

Opinnäytetyö (AMK)

Liiketalous

2020

Emil Österholm

OSAKESALKUN RAKENTAMINEN ERI SIJOITUSSTRATEGIOILLA

– Fundamentaaliseseen analyysiin perustuvat
sijoitusstrategiat

Emil Österholm

OSAKESALKUN RAKENTAMINEN ERI SIJOITUSSTRATEGIOILLA

- Fundamentaalisena analyysiin perustuvat sijoitusstrategiat

Tämän opinnäytetyön tavoitteena oli rakentaa selkeä, kaikille ymmärrettävä kokonaisuus eri sijoitusstrategioiden ominaisuuksista. Tärkeää on, että opinnäytetyöni lukijat saavat hyvän kokonaiskuvan ja ymmärryksen siitä, miten yhtiön tunnuslukuja ja niihin liittyviä työkaluja voidaan käyttää potentiaalisten sijoituskohteiden etsinnässä ja osakesalkun rakentamisessa.

Opinnäytetyössä käsitellään neljää eri sijoitusstrategiaa. Työssä käsiteltävät strategiat on rajattu fundamentaliseen analyysiin perustuviin strategioihin. Perusstrategioina usein pidetään laatu-, arvo-, kasvu- sekä osinkosijoittamista.

Opinnäytetyö koostuu teoreettisesta viitekehystä sekä empiirisistä osioista. Jokaisesta työssä käsiteltävästä strategiasta esitetään teoriamuodossa niiden tärkeimpiä ominaisuuksia ja tunnuslukuja sekä strategiaan kuuluvien yhtiöiden tunnuspiirteitä. Teoriaosuuksien jälkeen tulee empiirinen osa, jossa esitetään, miten näitä tunnuslukuja ja työkaluja voidaan käytännössä hyödyntää kyseisen strategian mukaisen osakesalkun rakentamisessa.

Empiiriset osiot etenevät jokaisessa strategiassa samalla tavalla. Kuhunkin strategiaan sopivia työkaluja käytetään niin, että alkuperäistä yhtiöjoukkoa saadaan pienennettyä. Alkuperäinen yhtiöjoukko on jokaisessa osiossa OMXH eli Helsingin pörssi. Lopputuloksena on sopiva joukko kyseisen strategian tärkeimpiä tunnuspiirteitä omaavia yhtiöitä.

Tuloksista voidaan huomata, että yhtiöitä on päätynyt moneen eri salkkuun. Yhtiöllä voi siis olla monelle strategialle ominaisia tunnuspiirteitä. Yksikään yhtiö ei kuitenkaan ole päätynyt kaikkiin salkkuihin. Nopeasti kasvava, vakaita osinkoja jakava ja aliarvostettu laatuyhtiö kelpaisi varmasti jokaisen sijoittajan salkkuun, mutta se saattaa kuulostaa liian hyvältä ollakseen totta.

ASIASANAT:

Osakesijoittaminen, Sijoitusstrategia, Laatusijoittaminen, Arvosijoittaminen, Kasvusijoittaminen, Osinkosijoittaminen, Osakesalkku

BACHELOR'S THESIS | ABSTRACT

TURKU UNIVERSITY OF APPLIED SCIENCES

Business Administration

2020 | 51 pages, 10 pages in appendices

Emil Österholm

BUILDING A STOCK PORTFOLIO WITH DIFFERENT INVESTMENT STRATEGIES

- Investment strategies based on fundamental analysis

The objective of this thesis was to construct a detailed and an understandable complex of different investment strategies. The aim was to present the overall picture of how companies' characteristics and other tools can be used in the search of potential investment objects and building stock portfolios. The thesis comprises four different investment strategies. The ones discussed are limited to strategies based on fundamental analysis. The four most important basic strategies are quality, value, growth and dividend investing.

The thesis consists of theoretical sections and empirical sections. Every strategy discussed in this paper has a section of theory where their most important qualities and characteristics are introduced. The theory sections are followed up with empirical sections where these characteristics and tools are used to build a stock portfolio in accordance with a certain investment strategy. The empirical sections proceed in the same way in each strategy. The initial group of companies are reduced with tools which are typical for a certain strategy. In each section, the initial group is OMXH (i.e. Helsinki Stock Exchange). The end result is a suitable number of companies with the most important features of the strategy concerned.

The results showed that some companies ended up in many different stock portfolios. Hence a company may possess the characteristics of different strategies. However, no company ended up in every stock portfolio. Every single investor would invest in a fast-growing, steady dividend-paying, and undervalued quality company. Yet, it almost always seems to be too good to be true. It is important for readers to understand that these portfolios are constructed to help one understand how these tools can be used to find certain companies. Therefore, the results are meant to be used for follow-up researches.

KEYWORDS:

Stock investing, Investment strategy, Quality investing, Value investing, Growth investing, Dividend investing, Stock portfolio

SISÄLTÖ

KÄYTETYT LYHENTEET TAI SANASTO	7
1 JOHDANTO	8
2 LAATUSIJOITTAMINEN	10
2.1 Laatumarginaalin taloudellinen vahvuus	10
2.2 Yrityksen laadullinen tarkastelu	13
2.3 Osakkeen arvonmääritys	14
2.4 Turvamarginaali ja salkun viimeistely	16
2.5 Esimerkkisalkku	17
2.5.1 Potentiaalisten laatumarginaalisten etsintä	17
2.5.2 Esimerkkyyritysten laadullinen tarkastelu	18
2.5.3 Laatumarginaalisten osakkeiden todellinen arvo	20
3 ARVOSIJOITTAMINEN	23
3.1 Potentiaalisten osakkeiden etsintä	23
3.2 Arvostuskertoimet	24
3.3 Yrityksen todellisen arvon määrittäminen	26
3.4 Salkun viimeistely	30
3.5 Esimerkkisalkku	31
3.5.1 Potentiaalisten arvoyhtiöiden seulonta	31
3.5.2 Osakkeen arvonmääritys	32
4 KASVUSIJOITTAMINEN	35
4.1 Mistä tunnistaa kasvuyhtiön?	35
4.2 Kasvuyhtiön analysointi	36
4.3 Salkun viimeistely	37
4.4 Esimerkkisalkku	38
4.4.1 Potentiaalisten kasvuyhtiöiden seulonta	38
4.4.2 Kasvuyhtiöiden analysointi	39
5 OSINKOSIJOITTAMINEN	42
5.1 Osinkoyhtiön tunnusmerkit	42
5.2 Salkun viimeistely	43
5.3 Esimerkkisalkku	44

5.3.1 Potentiaalisten osinkoyhtiöiden seulonta	44
6 JOHTOPÄÄTÖKSET	46
LÄHTEET	48

LIITTEET

- Liite 1. Laatu-yhtiösalkun rakentamisvaiheet
- Liite 2. Arvo-yhtiösalkun rakentamisvaiheet
- Liite 3. Arvo-osakkeiden todellinen arvo
- Liite 4. Kasvu-yhtiösalkun rakentamisvaiheet
- Liite 5. Osinkoyhtiösalkun rakentamisvaiheet

KAAVAT

Kaava 1. Nettotulosmarginaalin kaava. (Hämäläinen – Oksaharju – Walker 2017, 93).	11
Kaava 2. Oman pääoman tuoton kaava (Hämäläinen – Oksaharju – Walker 2017, 95).	11
Kaava 3. Nettovelkaantumisasasteen kaava (Hämäläinen – Oksaharju – Walker 2017, 99).	12
Kaava 4. Omavaraisuusasteen kaava (Hämäläinen – Oksaharju – Walker 2017, 100).	12
Kaava 5. Current ration kaava (Hämäläinen – Oksaharju – Walker 2017, 101).	13
Kaava 6. Quick ration kaava (Hämäläinen – Oksaharju – Walker 2017, 101).	13
Kaava 7. Gordonin kaava (Walker 2011).	15
Kaava 8. Neutraalin P/E-luvun kaava (Walker 2011).	15
Kaava 9. Turvamarginaalin kaava.	16
Kaava 10. Voittokertoimen kaava (Hämäläinen – Oksaharju – Walker 2017, 115).	24
Kaava 11. Liikevaihtokertoimen kaava (Hämäläinen – Oksaharju – Walker 2017, 113).	25
Kaava 12. Tasekertoimen kaava (Hämäläinen – Oksaharju – Walker 2017, 114).	25
Kaava 13. Osakkeen todellisen arvon kaava Grahamin tapaan (Hämäläinen – Oksaharju – Walker 2018, 51).	27
Kaava 14. Omistajan tulos (Hämäläinen – Oksaharju – Walker 2018, 78).	28
Kaava 15. Ylläpitoinvestoinnit (Hämäläinen – Oksaharju – Walker 2018, 79).	28
Kaava 16. Kasvuinvestoinnit (Hämäläinen – Oksaharju – Walker 2018, 79).	29
Kaava 17. Tulosperusteisen arvon kaava (Hämäläinen – Oksaharju – Walker 2018, 98).	29
Kaava 18. Osakkeen tulosperusteinen arvo (Walker 2018).	30

TAULUKOT

Taulukko 1. Laatuyhtiöiden 1. seulonnassa kymmenen vähiten pisteitä saanutta yhtiötä.	18
Taulukko 2. Laatuyhtiösalkku.	21
Taulukko 3. Laatuyhtiöiden osakkeiden tämänhetkinen kurssi ja todellinen arvo.	22
Taulukko 4. Arvoyhtiöiden 1. seulonnassa kymmenen vähiten pisteitä saanutta yhtiötä.	31
Taulukko 5. Arvoyhtiösalkku.	33
Taulukko 6. Kasvuyhtiöiden 1. seulonnassa kymmenen vähiten pisteitä saanutta yhtiötä.	39
Taulukko 7. Kasvuyhtiösalkku.	40
Taulukko 8. Kymmenen osingonjakosuhteeltaan vakaisinta osinkoyhtiötä.	45
Taulukko 9. Osinkoyhtiösalkku.	45

KÄYTETYT LYHENTEET TAI SANASTO

CAM	<i>Competitive Advantage Multiple</i> eli kilpailuetukerroin (Walker 2018).
CAP-malli	<i>Capital Asset Pricing Model</i> (Hämäläinen – Oksaharju – Walker 2017, 158).
D/P-luku	<i>Dividend per Price</i> eli osinkotuotto. (Hämäläinen – Oksaharju – Walker 2017, 117.)
EPS	<i>Earnings Per Share</i> eli osakekohtainen tulos (Sijoittaja.fi. 2020).
EPV	<i>Earnings Power Value</i> eli tulosperusteinen arvo (Hämäläinen – Oksaharju – Walker 2018, 97).
EV/EBIT	<i>Enterprise value / Earnings before interest and taxes</i> = Yritysarvo / Liikevoitto (Alma Talent Oy).
EV/EBITDA	<i>Enterprise value / earnings before interest, taxes, depreciation and amortization</i> = Yritysarvo / Käyttökate (Alma Talent Oy)
NCAV	<i>Net Current Asset Value</i> eli osakekohtainen nettokäyttöpääoma (Hämäläinen 2016).
P/B-luku	<i>Price to Book ratio</i> eli tasekerroin.
P/E-luku	<i>Price to Earnings ratio</i> eli voittokerroin.
P/S-luku	<i>Price to Sales ratio</i> eli liikevaihtokerroin. (Hämäläinen – Oksaharju – Walker 2017, 113-115.)
PEG-luku	<i>Price / Earnings-to-Growth ratio</i> saadaan jakamalla P/E-luku tuloksen odotetulla kasvulla (Järvenpää 2018).
ROA	<i>Return on Assets</i> eli koko pääoman tuotto.
ROE	<i>Return on Equity</i> eli oman pääoman tuotto
ROI	<i>Return on Investments</i> eli sijoitetun pääoman tuotto. (Hämäläinen – Oksaharju – Walker 2017, 94.)

1 JOHDANTO

Osakesijoittamisen aloittaminen on nykypäivänä helpompaa kuin koskaan ennen. Kaupankäynti onnistuu pankkien verkkopalveluissa vain muutamissa minuuteissa. Ei ole kuitenkaan itsestään selvää, mihin osakkeisiin kannattaa sijoittaa. Parhaimmillaan osakesijoittaminen voi olla hyvinkin tuottoisaa, mutta pahimmillaan sijoittaja voi menettää kaiken sijoittamansa. Osakesijoittajan on siis syytä harkita tarkkaan, minkälaisiin yrityksiin sijoittaa ja minkälaista strategiaa hänen kannattaa noudattaa. Strategian valinta on riippuvainen melko pitkälti omasta riskinsietokyvystä ja esimerkiksi siitä, miten ahkerasti sijoittaja haluaa sijoitusmaailman tapahtumia seurata.

Osakesalkun rakentamisessa on monia asioita, joita on hyvä ottaa huomioon. Näitä ovat esimerkiksi sijoituskohteiden hajautus sekä yritysten määrä salkussa. On myös tärkeää, että sijoittaja tuntee sijoituskohteensa läpikotaisin. Tämä vaatii sijoittajalta ymmärrystä siitä, millaisia kyseiset yritykset ovat tunnuspiirteiltään. Oman sijoitusstrategian sekä yritysten tunnuspiirteiden tunteminen ja hahmottaminen voi viedä jo hyvinkin pitkälle sijoitusmaailmassa.

Tämän opinnäytetyön aiheena on optimaalisen osakesalkun rakentaminen eri sijoitusstrategioilla. Valitsin kyseisen aiheen puhtaasti kiinnostuksestani sijoittamista kohtaan. Olen jo pidemmän aikaa seurailut osakekursseja ja niiden kehitystä sivusta. Aiheesta on tehty useita opinnäytetöitä, mutta uskon pystyväni tuomaan aiheesta esille mahdollisesti uusia sekä ajankohtaisia näkökulmia. Osakekurssit ovat herkkiä ja heilahtelevat suuntaan, jos toiseen ja siksi niiden analysointi voi tuottaa hyvinkin erilaisia lopputuloksia lyhyilläkin aikaväleillä. Tämän vuoksi osakesalkun rakentaminen on mielestäni aiheena äärimmäisen mielenkiintoinen ja aina ajankohtainen.

Opinnäytetyön tavoitteena on rakentaa selkeä, kaikille ymmärrettävä kokonaisuus eri sijoitusstrategioiden ominaisuuksista. Opinnäytetyö etenee niin, että esittelen neljä fundamentaaliseen analyysiin perustuvaa sijoitusstrategiaa yksi kerrallaan. Tarkoitus on poimia jokaiselle strategialle tärkeitä työkaluja ja yhtiöille ominaisia tunnuspiirteitä, joita apuna käyttäen voidaan kyseisen strategian mukainen osakesalkku muodostaa. Empiirisissä osioissa käytän näitä teoriaosuudessa esiteltyjä tunnuspiirteitä sekä työkaluja esimerkkiosakesalkkujen muodostamiseen.

Sijoittaminen voidaan jakaa kahteen päästrategiaan: fundamentaaliseen ja tekniseen analyysiin. Tässä opinnäytetyössä tarkoituksena on käydä läpi ainoastaan fundamentaaliseen analyysiin perustuvia sijoitusstrategioita, ja tekninen analyysi on rajattu pois tutkimuksesta. Fundamentaalisessa analyysissä keskitytään osakkeen arvonmäärityksen tutkimiseen esimerkiksi yrityksen tasetta ja tuloslaskelmaa apuna käyttäen. Analyysin päätarkoituksena on määrittää osakkeelle todellinen arvo. (Pankki-opas.)

Fundamentaalisen analyysin voi olla luonteeltaan kvantitatiivista tai kvalitatiivista. Kvantitatiiviset tekijät ovat niitä, jotka voidaan löytää numeroina yritysten taloudellisista julkisuuksista, etenkin taseesta ja tuloslaskelmasta. Kyseiset tekijät ovat erittäin tärkeitä sijoittajalle, jonka pääsijoituskohteina ovat pörssissä listatut osakkeet. Kvalitatiivisia tekijöitä käytetään usein analyysin tukena. Kyseisiä tekijöitä ovat esimerkiksi yrityksen liiketoimintamalli, kilpailuetu ja yritysjohto (Segal 2020). Kvalitatiivisia tekijöitä voi olla vaikea muuntaa analyysissä konkreettisiksi numeroiksi, mutta ne on usein hyvä ottaa huomioon analyysiä tehdessä. (Pankki-opas.)

Opinnäytetyössä esittelen neljä fundamentaaliseen analyysiin perustuvaa sijoitusstrategiaa. Kyseisiä strategioita ovat laatusijoittaminen, arvosijoittaminen, kasvusijoittaminen sekä osinkosijoittaminen. Näissä kaikissa sijoitusprosessi on tavallaan samanlainen, mutta niissä painotetaan eri tekijöitä. Esimerkiksi laatusijoittamisessa kvalitatiiviset tekijät ovat erittäin tärkeitä kvantitatiivisten tekijöiden ohella, toisin kuin kasvusijoittamisessa kvalitatiiviset tekijät jätetään käytännössä huomioimatta. Tämä riippuu tietysti sijoittajasta. Näitä neljää mainitsemaani strategiaa pidetään yleisimmin käytettyinä fundamentaaliseen analyysin perustuvina perusstrategioina. Vaikka strategioita on muitakin, perustuvat ne usein joissain määrin johonkin näistä neljästä strategiasta. Tarkoitukseni on esitellä jokainen edellä mainittu strategia yksi kerrallaan ja selvittää, mitkä seikat niissä on olennaisia osakesalkkua rakentaessa. Ensimmäinen analysoitava strategia on laatusijoittaminen, jossa yhdistyvät vahvasti sekä kvantitatiiviset sekä kvalitatiiviset tekijät.

2 LAATUSIJOITTAMINEN

Laatusijoittajan päätavoitteena on sijoittaa yrityksiin, jotka kasvavat keskimääräistä nopeammin riskin ollessa keskimääräistä pienempi. Laatusijoittaja ei tarkastele pelkästään osakekursseja, vaan hän analysoi koko yhtiötä ja sen liiketoimintaa. Hänen tarkoituksensa on arvioida, miten yhtiö menestyy myös tulevaisuudessa. Laatusijoittaja analysoi yrityksen kokonaiskuvaa ja tekee sen pohjalta pitkäkestoisen, jopa vuosikymmenten mittaisen sijoituksen. Arvosijoittamisessa tuotto perustuu osakkeen aliarvostukseen, kun taas laatusijoittamisessa tuotto perustuu liiketoiminnan arvon kasvuun kilpailuedun laadun ansiosta. Laatusijoittaminen on siis yleensä arvosijoittamista pitkäjänteisempi strategia. (Hämäläinen – Oksaharju – Walker 2017, 19-20).

2.1 Laatu-yhtiön taloudellinen vahvuus

Kun mietitään optimaalisen osakesalkun rakentamista laatusijoittajan näkökulmasta, on tärkeää tietää, mistä laatu-yhtiön tunnistaa. Mitkä ovat siis laatu-yhtiön tunnusmerkkejä? Suurin osa sijoittajista on sitä mieltä, että laatua tulisi tarkastella useilla mittareilla. Mitä nämä mittarit ovat? Yleisesti ottaen laatusijoittajan tulisi tarkastella yrityksen taloudellista vahvuutta. Taloudellinen vahvuus koostuu kolmesta eri tekijästä: kannattavuudesta, turvallisuudesta ja tuloksen laadusta. (Hämäläinen – Oksaharju – Walker 2017, 33.) Tuloksen laatuun vaikuttaa tuloksen toistettavuus, kontrolloitavuus ja maksuehdot. Kustannusten leikkaukset ja myynnin kasvu ovat parhaita teitä laadukkaaseen tulokseen. Pitkät maksuehdot saattavat johtaa kasvaviin luottotappioihin. (Salkunrakentaja 2012.)

Liiketoiminnan kannattavuutta analysoidessa laatusijoittajan tulee kiinnittää huomiota bruttokatteeseen, tulosmarginaaleihin, pääoman tuottoon sekä vapaaseen kassavirtaan. Bruttokate voidaan laskea vähentämällä yrityksen liikevaihdosta muuttuvat kulut. Tulosmarginaaleilla voidaan suhteuttaa jokin tuloslaskelman tulo-erä liikevaihtoon. Tulosmarginaalien tarkoituksena on siis kertoa, kuinka suuri osa yhtiölle itselleen jää synnyttämästään liikevaihdosta eri kuluerien jälkeen. Tärkeimmät tulosmarginaalit sijoittajan kannalta ovat liikevoittomarginaali sekä nettotulosmarginaali. Alla nähtävä nettotulosmarginaalin kaava laskee nettotuloksen osuuden liikevaihdosta. (Hämäläinen – Oksaharju – Walker 2017, 86,93.) Nettotulos saadaan, kun liikevaihdosta vähennetään kaikki kulut, poistot sekä vero.

$$\text{Nettotulosmarginaali} = \frac{\text{Nettotulos}}{\text{Liikevaihto}}$$

Kaava 1. Nettotulosmarginaalin kaava. (Hämäläinen – Oksaharju – Walker 2017, 93).

Tulosmarginaalien ongelmana on se, että ne eivät kerro yrityksen sijoitetusta pääomasta mitään. Tulosta ja liikevaihtoa voidaan synnyttää helposti, mutta se tulisi suhteuttaa sijoitettuun pääomaan. Pääoman tuotosta kertovista tunnusluvuista tärkeimmät tunnusluvut ovat koko pääoman tuotto (ROA, *Return on Assets*), sijoitetun pääoman tuotto (ROI, *Return on Investments*) ja oman pääoman tuotto (ROE, *Return on Equity*). (Hämäläinen – Oksaharju – Walker 2017, 94.) Tunnusluvuista ROE on sijoittajan kannalta mielenkiintoinen, koska oman pääoman tuotto kertoo siitä, kuinka sijoittajien varoista huolehditaan ja miten sijoitetut varat vaikuttavat liiketoiminnan kehittymiseen (Suomen osakesäästäjät 2017).

Korkea ROE on yleensä kilpailuedun merkki, jolloin se on ehkä tärkein tunnusluku laatuystiöitä etsiessä. Usein laadukkaille yhtiöille on ominaista se, että ne jakavat huomattavasti osinkoa samalla, kun ne kasvavat nopeasti. Korkea pääoman tuotto mahdollistaa tämän. (Walker 2011.) Yleisesti ottaen hyväksyttävä ROE:n taso on 14% tai yli. Alle 10% on heikko. (Fernando 2020.) Esimerkkisalkussani käytän sekä normalisoitua ROE:a että liukuvaa 12 kuukauden ROE:a. Normalisoidulla ROE:lla tarkoitetaan sitä, että ROE lasketaan esimerkiksi monen vuoden tilinpäätösten keskiarvona tai mediaanina, jolloin saadaan sellainen arvo, joka kuvastaa hyvin yrityksen normaalia ROE:a. Liukuvaa ROE:a laskettaessa nettotuloksena käytetään nettotuloksen viimeisen 12 kuukauden aikaista keskiarvoa. Normalisoitua ja liukuvaa ROE:a käytettäessä voidaan helpommin välttyä virheanalyysiltä.

$$ROE = \frac{\text{Nettotulos}}{\text{Oma pääoma}}$$

Kaava 2. Oman pääoman tuoton kaava (Hämäläinen – Oksaharju – Walker 2017, 95).

Viimeinen kannattavuuden analyysin vaiheista on vapaan kassavirran laskeminen. Vapaan kassavirran laskeminen on sijoittajan kannalta olennaista, koska se kuvaa sitä rahamäärää, jonka yritys pystyy jakamaan osinkoina omistajilleen tai omien osakkeiden

takaisinostona. Vapaa kassavirta saadaan vähentämällä nettotuloksesta nettoinvestoinnit sekä nettokäyttöpääoman muutos (Hämäläinen – Oksaharju – Walker 2017, 97.)

Yrityksen turvallisuutta analysoitaessa tärkeimmät analysoitavat ovat yrityksen vakavaraisuus sekä maksuvalmius. Vakavaraisuuden tunnusluvuilla on tarkoitus selvittää, miten yrityksen toimintaa on rahoitettu. Onko rahoitus omaa vai vierasta pääomaa? Mikäli oman pääoman suhde vieraaseen pääomaan on suurempi, on todennäköisempää, että yritys selviytyy vaikeinakin aikoina. On sanomattakin selvää, että jos yhtiöllä on rahoitettu enimmäkseen vieraalla pääomalla eli sillä on paljon velkaa, on se paljon haavoittuvaisempi kysynnän laskiessa. Laatusijoittaja hakee vähäriskisiä sijoituskohteita eli hän valitsee mieluiten sellaisen kohteen, joka on rahoitettu pääosin omalla pääomalla. Yhtiön vakavaraisuuden mittaamisen tärkeimmät tunnusluvut ovat nettovelkaantumisaste sekä omavaraisuusaste. Nettovelkaantumisaste kuvaa yhtiön nettovelkojen ja oman pääoman suhdetta. Nettovelka saadaan, kun korollisesta vieraasta pääomasta vähennetään likvidit varat. Jos nettovelkaantumisaste on 100 prosenttia, on yrityksellä yhtä paljon nettovelkaa kuin omaa pääomaa. Hyvä nettovelkaantumisaste on hyvin riippuvainen yhtiön toimialasta, mutta yleisesti ottaen sen ei tulisi olla yli 20-30 prosenttia. (Hämäläinen – Oksaharju – Walker 2017, 99.)

$$\text{Nettovelkaantumisaste} = \frac{\text{Nettovelka}}{\text{Oma pääoma}}$$

Kaava 3. Nettovelkaantumisasteen kaava (Hämäläinen – Oksaharju – Walker 2017, 99).

Omavaraisuusaste kuvaa oman pääoman suhdetta taseen loppusummaan. Omavaraisuusastetta pidetään hyvänä, jos se on yli 35 % (Financer 2020).

$$\text{Omavaraisuusaste} = \frac{\text{Oma pääoma}}{\text{Taseen loppusumma}}$$

Kaava 4. Omavaraisuusasteen kaava (Hämäläinen – Oksaharju – Walker 2017, 100).

Yhtiön maksuvalmiudella tarkoitetaan sen kykyä selvitä lyhytaikaisista maksuvelvoitteista. Jos kassassa ei ole riittävästi varoja, voi yritys joutua maksuvaikeuksiin. Maksuvalmiutta parhaiten kuvaavat tunnusluvut ovat current ratio sekä quick ratio. Tunnusluvuista current ratio on parempi valinta eri aloilla toimivien yhtiöiden vertailuun. Maksuvalmius on hyvä, mikäli current ratio on yli kaksi. Alle yhden current ratio on heikko. (Hämäläinen – Oksaharju – Walker 2017, 101.)

$$\text{Current ratio} = \frac{\text{Lyhytaikaiset varat}}{\text{Lyhytaikaiset velat}}$$

Kaava 5. Current ration kaava (Hämäläinen – Oksaharju – Walker 2017, 101).

Quick ration ollessa alle 0,3, yritys on mahdollisesti likvideettiongelmissa. Yli yhden quick ratio on hyvä. Kuten sanottua, quick ratio ei ole näistä kahdesta tunnusluvusta niin hyvä toimialojen välisessä vertailussa. (Hämäläinen – Oksaharju – Walker 2017, 101-102.)

$$\text{Quick ratio} = \frac{\text{Lyhytaikaiset varat} - \text{Vaihto} - \text{omaisuus}}{\text{Lyhytaikaiset velat}}$$

Kaava 6. Quick ration kaava (Hämäläinen – Oksaharju – Walker 2017, 101).

Laatuyhtiöitä etsiessä kannattavuuden tunnuslukuja kannattaa käyttää melko paljon, koska yrityksen kannattavuus on laatuyhtiön keskeisin kriteeri. Koronapandemian seurauksena monet yhtiöt ovat tällä hetkellä ahdingossa, joten esimerkiksi nettovelkaantumisen ja omavaraisuusasteen tarkistaminen on suositeltavaa.

2.2 Yrityksen laadullinen tarkastelu

Sijoitusprosessin alussa ensimmäiset seulonnat voidaan toteuttaa mainituilla numeerisilla kriteereillä. Toiseen vaiheeseen kuuluu yrityksen laadullinen tarkastelu. Laadun analysointiin voidaan käyttää seuraavia tekijöitä: markkina-asema, liiketoimintamalli, valilihauta sekä yritysjohtaminen. (Hämäläinen – Oksaharju – Walker 2017, 106.)

Markkina-asemalla voi olla paljon vaikutusta yrityksen kannattavuuteen. Toimialansa markkinajohtajana yritys yleensä pystyy olemaan kilpailijoitaan kannattavampi. Kysymys on mittakaavaedusta, jossa kiinteät kustannukset jakaantuvat useammalle myydylle tuotteelle tai palvelulle. (Hämäläinen – Oksaharju – Walker 2017, 48.) Mittakaavaedun varaan liiketoimintansa rakentaneet tai sellaisen saavuttaneet yritykset pystyvät myymään tuotteitaan tai palveluitaan muita yrityksiä halvemmalla (Walker 2019).

Laatusijoittaja hakee ennustettavuutta sijoittamiensa yritysten liiketoiminnalle. Laatuyhtiö vangitsee asiakkaansa. Se ei ainoastaan myy tuotteita vaan se pyrkii tavoittelemaan pitkiä ja uskollisia asiakassuhteita. (Hämäläinen – Oksaharju – Walker 2017.) Yksittäisen tuotteen myyminen ei välttämättä ole niin kannattavaa kuin se, että tuotteen myymisen

jälkeen tarjoaa lisäpalveluja (esimerkiksi huoltopalveluja) kyseiselle tuotteelle. Näin muodostetaan pysyviä asiakassuhteita.

Warren Buffetin keksimä käsite vallihauta tarkoittaa kestävästä kilpailuetua. Vallihaudan saavuttaneella yrityksellä on selkeä kilpailuetu ja sen ansiosta se pystyy suojaamaan markkinaosuuttaan ja kannattavuuttaan. Jos yhtiöllä on suuri vapaa kassavirta pitkällä ajanjaksolla, on se yleensä saavuttanut vallihaudan. (Erkkilä 2019.) Vallihautayhtiöitä on sekä vakaita että kasvavia. Vakaa vallihautayhtiö saa pääoman tuottamaan hyvin, mutta sillä ei ole enää korkeaa tuottoastetta omaavia vähäriskisiä investointimahdollisuuksia. Laatusijoittaja voi saada näistä vakaata kasvua sijoituksilleen pitkällä aikavälillä kohtuullisen riskittömästi. Kasvavalla vallihautayhtiöllä tilanne on toisenlainen. Sillä on paljon investointimahdollisuuksia, joilla se voi kasvattaa liiketoimintaansa. Tällainen yhtiö investoi suuren osan tuotostaan ja jakaa osinkoa varovasti. Tämä mahdollistaa nopean tuloskasvun sekä sitä kautta myös osakekurssin nousun. (Hämäläinen – Oksaharju – Walker 2017, 57-60.)

Laatusijoittajalle on tärkeää, että sijoituskohteella on hyvä ja osaava johto. Hän hakee sellaista yritysjohtajaa, jonka päämäärä ei ole maksimaalisen voiton tavoittelu, vaan että pääoman tuotto on olisi mahdollisimman korkeaa ja vakaata pitkällä aikavälillä. Hyvä johto kykenee ylläpitämään kilpailuetuaan. Johdon laatua voidaan analysoida esimerkiksi seuraavilla mittareilla: Johdon osakeomistus, johdon palkitseminen, johdon kokemus sekä osaaminen, johdon track record, johdon viestintä ja johdon pitkäjänteisyys. (Hämäläinen – Oksaharju – Walker 2017, 73-74.)

2.3 Osakkeen arvonmääritys

Tässä vaiheessa sijoitusprosessia on aika määrittellä seulonnan läpi päässeille osakkeille arvo. Se todellinen arvo, joka osakkeesta kannattaa maksaa. Osakkeen arvon määrittämiseen on monia tapoja. Osa niistä on erittäin monimutkaisia, mutta yhdelläkin yksinkertaisella kaavalla voi päästä jo alkuun. (Hämäläinen – Oksaharju – Walker 2017, 120.)

Osakkeen arvonmäärityksessä voidaan käyttää neutraalia P/E-lukua ja normaalia osakekohtaista tulosta osakkeiden todellisen arvon määrittelemisessä. Neutraali P/E huomioi yrityksen eri tuottoasteita. Se eroaa tavallisesta P/E-luvusta ottamalla huomioon yri-

tyksen kasvun, sijoittajan tuottovaatimuksen sekä yrityksen oman pääoman tuottoasteen. Tavallinen P/E-luku saadaan jakamalla osakkeen hinta osakekohtaisella tuloksella. Se kertoo, miten monta vuotta kuluu, että yritys on tehnyt tulosta kurssinsa verran. P/E-luvusta lisää arvosijoittamisen kappaleessa. Osakekohtainen tulos (EPS, *Earnings Per Share*) saadaan jakamalla yrityksen nettotulos yrityksen osakkeiden lukumäärällä (Sijoittaja.fi 2020). Normaali EPS voidaan laskea esimerkiksi laskemalla EPS:n syklin pohjan ja huipun välisen keskiarvon tai mediaanin. Tässä kannattaa ottaa huomioon yhtiön mahdolliset tulokseen vaikuttaneet hetkelliset ongelmat. Ne saattavat vääristää laskun lopputulosta. (Walker 2011.)

Neutraalin P/E-luvun kaava voidaan johtaa Gordonin kaavasta. Suomalainen yksityissijoittaja sekä tunnetun osake- ja rahastovälittäjän Nordnetin sijoitusbloggaja Random Walker on johtanut kaavan blogissaan seuraavalla tavalla:

$$\text{Osakkeen hinta} = \text{Osinko} / (\text{Tuottovaatimus} - \text{Kasvu})$$

Kaava 7. Gordonin kaava (Walker 2011).

Osinko voidaan laskea osinkosuhteen ja EPS:n tuloksena. Näin kaava saa muodon:

$$\text{Osakkeen hinta} = \text{Osinkosuhte} \times \text{EPS} / (\text{Tuottovaatimus} - \text{Kasvu})$$

Gordonin kaavasta saadaan neutraalille P/E:lle kaava:

$$\text{Neutraali P/E - luku} = \text{Osinkosuhte} / (\text{Tuottovaatimus} - \text{Kasvu})$$

Osinkosuhte on riippuvainen kasvusta ja pääoman tuotosta (ROE).

$$\text{Osinkosuhte} = 1 - \text{Kasvu} / \text{ROE}$$

Neutraalin P/E-luvun kaava voidaan siis esittää muodossa:

$$\text{Neutraali P/E - luku} = \frac{(1 - \text{Kasvu} / \text{ROE})}{(\text{Tuottovaatimus} / \text{Kasvu})}$$

Kaava 8. Neutraalin P/E-luvun kaava (Walker 2011).

ROE on hyvin tärkeässä asemassa osakkeen arvon määrittelyssä. Siksi on tärkeää, että myös se normalisoidaan vanhan datan perusteella. Myös osinkojen kasvulle tarvitaan ennustetta. Pitkällä aikavälillä sen voidaan olettaa olevan reaalisen bruttokansan-

tuotteen kasvun ja inflaation summa. Kasvuarviona voidaan siis käyttää noin 5 prosenttia. Jos yhtiön voidaan olettaa kasvavan keskimääräistä nopeammin, voidaan kasvuarviona käyttää 6 prosenttia ja keskimääräistä hitaamman 4 prosenttia. Keskimääräinen yhtiön tuottovaatimus on noin 9 prosenttia CAP-mallin mukaisesti laskettuna. (Hämäläinen – Oksaharju – Walker 2017, 120-121,158.)

2.4 Turvamarginaali ja salkun viimeistely

Sijoitusprosessin seuraavassa vaiheessa yrityksiä seulotaan turvamarginaalin avulla. Aiemmassa vaiheessa osakkeelle määriteltiin todellinen hinta. Sijoittajan ei kuitenkaan kannata ostaa osaketta määritellyllä todellisella hinnalla mahdollisten arvonmääritysvirheiden vuoksi. Siksi hän valitsee itselleen todellista hintaa alemman hinnan, jolla hän voi osaketta ostaa. (Hämäläinen – Oksaharju – Walker 2017, 107.) Esimerkkinä tilanne, jossa osakkeen todellinen hinta on 20 euroa ja sijoittaja päättää ostaa osakkeen hinnan tippuessa 16 euroon, on hänen turvamarginaalinsa 20 %.

$$\text{Turvamarginaali} = \frac{(\text{Todellinen hinta} - \text{Ostohinta})}{\text{Todellinen hinta}} = \frac{(20 - 16)}{20} = 0,2$$

Kaava 9. Turvamarginaalin kaava.

Salkun rakentamisprosessin viimeisessä vaiheessa on tärkeää, että salkkua ei hajauteta liikaa. Jokainen sijoituskohte on tunnettava läpikotaisin. Sijoittajan tulee päättää, miten eri sijoituskohteet jakautuvat salkussa. Hyvänä nyrkkisääntönä pidetään 20 prosentin rajaa, jonka yli yhdenkään sijoituskohteen painon ei tulisi nousta salkussa. Toisaalta paino ei saa olla myöskään liian pieni, koska silloin se on kokonaisuutta katsellen merkityksetön. Hajautus kannattaa toteuttaa siten, että yhtiöt olisivat eri toimialoilta. Se pienentää riskiä. Jokaista sijoituskohdetta tulisi miettiä osana kokonaisuutta. On tärkeää, että sijoittaja arvioi eri sijoituskohteita ja niiden tuottomahdollisuuksia. Kun nämä vaiheet on suoritettu, voidaan laatia osto-ohjelma. (Hämäläinen – Oksaharju – Walker 2017, 107-108,167.)

Lopuksi on myös tärkeää muistaa, että analysointia tulee harrastaa myös sen jälkeen, kun salkku on rakennettu ja sijoituskohteet on valittu. Esimerkiksi kurssimuutokset voivat aiheuttaa jonkun sijoituskohteen painon nousemisen salkussa. Tällöin salkkua kannattaa yrittää hajauttaa lähtötilanteeseen. Lisäksi tulee tarkastella, tukevatko yhtiön taloudelliset

luvut alkuperäistä ostopäätöstä. Mikäli tilanne ei korjaannu ja tulevaisuus vaikuttaa epävarmalta, on syytä myydä kyseinen sijoitus. (Hämäläinen – Oksaharju – Walker 2017, 107-108.)

2.5 Esimerkkisalkku

Esimerkkisalkkujen lähteinä on käytetty pääosin Kauppalehden verkkosivuilta löytyviä yhtiöiden tilinpäätöksiin pohjautuvia tunnuslukuja sekä Inderesin analyytikoiden oikasemia tunnuslukuja sekä konsensusennusteita. Linkit sivuille löytyvät lähdeluettelon loppuosasta.

2.5.1 Potentiaalisten laatu-yhtiöiden etsintä

Näissä esimerkeissä tarkoituksena on käydä läpi ainoastaan Helsingin pörssiin listattuja osakkeita. Ensimmäisessä vaiheessa seulontaan käytettiin liukuvaa 12kk oman pääoman tuottoastetta sekä yritysten vuoden 2019 tilinpäätöksen nettovelkaantumistasetta. Vaiheen tarkoituksena oli seuloa yrityksistä kannattavimpia ja turvallisimpia, jotka ovat luonnollisesti laatu-yhtiöiden tunnusmerkkejä. Vaihe eteni niin, että yhtiöt pisteytettiin liukuvan oman pääoman tuottoasteen perusteella parhaimmasta huonoimpaan. Tämän lisäksi yhtiöt pisteytettiin nettovelkaantumisen perusteella parhaimmasta huonoimpaan. Nämä pisteet laskettiin yhteen ja valittiin 60 vähiten pistettä saanutta tarkempaa analyysia varten. Tämän vaiheen tarkoituksena oli pienentää yhtiöjoukkoa huomattavasti alkuperäisestä määrästä, jotta analyysi pysyisi järkevässä mittakaavassa. Pisteytystaulukko on nähtävissä kokonaisuudessaan liitteessä 1. Kuten taulukosta voidaan havaita, vähiten pisteitä sai Verkkokauppa.com 37,4 % liukuvalla oman pääoman tuotolla sekä alhaisella -52,1 % nettovelkaantumistasellaan. Tämä tarkoittaa sitä, että Verkkokauppa.com pystyisi halutessaan maksamaan kaikki velkansa pois. Tämä on tietysti hyvä merkki. Taulukosta 1 voidaan nähdä 10 vähiten pisteitä saanutta yhtiötä.

Osake	Liukuva oman pääoman tuotto (%)		Pisteet (Liukuvan oman pääoman tuotto tumisaste (%))		Yhteispisteet
	(12kk)	12kk)	(12/2019)	tuminen)	
Verkkokauppa.com	37,4	4	-52,1	4	8
eQ	40,2	2	-44,4	7	9
Qt Group	39,8	3	-46,4	6	9
Kone	34,2	5	-47,9	5	10
Orion	31	8	-17,8	15	23
Rovio	17,8	28	-65,7	2	30
Incap	29,1	11	-2,7	25	36
Neste	26,3	14	-3,2	24	38
Honkarakenne	19,9	22	-15,2	17	39
Valmet	21,8	18	-4,6	23	41

Taulukko 1. Laatu-yhtiöiden 1. seulonnessa kymmenen vähiten pisteitä saanutta yhtiötä.

Oman pääoman tuotto (ROE) on merkittävässä asemassa tässä analyysissä, koska korkea pääoman tuotto on hyvin ominaista laatu-yhtiölle. Ensimmäisen vaiheen jälkeen yritysten ROE normalisoitiin karkeasti viiden vuoden takaista dataa käyttäen. Tässä vaiheessa analysoitiin ROE:n määrää ja tasaisuutta. Rajaksi normalisoidulle ROE:lle (2015-2019) asetettiin 14 %, jonka alle menevät poistettiin suoraan yhtiöjoukosta. Näin jäljelle jäi 31 yhtiötä. Tämän lisäksi poistettiin ne yhtiöt, joiden nettovelkaantumisaste oli yli 30 % ja joiden omavaraisuusaste oli alle 35 % vuoden 2019 tilinpäätöksessä. Tämän vaiheen jälkeen jäljelle jäi enää 18 yhtiötä. Tästä vaiheesta on myös nähtävissä taulukko liitteessä.

2.5.2 Esimerkkiyritysten laadullinen tarkastelu

Seuraavassa vaiheessa tarkasteltiin jäljelle jääneiden yritysten laadullisuutta. Tarkoituksena oli siis tutkia esimerkiksi yrityksen kilpailuetuja, markkina-asemaa ja liiketoimintamallia. Listan ensimmäinen yhtiö on Revenio Group. Inderesin analyttikko Mikael Rautasen mukaan Reveniolla on selkeästi mahdollisuuksia kohdemarkkinaa nopeampaan kasvuun pitkällä aikavälillä. Tämä johtuu yhtiön teknologioiden vahvoista kilpailueduista. Yhtiö omaa poikkeuksellisen syvän vallihaudan kilpailulle johtuen teknologioiden kilpailusuojusta, brändistä, hidasliikkeisestä toimialasta ja siitä, että uuden tulokkaan astuminen alalle on hankalaa. (Rautanen 2019, 2.)

Orionin osakkeessa yhdistyvät tällä hetkellä vahva kannattavuus, vakaa tuloksentekokyky, vahva tase, turvallinen osinkotuotto sekä mahdollisuus voimakkaaseen kasvuun.

Petri Kajaanin kirjoittaman analyysin mukaan Orion on aina ollut erittäin laadukas yhtiö, mutta sen osake on kärsinyt kroonisesta yliarvostuksesta. (Kajaani 2020, 1-2.) Ponsella on selkeitä mahdollisuuksia kasvattaa markkinaosuuksiaan. Ponsen liiketoiminta ei ainoastaan perustu uusien tuotteiden myyntiin, vaan myös niiden huoltoon. Tällä tavalla Ponsse pystyy pitämään kiinni asiakkaistaan. Ponsse suurimmat kilpailijat ovat Deere Forestry ja Komatsu Forest. Ponsella on selkeästi hyvä asema omilla markkinoillaan. (Vesola 2019, 2, 14-15, 27.)

eQ:n hintataso instituutiovarainhoidossa on erittäin kilpailukykyinen. Sen liiketoiminta on poikkeuksellisen ennustettavaa omalla toimialallaan. Yritys on onnistunut strategiasaan, jonka keskiössä on omistaja-arvon luonti. eQ on selvästi listalla olevaa United Bankersia vakaampi ja suurempi yhtiö. Todennäköisesti eQ on näistä kahdesta yhtiöstä se, joka päättyy esimerkkisalkkuuni. (Arola – Vilen 2020, 5,23-30.)

Neste on yksi suurimpia yrityksiä listalla. Sen selkeitä kilpailuetuja ovat uusiutuvat tuotteet, taloudellinen liikkumavara sekä vahva markkina-asema. Vahva markkina-asema perustuu sen tuotteiden laatuun sekä markkinoiden suurimpaan tuotantokapasiteettiin ja joustavaan sekä kustannustehokkaaseen raaka-ainepohjaan. Yrityksen vahva markkina-asema on tärkeää laatuyltulle. (Gostowski – Viljakainen 2016, 9.)

Raute on kiinnostava pitkän tähtäimen sijoituskohde kestävien kilpailuetujensa ansiosta. Se on toimialansa markkinajohtaja, mutta kyseisen toimialan markkinat ovat hidastuneet ja muutenkin epävarmat. Yrityksellä on selvä vallihauta, mutta markkinoiden hidastuminen ja epävarmuus on hieman huolestuttava uutinen laatusijoittajalle. (Viljakainen 2020, 2.)

Koronapandemia on ollut selkeästi negatiivinen vaikutus Alma Median toimialalle, mutta yhtiön tuotot ovat hajautuneet useille markkinoille ja liiketoimintamalleille. Yhtiöllä on vahva markkina-asema toiminnoissaan, hyvä kannattavuus ja vahva tase. Osake on hivenen herkkä suhdannevaihteluille ja se nostaa osakkeen riskisyyttä. (Aho – Gostowski 2020, 2,32.) Marimekko on nostanut kilpailukykyään merkittävästi. Sen tulos on käynyt jopa nollassa kilpailukyvyyn ja brändin rapistuessa vuosina 2013 ja 2015. Kilpailukykyä on kuitenkin kyetty nostamaan ja tehokkuutta parantamaan melkoisesti, mikä on näkynyt yrityksen tunnusluvuissa. Marimekon tulevana tavoitteena on laajentaa asiakaskuntaa. Yrityksen olisi tarkoitus havitella itselleen mittakaavaetua, jolla on toimialalla suuri merkitys. (Kajaani 2019, 2.)

Scanfililla on suhteellisen vahva kilpailuasema toimialallaan. Sen vahvuuksia ovat kattava ja kulutehokas toimintamalli, pitkä kokemus sopimusvalmistuksesta sekä tuotannon nopeus ja joustavuus. Yhtiöllä on vahva taloudellinen historia, joten sen strategia on osoittautunut toimivaksi. Kuitenkin koronapandemia on vaikuttanut toimialaan rajusti ja ennusteet ovat heikohkot. (Korkiakoski – Viljakainen 2020, 2.)

Yleiselektronikalla on hyvä kilpailukyky vahvan päämiesportfolion ansiosta. Yhtiön strategia nojautuu melko paljon kasvuun ja riski- ja epävarmuustaso ovat suhteellisen korkeita. Tämä osake ei välttämättä kiinnosta laatusijoittajaa epävarmuuden vuoksi. (Korkiakoski – Viljakainen 2020, 2.) Vaisalalla on vahvoja kilpailuetuja. Vaisalalan liiketoiminta kohdistuu useisiin megatrendien tuomiin markkina-alueisiin. Siksi sille on vaikea määrittää toimialaa. Vaisalalan kilpailukykyä ja markkina-asemaa parantavat sen korkea osaaaminen sekä räätälöidyt ratkaisut. Kilpailullisesti Vaisalalan markkina-asema on hyvä sekä lyhyellä ja pitkällä aikavälillä. Asemaa parantaa se, että joillekin Vaisalalan markkina-alueille uusien tulokkaiden on vaikea päästä markkinoiden pienestä koosta ja teknologisestä haasteellisuudesta johtuen. (Grönqvist 2019, 14, 17.)

Siili Solutions on vasta saavuttanut kehitysvaiheensa. Siltä puuttuu vielä suurimmat näytöt strategiansa toimivuudesta. (Rautanen 2019, 2.) Aspocompilla on takanaan usean vuoden kannattavan kasvun taival, mutta koronapandemia teki tepposensa ja ennusteet näyttävät erittäin heikoilta ja epävarmoilta. (Kinnunen 2020, 2.)

Laadullisen tarkastelun perusteella seuraavat yhtiöt täyttivät heikoiten laatuyhtiön kriteerejä: Raute, Alma Media, Scanfil, Siili Solutions, Aspocomp, Yleiselektronikka, United Bankers sekä Valmet. Koneelta, Nokian Renkaalta ja Valmetilta Inderesin laadullinen raportti puuttui, mutta salkkuun valittiin silti Kone ja Nokian Renkaat, näiden korkeasta ROE:sta johtuen. Lisäksi esimerkiksi Koneella on selkeitä laadullisen yhtiön kriteerejä täyttäviä ominaisuuksia. Sen kannattavuuden tunnusluvut ovat hyvällä kantilla sekä tulos ennustettavaa.

2.5.3 Laatuyhtiöiden osakkeiden todellinen arvo

Lopullinen salkku koostuu alla olevista taulukossa 2 nähtävistä yhtiöistä. Tässä vaiheessa seulonta on suoritettu ja osakkeille määritetään todellinen arvo. Taulukosta voidaan nähdä yhtiöille asetetut osingonkasvuprosentit. Normaalista tahtia kasvaville yrityksille kasvunopeudeksi on arvioitu 5 %, joka on reaalisen bruttokansantuotteen kasvun ja

inflaation summa. Ne, jotka on arvioitu kasvavan keskimääräistä nopeammin, saavat kasvunopeudeksi 6 %. Arviot perustuvat lähinnä yritysten historialliseen kasvuun, mutta myös hieman ennustettuihin kasvuihin (esimerkiksi Marimekon tapauksessa). Tämän jälkeen osakkeille lasketaan todelliset arvot neutraalin P/E-luvun ja normaalin EPS:n avulla. Esimerkkinä käytetään Orionia.

Osake	Normalisoitu oman pääoman		Neutraali P/E-luku	
	▼ tuotto (2015-2019)	▼ Kasvu-%	▼ (Tuottovaatimus 9%)	▼ Normaali EPS
Revenio Group	40 %	6 %	28,3	0,41
Kone	35 %	6 %	27,6	1,82
Orion	32 %	5 %	21,1	1,55
Ponsse	30 %	5 %	20,8	1,69
Neste	25 %	6 %	25,3	1,51
eQ	24 %	6 %	25,0	0,48
Marimekko	20 %	6 %	23,3	1,36
Nokian Renkaat	19 %	5 %	18,4	1,60
Olvi	17 %	5 %	17,6	1,80
Vaisala	16 %	5 %	17,2	0,98

Taulukko 2. Laatu-yhtiösalkku.

$$\text{Neutraali P/E-luku} = (1 - 5 \% / 32 \%) / (9 \% - 5 \%) = 21,1$$

Kaavassa nähdään Orionin normalisoidun oman pääoman olevan 32 %. Kasvunopeudeksi on arvioitu 5 %. Lisäksi laskelmassa käytetään 9 % tuottovaatimusta, joka on markkinoiden keskimääräinen tuotto.

Normaali EPS perustuu vuosien 2016-2020 syklien huipun ja pohjan keskiarvoon. Lisäksi normaalia EPS:ää arvioitiin niiden yritysten kohdalla, joilla oli selvästi poikkeuksellisen hyviä tai huonoja vuosia takana tai edessä (2020), jotta EPS olisi mahdollisimman normaali. Virheanalyysien välttämiseksi arvioitu normaali EPS saattaa joillakin yhtiöillä näyttää jonkin verran ennustettua huonommalta. Orionin normaalin EPS:n arvioidaan olevan 1,55. Se on laskettu vuoden 2018 (1,40) ja vuoden 2020e (1,69) EPS:n keskiarvona. Osakkeen todellinen arvo on neutraalin P/E-luvun normaalin EPS:n tulo.

$$\text{Osakkeen todellinen arvo (Orion)} = 21,1 * 1,55 = 32,59$$

Osake	Osakkeen kurssi (8.11.)	Osakkeen todellinen arvo (€)	Turvamarginaalin (15%) jälkeinen hinta
Revenio Group	37,60 €	11,48 €	9,75 €
Kone	72,84 €	50,13 €	42,61 €
Orion	39,49 €	32,59 €	27,70 €
Ponsse	27,95 €	35,10 €	29,84 €
Neste	49,32 €	38,13 €	32,41 €
eQ	13,95 €	12,00 €	10,20 €
Marimekko	39,00 €	31,73 €	26,97 €
Nokian Renkaat	27,48 €	29,47 €	25,05 €
Olvi	47,80 €	31,68 €	26,93 €
Vaisala	37,55 €	16,84 €	14,32 €

Taulukko 3. Laatuyhtiöiden osakkeiden tämänhetkinen kurssi ja todellinen arvo.

Orionin tapauksessa osakkeen todellinen arvo on 32,59 euroa. Kuten taulukosta huomataan, Orion on näiden laskelmien mukaan tällä hetkellä yliarvostettu. Osakkeen kurssi 8.11 oli 39,49 euroa. Jos tähän lisätään vielä 15 prosentin turvamarginaali, jäädään vielä kauemmas. Kyseisellä turvamarginaalilla osaketta voidaan ostaa vasta, kun sen hinta putoaa 27,70 euroon. Myös esimerkiksi Reveniolla todellinen hinta on erittäin paljon alhaisempi kuin osakkeen kurssi tällä hetkellä. Yritystä kannattaa pitää silmällä ja seurata, miten tulevat ennusteet toteutuvat. On myös selvää, että käytetty arvonmäärittämisstrategia on erittäin karkea. Tällaisessa tilanteessa arvoa kannattaa määrittellä ehkä myös toisella strategioilla. Listassa on myös yrityksiä, jotka ovat laskelmien mukaan aliarvostettuja. Näitä ovat Ponsse sekä Nokian Renkaat. Ilman omaa turvamarginaalia näitä voisi ostaa saman tien. Loppujen kanssa joudutaan odottelemaan hintojen putoamista. Joihinkin kohdalla tavoitehintoihin ei välttämättä ikinä päästä. Laatusijoittaminen vaatiikin sijoittajalta äärimmäistä kärsivällisyyttä ja jatkuvaa tilanteiden seuraamista.

3 ARVOSIJOITTAMINEN

Arvosijoittamisessa tarkoituksena on löytää aliarvostettuja osakkeita, jotka kuitenkin täyttävät tietyt laatukriteereitä. Benjamin Grahamin mukaan tärkeää arvosijoittamisessa on löytää osakkeita, joissa on riittävä turvamarginaali. Tarkoitus on siis löytää yhtiöitä, joiden osakkeiden tämänhetkinen arvo on teoreettista oikeaa arvoa pienempi. (Erkkilä 2019.) Erona laatusijoittamiseen arvosijoittamisessa on se, että arvosijoittaja voi sijoittaa jopa laaduttomiin ja selkeästi heikkoihin yhtiöihin, jos niiden osakkeet ovat aliarvostettuja. Arvosijoittajalle aliarvostuksen purkautuminen on tärkeää ja tarkoitus onkin myydä osakkeet heti tämän tapahtuessa. (Hämäläinen – Oksaharju – Walker 2018, 30.) Arvosijoittajalle ainoa juokseva tulovirta ovat osingot ennen osakkeiden myyntihetkeä. Arvosijoittajan kannattaa siis etsiä myös mahdollisia osingonjakajia salkkuunsa. (Oksaharju 2015.)

Arvosijoittaminen voidaan jakaa kahteen tyyliin: Osakkeiden mekaaniseen seulontaan ja aliarvostettuihin yhtiöihin sijoittamiseen. Klassisen arvosijoittajan tapa on juuri tämä mekaaninen seulonta. Hän pyrkii löytämään pörssistä matalan P/B- tai P/E-luvun tai korkean osinkotuoton omaavia osakkeita tai yhtiöitä (P/B- ja P/E-luvusta lisää luvussa 4.2). Tarkoituksena on löytää alihinnoiteltuja osakkeita. Yleisesti ottaen matalan P/B-luvun omaavat yhtiöt ovat potentiaalisia arvoyhtiöitä. Moderni arvosijoittaja ajattelee klassista arvosijoittajaa pidemmälle. Hänelle arvostuskertoimet eivät ole ainoa tapa löytää potentiaalisia sijoituskohteita. Moderni arvosijoittaja analysoi yhtiön liiketoimintaa ja kiinnittää huomiota asioihin, jotka eivät välttämättä näy taseessa, mutta niillä on taloudellista arvoa. Esimerkiksi vahva brändi voi olla tällainen. Kun klassinen arvosijoittaja nojaa ainoastaan yhtiön historialliseen dataan, analysoi moderni arvosijoittaja myös yhtiön tulevaisuutta. (Hämäläinen – Oksaharju – Walker 2018, 26-27.)

3.1 Potentiaalisten osakkeiden etsintä

Arvosijoitusprosessin ensimmäinen vaihe on osakkeiden etsintä. Tämä vaihe voidaan suorittaa hyvin samantapaisesti kuin laatusijoittamisessa. Aluksi osakkeita kannattaa seuloa numeerisesti. Hyviä kriteereitä arvoyhtiöiden etsimiseen ovat esimerkiksi matala P/E- tai P/B-luku, matala hinta suhteessa taseen likviditaatioarvoon, 52 viikon kurssipoh-

jat, yrityksen sisäpiirin osakeostokset, korkea osinkotuotto, yrityksen pieni koko liiketoiminnalla tai markkina-arvolla mitattuna, korkea omavaraisuusaste tai matala nettovelka. Usean kriteerin käyttö arvoyhtiöitä etsiessä on kannattavaa. (Hämäläinen – Oksaharju – Walker 2018, 156.)

Arvosijoittajan toiminta nojaa usein muiden sijoittajien pessimismiin. Kun tulokset ovat ennustettua heikommalla ja kasvu on hidasta, yritys saattaa vaikuttaa tylsältä. Tämä on arvosijoittajalle mahdollinen ostopetäki, koska muiden sijoittajien pessimismi saattaa mahdollisesti johtaa osakkeen aliarvostukseen. Etsintäkriteereihin vaikuttavat arvosijoittajan sijoitustyyli. Edustaako hän arvosijoittamisen klassista vai modernia tyyliä? Klassisessa luotetaan pääasiassa perinteisiin arvostuskertoimiin, kun taas modernissa analysoidaan myös liiketoiminnan laatua sekä kasvupotentiaalia. Klassisen arvosijoitustyylin avulla potentiaalisten osakkeiden löytäminen voi olla hankalaa, sillä harva osake täyttää etsintäkriteerit. (Hämäläinen – Oksaharju – Walker 2018, 157-158.)

3.2 Arvostuskertoimet

P/E-luku (*price to earnings ratio*) kuvaa osakkeen hinnan sekä osakekohtaisen tuloksen suhdetta. Samoin se kuvaa myös markkina-arvon ja nettotuloksen suhdetta. P/E-luku antaa hyvän arvion yhtiön tuottamasta kassavirrasta. P/E-luku tulee normalisoida, koska tulos on herkkä suhdannevaihteluille. Tässä tapauksessa normalisoinnilla tarkoitetaan sitä, että tulokselle lasketaan keskiarvo tietyllä aikajaksolla. P/E-luku ei ole myöskään toimiva toimialojen välisessä vertailussa. Sitä voidaan verrata yhtiöiden välillä, jos niiden kannattavuus, kasvunäkymät, riskit ja investointitarpeet ovat samanlaiset. Jos yhtiö on vähäriskisempi kuin toinen, mutta kannattavuus ja kasvunäkymät näyttää samalta, on yhtiö yleensä arvostettu korkeammalla P/E-luvulla. (Hämäläinen – Oksaharju – Walker 2017, 115-116.)

$$P/E - luku = \frac{\text{Osakkeen hinta}}{\text{Osakekohtainen tulos}} = \frac{\text{Markkina - arvo}}{\text{Nettotulos}}$$

Kaava 10. Voittokertoimen kaava (Hämäläinen – Oksaharju – Walker 2017, 115).

Sijoitusprosessin alussa sijoituskohteiden valikoima on laaja. Nämä yllä esitetyt numeeriset kriteerit ovat loistava työkalu sijoituskohteiden ensimmäiseen seulontaan. Toisessa

vaiheessa potentiaalisia sijoituskohteita voidaan seuloa esimerkiksi osakkeen arvostuskertoimien avulla. Seuraavaksi esittelen viisi yleisesti käytettyä arvostuskerrointa ja osinkotuoton tunnuslukua. P/S-luku (*price to sales ratio*) eli liikevaihtokerroin kuvaa osakkeen hinnan ja osakekohtaisen liikevaihdon suhdetta. Samalla se kuvaa tietysti myös markkina-arvon ja liikevaihdon suhdetta. P/S-luvusta voidaan nähdä, miten monen vuoden liikevaihtoa yhtiön markkina-arvo vastaa. P/S-luvun hyviä puolia on se, että liikevaihtoon ei yleensä liity samanlaisia epäselvyyksiä tulokseen verrattuna. Se on vakaa tunnusluku, koska liikevaihto ei ole niin herkkä suhdannevaihteluille eikä se heilahtele samalla tavalla kuin tulos saattaa heilahdella. P/S luku ei ole kovin hyvä tunnusluku toimialojen väliseen vertailuun. (Hämäläinen – Oksaharju – Walker 2017, 105, 113-114.)

$$P/S - luku = \frac{\text{Osakkeen hinta}}{\text{Osakekohtainen liikevaihto}} = \frac{\text{Markkina - arvo}}{\text{Liikevaihto}}$$

Kaava 11. Liikevaihtokerroimen kaava (Hämäläinen – Oksaharju – Walker 2017, 113).

P/B-luku (*price to book ratio*) eli tasekerroin kuvaa osakkeen hinnan ja osakekohtaisen oman pääoman tasearvon suhdetta. Samoin se myös kuvaa markkina-arvon ja oman pääoman tasearvon välistä suhdetta. Myös P/B-luvun etuna on se, että tasearvo ei ole yhtä ailahteleva kuin tulos. Jos yritys tekee korkeaa tuottoa omalle pääomalleen, pitäisi sen P/B-luvun olla korkea. P/B-lukua kannattaa aina verrata ROE:en. Mikäli molemmat tunnusluvut ovat alhaisia, on sijoituskohde yleensä huono. Osake saattaa olla aliarvostettu, mikäli P/B-luku on matala, mutta ROE korkea. (Hämäläinen – Oksaharju – Walker 2017, 114-115.)

$$P/B - luku = \frac{\text{Osakkeen hinta}}{\text{Osakekohtainen oman pääoman tasearvo}} = \frac{\text{Markkina - arvo}}{\text{Oman pääoman tasearvo}}$$

Kaava 12. Tasekerroimen kaava (Hämäläinen – Oksaharju – Walker 2017, 114).

Yleisesti käytettyjä arvostuskertoimia ovat myös EV/EBIT ja EV/EBITDA. Nämä kaksi arvostuskerrointa eroavat muista sillä, että niissä käytetään osoittajana yritysarvoa markkina-arvon sijasta. EV (*enterprise value*) eli yritysarvo kuvaa yrityksen velatonta arvoa. EBITDA (*earnings before interest, taxes, depreciation and amortization*) eli käyttökate tarkoittaa liiketoiminnan tulosta ennen poistoja, rahoituseriä ja veroja (Alma Talent Oy). EBIT (*earnings before interest and taxes*) eli liikevoitto tarkoittaa liiketoiminnan tuottoja ennen veroja ja rahoituseriä (Alma Talent Oy). Näitä arvostuskertoimia voidaan myös pitää esimerkiksi P/E-lukua varmempana, koska ne käyttävät nimittäjänä käyttökate

ja liikevoittoa. Ne ovat tuloslaskelmassa nettotulosta ylempänä ja täten myös vähemmän alttiita kaunistelulle. Yleisesti ottaen nämä arvostuskertoimet ovat kasvuyhtiöillä korkeita ja vähemmän kasvavilla yhtiöillä matalia. (Sihvonen 2018.)

Viimeinen tärkeä arvostukseen liittyvä tunnusluku on osinkotuotto (D/P-luku, *Dividend per price*). Korkea osinkotuotto voi tarkoittaa osakkeen aliarvostusta, mutta se voi myös tarkoittaa sitä, että yritys ei ole löytänyt hyviä investointikohteita. Täten yritys siis jakaa suuren osan tuloksesta osinkoina. (Hämäläinen – Oksaharju – Walker 2017, 117.) Tämä ei ole sijoittajalle hyvä uutinen pitkällä tähtäimellä, koska osinko ei välttämättä ole niin kestävä, jos tuottavia investointeja ei tehdä. Osinkotuotto kuvaa osakekohtaisen osingon ja osakkeen hinnan suhdetta ja täten myös osingon ja markkina-arvon suhdetta.

3.3 Yrityksen todellisen arvon määrittäminen

Prosessin toiseen vaiheeseen sisältyy yrityksen todellisen arvon määrittäminen valitun sijoitustyylin mukaisesti. Klassiset arvosijoittajat käyttävät osakkeen arvonmäärittämiseen usein omaisuusarvomenetelmiä. Heidän tarkoituksenaan on löytää osakkeita, jotka on hinnoiteltu alle netto-omaisuuden arvon. Modernit arvosijoittajat luottavat arvonmäärittämisessä enemmän nykyliiketoiminnan tulokseen ja kasvupotentiaaliin. Heidän käyttämiään menetelmiä ovat tulosvoiman arvo sekä kannattavan kasvun arvon huomioiva kokonaisarvo. Parhaat tulokset saavutetaan, kun yritystä tarkastellaan useista eri näkökulmista. (Hämäläinen – Oksaharju – Walker 2018, 158-159.)

Benjamin Graham ei luottanut arvonmäärittämismenetelmässään ennusteisiin. Prosessissaan hän lähti liikkeelle taseesta, koska se sisälsi ainoastaan historiallista dataa. Hän keskittyi lähinnä omaisuuden analysoimiseen. Graham luotti siihen, että kasvunäkymät on jo otettu huomioon osakkeiden hinnoittelussa. Siksi hän ei antanut ennusteille juurikaan painoa. Graham analysoi yhtiöiden tuloslaskelmia pitkän aikavälin keskiarvoina, koska se pienentää analyysivirheiden riskiä. Graham on laatinut kaavan osakkeen todellisen arvon määrittämiseen. Kaavassa tulevien vuosien keskimääräinen osakekohtainen tulos kerrotaan tuloskerroimella. Tuloskerroin vastaa käytännössä P/E-lukua. Osakekohtainen tulos normalisoidaan historiallista dataa apuna käyttäen.

$$\text{Osakkeen todellinen arvo} = \text{tulos/osake} \times (8,5 + 2 \times \text{kasvuvauhtiprosentti} \times 100)$$

Kaava 13. Osakkeen todellisen arvon kaava Grahamin tapaan (Hämäläinen – Oksaharju – Walker 2018, 51).

Kaavassa luku 8,5 on kasvamattoman yhtiön P/E-luku. Tämä vastaisi 11,8 prosentin tuottovaatimusta, joka on nykypäivänä melkoisen kova. Siksi Arvoguru-kirjan kirjoittajat suosittelevatkin siihen lukua 11, joka vastaisi 9 prosentin tuottovaatimusta. Lisäksi kasvukertoimen tulisi nykyään olla kahden sijasta yksi. Kun keskiarvoisena kasvuna pidettäisiin 5 prosentin vuosittaista kasvua, saataisiin yrityksen tuloskertoimeksi näillä muutoksilla 16. (Hämäläinen – Oksaharju – Walker 2018, 54.)

Benjamin Grahamin oppipoika Walter Schloss määritteli yhtiön arvon vähentämällä yhtiön lyhytaikaisista varoista velat. Tämän tarkoituksena oli selvittää yhtiön realisointiarvo, mikäli liiketoiminta lopetettaisiin, varat myytäisiin pois ja velat maksettaisiin. Tämä on se kaikkein klassisin menetelmä arvosijoittajalle syvän aliarvostuksen omaavien osakkeiden löytämiseen. Tämä menetelmä, jota myös NCAV-periaatteeksi kutsutaan, ei enää nykypäivänä ole suoranaisesti kovin toimiva. Tällä periaatteella laskettuna monikaan yritys ei saa edes positiivista arvoa, mutta jos saa, jää se hyvin kauas osakkeen tämänhetkisestä kurssista. Tämän vuoksi modernit arvosijoittajat joutuvat soveltamaan Grahamin ja Schlossin malleja ja antamaan enemmän arvoa myös muille taseen omaisuserille kuin käteiselle, myyntisaamisille ja varastolle. (Hämäläinen – Oksaharju – Walker 2018, 62-65.)

Kaksi muuta taseperusteista tapaa arvonmääritykselle ovat likvidaatioarvo sekä jälleenhankinta-arvo. Likvidaatioarvonmäärityksessä tarkoitus on jättää aineeton omaisuus ja liikearvo huomiotta. Aineetonta omaisuutta ovat esimerkiksi patentit, tietotaito, liikesalaisuudet ja brändi (Suomi.fi 2019). Likvidaatioarvonmäärityksessä saamiset arvostetaan 85-prosenttisesti, vaihto-omaisuus 50-prosenttisesti ja aineellinen sekä muu pitkäaikainen omaisuus 45-prosenttisesti. Kassa arvostetaan 100-prosenttisesti. Esimerkiksi vaihto-omaisuus likvidaatioarvona olisi vaihto-omaisuuden tasearvo kerrottuna luvulla 0,5. (Hämäläinen – Oksaharju – Walker 2018, 95,97.)

Jälleenhankinta-arvon eli reproduktioarvon laskennassa otetaan huomioon myös aineeton omaisuus. Tämän tavan tarkoituksena on arvioida, miten paljon uuden alalle pyrkivän tulokkaan tulisi investoida saavuttaakseen vastaavan arvon. Aineettomien tekijöiden lisäksi laskelmassa otetaan huomioon esimerkiksi kiinteistöjen ja maa-alueiden arvonnousu ja varastoarvojen muutokset. Tämän lisäksi saamiset oikaistaan korottomilla ve-

loilla ja kassaan jätetään vain sellainen määrä käteistä, joka tarvitaan liiketoiminnan päivittäiseen pyörittämiseen. Vaikein osuus tässä on määrittää aineettomien tekijöiden reproduktioarvo. Tämä voidaan arvioida tarkastelun kohteena olevan yrityksen kiinteiden kustannusten määrällä. Uuden yrityksen kannattaa varata tähän tarkasteltavan yrityksen 1-3 vuoden kiinteiden kustannusten määrä. (Hämäläinen – Oksaharju – Walker 2018, 95-96.)

Warren Buffetin mukaan P/E- ja P/B- luvut eivät riitä ostopäätöksen tekemiseen. Buffet antaa laskelmissaan enemmän arvoa kassavirralle kuin tuloslaskelmalle tai osakekohtaiselle tulokselle. Hän haluaa mieluummin laskea omistajalle jakokelpoisen kassavirran, koska hän ei pidä osakekohtaista tulosta kovin hyvänä pohjana yhtiön arvon arvioimiseksi. Tämä johtuu siitä, että tulosta voidaan usein käyttää pakollisiin ylläpitoinvestointeihin, jotta markkina-asema voidaan säilyttää. Koska ylläpitoinvestointien määrä vaihtelee merkittävästi yhtiöittäin ja toimialoittain, voi osakekohtaiseen tulokseen pohjautuva P/E-luku johtaa harhaan. Tämän Warren Buffet yrittää estää seuraavanlaisella menetelmällä. Tarkoitus olisi laskea se käteismäärä, joka voidaan jakaa osinkoina ilman, että yrityksen liiketoiminta tai markkina-asema vaarantuu. (Hämäläinen – Oksaharju – Walker 2018, 77-78.)

Omistajan tulos

$$= \text{nettotulos} + \text{poistot ja arvonalentumiset} - \text{ylläpitoinvestoinnit} \\ - \text{nettokäyttöpääoman muutokset}$$

Kaava 14. Omistajan tulos (Hämäläinen – Oksaharju – Walker 2018, 78).

Mikäli kaavasta saatu tulos on positiivinen, tekee yhtiö omistajilleen tulosta. Kaavasta saatu euromäärä voidaan jakaa osakkeiden lukumäärällä, jolloin saadaan osakekohtainen omistajan tulos. Yritykset eivät yleensä suoraan kerro, kuinka suuri osuus käyttöomaisuusinvestoinneista on ylläpitoinvestointeja, mutta se voidaan arvioida seuraavalla kaavalla.

$$\text{Ylläpitoinvestoinnit} = \text{Käyttöomaisuusinvestoinnit} - \text{Kasvuinvestoinnit}$$

Kaava 15. Ylläpitoinvestoinnit (Hämäläinen – Oksaharju – Walker 2018, 79).

Kasvuinvestoinnit lasketaan kertomalla kiinteän omaisuuden ja liikevaihdon suhde liikevaihdon odotetun kasvuprosentin ja liikevaihdon tulolla. Kiinteän omaisuuden ja liikevaihdon suhde kertoo, miten paljon omaisuutta tarvitaan liikevaihdon synnyttämiseen. Kaavasta saadaan siis selville vaadittavien investointien määrä.

$$\begin{aligned} \text{Kasvuinvestoinnit} &= \text{Kiinteä omaisuus liikevaihdosta} \times \text{Liikevaihdon odotettu kasvu} \\ &= (\text{Kiinteä omaisuus} / \text{Liikevaihto}) \times \text{Liikevaihdon odotettu kasvu} - \% \times \text{Liikevaihto} \end{aligned}$$

Kaava 16. Kasvuinvestoinnit (Hämäläinen – Oksaharju – Walker 2018, 79).

Omistajan tulos kertoo, miten paljon rahaa jää osingonjakoon ja kasvuinvestointeihin pakollisten ylläpitoinvestointien jälkeen. Laskemalla vapaa kassavirta, saadaan selville se rahamäärä, joka voidaan jakaa sijoittajille osinkoina, kun myös mahdolliset kasvuinvestoinnit on huomioitu. Sijoittajan kannalta olisi hyvä asia, jos ylläpitoinvestoinnit olisivat mahdollisimman pienet. Tämä on tietysti täysin toimialakohtaista. Mitä enemmän investointeihin kuluu rahaa, niin sitä vähemmän yrityksellä on jaettavaa sijoittajilleen osinkoina. Kaikki investoinnit eivät kuitenkaan ole sijoittajan kannalta pahasta. Kasvuinvestoinnit saattavat johtaa liikevaihdon ja tuloksen kasvuun. (Hämäläinen – Oksaharju – Walker 2018, 79.)

Buffetin esittämällä omistajan tuloksella voidaan laskea yhtiön todellinen arvo tulosperusteisesti. Tulosperusteisen arvon (EPV, *Earnings Power Value*) etuna on se, että siinä käytetään normalisoitua tulosta ennusteiden sijaan. Tässä myös EPV-menetelmänä kutsutussa arvonmäärittystavassa lasketaan omistajan tuloksen ja tuottovaatimuksen suhde. Tässäkin tuottovaatimus voi olla 9 %. Tämä tietysti on sijoittajasta itsestään kiinni. Kun tulosperusteinen arvo on laskettu, saadaan osakkeen hinta jakamalla kyseinen arvo osakkeiden kappalemäärällä. (Hämäläinen – Oksaharju – Walker 2018, 97-99.)

$$\text{Tulosperusteinen arvo} = \text{Omistajan tulos} / \text{Tuottovaatimus}$$

Kaava 17. Tulosperusteisen arvon kaava (Hämäläinen – Oksaharju – Walker 2018, 98).

Random Walker on esittänyt kolumnissaan myös toisenlaisen tavan tulosperusteisen arvon määrittämiseksi. Hänen mukaansa EPV voidaan laskea myös oman pääoman taasearvon ja kilpailuetukertoimen avulla (CAM eli *competitive advantage multiple*). Kilpailuetukerroin voidaan laskea jakamalla yrityksen ROE tuottovaatimuksella. Tuottovaatimuksena voidaan käyttää samaa aiemmin käytettyä yhdeksää prosenttia. ROE kannattaa tässä tapauksessa normalisoida. Mikäli kilpailuetukerroin on yksi, vastaa osakkeen

arvo oman pääoman tasearvoa. Jos se on yli yksi, tuottaa yritys sijoittajan tuottovaatimusta enemmän tuottoa omalle pääomalleen, joka taas usein on kilpailuedun merkki. (Walker 2018.)

EPV saadaan kertomalla kilpailuetukerroin oman pääoman tasearvolla. Osakekohtainen EPV saadaan käyttämällä oman pääoman tasearvoa per osake. Kaava voidaan siis esittää seuraavalla tavalla:

$$EPV/Osake = \frac{ROE}{Tuottovaatimus} * Oma pääoma per osake$$

Kaava 18. Osakkeen tulosperusteinen arvo (Walker 2018).

Arvonmäärityksessä on suositeltavaa käyttää useaa menetelmää parhaan lopputuloksen saavuttamiseksi. Esimerkiksi taseperusteisista menetelmistä voidaan käyttää jälleenhankinta-arvoa, tulosperusteisen EPV:n ja kasvuperusteisen arvon rinnalla. Arvonmäärityksen jälkeen voidaan prosessissa siirtyä seuraavaan vaiheeseen.

3.4 Salkun viimeistely

Tässä vaiheessa prosessia sijoittaja valitsee itselleen haluamansa turvamarginaalin. Kun turvamarginaali on laskettu osakkeiden hintoihin, saadaan lopullinen osakkeen hinta, jolla sijoittaja voi osakkeen ostaa. Arvosijoittajan tulee tuntea kaikki sijoituskohteensa, joten osakkeiden määrän tulee olla niukka. 20-30 osakkeella saadaan riittävästi suojaa virheanalyseiltä. Hajautus tulee tehdä niin, että sijoituskohteet ovat useilta toimialoilta. Yhden osakkeen painon arvosijoittajan salkussa tulee olla alle 10 %. Jos se ylittyy, ylimenevä osuus myydään. Arvosijoittajalla tulee olla paljon kärsivällisyyttä. Osakekurssien laskua odotellessa aika voi käydä liian pitkäksi ja silloin saatetaan tehdä hätiköityjä ostopäätöksiä. Kun sijoitukset on tehty ja salkku on valmis, tulee osakekursseja tarkastella melko usein. Osakkeet tulee myydä seuraavista syistä: Jos hinta kohoaa arvoonsa, yritys ei enää vastaa odotuksia tai löytyy uusi potentiaalinen sijoituskohde, jossa tuotto-riski-suhde on parempi. (Hämäläinen – Oksaharju – Walker 2018, 159-161.)

3.5 Esimerkkisalkku

3.5.1 Potentiaalisten arvoyhtiöiden seulonta

Arvoyhtiötä etsiessä ensimmäisen vaiheen seulontaan käytettiin seuraavia kriteerejä: Matala P/E-luku, matala P/B-luku sekä korkea osinkotuotto. Nämä ovat arvoyhtiöille ominaisia tunnuslukuja. Matala P/E ja P/B-luku johtuvat siitä, että yhtiön kasvumahdollisuuksiin ei uskota tai niihin ollaan skeptisiä. Korkea osinkotuotto selittyy ainakin osittain sillä, että arvoyhtiöt käyttävät tuloksestaan suurimman osan osingonjakoon, eikä mahdollisiin kasvuinvestointeihin. Tämä tietysti heijastuu suoraan mataliin arvostuskertoimiin.

Ensimmäinen vaihe eteni melko samalla tavalla kuin laatusijoittamisen esimerkkisalkussa. Jokaiselle Helsingin pörssiyritykselle listattiin niiden oikaistu P/E luku, P/B- luku sekä osinkotuotto. Nämä kaikki tunnusluvut on tässä vaiheessa normalisoitu vuosista 2017-2019. Tämän vaiheen tavoitteena oli pienentää yhtiöjoukkoa merkittävästi ja rajata ulos niitä yhtiöitä, jotka eivät todennäköisesti ole arvoyhtiöitä. Jokainen yhtiö pisteytettiin matalan P/E- ja P/B- luvun ja korkean osinkotuoton perusteella. Lopuksi pisteet laskettiin yhteen ja vähiten pisteitä saaneet menivät prosessissa seuraavaan vaiheeseen. Kyseisessä vaiheessa listalta poistettiin jokainen yhtiö, jonka tulos on viimeisen 3 vuoden aikana (2017-2019) ollut edes yhtenä vuotena negatiivista. Arvoyhtiölle ominaista on tasainen tuloksentelekyky. Kyseinen lista on nähtävissä kokonaisuudessaan liitteessä 2. Listassa yhtiöt on laitettu yhteispisteiden perusteella paremmuusjärjestykseen. Negatiivisen tuloksen saaneet yhtiöt on merkattu punaisella. Lisäksi punaiseksi on merkattu esimerkiksi Eezy, jonka historia ei ole tarpeeksi pitkä.

Osake	Normalisoitu P/E (2017-2019)	Normalisoitu P/B (2017-2019)	Normalisoitu D/P (2017-2019)	Pisteet P/E	Pisteet P/B	Pisteet (D/P)	Yhteispisteet
Eezy	7,43	0,87	4,80 %	8	9	23	40
Aktia	11,83	1,07	6,60 %	19	16	6	41
Sievi Capital	6,17	1,27	5,67 %	4	26	12	42
Fiskars Group	12,70	1,23	16,27 %	20	22	1	43
Ilkka-Yhtymä	15,25	0,80	7,10 %	34	6	3	43
Wulff-Yhtiöt	10,95	1,00	5,03 %	17	14	18	49
Harvia	10,03	1,40	5,25 %	13	28	16	57
Outokumpu	1,30	0,73	2,63 %	1	5	60	66
Tallink	16,07	0,87	4,73 %	38	10	25	73
YIT	16,57	1,13	5,30 %	42	17	15	74

Taulukko 4. Arvoyhtiöiden 1. seulonnassa kymmenen vähiten pisteitä saanutta yhtiötä.

Seuraavassa vaiheessa näiden 56 yhtiön P/E-lukua tutkittiin tarkemmin. Jokaiselle yhtiölle listattiin normaali P/E vuosilta 2017-2019, liukuva P/E viimeiseltä 12 kuukaudelta sekä normaali P/E vuosilta 2020-2022. Lisäksi tarkasteltiin P/B:tä sekä ROE:a. Matala P/B ja korkea ROE saattaa olla aliarvostetun osakkeen merkki. Lopulliseen listaan otettiin mukaan niitä yhtiöitä, joiden tämänhetkinen P/E oli matalampi kuin ennusteissa ja historiallisessa datassa. Lisäksi mukaan otettiin niitä yhtiöitä, joiden P/B/ROE on alle 13. Keskimääräisesti 15 % ROE vastaa 3 P/B:tä (Heikkilä 2019). Tällöin P/B/ROE olisi 20. 13 on siis jo selkeästi alle tämän. Taulukko on nähtävissä liitteessä 2.

3.5.2 Osakkeen arvonmääritys

Tässä vaiheessa yhtiöjoukossa on 21 eri yhtiötä. Näille kaikille yhtiöille laskettiin osakkeiden todelliset arvot kolmella eri menetelmällä. Ensimmäisenä käytettiin samaa menetelmää, jota käytin laatusijoittamisen esimerkkisalkussa. Toisena käytettiin yksinkertaista Grahamin esittämää tapaa, joka on esitetty arvosijoittamisen teoriaosuudessa. Kolmantena käytettiin tapaa, jolla todellinen arvo voidaan laskea tulosperusteisesti. Huomionarvoista on se, että tulosperusteinen tapa ei ota ollenkaan huomioon yritysten kasvua. Laskelmat ovat nähtävissä kokonaisuudessaan liitteessä 3.

Laskelmat etenivät käytännössä Grahamin arvonmääritystavan ja tulosperusteisen tavun mukaisesti. Ainoana muutoksena on se, että Gordonin kaavasta johdetussa menetelmässä EPS:n laskemiseen käytetään historiallisen datan sijasta analyytikoiden konsensusennusteita vuosilta 2020-2022. Tämä ainoastaan siitä syystä, että saadaan hie- man vertailupohjaa sille, miltä osakkeiden arvostukset saattaisivat näyttää tulevaisuu- dessa. Lisäksi laskelman on tietysti tarkoitus huomioida modernin arvosijoittajan näkö- kulmaa. Esimerkkinä käytetään Taaleria.

Osake	Osakkeen			
	Osakkeen kurssi 12.11	todellinen arvo (Gordonin kaava)	Grahamin osakkeen todellinen arvo	EPV/Osake
Aktia	9,55 €	8,22 €	12,16 €	8,56 €
Aspocomp	3,95 €	7,47 €	5,76 €	5,92 €
Evli Pankki	11,20 €	15,98 €	9,76 €	8,56 €
Finnair	0,52 €	0,00 €	6,00 €	7,24 €
Fortum	17,24 €	12,78 €	13,20 €	13,65 €
Harvia	19,45 €	19,35 €	8,16 €	6,31 €
Incap	18,10 €	15,52 €	17,00 €	4,10 €
Investors House	5,80 €	3,95 €	8,50 €	6,62 €
Kemira	10,98 €	8,04 €	11,52 €	6,94 €
Konecranes	27,78 €	32,70 €	25,60 €	23,90 €
Metsa Board	7,13 €	7,43 €	6,40 €	5,68 €
Nokia	3,19 €	2,16 €	4,48 €	-1,16 €
Panostaja	0,72 €	0,00 €	0,32 €	2,37 €
Raute	19,65 €	26,31 €	32,00 €	29,24 €
Scanfil	5,50 €	9,08 €	6,40 €	5,92 €
Sievi Capital	1,01 €	2,52 €	3,52 €	2,31 €
Stora Enso	13,43 €	10,75 €	16,00 €	13,58 €
Taaleri	6,88 €	10,45 €	9,60 €	8,14 €
UPM	26,35 €	21,48 €	29,44 €	26,84 €
Valmet	21,45 €	33,99 €	15,81 €	12,92 €
Yleiselektronikka	19,80 €	30,00 €	12,48 €	11,57 €

Taulukko 5. Arvoyhtiösalkku.

Grahamin arvonmäärittämiseen tarvitaan ainoastaan yrityksen historiallista normaalia EPS:sää sekä odotettua kasvuprosenttia. Normaali EPS on laskettu jokaiselta yritykseltä erikseen vuosien 2017-2019 tilinpäätösten avulla. Taalerin osalta historiallisen datan perusteella laskettu normaali EPS on 0,6. Jokaiselle yritykselle on arvioitu myös kasvuprosentti. Arviot perustuvat yritysten historialliseen dataan ja konsensusennusteisiin. Taalerin kasvuprosentti on 5, joka on yritysten keskimääräinen kasvuvauhti.

$$\text{Grahamin todellinen osakkeen arvo} = 0,6 * (11+1 * 5 \% * 100) = 9,60 \text{ €}$$

Seuraavaksi määritellään Taalerin tulosperusteinen osakkeen arvo. Sen laskemiseen tarvitaan tuottovaatimusta, joka on tässä tapauksessa 9 %. Lisäksi tarvitaan kilpailuetukerrointa (CAM) sekä omaa pääomaa per osake. Kilpailuetukerroin lasketaan jakamalla yrityksen normalisoitu ROE tuottovaatimuksella. Jokaisen yrityksen ROE on normalisoitu vuosilta 2017-2019. Taalerin normalisoitu ROE on 16,5 %, joten sen kilpailuetukerroin saadaan seuraavalla tavalla:

$$\text{Kilpailuetukerroin} = 16,5 \% / 9 \% = 1,83$$

Tulosvoiman arvo per osake (EPV/osake) voidaan laskea kertomalla kilpailuetukerroin omalla pääomalla per osake. Taalerin oma pääoma per osake vuoden 2019 tilinpäätöksessä on 4,45 €.

$$\text{EPV/osake} = 1,83 * 4,45 \text{ €} = 8,14 \text{ €}$$

Taalerin osakkeen todellinen arvo Gordonin kaavasta saatavalla kaavalla on 10,45 €. Taalerin kurssi 12.11.2020 oli 6,88 €. Näiden laskelmien perusteella Taalerin osake vaikuttaa aliarvostetulta. Taulukosta 5 voidaan nähdä myös muiden seulonnasta läpi päässeiden yritysten osakkeen 12.11.2020 kurssit sekä osakkeiden todelliset arvot näillä edellä mainituilla menetelmillä laskettuna. Taulukosta voidaan huomata, että EPV/Osake on esimerkiksi Incapilla ja Harvialla erittäin paljon osakkeen tämänhetkistä kurssia pienempi. Osakkeiden arvostus siis todennäköisesti perustuu niiden kovaan kasvuvauhtiin ja kasvuodotuksiin.

4 KASVUSIJOITTAMINEN

Kasvusijoittaja hakee tuottoa enemmän kurssimuutoksista kuin osingoista. Toki yrityksen osingonmaksukyvyyn kasvu on tärkeä ominaisuus kasvusijoittajalle, sillä se korreloi suoraan yrityksen liiketoiminnan kasvun kanssa. Kasvusijoittajan päätavoitteena on löytää yrityksiä, joiden liiketoiminta kasvaa keskimääräistä nopeammin. Lisäksi kasvusijoittajan tarkoituksena on löytää kovan kasvun yritykset ennen muita. Tämä mahdollistaa ”kaksinkertaisen tuoton” tulokasvun sekä P/E-luvun kasvun kautta. (Oksaharju 2015.)

Arvosijoittajalle oli tärkeää, että yrityksellä on jo olemassa olevaa liiketoimintaa, mutta samalla liiketoiminnan tulisi olla pörssissä edullisesti hinnoiteltu. Kasvusijoittaja on valmis maksamaan enemmän, mikäli tulevaisuuden näkymät ovat suotuisat. Kasvusijoittaja antaa siis enemmän painoa myös tulevaisuudelle. Molemmissa strategioissa etsitään aliarvostusta, mutta se aliarvostus piilee eri paikassa. Kasvusijoittaja pyrkii ostamaan kasvumahdollisuuksia mahdollisimman edullisesti. Kasvusijoittajan sijoitukset ovat yleensä riskisempiä, koska hän saattaa maksaa myös epävarmasta kasvusta. (Hämäläinen – Oksaharju – Walker 2018, 29.)

4.1 Mistä tunnistaa kasvuyhtiön?

Kasvuyhtiöt on helppo löytää numeerisen analyysin avulla. Tyypillisesti tähän käytetään liikevaihdon sekä tuloksen kasvuun liittyviä tunnuslukuja. Näitä ovat historiallinen ja ennustettu liikevaihdon ja tuloksen kasvu sekä historiallinen ja ennustettu osakekohtaisen liikevaihdon ja tuloksen kasvu. Kyseisiä lukuja kannattaa tarkastella usean vuoden ajalta. Myös korkea P/E- ja P/B-luku saattavat olla merkki kasvuyhtiöstä. (Heikkilä 2020.) Yritysten osakkeet ovat kalliita, mikäli niiden P/E- ja P/B-luku ovat korkeita. Tämä johtuu usein markkinoiden uskosta yhtiön tulevaisuuden kasvuun tai sitten se voi olla merkki yliarvostetusta osakkeesta. (Pörssisäätiö 2018.) Kasvusijoittajalle korkea hinta ei välttämättä ole ongelma, koska hän uskoo, että yhtiön nopea kasvu kompensoi maksetun hinnan (Hämäläinen – Oksaharju – Walker 2018, 29).

Kasvuyhtiölle ominaista on myös matala osinkotuotto (D/P). Osakkeen tuotto muodostuu osingoista ja osakkeen hinnanmuutoksesta. Osinkotuotto ei kiinnosta kasvusijoittajaa, koska kasvavat yhtiöt investoivat usein suuren osan tuloksestaan liiketoimintaansa. Tämä yleensä parantaa yrityksen tulosta, jolloin osakkeen hinta nousee. Tästä syystä

osakkeen hinnannousu on kasvusijoittajan ainoa tuottokomponentti. Ainakin tässä tapauksessa. (Hämäläinen – Oksaharju – Walker 2019, 43.)

4.2 Kasvuyhtiön analysointi

Osakekohtainen tulos (EPS) ja sen kasvu ovat kasvusijoittajalle erittäin tärkeitä tunnuslukuja. On äärimmäisen vaikeaa selvittää, mitkä yritykset kasvattavat tulostaan tulevaisuudessa. Monet sijoittajat käyttävät historiallista dataa ennustaessaan kasvua, mutta kyseinen menetelmä on ongelmallinen. Vaikka yhtiö olisi kasvattanut tulostaan menneisyudessa, ei se sitä välttämättä tee enää tulevaisuudessa. Nopeasti kasvaneet yritykset kohtaavat jossain vaiheessa kilpailua, jolloin niiden kasvu hyytyy. Luotettavamman arvon yhtiön tulevasta kasvusta saa analysoimalla sen liiketoimintaa, kilpailijoita ja markkinoita. Kilpailukyky on äärimmäisen tärkeä tekijä analyysissä, sillä yksittäisen toimijan kasvu perustuu vain siihen, että se kykenee päihittämään kilpailijansa. Analyysin tekeminen on kuitenkin erittäin työlästä ja siksi analysointi kannattaa suorittaa vain pienelle yhtiöjoukolla. Lisäksi apua voidaan hakea analyytikoiden konsensusennusteista. (Hämäläinen – Oksaharju – Walker 2019, 71-72.)

Kasvuyhtiöiden arvostustason mittaamiseen on olemassa tunnusluku. PEG-luvun (*Price / Earnings-to-Growth ratio*) avulla sijoittaja kykenee arvioimaan, miten yrityksen tuloskasvu on otettu huomioon osakkeen hinnoittelussa. PEG-luku saadaan jakamalla P/E-luku tuloksen ennustetulla kasvulla. Mikäli tulokseksi saadaan yksi, on osake hinnoiteltu oikein. Jos tulos on alle yksi, on osake aliarvostettu ja tuloksen ollessa yli yksi, osake on yliarvostettu. PEG-luvun huono puoli on se, että se sivuuttaa täysin mahdollisen riskin epäonnistuneesta ennusteesta. Ennustettu tuloskasvu ei välttämättä toteudu odotusten mukaisesti. (Järvenpää 2018.)

Osakkeen riskiä voidaan kuvata beeta-kertoimella. Beeta-kerroin kuvaa osakkeen alttiutta kurssimuutoksiin suhteessa pörssi-indeksiin (Oksaharju 2014). Beeta käsittää ainoastaan systemaattiset eli markkinoista johtuvat riskit. Systemaattiset riskit ovat ainoastaan 20-30 % osakkeiden kokonaisriskistä. Loput 70-80 % ovat epäsystemaattisia riskejä, joita voidaan vähentää hajauttamalla sijoituksia useisiin sijoituskohteisiin. Mikäli beeta on tasan yksi, on osakkeen tuoton muutosvauhti keskimäärin sama kuin pörssi-indeksin (Oksaharju 2014). Jos beeta on alle yksi, heiluu osakekurssi indeksiä vähemmän. Tällaisen beetan omaavaa osaketta kutsutaan defensiiviseksi osakkeeksi. Päin-

vastoin, jos beeta on yli yksi, kutsutaan osaketta aggressiiviseksi osakkeeksi. Nousukaudella osakesalkkuun kannattaa valita aggressiivisiä osakkeita, laskukaudella defensiivisiä. Yleisesti beeta-kerroin on jotain 0,5-1,5 väliltä. Kasvuosakkeilla beeta on yleisesti ottaen korkea (Oksaharju 2014). (Hämäläinen – Oksaharju – Walker 2019, 82.)

Yhtiön kasvumahdollisuuksia analysoidessa tulee miettiä, mistä tulokasvu johtuu. Kasvu voi johtua kokonaismarkkinoiden kasvusta, yhtiön toiminnan tehokkuuden paranemisesta tai siitä, että yhtiö kykenee voittamaan itselleen markkinaosuuksia. Paras skenaario on se, jossa kasvu johtuu näistä kaikista. (Hämäläinen – Oksaharju – Walker 2019, 119.)

Kasvulla on arvoa vain silloin, kun se tapahtuu kilpailuedun sisällä (Hämäläinen – Oksaharju – Walker 2019, 97). Seuraavat edut parantavat merkittävästi yrityksen kilpailukykyä: Yritys omistaa ainutlaatuisia aineetonta pääomaa. Yrityksellä on johtava asema markkinoilla, joilla tuotteen vaihtamiskustannukset ovat suuret. Yritys on selkeä markkinajohtaja liiketoiminnassa, jonka liiketoimintamalli perustuu verkostovaikutuksiin. Verkostovaikutus tarkoittaa tilannetta, jossa hyödykkeiden tai palvelujen käyttäjien määrä vaikuttaa hyödykkeiden tai palveluiden tarjoamaan hyötyyn ja arvoon (Kallasvuo 2020). Jos käyttäjiä on useampi, on hyöty silloin suurempi. Lisäksi yrityksellä on merkittävä kilpailuetu, mikäli se toimii suuressa mittakaavassa. (Oksaharju.)

Kasvusijoittaja menestyy, mikäli se kykenee arvioimaan yhtiön tulevan kasvun paremmin kuin markkinat keskimäärin. Kasvusijoittajan on kyettävä arvioimaan, onko kasvun arvo otettu jo huomioon osakkeen hinnoittelussa. Jos yrityksen potentiaali on laajasti huomioitu sijoittajien keskuudessa, on hinta jo noussut merkittävästi. Tällöin kasvusta joutuu maksamaan täyden hinnan ja ehkä jopa enemmän. (Hämäläinen – Oksaharju – Walker 2019, 88,97.) Kasvusijoittajan tulee siis olla havainnoissaan muita nopeampi.

4.3 Salkun viimeistely

Näillä yllä mainituilla kriteereillä yhtiöjoukkoa on saatu rajattua huomattavasti. Salkkuun kannattaa valita noin 10-15 osaketta riskien pienentämiseksi. Kasvu voi olla hyvinkin toimialakohtaista. Siksi saattaa olla järkevää keskittyä vain muutamaani eri toimialasektoriin, joissa mahdollisesti piilee pitkäaikaista toimialan kasvuun vaikuttavaa kehitystä. Kuten sanottua, kannattaa keskittyä yhtiöihin, joilla on vahva ja kestävä kilpailuetu. Salk-

kuun kannattaa valita kahdenlaisia omistuksia: Vahvoja ja vähäriskisiä sekä spekulatiivisia. Vahvat ja vähäriskiset yritykset omaavat toimivan liiketoimintamallin ja kestävän kilpailuedun. Niiden kasvu ei välttämättä ole niin korkealla tasolla kuin spekulatiivisen osakkeiden, mutta ne kasvavat melkoisella varmuudella vuosittain. Näiden yritysten tarkoitus on kompensoida spekulatiivisten osakkeiden muodostama lisääntynyt riski. Spekulatiiviset osakkeet ovat mahdollisesti nousevia tähtiä. Ne kasvavat rajusti ja saattavat olla hyvinkin tuottoisia sijoittajille. Ne eivät kuitenkaan ole yhtä vankkoja yrityksiä, jolloin niiden kasvusuunta voi kääntyä laskuun hyvinkin nopeasti. Osakkeita olisi ihanteellista pitää salkussa mahdollisimman pitkään. Myymistä voidaan harkita, mikäli jokin yrityksestä myydään, markkinoilla on mahdollisesti uusi potentiaalisempi ostokohde, taloudelliset luvut eivät tue alkuperäistä ostopäätöstä tai haluat tasapainottaa salkkua. Kaikkia yhden yrityksen osakkeita ei kannata myydä kerralla, vaan mieluummin tämä kannattaa tehdä vähitellen. (Manganelli 2020.)

4.4 Esimerkkisalkku

4.4.1 Potentiaalisten kasvuyhtiöiden seulonta

Aluksi seulotaan potentiaalisia kasvuyhtiöitä tunnuslukujen avulla. Käytännössä tämä ensimmäinen vaihe on samanlainen kuin arvoyhtiön esimerkkisalkussa, mutta pisteytys toimii eri tavalla. Kasvuyhtiöiden tunnuspiirteitä ovat korkea P/E- ja P/B luku sekä matala osinkotuotto. Jokainen yhtiö on siis pisteytetty samalla tavalla, mutta matalan P/E- tai P/B-luvun sijaan korkeasta P/E- tai P/B- luvusta saa vähemmän pisteitä. Yhteispisteiden perusteella alkuperäisestä yhtiöjoukosta jäljelle jäi 60 yhtiötä. Tässä vaiheessa tunnuslukujen lähteenä on käytetty Inderesin analyytikoiden muodostamia yhtiölistoja. Tämän takia mukaan on päätynyt myös yhtiöitä, jotka eivät ole OMXH-listattuja. Tarkoituksena on kuitenkin keskittyä ainoastaan Helsingin pörssiin listattuihin osakkeisiin, joten pörssiin kuulumattomat poistetaan yhtiöjoukosta automaattisesti. Nämä Helsingin pörssiin kuulumattomat yhtiöt on merkattu listassa punaisella. Kyseinen lista on kokonaisuudessaan nähtävissä liitteessä 4.

Osake	Normalisoitu P/E (2017-2019)	Pisteet P/E	Normalisoitu P/B (2017-2019)	Pisteet P/B	Normalisoitu D/P (2017-2019)	Pisteet (D/P)	Yhteispisteet
Efecte	350,5	1	9,0	5	0,00 %	5	11
Cibus Nordic Real Estate	195,1	3	11,7	3	0,70 %	25	31
Nixu	218,2	2	4,2	22	0,00 %	9	33
F-Secure	66,8	9	6,8	9	0,33 %	22	40
Revenio Group	71,0	8	27,1	1	1,33 %	35	44
Remedy	72,9	7	4,1	23	0,83 %	27	57
Admicom	28,5	23	9,4	4	1,70 %	41	68
LeadDesk	73,7	6	2,2	56	0,00 %	17	79
Talenom	28,4	24	8,9	6	2,37 %	50	80
Fondia	35,1	17	6,9	8	2,80 %	59	84

Taulukko 6. Kasvuyhtiöiden 1. seulonassa kymmenen vähiten pisteitä saanutta yhtiötä.

Ensimmäisen seulonnan jälkeen jäljelle jää 46 yhtiötä. Tämän jälkeen tarkasteltiin näiden yhtiöiden liikevaihdon sekä tuloksen kasvua. Tähän lähteenä on käytetty sekä yritysten historiallista dataa (2016-2019) että inderesin julkaisemia konsensusennusteita (2020-2022). Yhtiöjoukosta poistui yhtiöitä, joiden liikevaihto sekä tulos eivät selvästi olleet nousujohteisia. Yksittäisellä heikolla vuodella ei ollut vaikutusta, mutta mikäli heikkoja vuosia oli useampia ja kasvujohteisuutta ei ollut havaittavissa, poistettiin yhtiö joukosta. Tämän vaiheen jälkeen yhtiöjoukossa oli 29 yhtiötä. Näille laskettiin vielä erikseen liikevaihdon kasvu vuosien 2015-2019 väliltä. Näistä 14 eniten kasvanutta muodosti lopullisen esimerkkisalkun. Tähän vaiheeseen liittyvä taulukko on nähtävissä liitteessä 4.

4.4.2 Kasvuyhtiöiden analysointi

Esimerkkisalkun yhtiöille muodostettiin taulukko (taulukko 7), josta voidaan nähdä yritysten beetat, osakkeen kurssi, P/E-luku, normalisoitu EPS:n kasvu sekä PEG-luku. Osakkeen kurssia, P/E-lukua sekä normalisoitua EPS:n kasvua tarvitaan PEG-luvun laskemiseen. P/E-luku on laskettu käyttämällä tämänhetkistä osakkeen kurssia ja vuoden 2020 ennustettua oikaistua EPS:ää. Oikaistuista tunnusluvuista on poistettu kertaluonteisia kuluja ja tuloja (Sijoittaja.fi 2020). Koska nämä kertaluonteiset erät eivät ole toistuvia, vääristävät ne helposti tulosta ja sitä kautta myös lopullista analyysia.

Osake	Beeta	Osakkeen kurssi (25.11)	P/E-luku	Normalisoitu EPS:n	
				kasvu (2019-2022)	PEG-luku
eQ	0,78	15,45 €	25,3	11 %	2,30
Etteplan	1,05	10,65 €	17,5	9 %	1,94
F-Secure	1,24	3,68 €	33,5	13 %	2,57
Incap	1,54	18,00 €	13,4	16 %	0,84
Kamux	1,46	12,16 €	22,1	20 %	1,11
Nixu	0,74	9,24 €	462,0	350 %	1,32
Pihlajalinna	0,94	9,48 €	23,7	41 %	0,58
Ponsse	0,99	29,85 €	19,8	26 %	0,76
Qt	1,27	48,90 €	101,9	58 %	1,76
Revenio Group	1,15	40,60 €	70,0	29 %	2,41
Siili Solutions	1,05	11,70 €	18,3	24 %	0,76
Talenom	1,29	13,00 €	56,5	27 %	2,09
Terveystalo	-	9,79 €	28,8	29 %	0,99
Verkkokauppa.com	0,52	5,72 €	16,8	7 %	2,40

Taulukko 7. Kasvuyhtiösalkku.

Verkkokauppa.comin tapauksessa P/E-luku on $5,72 \text{ €} / 0,34 \text{ €} = 16,8$. Ennustettua kasvua on hahmoteltu EPS:n kasvun avulla. Inderesin konsensusennusteita ja vuoden 2019 yritysten tilinpäätöksiä apuna käyttäen on laskettu jokaisen vuoden välinen kasvu ja sen jälkeen niistä on laskettu normaali. Normalisoitu EPS:n kasvu on siis tässä tapauksessa näiden vuosien välisten kasvujen mediaani. Esimerkiksi Verkkokaupan tapauksessa EPS:n kasvu vuosien 2019-2020 välillä on ennustettu olevan 100 %, vuosien 2020-2021 välillä -18 % ja vuosien 2021-2022 välillä 7 %. Tästä voidaankin huomata normalisoinnin olevan erittäin hankalaa tällaiselle yritykselle. Verkkokauppa.com tekee erittäin hyvää tulosta vuonna 2020. Melkoisella varmuudella voidaan todeta sen hyötyneen koronaviruspandemiasta. Kuitenkaan analyytikot eivät usko tämän nousujohteisuuden jatkuvan vuosina 2021-2022. Laskun lopputulos on siis kiinni merkittävästi siitä, miten optimistisesti analyytikoiden ennusteisiin halutaan luottaa. EPS:n kasvujen mediaani on tässä tapauksessa 7 %, joka ei mielestäni ole missään tapauksessa liian optimistinen. Seuraavaksi lasketaan Verkkokauppa.comin PEG-luku.

Verkkokauppa.comin P/E-luvun ollessa 16,8 ja normalisoidun EPS:n kasvun ollessa 7 %, saadaan PEG-luvuksi: $16,8 / 7 = 2,40$. Tällä tavalla laskettuna Verkkokauppa.com vaikuttaa yliarvostetulta. Huomionarvoista on se, että mikäli Verkkokauppa.comin PEG-luku laskettaisiin ainoastaan yhden vuoden (2020) EPS:n perusteella, olisi PEG-luku $16,8 / 100 = 0,168$. Näin osake vaikuttaisi erittäin aliarvostetulta. Tämän huomion tarkoituksena on korostaa normalisoinnin tärkeyttä ja sitä, miten sijoittajan suhtautuminen analyytikoiden ennusteisiin on merkittävää lopputuloksen kannalta. Taulukosta voidaan ottaa myös esimerkiksi Nixu, jonka kasvaminen on ollut todella rajua. Se myös voidaan

selvästi nähdä osakkeen arvostuksessa. Nixun P/E-luku on huikeat 462, joka perustuu ainakin osittain pitkän aikavälin positiivisiin kasvuennusteisiin. Kuten taulukosta voidaan huomata, yritysten beetojen hajonta on melko suuri. Salkussa on siis sekä aggressiivisiä, että defensiivisiä osakkeita. Esimerkiksi Ponssin beeta on erittäin lähellä yhtä, jolloin sen osakkeen tuoton muutosvauhti keskimäärin sama kuin pörssi-indeksiin. Lisäksi PEG-luvun perusteella se vaikuttaa myös aliarvostetulta. Beetat on otettu Investing.com sivustolta (Investing.com 2020).

5 OSINKOSIJOITTAMINEN

Osinkosijoittamisessa tarkoituksena on sijoittaa vakaisiin, kasvujohteisesti osinkoa jakaviin yrityksiin. Osinkosijoittaminen mahdollistaa tasaisen tulovirran kurssimuutosten kautta tulevan mahdollisen tuoton lisäksi (Ankelo 2017). Osinkosijoittamisen hyvänä puolena pidetään usein tuoton ennustettavuutta ja vakautta. Osinkoa jakavat vakaat laatu-yhtiöt voivat olla kaikkein turvallisimpia sijoituskohteita, mutta niissäkin on sudenkuoppansa, joita sijoittajan on hyvä välttää. (Hall 2020.)

5.1 Osinkoyhtiön tunnusmerkit

Parhaat osinkosijoittajan sijoituskohteet ovat isot, alhaisen volatiliteetin omaavat laatu-yhtiöt (Horvath 2020). Volatiliteetilla voidaan mitata sijoituksen kokonaisriskiä. Tarkemmin ottaen, sillä tarkoitetaan tuottojen keskihajontaa. Mitä useammin arvot poikkeavat keskiarvostaan, sitä suurempi on volatiliteetti ja myös riski. (Knüpfer – Puttonen 2014, 136.) Isot, alhaisen volatiliteetin omaavat yritykset, joilla on pitkä ja vakaa historia, jakavat osinkoja kaikkein todennäköisimmin. Kyseiset yritykset ovat saavuttaneet aseman, jossa heillä on tarpeeksi pääomaa pitää liiketoimintaansa pystyssä huonoina aikoina. Ne eivät ole niin alttiita suhdannevaihteluille. (Horvath 2020.)

Osinkosijoittajan kannattaa potentiaalista sijoituskohdetta tarkastellessa selvittää, miten todennäköisesti kyseinen yhtiö tulee jakamaan samaa tai korkeampaa osinkoa myös tulevaisuudessa. Tätä voidaan analysoida esimerkiksi osingonjakosuhteella. Osingonjakosuhteen ei tule olla liian korkea, koska tällöin yhtiö harvoin kykenee ylläpitämään tasaista osingonjakoa. Tämä johtuu siitä, että yhtiö, joka käyttää suuren osan tuloksestaan osingonjakoon, ei käytä niitä kasvuinvestointeihin. Tällöin harvoin tuloskaan paranee. Yleisesti ottaen osinkosijoittajan tulisi sijoittaa yhtiöihin, jotka käyttävät osingonjakoon alle 60 prosenttia tuloksestaan. (Kennon 2020.)

Korkea osinkotuotto ei välttämättä kerro kannattavasta sijoituskohteesta. Korkea osinkotuotto johtuu usein siitä, että markkinoilla odotetaan yrityksen osingon tai liiketoiminta heikentyä. Mikäli nämä riskit käyvät toteen, lähtee osakekurssi syöksylaskuun ja nettotuotto jää negatiiviseksi. (Kontola 2019.) Osinkotuottoa voidaan käyttää arvon mittarina varoitusmerkkien havaitsemiseksi. Usein osinkotuottoa kannattaa verrata sen historialli-

siin arvoihin ja muiden yritysten arvoihin. (Hall 2020.) Jos osinkotuotto on selkeästi korkeampi kuin muiden yritysten, on se usein huono merkki. Jos yhtiöllä on paljon velkaa, on hyvin todennäköistä, että se ei pysty vaikeampina aikoina maksamaan osinkoa samalla tavalla. (Frankel 2018.)

Osinkotuottoa on hyvä verrata osingonjakosuhteeseen. Potentiaalisia yhtiöitä ovat ne, joiden osinkotuotto on korkea ja osingonjakosuhte matala. (Erkkilä 2020.) Yleisesti ottaen, mitä matalampi osingonjakosuhte on, sitä pitkäjänteisempää ja kestävämpää yrityksen osingonmaksu on. Osinkotuottoa voidaan verrata myös P/E-lukuun. Yleensä matalan P/E-luvun omaavilla yrityksillä on korkea osinkotuotto prosentti ja päinvastoin. Tämä johtuu siitä, että matalan P/E-luvun omaavat yritykset eivät käytä tuloksesta saamiaan varoja kasvuinvestointeihin vaan osingonjakoon. Tämä johtaa usein siihen, että yhtiön tulos ei kasva eikä myöskään osingot. Täten P/E-luvulla voidaan tarkastella, onko osake hinnoiteltu oikein. (Hall 2020.)

Potentiaalisia sijoituskohteita etsiessä osinkosijoittajan kannattaa myös seurata yrityksen osakekohtaista tulosta ja sen kasvua. Parhaita osinkoyhtiöitä ovat ne, jotka kykenevät kasvattamaan osakekohtaista tulostaan ja sitä kautta myös osinkoaan. Yleensä osakekohtaisen tuloksen jatkuva kasvu kertoo yhtiöllä olevan jonkinlainen kestävä kilpailuetu. Osakkeita ei kannata ostaa pelkästään osinkotuoton perusteella. Osingonjakosuhteella voidaan tarkastella yhtiön jakaman osingon pitkäjänteisyyttä ja kestävyyttä. Osinkosijoittajan kannattaa tarkastella sitä, miten yhtiö on maksanut osinkoa menneisyydessä. Miten osingonjakosuhte tai osinkotuotto on muuttunut? Osingonjakosuhteen vakaus voi olla hyvä tarkastelukohde. Taseesta kannattaa tarkastella esimerkiksi velkaantuneisuutta sekä varallisuutta. Lisäksi kannattaa tarkastella yhtiötä itseään sekä sen toimialaa. Onko toimialalla ja yhtiöllä paljon kilpailijoita? Mitkä ovat toimialan ja yhtiön tulevaisuudennäkymät? Näitä kysymyksiä osinkosijoittajan tulee miettiä potentiaalisia sijoituskohteita etsiessä. (Hall 2020.)

5.2 Salkun viimeistely

Ensimmäisen vaiheen tarkoituksena on löytää potentiaaliset sijoituskohteet. Tämän jälkeen potentiaalisille kohteille kannattaa määrittää todellinen arvo, jotta osakkeesta ei maksa liikaa ja voidaan mahdollisesti maksimoida kokonaistuotto ostamalla aliarvostettu osake. Tämä voidaan tehdä esimerkiksi laatusijoittamisen kappaleessa esitetyllä tavalla normaalin EPS:n sekä neutraalin P/E-luvun avulla. Tässä strategiassa aliarvostuksen

löytäminen ei ole pääosassa, mutta kyllä sekin kannattaa ehdottomasti tehdä kokonaistuoton maksimoimiseksi. Tämän jälkeen voidaan vielä määrittää turvamarginaali. Tästäkin strategiassa luonnollisesti tulee hajauttaa. Tuomo Saarnio kertoo blogitekstissään hyvin hajautetun osinkosalkun koostuvan kymmenestä jopa yli kahteenkymmeneen osaketta. Tämä on hieman riippuvainen siitä, etsiikö sijoittaja osingoistaan ensisijaisesti tuottoa vai kasvua. Kasvua hakevalle riittää vähintään kymmenen, tuottoa hakevalle 20 tai enemmän. Hajauttamista kannattaa myös laajentaa usealle toimialalle. (Saarnio 2017.) Osake kannattaa myydä, kun siitä tulee epäluotettava. Esimerkkinä tilanne, jossa yhtiö joutuu leikkaamaan osingoista parantaakseen kassavirtaansa, sen velkaantuminen kasvaa selvästi tai osakkeen hinta putoaa, mutta osinkotuotto kasvaa. (Hernandez 2019.)

5.3 Esimerkkisalkku

5.3.1 Potentiaalisten osinkoyhtiöiden seulonta

Osinkosijoittajat arvostavat sijoituskohteinaan olevien yritysten laadukkuutta. Siksi ensimmäisessä seulonnan vaiheessa on käytetty jo laatusijoittamisen esimerkkisalkussa käytettyä oman pääoman tuoton sekä nettovelkaantumisasteen yhdistelmää. Tarkoituksena kuitenkin on löytää vakaita ja korkeaa, tasaista osinkoa jakavia yhtiöitä. Nämä yleensä ovat laatu-yhtiöitä, joten tämä vaihe voi mielestäni hyvinkin olla sama. Tämän vaiheen jälkeen tarkastelussa oli näiden yritysten osingonjakosuhte. Tarkoituksena oli löytää tasaista osingonjakosuhdetta ylläpitäviä yrityksiä. Tähän käytettiin yritysten vuosien 2017-2019 osingonjakosuhteen keskihajontaa. Näistä 25 osingonjakosuhteeltaan vakaisinta yhtiötä muodosti toiseksi viimeisen yhtiöjoukon. Viimeisessä vaiheessa on, että jäljelle on jäänyt ainoastaan laatu-yhtiöitä. Siksi tässä viimeisessä vaiheessa tarkastellaan yritysten osinkotuottoa. Näille jokaiselle yritykselle osinkotuotto on normalisoitu vuosien 2017-2019 väliseltä ajalta. 15 korkeinta normalisoitua osinkotuottoprosenttia omaavaa yhtiötä muodostivat lopullisen esimerkkisalkun. Nämä kaksi edellistä vaihetta ovat kokonaisuudessaan nähtävissä liitteessä 5.

Osake	Osingonjakosuhte 2017	2018	2019	Keskihajonta
Etteplan	49 %	49 %	50 %	0,57 %
eQ	118 %	114 %	113 %	2,32 %
Ponsse	47 %	51 %	46 %	2,33 %
Vaisala	70 %	72 %	66 %	2,33 %
Scanfil	27 %	29 %	34 %	2,96 %
Kamux	41 %	44 %	48 %	3,09 %
Valmet	68 %	64 %	59 %	3,56 %
Revenio Group	91 %	82 %	85 %	3,58 %
Talenom	64 %	59 %	68 %	3,67 %
Metsä Board	50 %	51 %	60 %	4,66 %

Taulukko 8. Kymmenen osingonjakosuhteeltaan vakaisinta osinkoyhtiötä.

Osake	Osingonjakosuhte				Keskihajonta	Normalisoitu osinkotuotto 2017-2019	Volatiliteetti (250pv)
	2017	2018	2019				
eQ	118 %	114 %	113 %	2,32 %	6,0 %	40 %	
Raute	59 %	50 %	80 %	12,68 %	5,6 %	31 %	
Harvia	-	91 %	74 %	8,55 %	5,3 %	44 %	
Alma Media	61 %	69 %	107 %	19,85 %	4,9 %	31 %	
UPM-Kymmene	63 %	46 %	65 %	8,47 %	4,8 %	32 %	
Marimekko	80 %	72 %	109 %	16,15 %	4,6 %	32 %	
Elisa	78 %	89 %	98 %	7,84 %	4,6 %	49 %	
Verkkokauppa.com	87 %	96 %	125 %	16,11 %	4,5 %	43 %	
Orion	93 %	107 %	105 %	6,19 %	4,4 %	36 %	
Metsä Board	50 %	51 %	60 %	4,66 %	4,2 %	31 %	
Valmet	68 %	64 %	59 %	3,56 %	3,5 %	25 %	
Kone	89 %	101 %	95 %	5,03 %	3,5 %	44 %	
Etteplan	49 %	49 %	50 %	0,57 %	3,4 %	42 %	
Neste	48 %	75 %	44 %	13,80 %	3,3 %	47 %	
Scanfil	27 %	29 %	34 %	2,96 %	3,1 %	35 %	

Taulukko 9. Osinkoyhtiösalkku.

Yläpuolella nähtävä taulukko 9 on lopullinen osinkoyhtiösalkku. eQ:n normalisoitu osinkotuotto-% on listan korkein. Kyseisen yrityksen osingonjakosuhte on vuosittain korkea. Matalan nettovelkaantumisasasteen sekä korkean omavaraisuusasteen ansiosta noinkin korkeasta osingonjakosuhteesta ei välttämättä kannata olla huolissaan. Silti sijoittajan on syytä miettiä, onko osingonjako kestävä, mikäli sitä jaetaan yli tuloksen. Samaa voidaan miettiä esimerkiksi Orionin sekä Verkkokauppa.comin kohdalla. Sen sijaan esimerkiksi Scanfilin, Etteplanin, Valmetin, Metsä Boardin ja UPM-Kymmenen osingonjakosuhteet ovat melkoisen tasaisia ja matalia. Kaikilla näillä myös osinkotuotto on hyvällä tasolla. UPM:n erityisen hyvällä. Myös UPM:n volatiliteetti on listan matalammalla puolella ja siksi pidänkin sitä erityisen hyvänä valintana osinkoyhtiösalkkuun. Volatiliteetit on otettu Taloussanomien verkkosivuilta (Taloussanomien 2020).

6 JOHTOPÄÄTÖKSET

Opinnäytetyön tavoitteena oli esitellä fundamentaaliseen analyysiin perustuvia sijoitusstrategioita. Tavoitteena oli rakentaa kokonaisuus, josta voidaan nähdä eri strategioiden alla kulkevien yritysten tunnuspiirteitä sekä työkaluja, joilla niitä voidaan löytää. Tällaista kokonaisuutta rakentaessa havaitaan myös eri strategioiden välisiä eroja. Huomasin työtä tehdessäni strategioiden välillä olevan enemmän tai vähemmän yhtäläisyyksiä ja eroja. Jokainen strategia painottaa yrityksiltään eri ominaisuuksia. Laatusijoittamisessa painotetaan erityisesti laatua, kasvusijoittamisessa kasvua ja niin edelleen. Paras sijoituskohde olisi varmasti yhtiö, joka päätyisi näihin kaikkiin salkkuihin. Nopeasti kasvava, vakaita osinkoja jakava ja aliarvostettu laatu-yhtiö kelpaisi varmasti jokaisen sijoittajan salkkuun. Tällaisen yhtiön löytäminen on kuitenkin käytännössä erittäin vaikeaa, ellei jopa mahdotonta. Yhtiö voi elinkaarensa aikana täyttää näiden kaikkien sijoitusstrategioiden kriteerit. Kasvuyhtiö voi olla samaan aikaan laatu-yhtiö, mutta silloin se tuskin on arvoyhtiö. Se ei kuitenkaan tarkoita sitä, että se ei voisi jossain vaiheessa olla myös arvoyhtiö.

Esimerkkisalkkuja katsellessani huomasin, että yksikään yhtiö ei ole päätenyt kaikkiin salkkuihin. Tämä on tietysti täysin luonnollista. Vain yksi yritys on päätenyt jopa kolmeen salkkuun. Kyseessä on yritys nimeltä eQ. Valitsemieni kriteerien mukaan eQ on sekä laatu-, kasvu- että osinkoyhtiö. Analyysini perusteella se kuuluisi siis laatu-, kasvu- sekä osinkosijoittajan salkkuun. Mielestäni tämä havainnollistaa hyvin sen, että jotkut yritykset voivat täyttää monen sijoitusstrategian kriteerit. Toinen mielenkiintoinen huomio esimerkkisalkuista on se, että Incap on sekä arvo- että kasvusalkussa. Tämä on mielenkiintoista siksi, että usein arvoyhtiöitä pidetään kasvuyhtiöiden vastakohtana. Incapin tulosperusteista arvoa (EPV/osake) analysoidessa voidaan huomata yrityksen aliarvostuksen perustuvankin sen koviin kasvuodotuksiin, koska EPV/osake on todella paljon osakkeen kurssia alhaisempi. Kuten sanottua, tulosperusteinen arvo ei ota huomioon yrityksen kasvua. On siis selvää, että klassisen arvosijoittajan salkkuun tämä osake tuskin kuuluisi. Halusin kuitenkin tuoda hieman modernin arvosijoittajan näkökulmaa laskelmiin, jolloin kasvupotentiaalia on syytä huomioida. Täten yrityksen päätenminen näihin molempiin salkkuihin on täysin mahdollista.

Mielestäni sijoittajan on hyvä ymmärtää se, että lähes kaikkia näitä esiteltyjä työkaluja voidaan käyttää jokaisessa strategiassa. Esimerkiksi riskin mittareita (esimerkiksi beeta)

voi käyttää myös arvosijoittaja, vaikka beeta esiteltiin vasta kasvusijoittamisen luvussa. Kyseisen tunnusluku esitettiin vasta kasvusijoittamisen luvussa, koska se on usein riskisempi sijoitusstrategia. Varsinkin, jos kasvusijoittaja haluaa sijoittaa erittäin spekulatiivisiin osakkeisiin. Samoin arvosijoittamisen luvussa esiteltiin arvostuskertoimia ja laatusijoittamisessa laadun tunnuslukuja, vaikka niitäkin käyttää jokaisen sijoitusstrategian edustaja. Tämä on siis tehty ennen kaikkea siksi, että jokaisen sijoitusstrategian tunnuspiirteet korostuvat ja niiden väliset erot on helpompi hahmottaa.

Oppimisprosessi koostui lähteiden lukemisesta, teoreettisen viitekehyksen rakentamisesta sekä tutkimusosuudesta (esimerkkisalkkujen rakentaminen). Prosessin vaativin ja myös varmasti opettavaisin osuus oli salkkujen rakentaminen. Tutkimusosuus auttoi merkittävästi ymmärtämään kokonaisuutta ja se tuki oppimista mainiosti teoriaviitekehyksen rakentamisen ohella. Salkkuja rakentaessa joutui usein pysähtymään ja miettimään, miksi jonkun tietyn yrityksen tunnusluvut ovat sellaisia kuin ovat. Tämä johti useisiin oivalluksiin ja sitä kautta ymmärrykseen siitä, miten yrityksen osakkeet ja niiden tunnusluvut käyttäytyvät, mihin ne perustuvat ja miten ne korreloivat keskenään. Toivonkin, että myös oppinnäytetyön lukijalle kokemus olisi vastaavanlainen.

Tutkimuksessa on käytetty mahdollisimman tuoreita tunnuslukuja. Tämän takia on mahdotonta sanoa, ovatko rakennetut salkut tuottavia tulevaisuudessa. Jokaisen salkun rakentamiseen on käytetty vain näille strategioille olennaisimpia tunnuslukuja, jolloin salkut ja niiden analyysit ovat hieman pintapuolisia. Tämä siksi, että tarkoituksena oli esittää ainoastaan strategioiden perusteita ja tärkeimpiä ominaisuuksia. Lukijan kannattaa siis ilman muuta hyödyntää näitä työkaluja sekä tuloksia mahdollisiin jatkotutkimuksiinsa. Tulosten luotettavuuden arviointia vaikeuttaa myös se, että esimerkeissä on käytetty tuoreimpia tunnuslukuja, minkä takia niillä ei ole vielä todellista vertailupohjaa. Kuitenkin salkut on laadittu esiteltyjen teorioiden mukaisesti. Tuloksia vertailtiin sijoitusanalyttikoiden tuloksiin ja niistä huomattiin löytyvän useita yhtäläisyyksiä, joten uskoisin tulosten olevan jokseenkin luotettavia. Tulosten luotettavuutta arvioitaessa on myös hyvä ymmärtää se, että useita tunnuslukuja normalisoitiin virheanalyysien välttämiseksi, mutta se onko esimerkiksi viimeisten 3-5 vuoden historiallisen datan tai analyttikoiden konsensusennusteiden käyttäminen riittävää oikean lopputuloksen saavuttamiseksi, on äärimmäisen vaikea kysymys. Lopputulos on aika pitkälti kiinni siitä, miten optimistisesti sijoittaja haluaa esimerkiksi ennusteisiin suhtautua.

LÄHTEET

Aho, Petri – Gostowski, Petri 2020: Alma Media. Laaja raportti 06/2020. Osoitteessa: https://www.inderes.fi/fi/system/files/company-reports/alma_media_laaja_raportti_2020.pdf. Viitattu 5.11.2020

Alma Talent Oy: Käyttökate-%: Mitä käyttökateprosentti tarkoittaa? Osoitteessa: <https://www.almatalent.fi/tietopalvelut/tunnuslukuopas/kannattavuus/kayttokate-prosentti>. Viitattu 25.10.2020

Alma Talent Oy: EV/EBITDA-luku: Mitä EV/EBITDA-luku tarkoittaa. Osoitteessa: <https://www.almatalent.fi/tietopalvelut/tunnuslukuopas/porssitunnusluvut/ev-ebitda-luku>. Viitattu 15.11.2020.

Alma Talent Oy: EV/EBIT-luku: Mitä EV/EBIT-luku tarkoittaa. Osoitteessa: <https://www.almatalent.fi/tietopalvelut/tunnuslukuopas/porssitunnusluvut/ev-ebit-luku>. Viitattu 15.11.2020

Ankelo, Johannes 2017: Vinkkejä osinkosijoituksiin. Osoitteessa: <https://www.sijoitus-tieto.fi/sijoitusartikkelit/vinkkejä-osinkosijoituksiin>. Viitattu 25.10.2020

Arola, Matias – Vilen, Sauli 2020: eQ. Laaja raportti 5/2020. Osoitteessa: https://www.inderes.fi/fi/system/files/company-reports/eq_laaja_09052020_2.pdf. Viitattu 5.11.2020

Fernando, Jason 2020: Return on Equity – ROE. Osoitteessa: <https://www.investopedia.com/terms/r/returnonequity.asp>. Viitattu 20.11.2020

Financer.com 2020: Miten yrityksen maksuvalmius selvitetään? Osoitteessa: <https://financer.com/fi/oma-talous/maksuvalmius/>. Viitattu 3.10.2020

Erkkilä, Jorma 2019: Mikä on taloudellinen vallihauta? Osoitteessa: Mikä on taloudellinen vallihauta? (salkunrakentaja.fi). Viitattu 28.9.2020

Erkkilä, Jorma 2019: Onko arvosijoittaminen yhä tuottoisa osakesijoittajan sijoitusstrategia? Osoitteessa: <https://www.salkunrakentaja.fi/2019/05/onko-arvosijoittaminen-yha-tuottoisa-osakesijoittajan-sijoitusstrategia/>. Viitattu 8.10.2020

Erkkilä, Jorma 2020: 3 suurinta osinko-osakkeisiin liittyvää väärinkäsitystä. Osoitteessa: <https://www.salkunrakentaja.fi/2020/04/osingot-osinko-osakkeet-virhe/>. Viitattu 27.10.2020

Frankel, Matthew 2018: How to Spot a Dividend Yield Trap -- Does a stock's dividend seem too good to be true? Osoitteessa: <https://www.fool.com/investing/2018/04/30/how-to-spot-a-dividend-yield-trap.aspx>. Viitattu 26.10.2020

Gostowski, Petri – Viljakainen Antti 2016: Neste. Yhtiöraportti 12/2016. Osoitteessa: https://www.inderes.fi/fi/system/files/company-reports/neste_laajaraportti_021216.pdf. Viitattu 5.11.2020

Grönqvist, Joni 2019: Vaisala. Yhtiöraportti 09/2019. Osoitteessa: https://www.inderes.fi/fi/system/files/company-reports/vaisala_laajaraportti_2019_0.pdf. Viitattu 5.11.2020

Hall, Jason 2020: How to Invest in Dividend Stocks: A Guide to Dividend Strategy. Osoitteessa: <https://www.fool.com/investing/stock-market/types-of-stocks/dividend-stocks/how-to-invest-in-dividend-stocks/>. Viitattu 26.10.2020

Hall, Jason 2020: How to Invest in Dividend Stocks: A Guide to Dividend Strategy. Osoitteessa: <https://www.fool.com/investing/stock-market/types-of-stocks/dividend-stocks/how-to-invest-in-dividend-stocks/>. Viitattu 25.10.2020

Heikkilä, Timo 2020: Mikä on kasvuyhtiö? Osoitteessa: <https://www.sijoittaja.fi/60142/mika-on-kasvuyhtio/>. Viitattu 13.10.2020

Heikkilä, Timo 2019: Tunnuslukuanalyysi: ROE:lla ja P/B-luvulla voi ennustaa osakkeen tuottoja? Osoitteessa: <https://www.sijoittaja.fi/160068/tunnuslukuanalyysi-roella-ja-p-b-luvulla-voi-ennustaa-osakkeen-tuottoja/>. Viitattu 10.11.2020

Hernandez, Luis 2019: When to Sell a Dividend Stock. Osoitteessa: <https://investorplace.com/2019/03/when-to-sell-a-dividend-stock/>. Viitattu 27.10.2020

Horvath, Sarah 2020: How to Invest in Dividend-Paying Stocks. Osoitteessa: <https://www.benzinga.com/money/how-to-invest-in-dividend-stocks/>. Viitattu 25.10.2020

Hämäläinen, Karo 2016: Excelillä poimittuja osakkeita. Osoitteessa: <https://www.taloustaito.fi/Rahat/Excelilla-poimittuja-osakkeita/#cd1ad7f5>. Viitattu 8.12.2020

Hämäläinen, Karo – Oksaharju, Jukka – Walker, Random 2017: Laatuguru. Helsinki: Oksaharju Capital Oy.

Hämäläinen, Karo – Oksaharju, Jukka – Walker, Random 2018: Arvoguru. Helsinki: Oksaharju Capital Oy.

Hämäläinen, Karo – Oksaharju, Jukka – Walker, Random 2019: Pikkuguru. Helsinki: Oksaharju Capital Oy.

Järvenpää, Antti 2018: Tunnusluvut-sarjassa peg-luku - kasvusijoittajan perustyökalu, -jonka käytössä -täytyy -kuitenkin olla varovainen. Osoitteessa: <https://www.kauppalehti.fi/uutiset/tunnusluvut-sarjassa-peg-luku-kasvusijoittajan-perustyokalu-jonka-kaytossa-taytyy-kuitenkin-olla-varovainen/7d1628fe-0ee6-3113-babd-4e1e005b8c52>. Viitattu 14.10.2020

Kajaani, Petri 2020: Orion. Yhtiöpäivitys 21.10.2020. Osoitteessa: https://www.inderes.fi/fi/system/files/company-reports/yhtiopaivitys_orion_221020.pdf. Viitattu 5.11.2020

Kajaani, Petri 2019: Marimekko. Yhtiöraportti 7/2019. Osoitteessa: https://www.inderes.fi/fi/system/files/company-reports/marimekko_laaja_raportti_2019_16.pdf. Viitattu 5.11.2020

Kallasvuo, Jussi 2020: Verkostovaikutuksista – eli miten tunnistat tulevaisuuden megavoittajat. <https://blog.kauppalehti.fi/taaleri/verkostovaikutuksista-eli-miten-tunnistat-tulevaisuuden-megavoittajat>

Kennon, Joshua 2020: What Is Dividend Investing? -- Definition & Examples of Dividend Investing. Osoitteessa: <https://www.thebalance.com/what-is-dividend-investing-357437>. Viitattu 25.10.2020

Kinnunen, Juha 2020: Aspocomp. Yhtiöraportti 09/2020. Osoitteessa: https://www.inderes.fi/fi/system/files/company-reports/aspocomp_laaja_raportti_150920_.pdf. Viitattu 5.11.2020

Knüpfer, Samuli – Puttonen, Vesa 2014: Moderni rahoitus. Helsinki: Talentum Media.

Kontola, Sami 2019: Onko korkea osinkotuotto aina hyvä asia? – Tästä syystä osinkoja myös kritisoidaan. Osoitteessa: <https://www.kauppalehti.fi/uutiset/onko-korkea-osinkotuotto-aina-hyva-asia-tasta-syysta-osinkoja-myos-kritisoidaan/59112710-0291-446b-9a89-89032bd1da67>. Viitattu 26.10.2020

Korkiakoski, Joonas – Viljakainen, Antti 2020: Scanfil. Yhtiöraportti 3/2020. Osoitteessa: https://www.inderes.fi/fi/system/files/company-reports/scanfil_laaja_2020.pdf. Viitattu 5.11.2020

Korkiakoski, Joonas – Viljakainen, Antti 2020: Yleiselektroniikka. Seurannan aloitus 04/2020. Osoitteessa: https://www.inderes.fi/fi/system/files/company-reports/ye_seurannan_aloitus_final.pdf. Viitattu 5.11.2020

Manganelli, Michele 2020: Growth Stocks: How To Build And Manage Your Portfolio. Osoitteessa: <https://seekingalpha.com/article/4355105-growth-stocks-how-to-build-and-manage-your-portfolio>. Viitattu 16.10.2020

Oksaharju, Jukka 2014: Pari sanaa arvo- ja kasvuyhtiöistä. Osoitteessa: <https://www.nordnet.fi/blogi/pari-sanaa-arvo-ja-kasvuyhtioista/>. Viitattu 15.10.2020

Oksaharju, Jukka 2015: Pari sanaa eri sijoitusstrategioista. Osoitteessa: <https://www.nordnet.fi/blogi/pari-sanaa-eri-sijoitusstrategioista/>. Viitattu 12.10.2020

Pankki-opas: Fundamentaalin analyysi sijoittamisessa. Osoitteessa: <https://pankki-opas.com/fundamentaalin-analyysi-sijoittamisessa.html>. Viitattu 10.11.2020.

Pörssisäätiö 2018: Mitä tunnusluvut kertovat? Osoitteessa: <https://www.porssisaatio.fi/blog/2018/08/10/mita-tunnusluvut-kertovat/>. Viitattu 13.10.2020

Rautanen, Mikael 2019: Revenio Group. Yhtiöraportti 10/2019. Osoitteessa: https://www.inderes.fi/fi/system/files/company-reports/revenio_yhtioraportti_2019.pdf. Viitattu 5.11.2020.

Rautanen, Mikael 2019: Siili Solutions. Yhtiöraportti 5/2019. Osoitteessa: https://www.inderes.fi/fi/system/files/company-reports/siili_yhtioraportti_2019_0.pdf. Viitattu 5.11.2020

Saarnio, Tuomo 2017: Osinkosijoittaminen käytännössä. Osoitteessa: <https://www.nordnet.fi/blogi/osinkosijoittaminen-kaytannossa/>. Viitattu 27.10.2020

Salkunrakentaja 2012: Tuloksen laadulla on väliä. Osoitteessa: <https://www.salkunrakentaja.fi/2012/10/tuloksen-laadulla-on-valia/>. Viitattu 28.9.2020

Segal, Troy 2020: Fundamental analysis. Osoitteessa: <https://www.investopedia.com/terms/f/fundamentalanalysis.asp#qualitative-fundamentals-to-consider> Viitattu 10.11.2020

Sihvonen, Lauri 2018: Tunnetko tämän tunnusluvun? Ev/ebitda paljastaa velkavivuttajan. Osoitteessa: <https://www.kauppalehti.fi/uutiset/tunnetko-taman-tunnusluvun-ev-ebitda-paljastaa-velkavivuttajan/7f11eca9-021b-333c-89d4-93750bd0911b>. Viitattu 15.11.2020

Sijoittaja.fi 2020: Kolme sijoittajan tärkeintä tunnuslukua. Osoitteessa: <https://www.sijoittaja.fi/64957/kolme-sijoittajan-tarkeinta-tunnuslukua/>. Viitattu 22.11.2020

Suomen Osakesäästäjät 2017: ROE – Oman pääoman tuotto %. Osoitteessa: <https://www.osakeliitto.fi/uutiset/roe-oman-paaoman-tuotto/>. Viitattu 15.11.2020

Suomi.fi 2019: Yrityksen aineeton omaisuus ja keksinnöt. Osoitteessa: <https://www.suomi.fi/yritykselle/tuotteiden-ja-palveluiden-kehittaminen/tuoteideat-ja-keksinnot/opas/yrityksen-aineettoman-omaisuuden-hallinta/yrityksen-aineeton-omaisuus-ja-keksinnot>. Viitattu 10.10.2020

Vesola, Erkki 2019: Ponsse. Yhtiöraportti 12/2019. Osoitteessa: https://www.inderes.fi/fi/system/files/company-reports/ponsse_yhtioraportti_041219_0.pdf. Viitattu 5.11.2020

Viljakainen, Antti 2020: Raute. Yhtiöraportti 1/2020. Osoitteessa: https://www.inderes.fi/fi/system/files/company-reports/raute_yhtioraportti_15_1_2020.pdf. Viitattu 5.11.2020

Walker, Random 2018: Arvosijoittajan iskunpaikat Helsingin pörssissä. Osoitteessa: <https://www.sijoitustieto.fi/sijoitusartikkelit/arvosijoittajan-iskunpaikat-helsingin-porsissa>. Viitattu 20.11.2020

Walker, Random: Kilpailuedun kestävydestä. Osoitteessa: <https://www.nordnet.fi/blogi/kilpailuedun-kestavyydesta/>. Viitattu 10.10.2020

Walker, Random 2011: Laatuystiöitä halvalla. Random Walker on the \$treet-blogi 09.08.2011. Osoitteessa: <http://randomwalkerblogi.blogspot.com/2011/08/laatuystioita-halvalla.html>. Viitattu 5.10.2020

Walker, Random 2019: Palveluliiketoiminnan rooli ja kilpailuedun luominen konepajayhtiöissä – Case Cargotec. Osoitteessa: [Palveluliiketoiminnan rooli ja kilpailuedun luominen konepajayhtiöissä – Case Cargotec | Sijoitustieto](#). Viitattu 3.10.2020

Walker, Random 2020: Onko Wärtsilä nyt arvosijoitus? Osoitteessa: <https://www.nordnet.fi/blogi/onko-wartsila-nyt-arvosijoitus/>. Viitattu 12.10.2020

EMPIIRINEN OSA

<https://www.inderes.fi/fi/osakevertailu>

<https://www.investing.com/equities/finland>

<https://www.is.fi/taloussanomat/porssi/osakkeet-suomi/>

<https://www.kauppalehti.fi/porssi/kurssit/XHEL>

Laatuyhtiösalkun rakentamisvaiheet

Osake	Liukuva oman pääoman tuotto (%) (12kk)	Pisteet (Liukuvan oman pääoman tuotto 12kk)	Nettovelkaantumisaste (%) (12/2019)	Pisteet (Nettovelkaantuminen)	Yhteispisteet	-1
Verkkokauppa.com	37,4	4	-52,1	4	8	8
eQ	40,2	2	-44,4	7	9	9
Qt Group	39,8	3	-46,4	6	9	9
Kone	34,2	5	-47,9	5	10	10
Orion A	31	8	-17,8	15	23	23
Orion B	31	9	-17,8	16	25	25
Rovio	17,8	28	-65,7	2	30	30
Incap	29,1	11	-2,7	25	36	36
Neste	26,3	14	-3,2	24	38	38
Honkarakenne B	19,9	22	-15,2	17	39	39
Valmet	21,8	18	-4,6	23	41	41
Vaisala A	20,3	21	-2,5	26	47	47
Yleiselektroniikka	15,9	34	-24,9	14	48	48
Olvi A	17,2	31	-11,4	19	50	50
United Bankers	18,8	26	-0,4	29	55	55
Marimekko	27,8	13	26,4	45	58	58
Revenio Group	18,9	25	3,4	33	58	58
Alma Media	15,8	35	-2	28	63	63
Uponor	28,2	12	37,6	56	68	68
Scanfil	19,5	23	27,7	46	69	69
Raisio K	8,5	62	-36,3	10	72	72
Raisio V	8,5	63	-36,3	11	74	74
Altia	15,8	36	19,1	39	75	75
F-Secure	15,9	33	20,8	42	75	75
Ponsse	13,8	43	14,2	37	80	80
Uutechnic Group	13,2	44	5,8	36	80	80
Tikkurila	25	15	45,6	67	82	82
Kamux	23,4	17	47,2	68	85	85
Dovre Group	10,1	56	0,2	30	86	86
Harvia	18,3	27	41,1	59	86	86
Nokia	9,5	58	0,7	31	89	89
Bittium	7,6	69	-11,2	21	90	90
Nokian Renkaat	9,2	59	2,3	32	91	91
Metso Outotec	9,6	57	5,6	35	92	92
Etteplan	20,8	19	52,6	74	93	93
Siili Solutions	12,9	46	28,1	47	93	93
UPM-Kymmene	8,4	66	-2,3	27	93	93
Ilkka-Yhtymä 1	3,6	86	-40,3	8	94	94
Metsä Board A	11,3	51	23,2	43	94	94
Ilkka-Yhtymä 2	3,6	87	-40,3	9	96	96
Metsä Board B	11,3	52	23,2	44	96	96
Digia	15,3	38	42,5	60	98	98
Aspocomp Group	8,4	64	18,9	38	102	102
Wärtsilä B	10,8	53	30,6	51	104	104
Consti	20,6	20	64,4	85	105	105
Sievi Capital	10,2	55	30,3	50	105	105
Trainers' House	4	85	-11,4	20	105	105
Raute A	-0,1	94	-28,1	13	107	107
Fortum	10,3	54	39,7	57	111	111
Suominen	15,7	37	53,9	78	115	115
Elisa	29,1	10	102,9	107	117	117
Konecranes	12,9	45	52,6	75	120	120
Talenom	32,4	6	123,7	114	120	120
Keskisuomalainen A	11,7	48	52,5	73	121	121
Huhtamäki	15	39	64,1	83	122	122
Biohit B	-25,6	120	-62	3	123	123
CapMan	1,7	90	4,3	34	124	124
Fiskars A	7,3	72	34,3	53	125	125
Caverion	16,6	32	73,5	94	126	126
EAB Group	-7,9	108	-13,5	18	126	126

Osake	Normalisoitu oman pääoman tuotto (%) (2015-2019)	Omavaraisuusaste (%) (12/2019)	Nettovelkaantumisaste (%) (12/2019)
Revenio Group	40 %	59 %	3 %
Kone	35 %	47 %	-48 %
Orion	30 %	77 %	-18 %
Kamux	30 %	45 %	47 %
Talenom	30 %	33 %	124 %
Elisa	28 %	41 %	103 %
Ponsse	27 %	55 %	14 %
eQ	25 %	76 %	-44 %
Neste	25 %	61 %	-3 %
Verkkokauppa.com	25 %	23 %	-52 %
Raute A	22 %	63 %	-28 %
Etteplan	22 %	39 %	53 %
Alma Media	21 %	54 %	-2 %
Harvia	20 %	57 %	41 %
Marimekko	20 %	40 %	26 %
Nokian Renkaat	19 %	76 %	2 %
Yleiselektronikka	18 %	65 %	-25 %
Scanfil	18 %	49 %	28 %
Tikkurila	18 %	39 %	46 %
Olvi A	17 %	66 %	-11 %
Wärtsilä B	17 %	44 %	31 %
Vaisala A	16 %	56 %	-3 %
Huhtamäki	16 %	40 %	64 %
Sievi Capital	15 %	68 %	30 %
Aspocomp Group	15 %	61 %	19 %
United Bankers	15 %	60 %	-4 %
Uponor	15 %	45 %	38 %
Valmet	15 %	41 %	-5 %
Keskisuomalainen A	15 %	39 %	53 %
Siili Solutions	15 %	37 %	28 %
Konecranes	14 %	36 %	53 %

Arvoyhtiösalkun rakentamisvaiheet

Osake	Normalisoitu P/E	Normalisoitu P/B	Normalisoitu D/P	Pisteet P/E	Pisteet P/B	Pisteet (D/P)	Yhteispisteet
	(2017-2019)	(2017-2019)	(2017-2019)				
Easy	7,43	0,87	4,80 %	8	9	23	40
Aktia	11,83	1,07	6,60 %	19	16	6	41
Sievi Capital	6,17	1,27	5,67 %	4	26	12	42
Fiskars Group	12,70	1,23	16,27 %	20	22	1	43
Ilkka-Yhtymä	15,25	0,80	7,10 %	34	6	3	43
Wulff-Yhtiöt	10,95	1,00	5,03 %	17	14	18	49
Harvia	10,03	1,40	5,25 %	13	28	16	57
Outokumpu	1,30	0,73	2,63 %	1	5	60	66
Tallink	16,07	0,87	4,73 %	38	10	25	73
YIT	16,57	1,13	5,30 %	42	17	15	74
UPM	12,90	1,47	4,83 %	23	33	21	77
Panostaja	18,50	1,20	5,97 %	50	21	9	80
Investors House	14,73	0,90	3,47 %	28	11	44	83
Kemira	14,73	1,50	4,73 %	29	35	24	88
Relais Group	4,93	0,70	1,20 %	3	4	83	90
Kesla	12,73	1,23	3,07 %	21	23	50	94
Fortum	19,80	1,33	5,83 %	58	27	10	95
Telia company	17,03	1,73	6,00 %	46	41	8	95
Raute	11,73	2,37	5,57 %	18	64	14	96
SRV	3,97	0,57	0,57 %	2	2	93	97
Apetit	33,13	0,63	5,03 %	80	3	17	100
Stora Enso	13,23	1,43	3,47 %	25	30	45	100
Metsä Board	13,93	1,73	4,20 %	26	40	35	101
Sampo	16,67	1,83	5,67 %	45	46	11	102
Evli Pankki	12,80	2,83	6,70 %	22	77	4	103
Titanium	10,87	3,70	8,70 %	16	88	2	106
Scanfil	9,53	1,93	3,07 %	10	50	51	111
Viafin Service	9,90	1,20	1,45 %	12	20	79	111
Yleiselektronikka	10,37	1,67	2,73 %	14	38	59	111
Aspocomp	13,20	1,63	3,03 %	24	37	53	114
Cargotec	15,07	1,57	3,43 %	33	36	47	116
Soprano	6,43	0,97	0,00 %	6	12	98	116
CapMan	19,67	2,20	6,63 %	55	59	5	119
Aallon Group	10,43	1,50	1,70 %	15	34	74	123
Taaleri	14,77	2,07	3,47 %	31	54	46	131
Raisio	21,90	1,90	5,00 %	65	48	19	132
Aspo	15,97	2,30	4,23 %	37	63	34	134
Lehto Group	6,37	2,53	2,77 %	5	71	58	134
Sanoma	14,87	2,80	4,60 %	32	76	28	136
TietoEVRY	14,53	2,97	4,60 %	27	80	29	136
Nokia	16,20	1,43	2,30 %	39	31	68	138
Ahlstrom - Munksjo	24,43	1,43	3,60 %	67	32	40	139
Nokian Renkaat	16,67	2,67	4,80 %	44	74	22	140
Avidly	6,57	2,10	1,30 %	7	56	82	145
Alma Media	16,47	3,63	4,87 %	41	86	20	147
Rapala VMC	19,73	0,80	1,07 %	56	7	85	148
Konecranes	21,03	1,90	4,07 %	64	49	36	149
Fodelia	9,80	2,10	1,10 %	11	57	84	152
Exel Composites	18,13	2,47	3,97 %	48	68	38	154
Kesko	20,03	2,53	4,63 %	59	70	26	155
Oriola	20,03	2,30	4,03 %	60	61	37	158
Etteplan	14,77	3,17	3,40 %	30	81	48	159
PunaMusta Media	45,67	1,73	4,23 %	87	42	33	162
eQ	19,50	5,63	6,03 %	54	102	7	163
United Bankers	38,87	2,50	5,67 %	85	69	13	167
Valmet	17,03	2,87	3,53 %	47	78	42	167
Neste	15,60	3,63	3,30 %	35	87	49	171
Marimekko	18,93	4,80	4,63 %	52	99	27	178
Finnair	141,27	1,13	2,07 %	94	18	70	182
Digia	13,30	1,67	2,23 %	77	39	69	185
Ponsse	16,33	3,80	2,90 %	40	90	56	186
Silli Solutions	18,97	3,23	3,07 %	53	82	52	187
Bittium	30,10	2,10	2,93 %	76	58	55	189
Incap	8,63	2,67	0,00 %	9	73	107	189
Teleste	52,70	1,40	1,77 %	89	29	72	190
Kamux	15,93	3,87	2,57 %	36	91	64	191
Innofactor	32,37	1,03	0,00 %	79	15	99	193
Elisa	20,50	5,63	4,57 %	61	104	30	195
Huhtamäki	18,73	2,87	2,53 %	51	79	65	195

Osake	Normalisoitu P/E		P/E liukuva 12kk		Normalisoitu P/B		Normalisoitu ROE	
	(2017-2019)	(11.11)	P/E 2020e	P/E 2021e	(2017-2019)	(2017-2019)	PB/ROE	
Ahlstrom - Munksjo	24,4	31,4	28	18,98	1,43	4,10 %		34,96
Aktia	11,8	15,6	15,72	12,19	1,07	8,73 %		12,21
Alma Media	16,5	21,1	21	19,32	3,63	23,93 %		15,18
Aspo	16,0	18,9	23,29	11,84	2,30	12,87 %		17,88
Aspocomp	13,2	26,4	129,36	10,72	1,63	19,73 %		8,28
CapMan	19,7	168,6	169,06	10,87	2,20	9,67 %		22,76
Cargotec	15,1	17,6	18,97	13,35	1,57	7,73 %		20,26
Digia	13,3	20,7	12,72	11,94	1,67	8,90 %		18,73
Elisa	20,5	22,3	22,17	21,52	5,63	29,77 %		18,92
eQ	19,5	25	23,68	18,27	5,63	28,83 %		19,54
Etteplan	14,8	15,4	16,2	14,85	3,17	23,10 %		13,71
Evli Pankki	12,8	15,3	15,76	13,2	2,83	22,67 %		12,50
Exel Composites	18,1	15,2	14,31	12,92	2,47	8,63 %		28,57
Finnair	141,3	-	-1,29	-3,92	1,13	10,83 %		10,46
Fiskars Group	12,7	16,4	15,06	14,46	1,23	8,43 %		14,62
Fortum	19,8	11,6	14,22	14,29	1,33	8,40 %		15,87
Harvia	10,0	25,2	22,82	20,41	1,40	15,43 %		9,07
Huhtamaki	18,7	23,5	23,34	21,08	2,87	14,90 %		19,24
Ilkka-Yhtymä	15,3	16,1	17,31	17,92	0,80	6,07 %		13,19
Incap	8,6	14,1	13,16	10,52	2,67	37,33 %		7,14
Investors House	14,7	25,9	14,5	10,95	0,90	7,97 %		11,30
Kamux	15,9	21,3	21,98	15,56	3,87	24,97 %		15,49
Kemira	14,7	12,5	12,67	13,04	1,50	7,83 %		19,15
Kesko	20,0	24,2	23,01	22,68	2,53	13,17 %		19,24
Kesla	12,7	454,5	55,45	12,1	1,23	8,37 %		14,74
Konecranes	21,0	14	15,01	14,83	1,90	13,70 %		13,87
Marimekko	18,9	26,1	24,03	22,3	4,80	30,33 %		15,82
Metsa Board	13,9	17,1	15,68	15,25	1,73	13,60 %		12,75
Neste	15,6	25,6	33,34	30,53	3,63	24,63 %		14,75
Nokia	16,2	12,1	13,78	16,23	1,43	-3,83 %		-37,39
Nokian Renkaat	16,7	26,3	26,68	16,75	2,67	19,90 %		13,40
Oriola	20,0	53,2	27,9	15,55	2,30	7,80 %		29,49
Panostaja	18,5	-	-8,63	55,18	1,20	22,23 %		5,40
Ponsse	16,3	25,4	19,41	15,37	3,80	24,90 %		15,26
PunaMusta Media	45,7	-	-37,77	28,2	1,73	5,33 %		32,50
Raisio	21,9	23,2	24,04	21,79	1,90	9,33 %		20,36
Rapala VMC	19,7	342,1	-40,89	13,9	0,80	2,47 %		32,43
Raute	11,7	-	-94,53	16,68	2,37	22,67 %		10,44
Sampo	16,7	17,3	16,82	14,05	1,83	13,60 %		13,48
Sanoma	14,9	15,4	19,2	17,48	2,80	-5,87 %		-47,73
Scanfil	9,5	10,5	11,02	11,44	1,93	20,57 %		9,40
Sievi Capital	6,2	8,1	8,06	8,21	1,27	22,37 %		5,66
Siili Solutions	19,0	27,9	18,81	14,59	3,23	13,93 %		23,21
Stora Enso	13,2	28,4	27,95	19,43	1,43	12,97 %		11,05
Taaleri	14,8	27	16,8	11,19	2,07	16,47 %		12,55
Tallink	16,1	-	-20,03		0,87	5,43 %		15,95
Teleste	52,7	25,7	25,46	12,43	1,40	-1,43 %		-97,67
Telia company	17,0	25,7	19,9	17,71	1,73	8,63 %		20,08
TietoEVRY	14,5	14,7	11,33	10,33	2,97	18,47 %		16,06
Titanium	10,9		30,02		3,70	25,20 %		14,68
United Bankers	38,9	13,8	12,96	14,21	2,50	14,67 %		17,05
UPM	12,9	17,9	20,5	18,33	1,47	12,80 %		11,46
Valmet	17,0	14,9	15,21	13,9	2,87	16,73 %		17,13
Viafin Service	9,9		-1,76		1,20	6,73 %		17,82
YIT	16,6	20,2	19,58	11,85	1,13	2,67 %		42,50
Yleiselektronikka	10,4	14,4	13,18	11,32	1,67	17,50 %		9,52

Arvo-osakkeiden todellinen arvo

Osake	Normalisoitu ROE			Osakkeen todellinen arvo	
	(2017-2019)	Kasvu-%	Neutraali P/E-luku	Normaali EPS (2020-2022)	(Gordonin kaava)
Aktia	8,7%	5%	10,7	0,77 €	8,22 €
Aspocomp	19,7%	5%	18,7	0,40 €	7,47 €
Evli Pankki	22,7%	5%	19,5	0,82 €	15,98 €
Finnair	10,8%	4%	12,6	0,00 €	0,00 €
Fortum	8,4%	4%	10,5	1,22 €	12,78 €
Harvia	15,4%	6%	20,4	0,95 €	19,35 €
Incap	8,6%	6%	10,1	1,54 €	15,52 €
Investors House	8,0%	6%	8,2	0,48 €	3,95 €
Kemira	7,8%	5%	9,0	0,89 €	8,04 €
Konecranes	13,7%	5%	15,9	2,06 €	32,70 €
Metsa Board	13,6%	5%	15,8	0,47 €	7,43 €
Nokia	8,0%	5%	9,4	0,23 €	2,16 €
Panostaja	22,2%	5%	19,4	0,00 €	0,00 €
Raute	22,7%	5%	19,5	1,35 €	26,31 €
Scanfil	20,6%	5%	18,9	0,48 €	9,08 €
Sievi Capital	22,4%	5%	19,4	0,13 €	2,52 €
Stora Enso	13,0%	5%	15,4	0,70 €	10,75 €
Taaleri	16,5%	5%	17,4	0,60 €	10,45 €
UPM	12,8%	5%	15,2	1,41 €	21,48 €
Valmet	16,7%	6%	21,4	1,59 €	33,99 €
Yleiselektroniikka	17,5%	5%	17,9	1,68 €	30,00 €

Osake	Grahamin osakkeen	
	Normaali EPS (2015-2019)	Kasvu-%
Aktia	0,76 €	5%
Aspocomp	0,36 €	5%
Evli Pankki	0,61 €	5%
Finnair	0,40 €	4%
Fortum	0,88 €	4%
Harvia	0,48 €	6%
Incap	1,00 €	6%
Investors House	0,50 €	6%
Kemira	0,72 €	5%
Konecranes	1,60 €	5%
Metsa Board	0,40 €	5%
Nokia	0,28 €	5%
Panostaja	0,02 €	5%
Raute	2,00 €	5%
Scanfil	0,40 €	5%
Sievi Capital	0,22 €	5%
Stora Enso	1,00 €	5%
Taaleri	0,60 €	5%
UPM	1,84 €	5%
Valmet	0,93 €	6%
Yleiselektroniikka	0,78 €	5%

Osake	▼ Tuottovaatimus ▼	Kilpailuetukeroin		Oma pääoma/Osake	
		(CAM)	▼	(12/2019)	▼ EPV/Osake ▼
Aktia	9 %		0,97	8,82 €	8,56 €
Aspocomp	9 %		2,19	2,70 €	5,92 €
Evli Pankki	9 %		2,52	3,40 €	8,56 €
Finnair	9 %		1,20	6,02 €	7,24 €
Fortum	9 %		0,93	14,62 €	13,65 €
Harvia	9 %		1,71	3,68 €	6,31 €
Incap	9 %		0,96	4,29 €	4,10 €
Investors House	9 %		0,89	7,48 €	6,62 €
Kemira	9 %		0,87	7,98 €	6,94 €
Konecranes	9 %		1,52	15,70 €	23,90 €
Metsa Board	9 %		1,51	3,76 €	5,68 €
Nokia	9 %		0,89	2,73 €	2,43 €
Panostaja	9 %		2,47	0,96 €	2,37 €
Raute	9 %		2,52	11,61 €	29,24 €
Scanfil	9 %		2,29	2,59 €	5,92 €
Sievi Capital	9 %		2,49	0,93 € (12/2017)	2,31 €
Stora Enso	9 %		1,44	9,42 €	13,58 €
Taaleri	9 %		1,83	4,45 €	8,14 €
UPM	9 %		1,42	18,87 €	26,84 €
Valmet	9 %		1,86	6,95 €	12,92 €
Yleiselektronikka	9 %		1,94	5,95 €	11,57 €

Kasvuyhtiösalkun rakentamisvaiheet

Osake	Normalisoitu P/E (2017-2019)	Pisteet P/E	Normalisoitu P/B (2017-2019)	Pisteet P/B	Normalisoitu D/P (2017-2019)	Pisteet (D/P)	Yhteispisteet
Efecte	350,5	1	9,0	5	0,00%	5	11
Cibus Nordic Real Estate	195,1	3	11,7	3	0,70%	25	31
Nixu	218,2	2	4,2	22	0,00%	9	33
F-Secure	66,8	9	6,8	9	0,33%	22	40
Revenio Group	71,0	8	27,1	1	1,33%	35	44
Remedy	72,9	7	4,1	23	0,83%	27	57
Admicom	28,5	23	9,4	4	1,70%	41	68
LeadDesk	73,7	6	2,2	56	0,00%	17	79
Talenom	28,4	24	8,9	6	2,37%	50	80
Fondia	35,1	17	6,9	8	2,80%	59	84
Pihlajalinna	31,1	21	2,6	44	0,80%	26	91
Caverion	20,9	35	3,3	33	0,70%	24	92
Vaisala	34,3	18	4,5	20	2,60%	54	92
Detection Technology	19,8	41	5,6	14	1,90%	45	100
Kone	26,4	25	8,0	7	3,53%	73	105
Neo Industrial	37,3	16	2,0	64	0,87%	29	109
Solteq	48,3	11	1,3	92	0,00%	13	116
Terveystalo	25,8	28	2,4	52	1,47%	38	118
Gofore	18,4	49	4,5	21	2,33%	49	119
Fellow Finance	26,2	27	1,8	72	0,30%	21	120
Glaston	39,5	13	2,0	65	1,73%	43	121
Qt	-509,6	118	15,2	2	0,00%	2	122
Wartsila	38,6	15	3,4	31	3,67%	77	123
Vincit	20,7	36	3,7	27	3,03%	62	125
Orion	23,5	32	6,4	10	4,43%	84	126
Verkkokauppa.com	24,7	30	6,0	11	4,50%	85	126
Tikkurila	25,5	29	3,9	24	3,57%	75	128
NoHo Partners	26,3	26	2,4	49	2,60%	55	130
Enedo	-43,1	116	5,6	15	0,00%	1	132
Suominen	180,2	4	1,3	91	1,57%	39	134
Basware	-42,5	115	4,9	16	0,00%	4	135
Huhtamaki	18,7	47	2,9	37	2,53%	51	135
Elisa	20,5	37	5,6	13	4,57%	86	136
Innofactor	32,4	20	1,0	101	0,00%	16	137
Heeros	-20,5	112	4,8	18	0,00%	8	138
Kamux	15,9	62	3,9	25	2,57%	52	139
Bittium	30,1	22	2,1	58	2,93%	61	141
Teleste	52,7	10	1,4	87	1,77%	44	141
SSH	-67,9	117	4,6	19	0,00%	6	142
Siili Solutions	19,0	45	3,2	34	3,07%	64	143
Incap	8,6	90	2,7	43	0,00%	11	144
Ponsse	16,3	58	3,8	26	2,90%	60	144
Endomines	-4,8	104	2,8	41	0,00%	3	148
Finnair	141,3	5	1,1	99	2,07%	46	150
Marimekko	18,9	46	4,8	17	4,63%	89	152
Rush Factory	-4,8	103	3,3	32	0,00%	19	154
Neste	15,6	63	3,6	29	3,30%	67	159
United Bankers	38,9	14	2,5	47	5,67%	103	164
Valmet	17,0	52	2,9	38	3,53%	74	164
eQ	19,5	44	5,6	12	6,03%	109	165
PunaMusta Media	45,7	12	1,7	75	4,23%	83	170
Etteplan	14,8	68	3,2	35	3,40%	68	171
Oriola	20,0	38	2,3	55	4,03%	79	172
Kesko	20,0	39	2,5	46	4,63%	90	175
Next Games	-10,2	107	2,1	61	0,00%	7	175
Exel Composites	18,1	50	2,5	48	3,97%	78	176
Fodelia	9,8	88	2,1	60	1,10%	32	180
Konecranes	21,0	34	1,9	67	4,07%	80	181
Rapala VMC	19,7	42	0,8	109	1,07%	31	182
Alma Media	16,5	57	3,6	30	4,87%	96	183

Osake	Liikevaihto 2015		Liikevaihto 2019	
	(milj. €)	(milj. €)	(milj. €)	(milj. €)
				Liikevaihdon kasvu 5v
Nixu	18,01 €	51,17 €		184 %
Revenio Group	20,25 €	49,47 €		144 %
Pihlajalinna	213,33 €	518,60 €		143 %
Terveystalo	442,40 €	1 030,70 €		133 %
Incap	30,56 €	71,02 €		132 %
Qt	26,93 €	58,37 €		117 %
Kamux	309,93 €	658,50 €		112 %
Siili Solutions	41,90 €	80,54 €		92 %
Etteplan	141,14 €	263,29 €		87 %
Talenom	33,00 €	57,96 €		76 %
eQ	30,75 €	51,07 €		66 %
F-Secure	147,61 €	217,34 €		47 %
Verkkokauppa.com	343,68 €	504,11 €		47 %
Ponsse	461,93 €	667,40 €		44 %
Innofactor	44,45 €	64,20 €		44 %
Neste	11 131,00 €	15 840,00 €		42 %
Finnair	2 254,50 €	3 097,70 €		37 %
Bittium	56,81 €	75,20 €		32 %
Marimekko	95,65 €	125,42 €		31 %
Exel Composites	80,20 €	103,78 €		29 %
Vaisala	318,50 €	403,60 €		27 %
PunaMusta Media	85,52 €	107,40 €		26 %
Huhtamaki	2 726,40 €	3 399,00 €		25 %
Valmet	2 928,00 €	3 547,00 €		21 %
United Bankers	27,44 €	32,48 €		18 %
Elisa	1 569,50 €	1 843,50 €		17 %
Kone	8 647,30 €	9 981,80 €		15 %
Oriola	1 626,30 €	1 721,30 €		6 %
Suominen	444,04 €	411,41 €		-7 %

Osinkoyhtiösalkun rakentamisvaiheet

Osake	Osingonjakosuhte 2017	2018	2019	Keskihajonta
Etteplan	49 %	49 %	50 %	0,57 %
eQ	118 %	114 %	113 %	2,32 %
Ponsse	47 %	51 %	46 %	2,33 %
Vaisala	70 %	72 %	66 %	2,33 %
Scanfil	27 %	29 %	34 %	2,96 %
Kamux	41 %	44 %	48 %	3,09 %
Valmet	68 %	64 %	59 %	3,56 %
Revenio Group	91 %	82 %	85 %	3,58 %
Talenom	64 %	59 %	68 %	3,67 %
Metsä Board	50 %	51 %	60 %	4,66 %
Kone	89 %	101 %	95 %	5,03 %
Huhtamäki	43 %	56 %	49 %	5,37 %
Aspocomp Group	37 %	25 %	26 %	5,53 %
Orion A	93 %	107 %	105 %	6,19 %
Elisa	78 %	89 %	98 %	7,84 %
UPM-Kymmene	63 %	46 %	65 %	8,47 %
Harvia		91 %	74 %	8,55 %
Raute A	59 %	50 %	80 %	12,68 %
Neste	48 %	75 %	44 %	13,80 %
Siili Solutions	66 %	102 %	71 %	15,84 %
Verkkokauppa.com	87 %	96 %	125 %	16,11 %
Marimekko	80 %	72 %	109 %	16,15 %
Yleiselektronikka	45 %	33 %	0 %	18,88 %
Alma Media	61 %	69 %	107 %	19,85 %
United Bankers	141 %	91 %	101 %	21,66 %
Fortum	113 %	116 %	66 %	22,87 %
Nokian Renkaat	96 %	74 %	40 %	23,35 %
Uutechnic Group	0 %	0 %	53 %	24,75 %
Consti	0 %	0 %	53 %	25,03 %
F-Secure	57 %	0 %	0 %	26,73 %
Wärtsilä B	73 %	74 %	132 %	27,51 %
Caverion	0 %	-12 %	56 %	29,76 %
Konecranes	42 %	93 %	122 %	33,06 %
Digia	110 %	40 %	38 %	33,65 %
Sievi Capital	0 %	13 %	84 %	36,72 %
Nokia	-72 %	-101 %	0 %	42,43 %
CapMan	106 %	219 %	142 %	47,20 %
EAB Group	-32 %	95 %	0 %	54,06 %
Raisio K	66 %	210 %	80 %	64,67 %
Tikkurila	331 %	100 %	66 %	117,76 %
Ilkka-Yhtymä 1	37 %	510 %	135 %	203,98 %
Bittium	-365 %	134 %	47 %	217,32 %
Fiskars A	35 %	613 %	88 %	260,83 %
Suominen	44 %	0 %	1283 %	594,55 %

Osake	Osingonjakosuhte				Normalisoitu	
	2017	2018	2019	Keskihajonta	osinkotuotto 2017-2019	
eQ	118 %	114 %	113 %	2,32 %	6,0 %	
Raute A	59 %	50 %	80 %	12,68 %	5,6 %	
Harvia		91 %	74 %	8,55 %	5,3 %	
Alma Media	61 %	69 %	107 %	19,85 %	4,9 %	
UPM-Kymmene	63 %	46 %	65 %	8,47 %	4,8 %	
Elisa	78 %	89 %	98 %	7,84 %	4,6 %	
Marimekko	80 %	72 %	109 %	16,15 %	4,6 %	
Verkkokauppa.com	87 %	96 %	125 %	16,11 %	4,5 %	
Orion A	93 %	107 %	105 %	6,19 %	4,4 %	
Metsä Board A	50 %	51 %	60 %	4,66 %	4,2 %	
Valmet	68 %	64 %	59 %	3,56 %	3,5 %	
Kone	89 %	101 %	95 %	5,03 %	3,5 %	
Etteplan	49 %	49 %	50 %	0,57 %	3,4 %	
Neste	48 %	75 %	44 %	13,80 %	3,3 %	
Scanfil	27 %	29 %	34 %	2,96 %	3,1 %	
Siili Solutions	66 %	102 %	71 %	15,84 %	3,1 %	
Aspocomp Group	37 %	25 %	26 %	5,53 %	3,0 %	
Ponsse	47 %	51 %	46 %	2,33 %	2,9 %	
Yleiselektronikka	45 %	33 %	0 %	18,88 %	2,7 %	
Vaisala A	70 %	72 %	66 %	2,33 %	2,6 %	
Kamux	41 %	44 %	48 %	3,09 %	2,6 %	
Huhtamäki	43 %	56 %	49 %	5,37 %	2,5 %	
Talenom	64 %	59 %	68 %	3,67 %	2,4 %	
Revenio Group	91 %	82 %	85 %	3,58 %	1,3 %	