen yhtiön suoritukseen, sillä vuodesta 2000 vuoden 2017 loppuun mennessä yhtiö on tuonut omistajilleen osingot mukaan laskettuina yli 2 500 % tuoton.



Kuvio 10. Nokian Renkaiden osakkeen tuotto vuosina 2001-2017.

Nokian Renkaat on tutkimuksemme yhtiöistä ehdoton tuottokuningas. Vuoden 2001 alussa yhtiön osakekurssi oli vielä vaatimaton 1,89 euroa, mutta 17 vuotta myöhemmin vuoden 2017 lopussa yhtiön osake noteerattiin lukemissa 37,80 euroa. Kun lasketaan mukaan vielä 11,71 euron osinkopotti jokaista vuoden 2001 alussa ostettua osaketta

kohti, on Nokian Renkaiden osakkeenomistaja saanut rahansa takaisin näiden vuosien aikana yli 25-kertaisesti. Matkan varrelle on mahtunut toki myös pari vaikeampaa vuotta ainakin osakekurssin kannalta tarkasteltuna. Vuosien 2007-2009 finanssikriisi leikkasi hetkellisesti jopa kaksi kolmasosaa Nokian Renkaiden osakekurssista pois. Myös Venäjän kriisi vuonna 2014 vaikutti kyseisessä maassa vahvasti toimivaan yhtiöön. Kriisi näkyi myös osakekurssin rajuna laskuna, mutta vuotta myöhemmin tilanne oli jo normalisoitunut.

4.1.5 Elisa

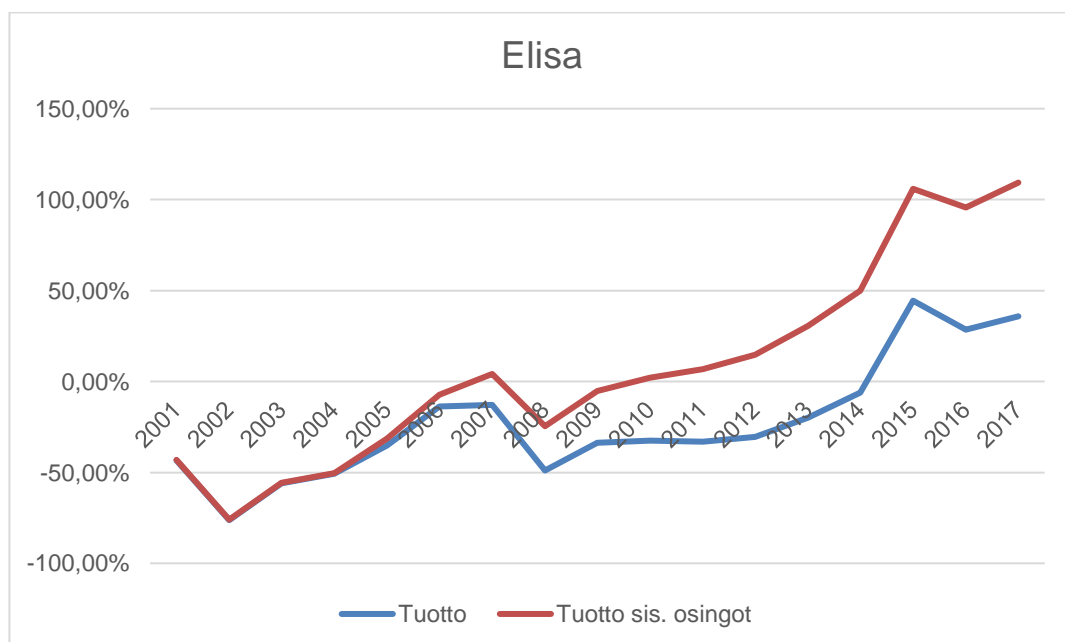
Elisa on Suomen ja Viron alueilla toimiva vuonna 1882 perustettu tietoliikenne-, ICT- ja online-palveluyritys. Helsingin pörssiin yhtiö listautui marraskuussa 1997. Elisa tarjoaa yksityisasiakkaille palveluita viestimiseen ja viihtyvyyteen muun muassa puhelin- ja mobiililiittymien, laajakaistojen ja internet-TV-pakettien muodossa. Lisäksi yhtiö tarjoaa organisaatioille työkaluja tuottavuuden parantamiseen ja toiminnan digitalisointiin. (Elisa Oyj 2017)

Elisan toiminta jakautuu kahteen liiketoiminta-alueeseen: Henkilöasiakkaat ja Yritysasiakkaat. Henkilöasiakassegmentin liikevaihto vuonna 2017 oli 1 125 miljoonaa euroa Yritysasiakassegmentin liikevaihdon ollessa noin puolet pienempi eli 662 miljoonaa euroa. Molemmat segmentit mukaan laskettuina Elisa hallinnoi yli 6,2 miljoonaa liittymää. Yhtiön strategiana on luoda arvoa asiakkailleen ja omistajilleen panostamalla jatkuvasti verkkoihin, uusiin palveluihin, asiakastyytyvyyteen, laatuun ja kustannustehokkuuteen. (Elisa Oyj 2017.)

Elisa on mobiililiittymien ja kiinteiden laajakaistaliittymien markkinajohtaja Suomessa. Vahva markkina-asema mobiililiittymissä on eduksi Elisalle, sillä Suomi on mobiilidatan käytössä maailman kärjessä. Myös erilaisten päätelaitteiden käytön lisääntyminen tukee yhtiön kasvumahdollisuuksia. Tablettien, älypuhelimien ja monien muiden internetyhteyttä vaativien laitteiden määrän lisääntyessä myös mobiililiittymille on jatkuvasti kasvavaa kysyntää. Globaalit megatrendit ovat niin ikään Elisan puolella. Digitalisaatio luo kysyntää Elisan palveluille ja yhä nopeammille yhteyksille. Elisa on myös sitoutunut vastuulliseen yritystoimintaan ja toimintatapojensa kautta pystyy hyödyntämään ympäristöön liittyviä megatrendejä.

Kannattavuuden valossa Elisa on huippuluokkaa. Elisan viime aikoina toteuttamat yritys-kaupat ja tuottavuuden tehostamistoimet ovat kohentaneet liiketoiminnan kannattavuutta hyvää tahtia. Oman pääoman tuotto yhtiöllä oli vuonna 2017 jopa 29,7 %, eikä aikaisempienkaan vuosien 25-27 % taso kalpene yhtään vertailussa Helsingin pörssin laadukkaimpiin yhtiöihin. Korkeahkosta velan määrästä huolimatta Elisan riskitaso on sektorin matalimmasta päästä. Viiteryhmään verrattuna Elisalla on paras kassavirran tuotto ja paras sidotun pääoman tuotto prosentti. Myös liikevaihdon ja käyttökatteen kasvut ylittävät toimialan keskiarvon selvästi.

Elisan strategiaan määritelty voitonjakopolitiikka on jakaa tilikauden tuloksestaan 80-100 % osinkoina takaisin osakkeenomistajille. Yhtiön osinkotuotto onkin ollut viimeisen vuosikymmenen aikana Helsingin pörssin kirkkainta kärkeä vaihdellen 4 ja 8 prosentin välillä. Osingon osakekohtainen määrä on myös pysynyt edellisen vuoden tasolla tai kasvanut vuosittain vuodesta 2011 lähtien. Vahva kassavirran kehitys turvannee muhkean osingon jatkossakin, vaikkakin toki korkea osingonjakosuhte vaatii myös nettotuloksen vahvaa kasvua.



Kuvio 11. Elisan osakkeen tuotto vuosina 2001-2017.

Elisan osakkeen tuottokäyrä on huomattavan erinäköinen kuin muilla vertailumme laatu-yhtiöillä. Tämä johtuu pääosin 2000-luvun alun IT-kuplasta, kun osake tippui valtavan yliarvostuksen purkautuessa vuoden 2000 yli 56 euron huippulukemistaan pahimmillaan alle 5 euron tason vuonna 2002. Finanssikriisin jälkeen osake on tuottanut kelvöllisesti

myös osakkeenomistajilleen ja yhtiö on profiloitunut etenkin hyväksi osingonmaksajaksi. Kokonaisuudessaan myös osingot huomioiden Elisa on tuottanut sijoittajilleen 109 % tuoton. Tuotto on käytännössä kokonaisuudessaan syntynyt viimeisten kahdeksan vuoden aikana.

4.1.6 Olvi

Olvi Oyj on vuonna 1878 perustettu suomalainen panimoyhtiö, joka listautui Helsingin pörssiin vuonna 1987. Olvi on Suomen kolmanneksi suurin panimoyhtiö. Edellä ovat vain Hartwall sekä Sinebrychoff. Olvin tunnetuimpia tuotteita ovat Olvi, Sandels, A. Le Coq ja Fizz. Liikevaihdon kasvu on ollut huikella yhdeksän prosentin vuosikasvutasolla vuodesta 2000 vuoteen 2016. (Olvi Oyj 2001, 4.)

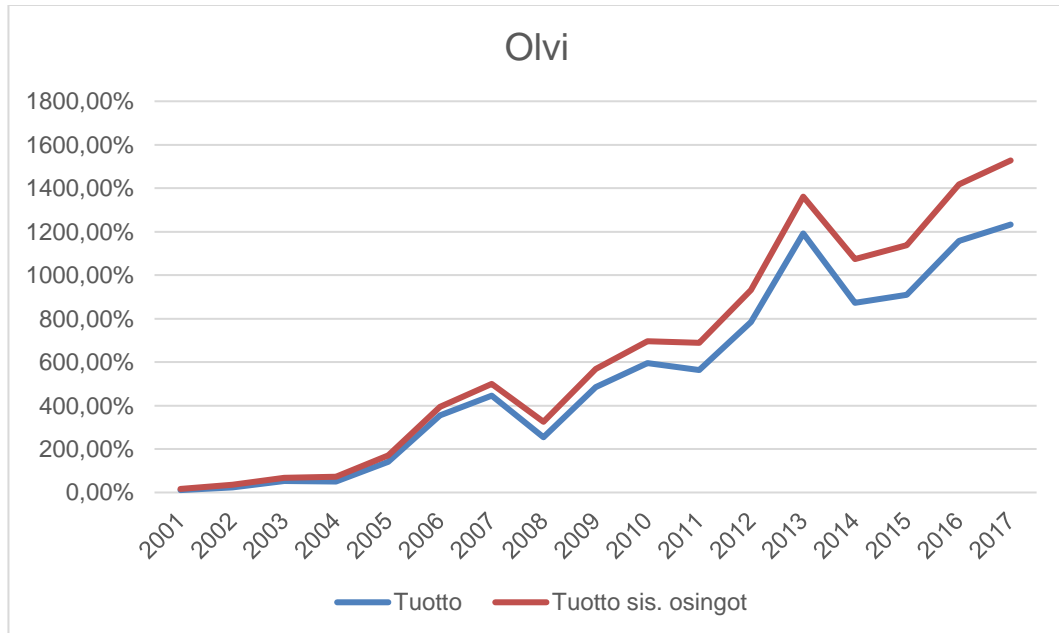
Olvin liikevaihto on yli kolminkertaistunut 2000-luvun alusta tähän päivään mennessä. Yhtiön kannattavuus on ollut noin 5-10% luokkaa tutkittavalla ajanjaksolla. Liiketoiminta itsessään on todella yksinkertaista ja suhteellisen helposti ennustettavaa. Vuoteen 2009 asti yhtiön omavaraisuusaste oli alle 50 prosenttia, kun taas vuonna 2016 omavaraisuusaste oli peräti 68 prosenttia. Vähentynyt velka on yksi hyvän yhtiön merkki, koska näin yhtiö pystyy pienentämään riippuvuuttaan taloussuhdanteista. (Olvi Oyj 2009, 5.)

Kaksi huomionarvoista asiaa ovat yhtiön osakkeen arvo, joka on kymmenkertaistunut 16 vuoden aikana ja osingonjakotrendi, joka on ollut nouseva samalla ajanjaksolla. Vuoteen 2016 mennessä yhtiön velkaantuneisuus on vähentynyt, sekä sijoitetun pääoman tuotto parantunut. Tähän on muutamia selkeitä selityksiä, kuten tehokkaat tuotanto- ja logistiikkaprosessit, jotka parantavat yhtiön kustannustehokkuutta. Yhtiön liikevaihdosta noin 25 prosenttia tulee Valko-Venäjän myynneistä, joten valuuttariski on yksi asia, jota yhtiö pitää tarkasti silmällä.

Osinkoja on jaettu reilulla kädellä sekä velkoja maksettu tehokkaasti, mutta myös omien osakkeiden takaisinostot ovat toimineet verotehokkaana tapana maksimoida osakkeenomistajien arvoa. Viimeisimmät osakkeiden takaisinostot ovat vuodelta 2016, jolloin yhtiö osti markkinoilta takaisin 5500 kappaleen edestä yhtiön A-osakkeita. Investointeja tehdään ainoastaan, kun niistä voidaan odottaa saatavan kestävä kehityksen mukaisia pitkäjänteisiä hyötyjä. (Olvi Oyj 2016, 7.)

Konsernin johdon esiintyminen on ollut vaikuttavaa katsottavaa. Hallituksen puheenjohtajana pitkään toiminut Heikki Hortling sai seuraajakseen vuonna 2016 yhtiön entisen

varapuheenjohtajan Esa Lagerin. Toimitusjohtaja Lasse Aho on istunut toimitusjohtajan penkillä vuodesta 2004 tarkasteluajanjaksomme loppuun asti, eli kokemusta pestistä on kertynyt 12 vuoden ajalta. Tutkiessa Olvin kasvua, on toimitusjohtajan vaikutusta yhtiön menestykseen vaikea kiistää.



Kuvio 12. Olvin osakkeen tuotto vuosina 2001-2017.

Olvin osake on noussut rivakkaa tahtia finanssikriisin ja vuoden 2014 notkahduksia lukuun ottamatta. Liikevaihdon kolminkertaistuminen 2000-luvun aikana on näkynyt myös pörssikurssissa ja vuoden 2001 alun noteeraus 2,20 euroa osakkeelta on vaihtunut vuoden 2017 yli 29 euron osakekurssiin. Olvi onkin ollut laatuyhtiövertailumme toiseksi tuot-tavin sijoitus vuosien 2001-2017 aikana huikkealla 1 527 % tuotolla.

4.1.7 Wärtsilä

Wärtsilä on vuonna 1907 perustettu konepajateollisuutta harjoittava pörssiyhtiö, joka listautui Helsingin pörssiin vuonna 1991. Wärtsilä tarjoaa ratkaisuja merenkulku- ja energiamarkkinoille, kuten laivojen moottoreita ja voimalaitoksia. Yhtiö tarjoaa myös kattavan huoltoverkoston koko tuotteen elinkaaren ajaksi. (Wärtsilä Oyj 2000, 4.)

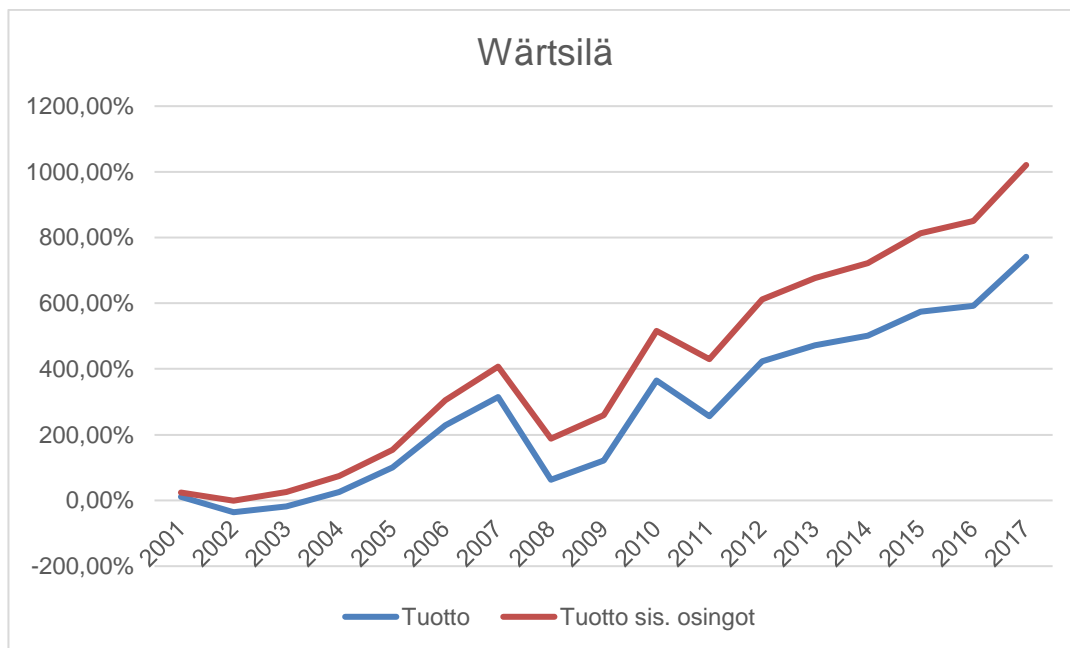
Yhtiö on tuplannut liikevaihtonsa 2000-luvun alusta vuoteen 2016 mennessä. Omavaraisuustavoite yhtiöllä on asetettu 35-40 prosentin välille. Tavoitteessa on pysytty hyvin,

vaikkakin 2008 finanssikriisin omavaraisuusaste käväisi 33 % lukemissa. Teollisuusyhtiöt ovat tunnetusti hyvin suhdanneherkkiä, mistä johtuen Wärtsilä on kasvattanut huoltoliiketoiminnan painoa kokonaisliikevaihdostaan. Siten yhtiön tulovirta on tasaisempi ja vähemmän riippuvainen suhdanteista. Tarkasteluajanjakso alussa huoltoliiketoiminta muodosti 28 prosenttia liikevaihdosta, kun 2016 sen osuus oli jo 46 prosenttia. (Wärtsilä Oyj 2016, 205.)

Wärtsilän osakkeen arvo on 9,5-kertaistunut vuodesta 2000 vuoteen 2016 mennessä. Osinkoa Wärtsilä on jakanut hyvin, vaikka jokseenkin ailahtelevasti. Tilauskannalla on keskeinen rooli yhtiön ennustettavuuden suhteen. Myös yhä yleistyvät ympäristöystävälliset, vähäpäästöiset ja -kulutukselliset moottorit ovat uusille laivoille tärkeitä elementtejä. Finanssikriisi vaikutti Wärtsilän liiketoimintaan vain vähän. Tilauskannat olivat ennätyskallisen korkeat, kunnes kriisin jälkeen näistä osa tippuikin. Rahoitusjärjestelyt olivat vaikeita finanssikriisin jälkeen lähes kaikille yhtiöille, mutta Wärtsilää siihen liittyvät haasteet eivät ole juurikaan haitanneet.

Oman pääoman tuotto on ollut todella hyvällä tasolla koko 2000-luvun ajan. Erikoismaininnan saa finanssikriisin jälkeinen vuosi 2009, jolloin oman pääoman tuotto oli 29,2%. Omavaraisuusastetta on pyritty nostamaan ja vuonna 2016 se olikin 44 prosenttia, eli yli yhtiön oman tavoitteen. (Wärtsilä Oyj 2009, 154.)

Wärtsilän hallituksessa on ollut vahvasti läsnä Ehrnroothien lisäksi Mikael Lilius, joka on hoitanut hallituksen puheenjohtajan pestiä melkein puolet tarkasteluajanjakson ajasta. Toimitusjohtajana toimi Ole Johansson vuodesta 2000 vuoteen 2011, joka tosin sittemmin on siirtynyt muihin tehtäviin.



Kuvio 13. Wärtsilän osakkeen tuotto vuosina 2001-2017.

Wärtsilän kurssikehitys on ollut osakkeenomistajalle mieluisaa katseltavaa, vaikkakin matkan varrelle on mahtunut myös kaksi selkeää notkahdusta. Finanssikriisin tuoma epävarmuus vaikutti vahvasti sykliseen laivanrakennusmarkkinaan ja siten myös Wärtsilän osakekurssi tippui voimakkaasti vuonna 2008. Toinen hankala vuosi osakkeenomistajien kannalta oli 2011, kun EU:n ja Yhdysvaltojen markkinoilla oli havaittavissa talousongelmia, mikä vaikutti myös Wärtsilän liiketoimintaan. Muutoin Wärtsilän osakekurssi on osoittanut reippaasti yläviistoon tuoden omistajilleen osingot mukaan lasketuina 1 020 % tuoton näiden vuosien aikana. Wärtsilän osinkotuotto oli erittäin korkealla tasolla vuosien 2000-2011 ajan, parhaimmillaan jopa yli 10 prosentin luokkaa. Viimeisten vuosien aikana yhtiön osinkotuotto on vakiintunut 2-3 prosentin tasolle.

4.1.8 UPM-Kymmene

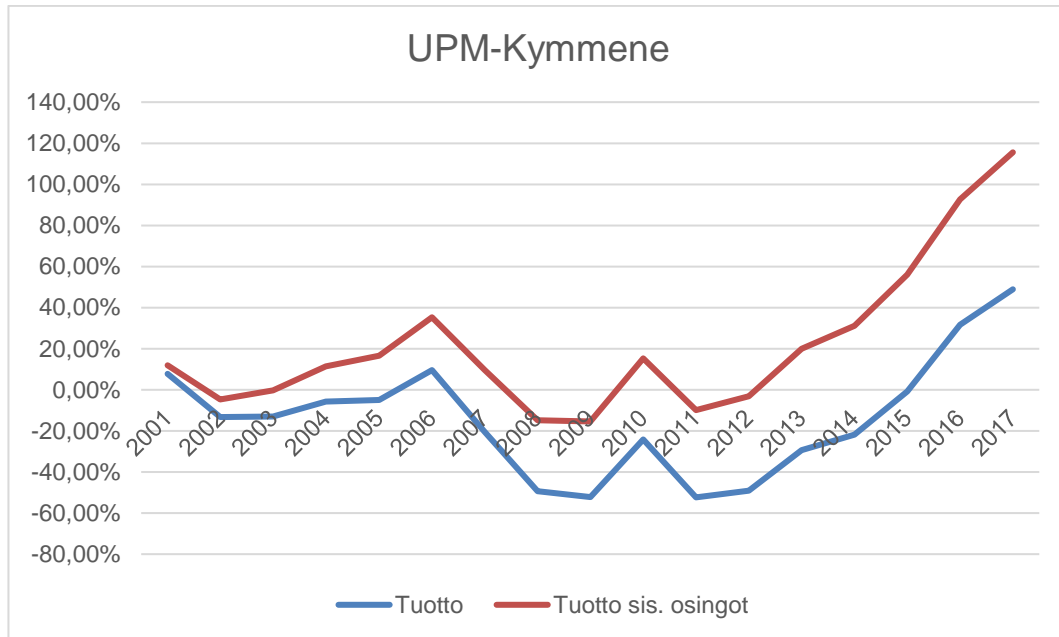
UPM on suomalainen metsäteollisuuden pörssi-yhtiö, joka perustettiin 1996. UPM on Wärtsilän tapaan teollisuusyhtiö ja siten niin ikään erityisen altis taloussuhdanteille. Yhtiön liikevaihto on pysynyt samalla noin 10 miljardin tasolla koko tarkasteluajan. Ainoa notkahdus koettiin finanssikriisin aikaan, mutta silloinkin yhtiö pysyi kannattavana. Osinkoa yhtiö on jakanut hyvin ja osinkotrendi onkin ollut nouseva 2008 finanssikriisistä lähtien. (UPM-Kymmene Oyj 2000, 13.)

UPM:n tärkeimpiä tuotteita ovat aikakauspaperi, sellu sekä sanomalehtipaperi. Puutuotteet ja tarrat kuuluvat myös suurimpiin tuoteluokkiin. Yhtiö pyrkii teknologian avulla luomaan lisäarvoa kierrätettävistä raaka-aineista. UPM:n oman pääoman tuotto on pitkälti pysynyt yli 10 prosentin luokassa. Finanssikriisi veti kannattavuutta hieman alas, mutta sittemmin lukemat ovat palanneet normaalille tasolle.

Liikevaihdon säilyessä samoissa lukemissa, on yhtiön osakkeen arvo kuitenkin tuplaantunut 16 vuoden aikana. Omavaraisuusasteen yhtiö pyrkii pitämään yli 40 prosentin luokassa ja onkin onnistunut tässä erittäin hyvin. Yhtiön strategiaan on kuulunut velan pienentäminen, jotta yhtiö pystyy seisomaan vahvemmin omilla jaloillaan seuraavan laskusuhdanteen koittaessa. Vuonna 2016 omavaraisuusaste oli 59 prosenttia. Vuosituhannen alussa UPM jakoi muhkeat osingot sekä onnistui integroimaan ostetut yritykset onnistuneesti osaksi konsernia. Myös omia osakkeita ostettiin takaisin. (UPM-Kymmene Oyj 2016, 76.)

Sanoma- ja aikakauspaperi on yhtiön hallitseva liiketoimintasegmentti noin 45 prosentin osuudella kokonaisliikevaihdosta. Tärkeä osa tuottavuutta on moderni konekanta, joka pitää kuluja kurissa. Yhtiön ehdottomia vahvuuksia on myös sen maantieteellinen laajuus. Maantieteellisellä laajuudella pystytään hajauttamaan poliittisia riskejä, mutta samalla valuuttariski korostuu. UPM toimii maailmanlaajuisesti jopa yli 13 eri maassa, joten kassavirtojen valuuttasuojauksilla on iso rooli. Yhtiön liiketoiminta on suhteellisen helpposti ymmärrettävää, mutta tulevaisuus vaikeammin ennustettavaa, kun yhä useampi lehti luetaan elektronisilta päätteiltä. (UPM-Kymmene Oyj 2009, 73.)

Yhtiön hallituksen puheenjohtajana toimii Sammon sekä Nordean hallitusten puheenjohtaja Björn Wahlroos. Wahlroosin lisäksi pitkän pestin omaa UPM:n toimitusjohtaja Jussi Pesonen. Näiden miesten positiivista vaikutusta yhtiölle ei käy kiistäminen ainakaan tulosten valossa.



Kuvio 14. UPM-Kymmenen osakkeen tuotto vuosina 2001-2017.

UPM:n osakkeen tuottokäyrä näyttää huomattavan erilaiselta verrattuna muihin laatuyhtiöihimme. Finanssikriisi painoi osaketta reippaasti alaspäin monen vuoden ajan liikevaihdon supistuessa rajusti. Kurssikehitys finanssikriisiä seuranneinakin vuosina jäi hyvin vaisuksi. Vuodesta 2012 lähtien yhtiön kurssi on ollut hyvässä nosteessa ja vuoden 2017 loppuun mennessä kurssi oli jo triplaantunut vuoden 2011 lukemista. UPM on tunnettu hyvänä osingonmaksajana ja osinkoa onkin osakkeenomistajille kertynyt yhteensä 11,60 euroa jokaista vuonna 2001 ostettua osaketta kohti. Kaiken kaikkiaan UPM:n tuotto sijoittajille on ollut 115 %.

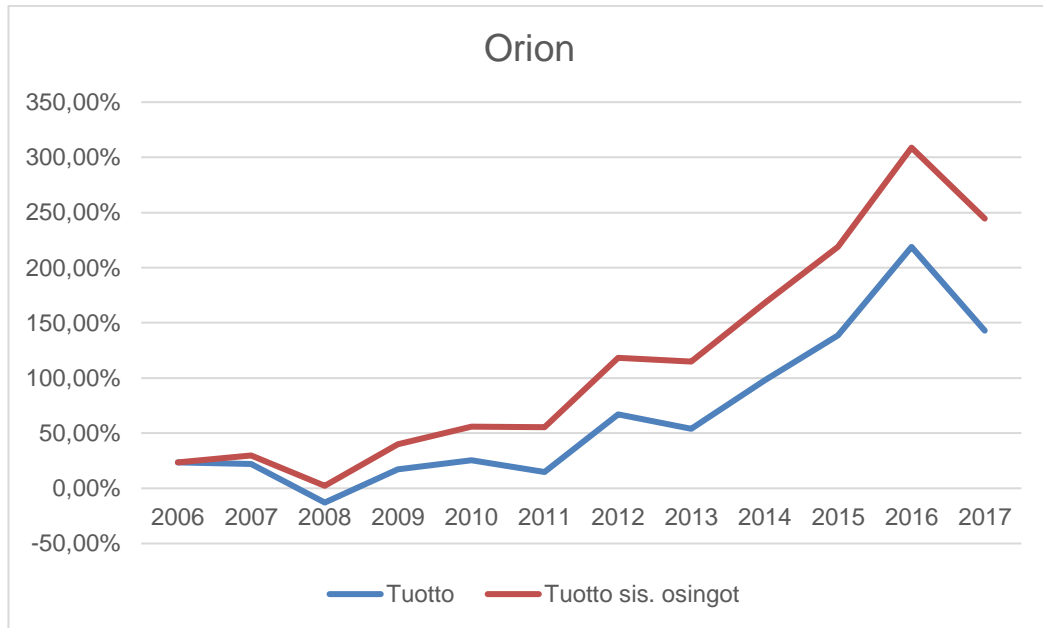
4.1.9 Orion

Orion on vuonna 1917 perustettu suomalaisen lääketeollisuuden markkinajohtaja, joka listautui Helsingin pörssiin vuonna 1981. Orionin lääkkeitä ja muita tuotteita myydään yli 100 eri maassa. Yhtiön liiketoiminnallinen rakenne koostuu viidestä osa-alueesta, jotka ovat alkuperälääkkeet, erityistuotteet, eläinlääkkeet, Fermion ja Orion Diagnostica. (Orion Oyj 2000, 4.)

Yhtiön liikevaihto on pyörinyt noin miljardin euron luokassa vuosien 2000-2016 välisenä aikana. Yhtiö on jakanut osinkoa mukavasti ja kuuluukin osinkotuotoltaan Helsingin pörsin parhaimpiin yhtiöihin. Osingonjakosuhte on Orionilla tyypillisesti ollut 85-90 % luokkaa. Yhtiön liikevaihdosta noin 15 prosenttia menee vuosittain tutkimukseen ja kehitykseen, jonka tuloksena yhtiö saa tuotua markkinoille uusia lääkkeitä ja haettua näille patentteja. Patentit ovatkin tärkeässä osassa aikaisemmin mainitun niin sanotun vallihaudan muodostamisessa. Haasteena kuitenkin on, että patentitkin erääntyvät aikanaan. Yksi Orionin tärkeimmistä patenteista eli Parkinsonin taudin hoitoon tarkoitettujen lääkkeiden patentit erääntyivät vuosina 2012 ja 2013. Vuonna 2009 Orionin lääkeliiketoiminnan liikevaihdosta noin puolet tuli Parkinsonin taudin lääkkeitä. (Orion Oyj 2009, 9.)

Orionin osakkeen arvo on tuplannut itsensä tarkasteltavalla ajanjaksolla. Omavaraisuusaste on pysynyt mukavasti noin 60 prosentin tuntumassa. Oman pääoman tuotto on ollut todella hyvällä tasolla ja kasvanut vuosituhannen alusta tähän päivään. Vuonna 2000 oman pääoman tuotto oli 12,4%, kun taas vuonna 2016 luku oli jo 40%. Oman pääoman tuotto on vakuuttavaa katsottavaa, varsinkin ottaen huomioon, että yhtiön leipähampaat eli Parkinsonin taudin lääkkeiden patentit ovat jo erääntyneet. Yhtiön liiketoimintaa on jokseenkin haastava ennustaa, koska lääketeollisuudessa voidaan nopeasti kokea isoja murroksia tai läpimurtoja. Patenttisalkku antaa kuitenkin liiketoiminnan ennustettavuudelle tukea ja vahva tase kielii siitä, että yhtiö pystyy jatkossakin panostamaan tuotekehitykseen. (Orion Oyj 2000, 4.)

Yhtiön toimitusjohtaja on jo pitkään toiminut Timo Lappalainen. Timo on hoitanut virkaansa jo kahdeksan vuotta, aloittaen finanssikriisin kynnyksellä ja vieden konsernin kunniakkaasti läpi haastavien aikojen. Hallituksen puheenjohtajan pesti onkin ollut hie-man vaihtuvampi. Yhtiön isoimmat linjaukset ja raamit ollaan pystytty kuitenkin pitämään hyvin kasassa, joten toimitusjohtaja Timo Lappalaisella on ollut hyvät lähtökohdat konsernin johtamiseen.



Kuvio 15. Orionin osakkeen tuotto vuosina 2006-2017.

Orionin osalta kurssiseurantamme alkaa vuodesta 2006, kun Orion jakautui lääkeyhtiö Orion Oyj:ksi ja lääketukkukauppaa harjoittavaksi Oriola-KD Oyj:ksi. Orionin osakekurssi nousi vauhdilla vuoden 2016 loppuun saakka käyden parhaimmillaan 58 euron paremmalla puolella. Monien asiantuntijoiden mukaan Orionin osake oli tuolloin rajusti yliarvostettu. Vuonna 2017 markkinalla alettiin kuitenkin huolestua Parkinsonin lääkkeiden patenttien umpeutumisen ja geneerisen lääkemarkkinan kasvun vaikutuksesta tulokseen. Tämä yhdistettynä yliarvostuksen purkautumiseen on johtanut rajuun kurssilaskuun, joka on jatkunut pitkälle vuoteen 2018 asti. Vertailuajanjaksoamme aikana eli vuosina 2006-2017 Orionin osake on osingot huomioiden tuonut sijoittajilleen kelvollisen 245 % kokonaistuoton.

4.1.10 Nordea

Nordea on vuonna 1997 perustettu Pohjoismaiden suurin pankkialan konserni. Nordean pörssiäival alkoi vuonna 2000, jolloin se listautui Helsingin pörssiin. Konserni koostuu neljästä liiketoiminta-alueesta, jotka ovat Personal banking, Commercial & business banking, Wholesale banking, sekä Wealth management. Nordean kehitystä on mielenkiintoista tutkia, koska tarkasteluajanjaksoomme mahtuu vuoden 2008 finanssikriisi. On sanomattakin selvää, että yrityksen omavaraisuuden merkitys pankkialan yrityksessä on eri luokkaa kuin edellisten laatu-yhtiöiden kohdalla. (Nordea AB 2018.)

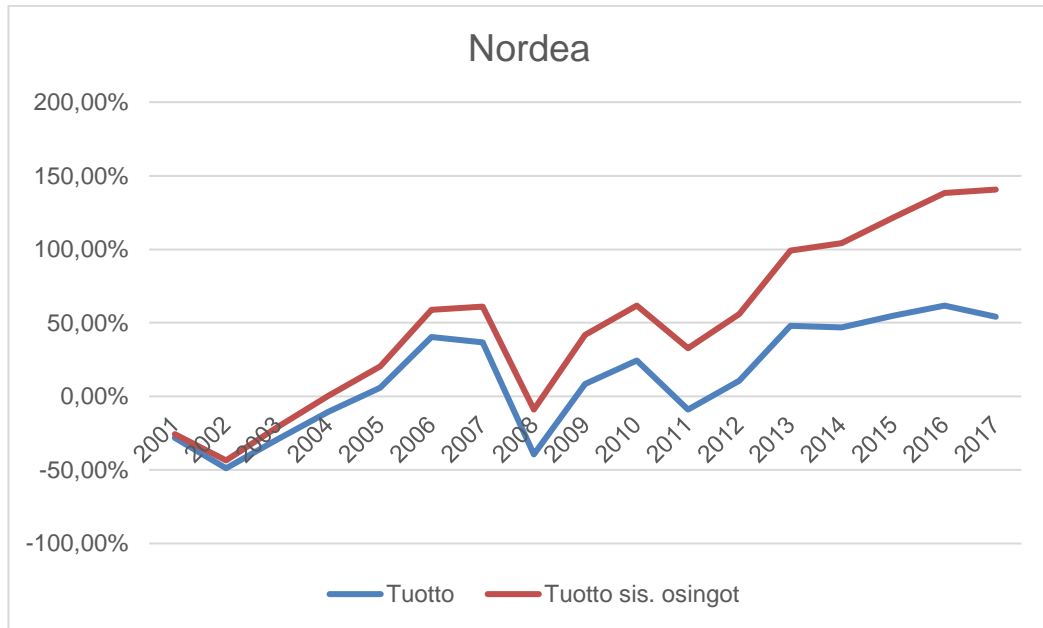
Nordean pörssitaival alkoi vahvasti vuonna 2000. Yhtiön liikevoitto oli noin 2,4 miljardia euroa ja oman pääoman tuotto 16,1%. Vuosituhannen alussa vakavaraisuus oli 9,4 prosentin luokkaa. Liiketoiminta luisti ja kasvoi, kunnes Yhdysvalloissa iski finanssikriisi vuonna 2008. Siihen aikaan maailman toiseksi suurin investointipankki Lehman Brothers meni konkurssiin. Tämän ei pitänyt olla mitenkään mahdollista, mutta niin vain pääsi käymään. Luottamus rahoituslaitoksia kohtaan alkoi luonnollisesti heilumaan.

Nordean liikevoitto finanssikriisin jälkeen vuonna 2009 oli 1,3 miljardia. Oman pääoman tuotto oli 9 %. Luku on suhteellisen hyvä finanssialan yritykselle siihen nähden, että epävarmuus ja luottamus varjostivat markkinoita. Vakavaraisuussuhdekin oli yhtiöllä noussut 14,6% luokkaan. Finanssikriisin jälkeen vuoden 2009 lopussa voimaan astuivat Basel III-säännökset, joilla nostettiin pankkien vakavaraisuutta, jottei samanlaista kriisiä pääsisi enää tapahtumaan. (Nordea AB 2000, 3.)

Seitsemän vuotta myöhemmin, vuonna 2016, vakavaraisuus oli noussut jo 22,2% tasolle, mutta oman pääoman tuotto laskenut 8,1% luokkaan. Oman pääoman tuoton lasku on johtunut pitkälti Basel-säännösten ja historiallisen alhaisen korkotason seurauksista. Koko tarkasteluajanjaksolta huomionarvoista on osinkotuotto. Vuosituhannen alusta finanssikriisiin asti osinko kasvoi joka vuosi. Finanssikriisi veti osingot laskuun muutamaksi vuodeksi, mutta vuodesta 2009 lähtien osinko on jälleen noussut joka vuosi. Osa-kekurssi itsessään on tuplaantunut 16 vuoden aikana.

Nordean strategia on helpottaa ihmisten arkea pankkiasioiden kanssa siirtymällä enemmän ja enemmän helppokäyttöisen digitaalisen pankin puolelle. Nordea onkin viime aikoina tehnyt mittavia investointeja palveluidensa digitalisointiin ja se alkaa vähitellen tuomaan konsernille merkittäviä kustannussäästöjä. Liiketoiminnan ennustettavuus on hie-man kaksipiippuista. On oletettavaa, että tulevaisuudessa korot nousevat ja täten pankkien tuotot paranevat, mutta toisaalta lisääntynyt velan määrä ympäri maailmaa altistaa yhä useamman talouden herkkään reagointiin. Mahdollinen lisääntyvä finanssialaan kohdistuva säätely on myös riski pankeille. (Nordea AB 2016, 7.)

Nordean johtoryhmästä löytyy myös taattua laatua, sillä hallituksen puheenjohtajan roolissa on pitkään toiminut Björn Wahlroos. Wahlroosin ansioluettelo on vakuuttavaa luettavaa ja kyseinen mies toimiikin Nordean lisäksi kahden muun edellä mainitun laatuyhtiön, eli Sampon ja UPM-kymmenen, hallituksien puheenjohtajana. Konsernijohtaja Casper von Koskull puolestaan on työskennellyt suurissa kansainvälisissä finanssilaitoksissa, kuten Citibankissa, UBS:llä ja Goldman Sachsilla.

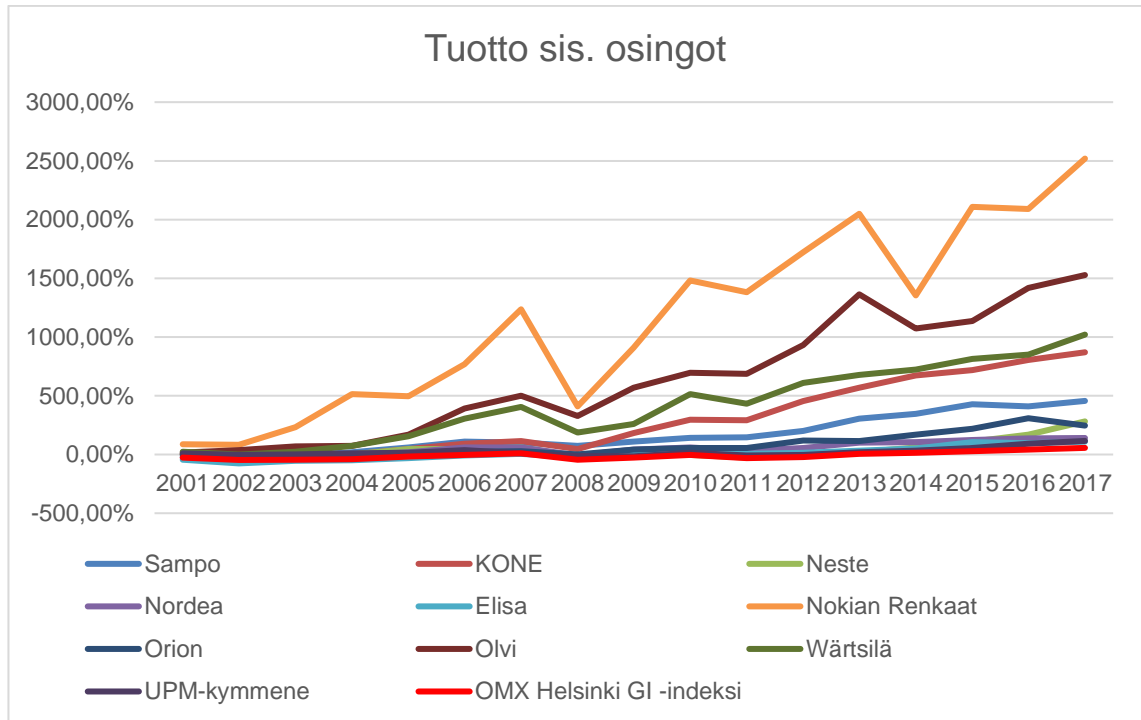


Kuvio 16. Nordean osakkeen tuotto vuosina 2001-2017.

Kuten monen muunkin tutkimamme laatu-yhtiön, myös Nordean osakekurssi oli vahvasti nousujohteinen finanssikriisiin saakka. Muiden rahoitusalan yhtiöiden tavoin myös Nordean osakekurssi reagoi vahvasti finanssikriisin vaikutuksiin. Noin 10 euron tuntumassa ennen kriisin puhkeamista pyörinyt osakekurssi tipahti pahimmillaan alle 3 euron alkuvuodesta 2009. Toinen vaikea vuosi pankkisektorille oli 2011, jolloin markkinoiden heilahtelut, sääntelyn haasteet ja valtionvelkakriisi vaikuttivat pankkeihin negatiivisesti. Nordean osakkeen kokonaistuotto osingot mukaan laskettuina on koko ajanjaksolta 141 %. Vahvalla osingolla on ollut huomattavan suuri merkitys osakkeenomistajan saamaan tuottoon, sillä ainoastaan kurssinousu huomioiden sijoittajien tuotto olisi jäänyt 54 prosenttiin.

4.2 Yhteenveto

A kuviosta selviää Helsingin pörssin laatu-yhtiöiden tuotto verrattuna OMX Helsinki GI -indeksiin vertailuajanjakson aikana. OMX Helsinki GI -indeksi sisältää kaikki Helsingin pörssiin kuuluvat yhtiöt ja huomioi myös osingot.



Kuvio 17. Helsingin pörssin laatuyhtiöiden tuotto verrattuna indeksiin vuosina 2001-2017.

Kaikki tutkimamme laatuyhtiöt ovat tuottaneet selvästi indeksiä paremmin. Vuosien 2001-2017 aikana indeksi on tuottanut vaivaiset 56 % heikoimmankin laatuyhtiön pääs- tessä 109 %:iin. Nokian Renkaat erottuu selvästi joukosta ja on tuoton suhteen aivan omalla tuhatluvullaan verrattuna muihin laatuyhtiöihin. Myös Olviin tai Wärtsilään vuosi- tuhannen alussa sijoittamalla olisi yli kymmenkertaistanut varansa. Laatuyhtiöistä pie- nimmän tuoton vertailuajanjaksolla tarjosi Elisa, jonka pienehköön tuottoon vertailuajan- jaksolla vaikuttivat 2000-luvun alun IT-buumin aiheuttamat korkeat arvostustasot.

5 YHTEENVETO JA JOHTOPÄÄTÖKSET

Opinnäytetyömme ensimmäisenä tavoitteena oli määritellä laatusijoittaminen käsitteenä. Laatusijoittamisessa yksi keskeisimpiä eroja muihin sijoitusstrategioihin verrattuna on se, että laatusijoittajan tulisi kiinnittää huomionsa ensisijaisesti yhtiöiden fundamentaaliin tekijöihin pelkän hintalapun tai kovan kasvuvauhdin sijaan.

Seuraava tavoitteemme oli määritellä laatusijoittajan kannalta keskeisimmät seikat sijoituspäätöksiä tehdessä. Selvityksemme tuloksena syntyi kahdeksan laatukriteerin lista, joiden perusteella olennaisessa asemassa sijoituskohteiden laadun kannalta ovat hyvä markkina-asema, kestävä kilpailuetu, vallihauta, oman pääoman tuotto, laadukas johto, tuloksen laatu, investoinnit ja voitonjakopolitiikka. Laatusijoittaja ei kuitenkaan voi perustaa sijoituspäätöksiään ainoastaan näihin tekijöihin, vaan ensiarvoisen tärkeää on myös se, että osakekurssi on alle yhtiön todellisen arvon.

Kuten opinnäytetyön kirjoittamista aloittaessamme oletimmekin, Helsingin pörssistä valitsemamme laatuyhtiöt ovat osoittautuneet tämän vuosituhannen puolella kokonaisuutoltaan tuottavimmiksi kuin esimerkiksi arvoyhtiöt tai Helsingin pörssin yleisindeksi OMX Helsinki GI. Erityisesti laatuyhtiöiden ominaisuudet korostuvat laskumarkkinoiden aikana, jolloin laatuyhtiöiden osakekursseissa tapahtuva lasku ei ole niin rajua kuin esimerkiksi arvo- tai kasvuyhtiöillä. Laatuyhtiöt kykenevät säilyttämään tuloksenteko- ja osingonmaksukykyä haastavinakin aikoina kilpailuetujensa, vähäisen velan sekä kyvykkään johdon ansiosta.

Muiden sijoitusstrategioiden kunniaksi on kuitenkin mainittava, ettei esimerkiksi arvosijoittaminenkaan tuloksien valossa ole ollut lainkaan huono sijoitusstrategia. Osingot huomioiden tutkimukseemme valikoituneiden arvoyhtiöiden tuotto on ollut yli 475 % tarkasteluajanjakson aikana, eli kyseisiin arvoyhtiöihin vuoden 2001 alussa sijoittanut on lähes 6-kertaistanut rahansa vuoden 2017 loppuun mennessä.

Hyvä markkina-asema, laadukas johto ja vahvat kilpailuedut ovat yksi suurimmista syistä, miksi laatuyhtiöt ovat tuottaneet arvoyhtiöitä paremmin. Johtavan markkina-asemansa ja kilpailuetujensa ansiosta laatuyhtiöt kykenevät saamaan pääomilleen erittäin korkeaa tuottoa, mikä mahdollistaa tuloksen parantumisen vuodesta toiseen. Erityisesti tämä korostuu huonompien taloudellisten suhdanteiden aikana, jolloin ilman kilpailuetuja toimivien arvoyhtiöiden tulos saattaa kääntyä negatiiviseksi ja osingonmaksukyky

romahtaa. Koska arvoyhtiöillä ei välttämättä ole riittävän vahvoja kilpailuetuja puolellaan, arvonnousu perustuu kyseisillä yhtiöillä usein ainoastaan osakkeen aliarvostuksen purkautumiseen.

Opinnäytetyötä tehdessämme havaitsimme, että jatkotutkimuksena voisi tehdä vertailun erilaisten sijoitusstrategioiden välillä. Laatusijoittamista voisi vertailla esimerkiksi arvosijoittamiseen, kasvusijoittamiseen ja muihin tunnettuihin sijoitusstrategioihin ja vertailla laajemmin niiden eroja, yhtäläisyyksiä ja eri strategioiden tuomia tuottoja.

Toisena jatkotutkimusideana olisi tehdä käytännön opas laatusijoittajalle, joka avaisi esittelemiämme teorioita käytännössä. Oppaassa voitaisiin käydä läpi ja avata laatusijoittajan tarvitsemia kaavoja ja laskelmia yksityiskohtaisesti. Lisäksi työssä voitaisiin esitellä, miten tutkimiamme pörssiyhtiön laatutekijöitä voi tarkastella käytännössä ja miten laatusijoittajan sijoitusprosessi etenee vaihe vaiheelta.

LÄHTEET

Kirjat

Buffett, M. & Clark, D. 2012. Warren Buffett Management Secrets. Proven Tools for Personal and Business Success. UK: Simon & Schuster.

Cunningham, L. & Buffett, W. 2015. The Essays of Warren Buffett: Lessons for Corporate America. 4. painos. United States: Cardozo Law Review.

Fisher, P. 2003. Common Stocks and Uncommon Profits and Other Writings. 3. painos. New Jersey: John Wiley & Sons.

Graham, B. 2005. The Intelligent Investor. The classic text on value investing. 2. painos. New York: HarperBusiness.

Graham, B. & Dodd, D. 2009. Security Analysis. 6. painos. New York: McGraw-Hill companies.

Greenblatt, J. 2010. The Little Book That Still Beats the Market. 2. painos. New Jersey: John Wiley & Sons.

Hagstrom, R. 2014. The Warren Buffett Way. 3. painos. New Jersey: John Wiley & Sons.

Hirsjärvi, S.; Remes, P. & Sajavaara, P. 2009. Tutki ja kirjoita. 15., uudistettu painos. Helsinki: Tammi.

Hyttinen, M. 2015. Vaurastu kuin Warren Buffett. 3. painos. Helsinki: Talentum Pro.

Hämäläinen, K. & Oksaharju, J. 2016. Sijoita kuin guru. Kahdeksan menestysstrategiaa osakemarkkinoille. Helsinki: Oksaharju Capital Oy.

Hämäläinen, K.; Oksaharju, J. & Random Walker 2017. Laatuguru. Näin valitset voittajaosakkeet. Helsinki: Oksaharju Capital Oy.

Influential Individuals 2017. Warren Buffett The Life, Lessons & Rules For Success.

Lindström, K. 2005. Menesty osakesijoittajana. Helsinki: Talentum.

Lindström, K. 2007. Vaurastu arvo-osakkeilla. Helsinki: Talentum.

Marks, H. 2013. The Most Important Thing Illuminated. Uncommon Sense for the Thoughtful Investor. 2., uudistettu painos. New York: Columbia University Press.

Oksaharju, J. 2013. Hajauta tai hajoa. Helsinki: Oksaharju Capital Oy.

Saario, S. 2005. Miten sijoitan pörssiosakkeisiin. Osa II. Helsinki: WSOY.

Sähköiset julkaisut

Elisa Oyj 2017. Elisa sijoituskohteena. Viitattu 17.3.2018. <http://corporate.elisa.fi/sijoittajille/elisa-sijoituskohteena/>

Elisa Oyj 2017. Strategia ja arvot. Viitattu 17.3.2018. <http://corporate.elisa.fi/tietoa-elisasta/Strategia-visio-arvot/>

Elisa Oyj 2017. Tietoa Elisasta. Viitattu 17.3.2018. <http://corporate.elisa.fi/tietoa-elisasta/>

Elisa Oyj 2017. Toimintamalli ja tytäryhtiöt. Viitattu 17.3.2018. <http://corporate.elisa.fi/tietoa-elisasta/toimintamalli-ja-tytaryhtiöt>

Elisa Oyj 2017. Vuosikatsaus 2017. Viitattu 17.3.2018. http://corporate.elisa.fi/attachment/elisa-oyj/Elisa_vk17_vuosikatsaus.pdf

Eskola, H. 2018. Sammon Stadigh: ”Osinkokäyrän on oltava kaunis kokemus”. Viitattu 6.3.2018. https://www.arvopaperi.fi/kaikki_uutiset/sammon-stadigh-osinkokayran-on-oltava-kaunis-kokemus-6700458

Finanssivalvonta 2012. Tunnuslukujen määritelmät – Vahinkovakuutuksen kannattavuus. Viitattu 13.1.2018. <http://www.finanssivalvonta.fi/fi/Tilastot/Vakuutustoiminta/Vahinkovakuutus/kannattavuus/Pages/Maaritelmät.aspx>

Inderes 2016. Neste yhtiöraportti 12/2016. Viitattu 26.2.2018. https://www.inderes.fi/system/files/company-reports/neste_laajaraportti_021216.pdf

Kone Oyj 2008. Tilinpäätös. Viitattu 3.2.2018. https://vuosikertomukset.net/resources/Kone/fin/vuosikertomukset/Kone_tilinpäätös_2008.pdf

Kone Oyj 2016. Vuosikatsaus. Viitattu 3.2.2018. https://vuosikertomukset.net/resources/Kone/fin/vuosikertomukset/Kone_vuosikertomus_2016.pdf

Kone Oyj 2018. Historiamme. Viitattu 3.2.2018. <http://www.kone.com/fi/yhtio/historia/>

Kone Oyj 2018. Kone sijoituksena. Viitattu 3.2.2018. <http://www.kone.com/fi/sijoittajat/kone-sijoituksena/>

Kone Oyj 2018. Visio ja strategia. Viitattu 3.2.2018. <http://www.kone.com/fi/yhtio/visio-ja-strategia/>

Langlois, S. 2017. From \$6,000 to \$73 billion: Warren Buffett's wealth through the ages. Viitattu 2.4.2018. <https://www.marketwatch.com/story/from-6000-to-67-billion-warren-buffetts-wealth-through-the-ages-2015-08-17>

MSCI Inc. 2018. MSCI World Quality Index. Viitattu 17.3.2018. <https://www.msci.com/documents/10199/344aa133-d8fa-4a15-b091-20a8fd024b65>

Neste Oyj 2017. Vuosikertomus 2017. Viitattu 26.2.2018. <https://www.neste.com/fi/fi/konserni/sijoittajat/materiaaliarkisto>

Nokian Renkaat Oyj 2016. Vuosikertomus 2016. Viitattu 4.3.2018. <http://vuosikertomus2016.nokianrenkaat.fi/>

Nokian Renkaat Oyj 2018. Liiketoiminta rengasalalla. Viitattu 4.3.2018. <https://www.nokianrenkaat.fi/yritys/sijoittajat/nokian-renkaat-sijoituskohteena/liiketoimintaymparisto/>

Nokian Renkaat Oyj 2018. Perustietoa yrityksestä. Viitattu 4.3.2018. <https://www.nokianrenkaat.fi/yritys/sijoittajat/nokian-renkaat-sijoituskohteena/perustietoa-yrityksesta/>

Nokian Renkaat Oyj 2018. Strategia. Viitattu 4.3.2018. <https://www.nokianrenkaat.fi/yritys/sijoittajat/nokian-renkaat-sijoituskohteena/strategia/>

Nordea 2018. Yhteenveto Nordeasta. Viitattu 3.3.2018. <https://www.nordea.com/fi/tietoa-nordeasta/>

Nordea AB 2000. Annual Report 2000. Viitattu 3.3.2018. https://www.nordea.com/Images/35-36863/2000-01-01_Annual-Report-2000-Nordea-Bank-AB_EN.pdf

- Nordea AB 2009. Annual Report 2009. Viitattu 3.3.2018. https://www.nordea.com/Images/35-36852/2009-01-01_Annual-Report-2009-Nordea-Bank-AB_EN.pdf
- Nordea AB 2016. Annual Report 2016. Viitattu 3.3.2018. <https://www.nordea.com/Images/35-169612/Annual%20Report%20Nordea%20Bank%20AB%202016.pdf>
- Novy-Marx, R. 2013. The Quality Dimension of Value Investing. Viitattu 24.3.2018. <http://www.anta-resvermogensplanning.nl/wp-content/uploads/2015/09/The-Quality-Dimension-Of-Value-Investing.pdf>
- Oksaharju, J. 2017. OMXH:n laatu-yhtiöt osa 1 – Sampo. Viitattu 13.1.2018. <https://blogi.nordnet.fi/omxhn-laatu-yhtiöt-osa-1-sampo/>
- Olvi Oyj 2001. Vuosikertomus 2001. Viitattu 19.2.2018. https://vuosikertomukset.net/resources/Olvi/fin/vuosikertomukset/Olvi_vuosikertomus_2001.pdf
- Olvi Oyj 2009. Tilinpäätös 2009. Viitattu 19.2.2018. <https://www.olvigroup.fi/app/uploads/sites/2/2017/06/Olvi-Tilinpäätös%2009.pdf>
- Olvi Oyj 2016. Tilinpäätös 2016. Viitattu 19.2.2018. <https://www.olvigroup.fi/app/uploads/sites/2/2017/06/VUOSIKERTOMUS-2016-2.pdf>
- Orion Oyj 2000. Vuosikertomus 2000. Viitattu 21.2.2018. https://vuosikertomukset.net/resources/Orion/fin/vuosikertomukset/Orion_vuosikertomus_2000.pdf
- Orion Oyj 2009. Hyvinvointia rakentamassa teoin. Vuosikertomus 2009. Viitattu 21.2.2018. https://www.orion.fi/globalassets/documents/orion-group/investors/annual-reports/orion_vuosikertomus2009-bookmarks_fi.pdf
- Orion Oyj 2016. Tilinpäätösasiakirjat 2016. Viitattu 21.2.2018. <https://www.orion.fi/globalassets/documents/orion-group/investors/annual-reports/orion-tilinpaatosasiakirjat-2016.pdf>
- Saarnio, T. 2018. Osinko ei ole yrityksen ainoa tapa palkita omistajiaan. Viitattu 15.4.2018. <https://blogi.nordnet.fi/osinko-ei-ole-yrityksen-ainoa-tapa-palkita-omistajiaan/>
- SalkunRakentaja 2012. Oman pääoman tuotto on sijoittajan perustunnusluku. Viitattu 26.4.2018. <https://www.salkunrakentaja.fi/2012/08/oman-paaoman-tuotto-on-sijoittajan-perustunnusluku/>
- Sampo Oyj 2017. Liiketoiminnot. Viitattu 13.1.2018. <http://www.sampo.com/fi/tietoa-meista/liiketoiminnot/>
- Sampo Oyj 2017. Omistajarakenne. Viitattu 13.1.2018. <http://www.sampo.com/fi/osake/omistajarakenne/>
- Sampo Oyj 2017. Sampo lyhyesti. Viitattu 13.1.2018. <http://www.sampo.com/fi/tietoa-meista/sampo-lyhyesti/>
- Sampo Oyj 2017. Strategia ja tavoitteet. Viitattu 13.1.2018. <http://www.sampo.com/fi/tietoa-meista/strategia-ja-tavoitteet/>
- Sampo Oyj 2017. Vuosikertomus 2017. Viitattu 13.1.2018. <https://ar2017.sampo.com/fi/>
- Sijoittaja.fi 2017. Hyvätuoottaisia osakestrategioita. Viitattu 14.1.2018. <https://www.sijoittaja.fi/sijoita-fiksummin/paranna-tuottoa/hyvatuoottaisia-osakestrategioita/>
- Sijoittaja.fi 2017. Mikä on laatu-yhtiö? Viitattu 3.2.2018. <https://www.sijoittaja.fi/58197/mika-on-laatu-yhtio/>
- UPM-Kymmene 2000. Vuosikertomus 2000. Viitattu 23.2.2018. https://vuosikertomukset.net/resources/UPM/fin/vuosikertomukset/UPM_vuosikertomus_2000.pdf

UPM-Kymmene 2009. Vuosikertomus 2009. Viitattu 23.2.2018. http://assets.upm.com/Investors/Documents/2009/Vuosikertomus_2009.pdf

UPM-Kymmene 2016. Aiming Higher with Biofore. Vuosikertomus 2016. Viitattu 23.2.2018. http://assets.upm.com/Investors/2017/Reports%20and%20Presentations%202017/UPM_AR16_FIN_web_170228.pdf

Wärtsilä Oyj Abp 2000. Vuosikertomus 2000. https://cdn.wartsila.com/docs/default-source/investors/investors-fi/taloudellinen-aineisto/vuosikertomukset/vuosikertomus-2000.pdf?sfvrsn=9ec4e745_2

Wärtsilä Oyj Abp 2009. Wärtsilän vuosikertomus 2009. Viitattu 21.2.2018. https://cdn.wartsila.com/docs/default-source/investors/investors-fi/taloudellinen-aineisto/vuosikertomukset/vuosikertomus-2009.pdf?sfvrsn=d2c4e745_2

Wärtsilä Oyj Abp 2016. Vuosikertomus 2016. Viitattu 21.2.2018. https://cdn.wartsila.com/docs/default-source/investors/investors-fi/taloudellinen-aineisto/vuosikertomukset/wartsila_vuosikertomus_2016.pdf?sfvrsn=c67e8545_2